

## LA PEUR AU VENTRE

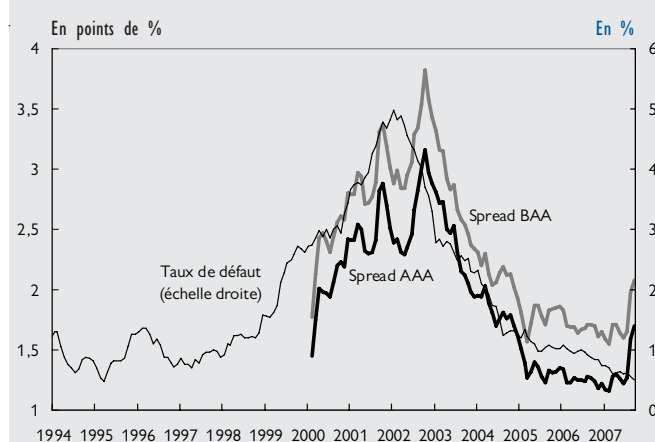
### Perspectives 2007-2008 pour l'économie mondiale\*

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 les crédits immobiliers à risque, pour cause de liquidité insuffisante des actifs de ces fonds. Cette annonce traduisait la contamination de la sphère financière et bancaire par la crise immobilière américaine. 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, Europe de l'Est — ont continué 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.

Les enchaînements du mois d'août 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. Partout les conditions de financement se sont durcies. Les banques des pays développés font face à des taux sur le marché interbancaire majorés de 50 points de base malgré les injections massives de liquidités conduites par les banques centrales (graphique). 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 pourra conduire à des défauts. Ces défauts amplifieraient la défiance et les rumeurs, ils augmenteraient les risques portés par les survivants. Le château de cartes peut alors s'écrouler et ceci d'autant plus vite que le village global est devenu petit et que les liens tissés sont étroits.

GRAPHIQUE : SPREADS SUR OBLIGATIONS PRIVÉES, ÉCONOMIE MONDIALE



Source : Moody's.

### 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 l'éparpillement du risque le rend anonyme et donc non identifiable. Situation paralysante pour tous les acteurs, chacun se demandant si le terrain du voisin est ou non miné. Le point de départ de cette crise a été largement analysé (voir « La

\* 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 Pélérault, 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.

**TABLEAU I : PRINCIPALES HYPOTHÈSES ET RÉSUMÉ DES PRÉVISIONS**

	Trimestres												Années			
	2006				2007				2008				2006	2007	2008	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Prix du pétrole en \$ <sup>1</sup>	61,8	69,6	69,6	59,7	57,8	68,7	74,9	68	64	67	70	67	65,2	67,4	67	
Matières premières Industrielles en \$ <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	
Taux de change <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 £ = ... €	1,46	1,45	1,47	1,49	1,49	1,47	1,47	1,45	1,46	1,46	1,46	1,46	1,47	1,47	1,46	
Taux d'intérêt courts <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	5,0	5,1	3,4	
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	
Taux d'intérêt longs <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	3,9	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 à la consommation <sup>3</sup>																
États-Unis	3,7	4,0	3,4	1,9	2,4	2,7	2,3	3,1	2,6	1,5	1,5	1,6	3,2	2,6	1,8	
Japon	0,0	0,1	0,2	0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,1	-0,2	0,1	
Zone euro	2,3	2,5	2,2	1,8	1,9	1,9	1,9	2,1	2,0	1,9	1,6	1,7	2,2	1,9	1,8	
Royaume-Uni	1,9	2,2	2,4	2,8	2,9	2,6	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1	2,3	2,5	2,2	
PIB en volume, cvs <sup>2</sup>																
États-Unis	1,2	0,6	0,3	0,5	0,2	1,0	0,4	0,3	0,3	0,4	0,6	0,8	2,9	1,9	1,8	
Japon	0,6	0,6	-0,1	1,3	0,7	-0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	2,2	1,9	1,9	
Zone euro	0,8	1,0	0,5	0,9	0,6	0,4	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	2,9	2,6	2,5	
Allemagne	0,9	1,3	0,7	1,0	0,5	0,3	0,7	0,8	0,6	0,5	0,5	0,5	3,1	2,9	2,5	
France	0,7	0,9	0,1	0,4	0,5	0,3	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	2,2	1,9	2,6	
Italie	0,8	0,6	0,3	1,1	0,3	0,1	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	1,9	1,9	1,7	
Royaume-Uni	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	2,8	3,0	2,0	
Importations de marchandises en volume, cvs <sup>2</sup>																
Monde	2,8	1,7	1,3	1,5	0,9	1,3	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	8,7	5,3	6,6	
Pays industrialisés	2,9	1,5	-0,1	1,2	1,0	0,2	1,0	1,1	1,2	1,3	1,3	1,3	7,7	3,1	4,7	
PED	2,5	2,0	3,9	2,1	0,7	3,1	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	10,5	9,0	9,6	
Balances courantes en points de PIB, cvs <sup>1</sup>																
États-Unis	-6,2	-6,3	-6,6	-5,6	-5,7	-5,9	-5,5	-5,4	-5,4	-5,3	-5,2	-5,2	-6,2	-5,6	-5,3	
Japon	3,9	3,6	3,8	4,5	4,4	5,1	4,7	4,7	4,8	4,9	4,9	4,9	3,9	4,7	4,9	
Zone euro													-0,1	0,0	-1,1	

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. Prévission OFCE octobre 2007.

fin de l'American Dream », dans le dossier de prévision de *La Revue de l'OFCE*, avril 2007, n° 101) : 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 et 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 maelstrom, assèchement des liquidités pour les fonds qui finançaient la *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 du *subprime* n'est pas terminée. D'autres ménages seront sans doute pris au piège. 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 » tablent entