

La route vers la déflation ?

Perspectives 2010-2011 pour l'économie mondiale *

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

Depuis un an, l'économie mondiale s'est engagée sur la voie du redressement, après un choc récessif d'une ampleur sans précédent dans la période contemporaine. Les difficultés budgétaires de certains pays en zone euro ont déclenché une nouvelle crise financière au printemps mais ces inquiétudes n'ont, jusqu'à présent, pas eu de répercussions sur la région dans son ensemble, dopée par la vigueur de la reprise allemande. Et si l'économie américaine paraît s'essouffler, le volontarisme réaffirmé de la FED rassure. Les pays émergents quant à eux, emmenés par l'Asie, ont retrouvé ou dépassé le précédent pic d'activité.

Pourtant le ver est dans le fruit. Les économies développées sont prises dans une trappe à liquidité. En engageant la consolidation budgétaire trop tôt, elles courent le risque d'entrer en déflation. La hausse des taux réels qui en résulterait aggraverait la récession. Les multiplicateurs budgétaires et l'absence de relais de la politique monétaire commandent, pour pouvoir maîtriser la trajectoire de la dette publique, de procéder à une relance budgétaire globale, en tout cas à l'échelle européenne, accompagnée d'une réduction de l'incertitude financière et des changes. Les prévisions de croissance présentées ici écartent pour l'instant le scénario déflationniste mais sa probabilité est élevée à une échéance un peu plus longue.

* Ce texte synthétise l'analyse de la conjoncture menée par le département analyse et prévision de l'OFCE à l'automne 2010. Il a été rédigé par Hervé Péléraux, Danielle Schweisguth et Xavier Timbeau. Il s'appuie sur le travail d'une équipe dirigée par Xavier Timbeau et composée de Céline Antonin, Christophe Blot, Marion Cochar, Amel Falah, Eric Heyer, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Paola Monperrus-Veroni, Hervé Péléraux, Mathieu Plane, Christine Riffart et Danielle Schweisguth. Il intègre les prévisions disponibles au 15 octobre 2010.

Vue d'ensemble

L'année 2009 ressort comme la pire, économiquement, depuis la Grande Dépression. Peu de zones du monde ont échappé à la catastrophe. À vrai dire, seules quelques régions ont été épargnées, l'Asie hors Japon, l'Afrique et le Moyen-Orient, qui ont continué à croître quand la récession s'abattait sur le monde développé.

La zone euro a été lourdement frappée (baisse du PIB de 4 % en 2009), le Japon (-5,2 %) et les pays de l'Est (-7 %), à un degré moindre les États-Unis (-2,6 %) et l'Amérique latine (-2,3 %). Parmi les grands pays de la zone euro, les baisses sont aussi spectaculaires. L'activité en Italie et en Allemagne s'est contractée respectivement de 5,1 et 4,7 %, quand la France a réalisé la seconde « meilleure performance » de la zone, en ne reculant que de 2,5 % (tableau 1).

Si 2009 marque le paroxysme de la crise, elle est aussi celle de l'interruption de la chute libre de l'activité, et, dans la plupart des régions du monde, d'un rebond de l'activité, étalé entre le premier et le troisième trimestres. La reprise de l'activité s'est confirmée jusqu'au deuxième trimestre de l'année 2010, bien que son rythme soit trop faible pour assurer un retour à la situation de la fin 2007. Ainsi, le taux de chômage ne montre que des signes de stabilisation à des sommets rarement observés par le passé.

La crise n'est pas finie

La reprise de la croissance dans le courant de 2009, principalement sous l'effet de l'arrêt du déstockage, ne doit pas créer l'illusion que la crise est bel et bien terminée. Dans la plupart des pays, un an après la fin de l'effondrement des PIB, les pertes de production sur le point haut du cycle (le premier trimestre 2008) sont considérables (tableau 2 et encadré 1).

En termes de PIB, les pays les moins touchés sont la France et les États-Unis, avec des pertes respectives de 2,2 et 1,1 %. Si l'Allemagne peut aussi être rattachée à cette catégorie, c'est surtout grâce à une performance exceptionnelle au deuxième trimestre 2010, avec une croissance de 2,2 %, qui a ramené les pertes de production par rapport au premier trimestre 2008, de 4,8 % au premier trimestre 2010 à 2,7 % au deuxième. Le Japon, le Royaume-Uni, l'Espagne et l'Italie comptent quant à eux au nombre des pays les plus meurtris par la crise, avec des pertes de production s'étalant de 4,3 à 5,6 %. En termes de PIB par tête, qui prend en compte le dynamisme de la population des pays pour apprécier l'effet de la récession sur le niveau de vie de leurs habitants, le classement précédent est peu modifié, avec en queue de peloton toujours l'Italie, et cette fois en tête l'Allemagne, qui profite de la baisse de sa population.

Tableau 1 : Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	Poids ¹ dans le total	PIB en volume		
		2009	2010	2011
Allemagne	4,4	-4,7	3,4	2,5
France	3,2	-2,5	1,7	1,6
Italie	2,8	-5,1	1,1	1,2
Espagne	2,1	-3,7	-0,2	0,4
Pays-Bas	1,0	-3,9	1,9	1,8
Belgique	0,6	-2,7	2,0	1,8
Autriche	0,6	-8,1	2,2	2,1
Finlande	0,5	-3,8	1,4	1,6
Portugal	0,4	-2,6	1,5	0,7
Grèce	0,3	-2,0	-3,6	-2,4
Irlande	0,3	-7,6	-0,5	1,1
Zone euro	16,4	-4,0	1,7	1,7
Royaume-Uni	3,4	-5,0	1,7	1,4
Suède	0,5	-4,7	3,9	2,7
Danemark	0,3	-5,1	1,7	2,0
Union européenne à 15	20,5	-4,3	1,8	1,6
12 nouveaux pays membres	2,7	-3,4	1,3	2,8
Union européenne à 27	23,3	-4,1	1,7	1,7
Suisse	0,5	-1,5	2,6	1,8
Norvège	0,4	-1,4	1,0	2,6
Europe	24,1	-4,1	1,7	1,7
États-Unis	21,8	-2,6	2,6	1,7
Japon	6,7	-5,2	3,1	1,8
Canada	2,0	-2,5	3,0	1,9
Pays industriels	56,3	-3,5	2,2	1,7
Pays candidats à l'UE ²	1,2	-4,3	6,5	3,3
Russie	3,2	-7,9	4,5	4,6
Autres CEI ³	1,3	-4,7	4,7	5,2
Chine	11,0	9,1	10,0	9,2
Autres pays d'Asie	13,2	2,8	8,1	6,7
Amérique latine	7,9	-2,3	6,2	3,7
Afrique	3,4	2,6	5,0	5,5
Moyen-Orient	2,5	2,0	4,1	5,1
Monde	100	-1,0	4,5	3,7

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

2. Croatie, République de Macédoine et Turquie.

3. Communauté des États indépendants.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2010.

Tableau 2 : Pertes de production et augmentation du taux de chômage

2008q1/ 2010q2	France	Allemagne	Italie	Japon	EU	R-U	Espagne
PIB/habitant, (en %)	-3,5	-2,3	-7,1	-4,1	-3,2	-5,8	-6,0
PIB (en %)	-2,2	-2,7	-5,6	-4,3	-1,1	-4,5	-4,6
Chômage (en points)	+2,1	-0,6 (+1,3)*	+2,2	+1,3	+4,9	+2,6	+10,8

* Pour l'Allemagne, le chiffre entre parenthèses cumule les variations du chômage et du chômage partiel.

Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

L'exposition des pays au chômage peut quant à elle mal refléter les pertes de production subies. En particulier, si le chômage n'a pas augmenté en Allemagne entre le premier trimestre 2008 et le deuxième trimestre 2010 (il a même légèrement diminué), c'est grâce au recours massif au chômage partiel qui a maintenu les licenciés potentiels dans l'emploi. Le même dispositif ayant été mis en place au Japon, le nombre des nouveaux sans-emplois y a été aussi plus faible qu'ailleurs. Le gonflement du chômage a au contraire été spectaculaire aux États-Unis et en Espagne, du fait d'une plus grande flexibilité des marchés du travail et d'un impact de la crise sur la construction, secteur intensif en main-d'œuvre, plus prononcé.

La crise a donc profondément affecté les pays développés, qui sont encore loin d'avoir retrouvé le niveau d'activité qui prévalait au tournant de 2007 et de 2008. Ce point de départ pris pour faire le bilan de la crise à la mi-2010 n'est d'ailleurs que le point d'arrivée du sentier de croissance particulièrement pentu qui s'était instauré depuis 2002 (graphique 1).

Encadré 1 : Bulles, déséquilibres et récession

Il est indiscutable que la crise est intervenue dans un contexte de bulles, financière et immobilière, et de déséquilibres macroéconomiques. Ainsi, la récession pourrait être la correction de mécanismes non soutenables. Garantir un sentier de croissance soutenable aurait nécessité de ne pas laisser se former ces déséquilibres, ce qui aurait, éventuellement, conduit à une croissance moins forte. Sous cette hypothèse, le point de référence ne devrait pas être le point haut du PIB (2008q1), mais un point situé sur un sentier tendanciel moins pentu. Par rapport à ce sentier virtuel, les pertes d'activité apparaîtraient moins importantes. Ainsi, l'ampleur de la crise ne serait que le corollaire de l'ampleur des déséquilibres antérieurs, et la situation présente, le simple retour à des « fondamentaux ».

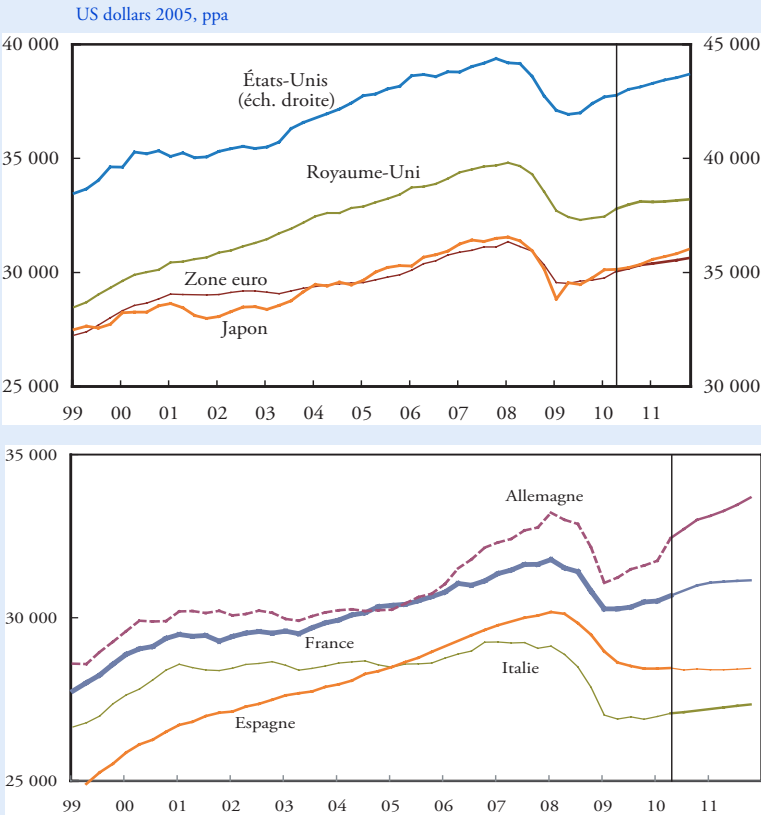
Pour autant, ce sentier tendanciel plus vertueux n'a pas existé. En particulier, le niveau d'activité atteint en 2008q1 et la chute d'activité nous laissent aujourd'hui avec des capacités productives inemployées, physiques comme humaines, considérables. Les personnes qui avaient un emploi au début de 2008, et qui l'ont perdu durant la récession, se retrouvent au chômage à la mi-2010 et sont *de facto* disponibles pour travailler. La baisse généralisée des taux d'utilisation des capacités de production témoigne de l'importance du volume de capital inemployé hérité des années de forte croissance. La chute de demande induite par la perte de richesses ou de revenus complète le tableau.

Si l'économie avait suivi le sentier virtuel soutenable, le système de prix, de production et de capital serait différent. La crise ne s'y serait pas produite et le plein emploi aurait été conservé. Mais l'économie n'a pas suivi ce sentier. Un autre stock de capital a été accumulé, un autre système de prix a prévalu. En revanche, l'économie s'est approchée du plein emploi et la crise est intervenue à partir de là. L'impact de la crise ne peut donc s'apprécier qu'à partir de ce qui est connu (le sentier effectif que l'économie a suivi) et non par rapport à la situation virtuelle d'une croissance équilibrée sur le passé. En particulier, c'est le niveau de capital et d'emploi de 2008q1 qui doit servir de référence lorsqu'il s'agit d'apprécier les forces déflationnistes à l'œuvre ou de déterminer quelles doivent être les réponses de politique économique. En effet, celles-ci se justifient parce qu'un important stock de capital ou de personnes involontairement au chômage caractérisent la situation présente.

Nous comparerons ici ce qui est observé à ce qui a été observé et non pas en référence à une situation virtuelle impossible à caractériser (autrement qu'en disant qu'elle est plus soutenable). De plus, le retour au plein emploi des capacités (à la suite par exemple d'un vigoureux plan de relance) ne signifierait pas le retour à la configuration de prix et de production de 2008q1, mais à une nouvelle configuration, éventuellement plus soutenable.

Autrement dit, le choc subi par le véhicule circulant au-delà de la vitesse autorisée n'est pas moins fort du fait que ce n'est pas la vitesse constatée mais la vitesse autorisée qu'il aurait fallu utiliser comme point de référence.

Graphique 1 : PIB par tête en parité de pouvoir d'achat



Sources : Comptabilités nationales, Banque mondiale, calculs et prévision OFCE octobre 2010.

La chute libre a été interrompue par des politiques économiques vigoureuses ...

Les plans massifs de soutien au secteur financier, les politiques monétaires expansionnistes, les mesures non conventionnelles de soutien au marché interbancaire ainsi que le jeu des stabilisateurs automatiques renforcé par les plans de relance budgétaire mis en place à la fin de l'année 2008 ou au début de l'année 2009 ont permis d'enrayer la dangereuse mécanique dépressive. Une partie des leçons des années 1930 a été tirée, et la grande majorité des pays développés, comme les pays émergents qui en avaient les moyens, ont engagé des politiques de soutien. Les stabilisateurs automatiques, comme les plans de relance, ont entraîné un creusement des déficits publics et un gonflement des dettes publiques conséquent. Entre 2007 et 2010, dans la zone euro, le déficit public a ainsi augmenté de 5,7 points de PIB ; la dette publique brute est passée de 66 points de PIB à presque 85, soit environ 20 points d'accroissement. Aux États-Unis, de 2007 à 2010, le déficit public s'est creusé de plus de 8 points de PIB, augmentant la dette publique de plus de 25 points de PIB.

Pour enrayer la spirale baissière qui menaçait les économies, les gouvernements ont donc mis en place des plans de relance qui, à la fin de 2008, ont été coordonnés, par le G20 en particulier, pour faire face à l'accélération de la dégradation de la situation conjoncturelle. Le premier plan de relance américain date de février 2008, celui du Japon d'août de la même année. La stratégie européenne fut plus tardive et davantage conçue comme une réponse à l'urgence sous la pression des événements, que comme un outil traditionnel de régulation des fluctuations conjoncturelles. Les plans des poids lourds européens ont été décidés en novembre 2008 (Allemagne) et en décembre (France), puis ont été complétés au début de l'année 2009. Seule l'Espagne a engagé des mesures de soutien plus tôt dans l'année, orientées en faveur du secteur du logement, au vu il est vrai de l'importance prise par ce secteur dans l'économie nationale.

Les années 2008 et 2009 marquent donc le caractère expansionniste pris par les impulsions budgétaires dans les principaux pays développés (tableau 3). Au cours de la crise, les pays anglo-saxons se sont, comme à l'accoutumée, distingués par leur volontarisme, ainsi que le Japon, toujours traumatisé par son expérience déflationniste des années 1990. Les impulsions ont aussi été positives dans les grands pays de la zone euro, sauf en Italie, restée très en retrait. Au cœur de la crise, l'impulsion de l'Allemagne est restée inférieure à l'effort consenti par la France et l'Espagne, mais reste positive en 2010, à la différence des deux autres pays.

La conséquence de ces plans de relance a été un creusement prononcé des déficits dans tous les pays, l'Espagne, les pays anglo-saxons et le Japon affichant tous des dégradations supérieures à 7 points de PIB. La détérioration des déficits a été moins forte en Allemagne, en France et en Italie, sous l'effet d'une évolution spontanée plus modérée. Les stabilisateurs automatiques sont pourtant réputés être plus actifs dans les pays européens, du fait de l'existence d'un système de protection sociale

plus développé que dans les pays anglo-saxons. Au vu de l'impact de la récession sur l'évolution spontanée des déficits aux États-Unis et au Royaume-Uni, force est de constater que les stabilisateurs automatiques y ont joué plus intensément, probablement sous l'effet d'une plus grande sensibilité des prélèvements fiscaux à l'activité qui a davantage pénalisé le côté recette des budgets publics. Ce n'est en tout cas pas, comme on aurait pu le croire, l'effet comparé des stabilisateurs automatiques sur l'activité qui a justifié une impulsion budgétaire plus forte aux États-Unis et au Royaume-Uni et moindre en Europe.

Tableau 3 : Impulsions budgétaires et évolution spontanée des soldes publics

En points de PIB

		2008/2009	2010	2011	Cumul (2008-2011)
Allemagne	Solde public*	-3,0	-1,3	1,2	-3,1
	Évolution spontanée	2,1	-0,1	-0,1	1,9
	Impulsion	0,9	1,4	-1,1	1,2
France	Solde public*	-5,1	0	1,3	-3,8
	Évolution spontanée	2,9	0,3	0,1	3,3
	Impulsion	2,2	-0,3	-1,4	0,5
Italie	Solde public*	-3,3	-0,6	0,7	-3,2
	Évolution spontanée	3,1	-0,1	-0,1	2,9
	Impulsion	0,2	0,7	-0,6	0,3
Espagne	Solde public*	-12,8	1,8	2,2	-8,8
	Évolution spontanée	10,5	0,4	-0,4	10,5
	Impulsion	2,3	-2,2	-1,8	-1,7
Royaume-Uni	Solde public*	-8,8	0,6	0,7	-7,5
	Évolution spontanée	5,1	0,4	2,2	7,7
	Impulsion	3,7	-1,0	-2,9	-0,2
États-Unis	Solde public*	-8,7	0,4	1,2	-7,1
	Évolution spontanée	5,8	-0,4	-0,3	5,1
	Impulsion	2,9	0	-0,9	2,0
Japon	Solde public*	-7,4	2,3	-0,1	-5,2
	Évolution spontanée	3,6	-0,7	-0,1	3,1
	Impulsion	3,8	-1,6	0,2	2,1

* Le solde public considéré ici est le solde primaire, c'est-à-dire hors charges d'intérêt, puisqu'à court terme cette composante du déficit ne dépend ni de la conjoncture ni de mesures délibérées. La variation du solde public primaire est égale à l'opposé de la somme de l'évolution spontanée, qui est liée au jeu des stabilisateurs automatiques (moins de rentrées fiscales, plus de dépenses sociales durant la récession), et de l'impulsion qui reflète l'évolution délibérée des déficits sous l'effet principalement des plans de relance.

Sources : Comptabilités nationales, Projets de lois de finance, calculs et prévision OFCE octobre 2010.

... mais certains pays sont plus touchés que d'autres

Les grands pays développés ont tous connu au cours de la crise la plus importante chute d'activité depuis la Seconde Guerre mondiale, dont la cause est l'intégration de leurs systèmes financiers et l'importance de leurs liens commerciaux. Les pays les plus ouverts se sont enfoncés davantage (l'Allemagne, le Japon) mais repartent plus vite. La moins bonne performance du Japon est liée à l'appréciation du yen, qui détériore sa compétitivité et dégrade ses performances à l'exportation. Par ailleurs, les prix de l'immobilier continuent de chuter au Japon, comme ils l'ont fait depuis le début des années 1990, ce qui renforce les tensions déflationnistes. Les États-Unis ont moins chuté que les autres pays grâce à la taille de leur marché intérieur, qui atténue l'effet de « second tour » du commerce extérieur, et à l'ampleur de leur plan de relance. La France a finalement une performance moyenne. Elle se démarque de l'Italie qui est pénalisée par la quasi-absence de relance budgétaire. Elle surclasse aussi l'Espagne et le Royaume-Uni qui ont été affectés par l'écèlement d'une bulle immobilière alors que la dette des ménages y était élevée.

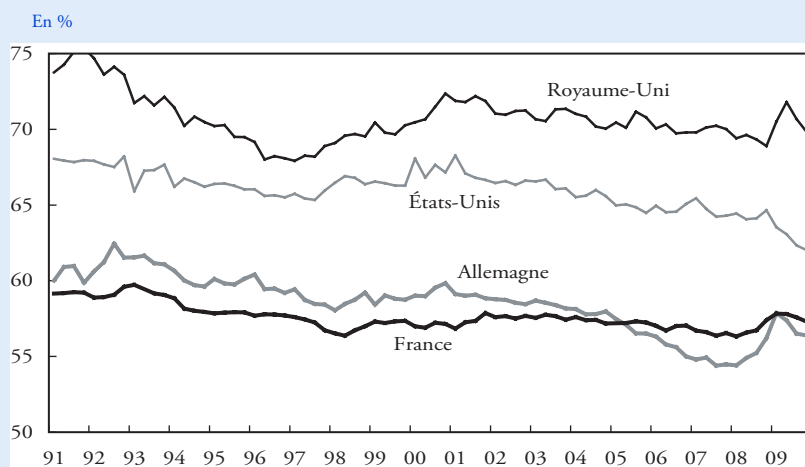
Si l'Allemagne s'en sort mieux aujourd'hui, c'est peut-être parce que le recours au chômage partiel a préservé la situation des entreprises. Il a permis de réduire rapidement leurs coûts, sans trop affaiblir le revenu des ménages et sans rompre le contrat de travail. Maintenus dans leur emploi, les salariés ont été peu affectés par l'incertitude et n'ont eu qu'à réintégrer leur poste de travail quand les carnets de commandes se sont remplis à nouveau. On peut évoquer d'autres facteurs, comme l'orientation géographique du commerce extérieur, ou encore les spécialités sectorielles ou de gamme des industries, mais ces éléments ne paraissent pas déterminants dans la reprise allemande. La contrainte de main-d'œuvre anticipée par les entreprises allemandes, en lien avec le vieillissement de la population, ainsi que le haut niveau de leur taux de marge avant le déclenchement de la crise – la part des salaires dans la valeur ajoutée avait beaucoup baissé en Allemagne antérieurement à la crise (graphique 2) – expliquent probablement que l'Allemagne ait cherché par tous les moyens à conserver son tissu productif en limitant les ruptures de contrats ou de relations qui le fondent. Cette stratégie, publique comme privée, s'avère aujourd'hui pertinente.

Les performances des pays émergents sont beaucoup plus hétérogènes. Les pays les plus touchés sont ceux qui souffraient de déséquilibres macroéconomiques importants avant la crise (Russie, pays baltes, Hongrie) ou dont l'intégration commerciale avec les pays voisins est particulièrement élevée (Mexique, pays avancés d'Asie). Les pays émergents qui s'en sortent le mieux sont ceux qui bénéficient d'un marché intérieur d'une taille importante (Chine, Inde, Indonésie, Brésil) et qui ont mis en œuvre des plans de relance conséquents.

Le tableau 4 détaille les facteurs permettant d'expliquer les différences de performances entre pays. En ce qui concerne les taux de change, la dépréciation de la livre a redonné du souffle aux exportations britanniques tandis que l'appréciation

du yen a mis en difficulté le secteur exportateur japonais qui souffre d'une concurrence très âpre avec ses voisins asiatiques. Les monnaies des pays émergents se sont toutes fortement dépréciées à la suite de la panique qu'a déclenché la faillite de Lehman Brothers. Cependant, les conséquences ont été très variables selon la présence ou non de déséquilibres macroéconomiques. Les pays d'Asie et d'Amérique latine ont tiré les leçons des crises des années 1990/2000 et réduit leur endettement extérieur tout en accumulant des réserves de change. Ils ont pu tirer parti du regain de compétitivité apporté par la baisse de leur taux de change effectif réel.

Graphique 2 : Part des salaires dans la valeur ajoutée*



* Valeur ajoutée totale au coût des facteurs, corrigée de la non salarisation

Source : Perspectives économiques, OCDE, n° 87.

Mais les pays d'Europe centrale et orientale ont été déstabilisés par les fuites de capitaux (investissements directs et de portefeuille) et la pression exercée sur leurs systèmes de change. Les pays en change fixe (pays baltes) ont dû soutenir leur parité au prix de restrictions budgétaires majeures. Les pays en change flexible se sont trouvés en situation d'insolvabilité du fait d'un endettement important en devises étrangères, à la fois dans le secteur public et chez les agents privés. Les pays les plus en difficulté ont fait appel au Fonds monétaire international (FMI), dont l'aide est conditionnelle à des cures d'austérité très sévères (Hongrie, pays baltes). La Russie a dû faire face à une ruée bancaire due à la perte de confiance des déposants, et donc à un formidable *credit-crunch*. La chute du crédit a entraîné l'effondrement de la production industrielle et la paralysie des secteurs protégés (services et bâtiment). La Russie est venue en aide à son système bancaire par l'injection d'argent public et/ou des nationalisations, mais elle n'a pas pu empêcher une forte contraction de la demande intérieure et une baisse des salaires.

Tableau 4 : Canaux de transmission de la crise aux différents pays

	Taux de change	Bulle immobilière	Effet richesse	Plans de relance, restrictions budgétaires	Système bancaire, transmission à la politique monétaire	Faillites (désindustrialisation)
Pays développés						
France	Neutre	-	-	+	--	--
Allemagne	Neutre	Neutre	-	++	--	Neutre
Zone euro	Neutre	-	-	Neutre	--	--
Royaume-Uni	+	--	-	Neutre	--	--
États-Unis	Neutre	---	--	++	---	--
Japon	--	-	-	++	-	--
Pays émergents						
Asie	++	Neutre	Neutre	+++	-	++
Amérique latine	+	Neutre	Neutre	+	-	+
Europe centrale et orientale	--	-- (surtout pays baltes, Hongrie et Russie)	-	--	---	-

Source : OFCE

Le deuxième facteur rendant compte des différences de performances entre pays est l'éclatement d'une bulle immobilière au sein du pays. Si l'éclatement de la bulle des *subprime* aux États-Unis est au cœur de la crise, de nombreux pays ont également connu un emballement des prix de l'immobilier dans les années 2000. Cette flambée des prix s'est souvent accompagnée d'un endettement excessif des ménages. L'Espagne est un cas typique où l'effondrement des prix des logements a engendré des faillites de promoteurs immobiliers et de ménages. Les caisses d'épargne ont dû être renflouées ou regroupées à cause de leur exposition aux crédits immobiliers. L'activité dans le secteur de la construction s'est effondrée, avec une baisse de 44 % de l'investissement logement et la destruction de 37 % des emplois du secteur. Le Royaume-Uni a également enregistré une chute importante des prix de l'immobilier, mais ceux-ci sont repartis à la hausse dans le courant de l'année 2009. L'impact global a été moins négatif qu'en Espagne, grâce notamment à l'activisme du gouvernement britannique et de la Banque d'Angleterre dans la gestion de la crise. La banque Northern Rock a été nationalisée en février 2008 alors

qu'elle était au bord de la faillite. La baisse rapide des taux d'intérêt directs s'est répercutée directement sur les charges financières des ménages, endettés à taux variables. Ce regain de pouvoir d'achat a permis de limiter la chute d'activité au Royaume-Uni.

Parmi les pays développés, c'est aux États-Unis que les conséquences de la crise immobilière sont les plus lourdes. Celle-ci a paralysé le secteur bancaire, avec la faillite de la banque Lehman Brothers mais aussi d'institutions plus petites spécialisées dans les crédits hypothécaires. Les ménages ont connu des faillites en cascade, entraînant la perte de leur logement. Le crédit s'est effondré, tant pour les ménages que pour les entreprises. La chute des prix de l'immobilier est à l'origine d'une perte équivalente à 200 points de revenu disponible brut dans le patrimoine des ménages. Cet « effet de richesse » conjugué à la hausse du chômage a engendré une remontée de 4 points du taux d'épargne. La purge n'est aujourd'hui pas terminée et les agents continuent à se désendetter. Les banques adoptent un comportement prudent et préfèrent placer leurs liquidités en réserve à la banque centrale plutôt que d'accorder des crédits à risque. La « machine à consommer » américaine semble bel et bien en panne...

L'Allemagne, en raison d'une démographie peu dynamique, n'a pas connu d'emballement des prix immobiliers ni d'endettement excessif. Elle est aujourd'hui en meilleure posture que ses voisins pour profiter de la reprise mondiale.

C'est dans les pays baltes que la crise atteint son paroxysme. L'emballement fulgurant des prix immobiliers, financé par des crédits en devises étrangères, a pris fin avec l'assèchement du crédit provoqué par la crise des *subprime*. Toutes les composantes de la demande intérieure se sont effondrées et la chute du PIB, qui a atteint 15,6 % en 2009, pourrait se poursuivre en 2010.

La perte de richesse découle de la chute du prix des actifs boursiers dans tous les pays, et immobiliers dans certains. Les pays émergents d'Asie et d'Amérique latine sont moins touchés du fait d'une part plus faible de la capitalisation boursière dans le PIB et de l'absence de crises immobilières. Les prix de l'immobilier ont chuté en 2008 à Hong Kong et Singapour, mais se sont à nouveau emballés courant 2009, effaçant largement les pertes constatées. Les États-Unis sont les plus touchés car les fonds de pensions, détenus par les ménages, sont majoritairement investis en actions.

En ce qui concerne la politique budgétaire, nous avons mesuré l'impact global de l'accroissement des dépenses publiques, lié à la fois aux plans de relances et aux stabilisateurs automatiques, puis à la restriction budgétaire consécutive à l'arrêt des mesures de soutien et aux plans de rigueur mis en œuvre dans certains pays. L'impact global est neutre en zone euro et au Royaume-Uni, mais reste franchement positif en Allemagne, aux États-Unis et au Japon. Il est légèrement positif en France. Au sein des pays émergents, l'Asie a été la zone la plus volontariste en termes de relance avec des plans annoncés dépassant souvent 10 % du PIB. Le plan de relance massif de la Chine, centré sur les infrastructures, a redynamisé toute la zone en

« boostant » les importations chinoises. À l'autre bout de l'échelle, les pays d'Europe centrale et orientale souffrent comme nous l'avons vu de mesures d'austérité drastiques, dictées soit par le FMI soit par les critères de Maastricht. Certains pays de la zone euro (Portugal, Irlande, Grèce et Espagne) sont également contraints à des restrictions budgétaires conséquentes du fait d'attaques spéculatives sur leur dette souveraine, qui ont fait s'envoler les primes de risque sur les rendements des obligations d'État.

Les systèmes bancaires de tous les pays développés ont été touchés par la crise des *subprime*, du fait de la dispersion géographique des produits « titrisés ». Le Japon a été relativement épargné car son système financier, plus fermé, était moins exposé aux actifs toxiques. L'Europe centrale et orientale a été particulièrement touchée car la plupart des pays ne possèdent pas de banques domestiques, mais sont financés par des institutions bancaires d'Europe de l'Ouest. Celles-ci, lorsqu'elles ont été affectées par la crise, ont commencé par couper les crédits dans les segments les plus risqués. Cette fuite vers la qualité a généré un assèchement du crédit dans les pays les plus fragiles. Les pays émergents d'Asie et d'Amérique latine ont été globalement moins affectés car leur économie est moins financiarisée (l'investissement repose en grande partie sur l'autofinancement), le corollaire étant que leurs systèmes financiers sont moins développés. Ce relatif « sous-développement » des systèmes financiers explique leur moindre exposition aux actifs toxiques.

L'une des conséquences de la chute d'activité mondiale est la multiplication des faillites dans le secteur industriel. Le risque qui en résulte est celui d'une destruction définitive de capacités de production, si celles-ci ne sont pas reconstituées localement lors de la reprise. On assiste actuellement à une redistribution des capacités de production mondiales en faveur de l'Asie émergente et au détriment de la plupart des pays développés, Japon en tête. Parmi les pays d'Europe, l'Allemagne échappe au phénomène grâce à une spécialisation géographique et sectorielle (biens d'équipements et biens intermédiaires) du commerce extérieur très favorable.

L'heure est au redressement des comptes publics

Face à la dégradation des déficits publics, l'année 2010 marque un tournant, avec l'apparition d'impulsions budgétaires négatives dans beaucoup de pays. Les impulsions en Allemagne et en Italie restent positives, mais deviendraient franchement négatives l'année prochaine, s'alignant alors sur la politique restrictive déjà menée en 2010 par les autres pays. Sur l'ensemble de la période 2008-2011, tous les pays auront vu leur déficit s'accroître, d'au moins 3 points de PIB pour les plus épargnés, de près de 10 points pour l'Espagne. Au total, l'impulsion cumulée pour la période 2008 à 2011 des États-Unis et du Japon est franchement positive, encore positive pour l'Allemagne, presque neutre ou neutre pour la France, l'Italie et le Royaume-Uni et franchement négative pour l'Espagne.

Autant la mise en œuvre de plans de relance concertés relevait de la coordination bien comprise pour en amplifier les effets, autant les choix budgétaires sont

aujourd'hui non coordonnés. Chaque pays se trouve confronté à des déficits considérables, des perspectives de croissance médiocres, une dette publique significativement augmentée. Le consensus politique autour de la bonne réponse à la crise se délite, on s'effraye de l'état des finances publiques et la seule issue possible semble un resserrement budgétaire massif. À la réaction coordonnée dans l'urgence à une crise globale, se substitue maintenant une gestion locale des dégâts de la crise. En Europe, la pression des pairs se combine à l'appréciation résignée de la situation budgétaire quand ce ne sont pas les marchés financiers qui sont le prétexte pour un rapide redressement des finances publiques.

Si le monde était unanime dans l'analyse de la crise bancaire et financière et donc dans le remède à appliquer au plus fort de la crise à la fin de l'année 2008 et au début de l'année 2009, il est aujourd'hui morcelé. La référence à l'extérieur ne se fait que pour l'exemple de la vertu (l'Allemagne) ou de l'implacable logique économique qui s'abat sur les impécunieux (la Grèce). Ainsi, tous les pays développés ou presque s'engagent simultanément dans un resserrement des finances publiques.

Les multiplicateurs budgétaires sont (toujours) positifs

Or, comme le rappelle fort utilement le Fond monétaire international ¹ les multiplicateurs budgétaires sont aussi positifs qu'ils l'étaient il y a quelques trimestres. Ce qui avait justifié une coordination budgétaire pour amplifier les effets des plans de relance dans un monde globalisé reste vrai. Le resserrement synchrone des finances publiques aura l'effet inverse, c'est-à-dire un impact récessif puissant, parce qu'amplifié par la simultanéité de la mise en œuvre des mêmes politiques fondées sur une analyse limitée partout à une vision étroite et résignée de la situation économique nationale.

Rappelons qu'en déprimant l'activité, les politiques restrictives ne produisent pas une amélioration des finances publiques à hauteur de l'effort *ex ante*. Certes, elles réduisent le déficit public, mais le freinage de l'activité qu'elles induisent limite le gain espéré. Pour des multiplicateurs budgétaires entre 1 et 1,5, habituellement retenus comme vraisemblables à l'horizon de deux ans ², 1 point de restriction budgétaire améliore le déficit public d'une valeur comprise entre 0,25 et 0,5. La résistance à la baisse du ratio de dette publique au PIB est accentuée par la progression inférieure aux attentes du dénominateur et par la baisse moins rapide du numérateur.

Si par ailleurs on intègre l'amplification induite par la simultanéité des plans de redressement budgétaire, alors on peut envisager des multiplicateurs plus élevés. À court terme, le multiplicateur intégrant les effets joints peut ainsi atteindre 2. Dans cette configuration, la politique budgétaire aurait, à court terme, un effet

1. FMI, *World Economic Outlook*, octobre 2010, chapitre III.

2. Valeur que le FMI retrouve (1,3), par une analyse statistique sur des épisodes passés de resserrement budgétaire, *World Economic Outlook*, octobre 2010, chapitre III.

paradoxal : le déficit public ne s'améliorerait pas et donc la restriction budgétaire accroîtrait la dette publique en point de PIB. Nous ne sommes probablement pas dans une configuration aussi particulière. Il n'est reste pas moins que l'objectif de dette publique s'éloigne chaque fois que l'on veut s'en rapprocher ou que l'effort à consentir en termes d'activité perdue pour atteindre l'objectif de désendettement est bien plus important que ce qu'une trop simple arithmétique pourrait faire croire³.

Certaines analyses évoquent un schéma dans lequel les multiplicateurs budgétaires seraient nuls ou négatifs. Des effets ricardiens, ou même anti-keynésiens, seraient à l'origine d'un fonctionnement inverse de l'économie. Il faut rappeler comment sont établies de pareilles propriétés : elles découlent d'une construction théorique, donc d'hypothèses discutables et surtout n'ayant jamais reçu de validation empirique⁴. Là encore, le FMI pointe⁵ que l'on observe des effets positifs d'une restriction budgétaire uniquement lorsque la dépréciation du change peut compenser l'impact dépressif de la politique budgétaire par le gain de compétitivité. Cet argument peut valoir à la marge, dans le cas d'un pays, mais ne peut pas s'appliquer à l'économie mondiale.

L'année 2010 va donc être marquée, à peu près partout, par le freinage de l'activité qu'imposent les plans d'assainissement ou la non-reconduction des mesures existantes. Après le sursaut de 2010, la croissance mondiale devrait ralentir l'année prochaine, de 4,4 à 3,8 %, emmenée par le tassement dans les pays développés, de 2,2 à 1,8 %, mais aussi par les pays émergents, de 3,1 à 2,8 %, qui, dans leur ensemble, ne renouvelleront pas les plans de relance arrivés à échéance.

La restriction budgétaire dans un contexte de trappe à liquidité pourrait conduire à une déflation généralisée

La prise en compte des multiplicateurs rend beaucoup plus difficile la stabilisation des finances publiques. Mais la situation dans laquelle se trouvent les économies développées est autrement plus grave. De nombreux indices renvoient à un diagnostic de trappe à liquidité, c'est-à-dire une situation d'inefficacité de la politique monétaire. Or, dans une telle configuration, la politique monétaire ne pourra pas contrebalancer l'impact récessif des politiques budgétaires. En freinant l'activité alors que la crise n'est pas encore résorbée, le risque est alors grand qu'un enchaînement déflationniste s'installe et entraîne l'économie mondiale dans une récession durable.

3. Pour compléter cette analyse, il convient d'intégrer l'effet induit sur les taux d'intérêt (l'écart dit critique entre les taux d'intérêt et la croissance est la variable importante) et l'impact sur les prix, une déflation jouant alors très négativement sur l'écart critique.

4. Voir sur ce point Creel J., B. Ducoudré, C. Mathieu et H. Sterdyniak, *Revue de l'OFCE*, n° 92, janvier 2005.

5. FMI, *World Economic Outlook*, octobre 2010, chapitre III.

Une trappe à liquidité est une situation dans laquelle la politique monétaire expansive ne parvient pas à stimuler l'activité. Krugman *et al.*⁶ la définissent comme une situation où le taux d'intérêt réel nécessaire pour retourner au plein emploi est négatif. Ceci suppose que les agents économiques anticipent une inflation franchement positive (*i.e.* supérieure à 2 % par an) pour le moyen terme. Or, de plus en plus d'agents se préparent à la déflation⁷ ;

Dans la situation présente, le principal moteur de la trappe à liquidité est l'incertitude. Cette incertitude est alimentée par plusieurs facteurs :

- des institutions financières encore en « stress » quant à leur bilan (particulièrement en Europe) ; un secteur productif non financier en partie marqué par des dettes accumulées pendant la phase de crise aiguë et qui constituent un risque pour leurs actionnaires, pour leurs financeurs, leurs salariés ou leurs fournisseurs ;

- la multiplicité des trajectoires possibles des économies développées dans les trimestres qui viennent (retour ou non à une activité haute, inflation ou déflation), multiplicité renforcée par le caractère partiellement auto-réalisateur des anticipations agrégées quant à cette trajectoire ;

- une incertitude quant à la politique économique elle-même, qui peut être largement modifiée en cas de panique spéculative des marchés financiers (la politique budgétaire grecque en est un exemple édifiant) ;

- une incertitude quant au contexte social, dont le chômage est une composante mesurable ;

- une incertitude quant aux parités des principales monnaies (graphique 3). La volatilité des monnaies est accentuée par la tentative de chaque zone d'utiliser le change à son avantage et par l'effet en retour, sur les marchés des changes, de l'appréciation des marchés financiers sur la situation économique et budgétaire de chaque pays.

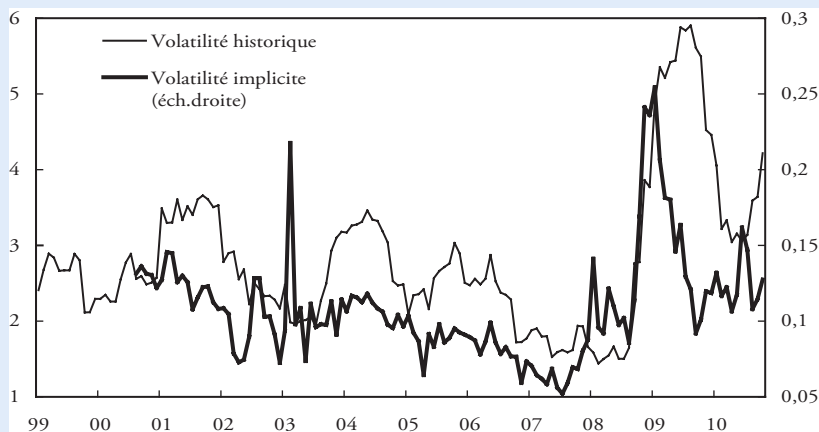
Certains symptômes de la trappe à liquidité sont particulièrement frappants : les *spreads* publics privés sont très élevés (graphique 4), bien qu'ils soient inférieurs au pic atteint au plus fort de la crise bancaire (entre le quatrième trimestre 2008 et le premier trimestre 2009). En zone euro ou au Royaume-Uni, ils restent très au-dessus des valeurs observées en 2002-2003 au cœur de l'écclatement de la bulle internet. Ces écarts de taux sont dus à des taux publics très bas (0,5 % par an en zone euro) et des taux privés nominaux bas (3,2 % par an en zone euro). Pour les agents économiques qui anticipent la déflation, ces taux nominaux bas correspondent pourtant à des taux réels élevés voire très élevé⁸.

6. Krugman P. R., K. M. Dominquez, et K. Rogoff, « It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998(2), 137.

7. Voir dans ce dossier l'étude spéciale « Politique monétaire : attention à la trappe ».

8. Voir dans ce dossier l'étude spéciale « Politique monétaire : attention à la trappe ».

Graphique 3 : Volatilité de la parité euro-dollar

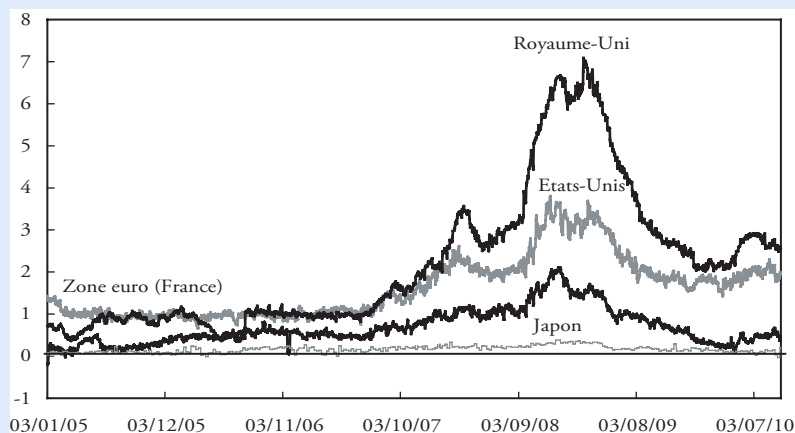


Note : La volatilité historique est définie comme l'écart-type des variations du taux de change sur une fenêtre glissante de un an. La volatilité implicite est déduite du prix des options de couverture de taux de change. Elle traduit la variabilité du niveau du taux de change.

Sources : OFCE, Datastream.

Graphique 4 : Spreads publics-privés

En points de %



Sources : OFCE, Datastream.

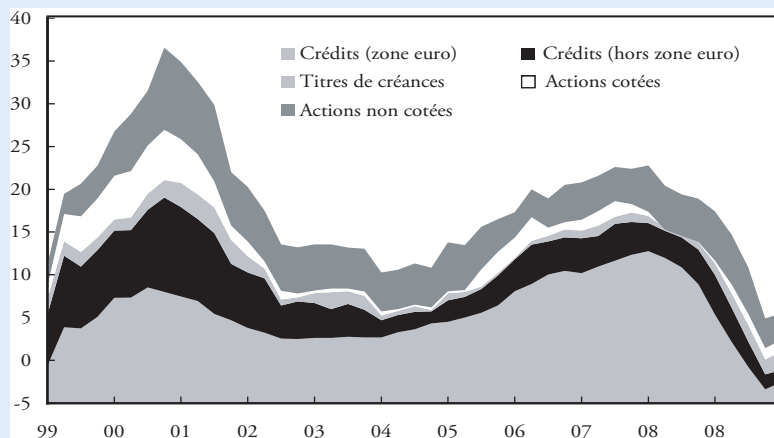
Les *spreads* sont une première indication. Leur hausse est cependant limitée par un mécanisme de fuite vers la qualité et de sélection des entreprises qui se présentent sur le marché obligataire (accepter une prime de risque élevé sur les marchés obligataires, c'est signaler qu'on est mal jugé). Les taux des *Credit Default Swap* (CDS) sont ainsi très élevés, bien plus élevés que dans la récession précédente. Les taux bancaires aux entreprises, en particulier aux petites entreprises sont eux élevés

(d'après la Banque de France, les taux sur les crédits bancaires à moyen terme augmentent pour les petites tranches, en France).

Les flux de passifs sont un autre symptôme de la trappe à liquidité, encore plus frappant si nécessaire (graphique 5). Rapportés à la valeur ajoutée, ce qui prend en compte le ralentissement de l'activité, les flux de passifs sont à un plus bas depuis onze ans (l'information nécessaire n'est pas disponible pour les périodes antérieures). Les flux de passifs montrent la contraction à la fois du crédit bancaire et du financement par obligations (titres de créances) qui n'est pas compensé par des flux de financement par action. L'absence de financement est caractéristique d'entreprises en position difficile (bilans dégradés), défensive (pas de débouchés anticipés) ou d'investisseurs prudents à l'extrême (de plus en plus d'anticipations négatives). Le léger rebond au premier trimestre 2010 (dernier point connu) ne modifie pas le diagnostic. La dispersion parmi les pays européens est assez grande (largement moins préoccupante en France ou en Allemagne), mais le diagnostic vaut pour la zone dans son ensemble. On retrouve des éléments similaires pour les États-Unis et le Royaume-Uni.

Graphique 5 : Flux de passif des sociétés non financières, zone euro, rapporté à la VA

Flux cumulé sur 4 trimestres (en % de la VA des SNF)



Sources : OFCE, Banque centrale européenne (BCE).

Comment sortir d'une trappe à liquidité ?

Le moment est particulièrement critique. Le resserrement budgétaire qui s'annonce va renforcer les mécanismes qui entretiennent la trappe à liquidité. Les anticipations ne sont pas encore toutes ancrées sur la déflation ou une trajectoire de croissance basse (*i.e.* marquée définitivement par la crise). Or, le resserrement va renforcer les anticipations négatives. Par ailleurs, il maintiendra ou accentuera les pressions déflationnistes (ceci est un euphémisme pour désigner le chômage, voir

l'encadré 2). Au total, l'effort budgétaire sera contredit par les effets multiplicateurs, amplifiés par une absence de coordination. Mais d'autre part, la bascule des anticipations peut renforcer la mécanique dépressive.

Une autre leçon de l'analyse historique du FMI est que la politique monétaire peut renverser le schéma. Mais, une fois tombé dans la trappe à liquidité, ce levier est inopérant. Dans la situation de trappe à liquidité, nous ne pouvons pas attendre que la politique monétaire stimule l'économie et compense ainsi l'effort de réduction des déficits publics.

La priorité est de sortir de la trappe à liquidité. Ainsi, l'effort budgétaire aura un impact plus faible sur l'activité et l'objectif de stabilisation ou de réduction des dettes publiques en point de PIB sera plus facile à atteindre. Pour sortir de la trappe à liquidité, il faut une politique budgétaire globalement expansionniste. Localement, certains pays peuvent avoir à choisir la restriction, mais la politique budgétaire doit être de nature à réduire l'incertitude des agents qui y sont le plus soumis. Sortir de la trappe à liquidité suppose également de réduire l'incertitude macroéconomique en stabilisant les taux de change et en éloignant la possibilité de défaut souverain par un mécanisme de soutien non conditionnel aux dettes publiques de chacun des pays développés. Ce soutien est également la condition pour que chaque État ait la possibilité de réduire l'incertitude dans son espace géographique.

Une fois la trappe à liquidité refermée, il sera alors possible de procéder à la consolidation budgétaire. Compte tenu des multiplicateurs et de l'inefficacité actuelle de la politique monétaire, il faut, pour réduire les déficits publics et surtout contrôler les dettes publiques à moyen terme, commencer par creuser au moyen d'une politique de relance les déficits. L'engagement quasi généralisé dans la stratégie inverse risque fort de libérer des forces dépressives incontrôlables.

Encadré 2 : Nous sommes en pré-déflation

Au cours de ces dernières années, la trajectoire de l'inflation a été perturbée par la survenue de chocs, d'abord à la hausse, avec l'envolée du prix du pétrole et des matières premières alimentaires, puis à la baisse avec leur effondrement à partir de la mi-2008 au fur et à mesure que la récession gagnait l'économie mondiale, à la hausse enfin à nouveau avec le rebond des matières de base.

La grande volatilité des composantes énergétique et alimentaire de l'indice des prix, largement déterminées par les marchés mondiaux, ainsi que les effets de base qu'elle induit pour le calcul des évolutions annuelles, ont occulté le fort ralentissement de l'indice des prix sous-jacent. Mesurant l'inflation d'origine endogène, ce dernier est passé d'une évolution annuelle de 2,5 à 0,8 % entre août 2008 et septembre 2010 aux États-Unis, et de 1,9 à 1 % dans la zone euro (graphique).

Le sous-emploi des ressources productives, illustré par la formation de surcapacités de production sans précédent et par l'explosion du chômage, a profondément altéré la dynamique

de formation des prix et des salaires. Le conflit de répartition se résout désormais au détriment des salariés, qui parviennent de plus en plus difficilement à faire valoir leurs revendications salariales. L'alignement des anticipations sur la baisse des prix, avec les gains automatiques de pouvoir d'achat qui en résulteraient, risquerait bien de précipiter ce processus auto-réalisateur.

Graphique : Inflation sous-jacente

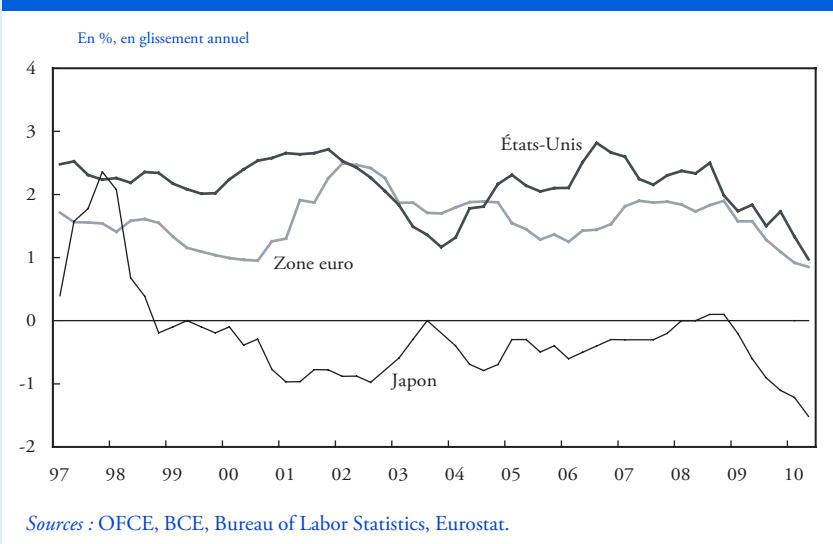


Tableau 5 : Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et matières premières

	Trimestres												Années		
	2009				2010				2011				2009	2010	2011
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Taux de change ¹															
1 euro =...\$	1,30	1,36	1,43	1,48	1,38	1,27	1,29	1,35	1,27	1,25	1,25	1,25	1,39	1,32	1,25
1 \$ =...yen	94	97	94	90	91	92	86	83	85	87	90	90	94	88	88
1 £ =...euros	1,10	1,14	1,15	1,11	1,13	1,17	1,20	1,16	1,17	1,17	1,17	1,17	1,12	1,17	1,17
<i>Taux d'intérêt directeurs des banques centrales¹</i>															
États-Unis	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,3	0,3
Japon	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0
Zone euro	2,0	1,4	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,3	1,0	1,0
Royaume-Uni	1,1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,7	0,5	0,5
<i>Taux d'intérêt à long terme¹</i>															
États-Unis	2,7	3,3	3,5	3,4	3,7	3,4	2,7	2,6	2,6	2,7	2,8	2,9	3,2	3,1	2,7
Japon	1,3	1,5	1,4	1,3	1,3	1,3	1,1	1,1	1,2	1,3	1,3	1,3	1,4	1,2	1,3
Zone euro	4,1	4,2	4,0	3,8	4,1	3,8	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	4,0	3,7	3,5
Royaume-Uni	3,4	3,6	3,7	3,7	4,0	3,7	3,2	3,0	3,1	3,1	3,1	3,1	3,6	3,4	3,1
Prix du pétrole, Brent, en \$ ¹	44,3	58,8	68,2	74,6	76,3	78,4	76,8	78	80	82	85	90	61	77	84
Prix du pétrole, Brent, en € ¹	34,0	43,2	47,7	50,5	55,1	61,5	59,5	58	63	66	68	72	44	58	67
Matières premières industrielles ²	-15,9	10,5	16,1	9,7	5,7	15,3	6,7	4,0	3,0	3,0	2,0	2,0	-25,7	44,6	17,3

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'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 2010.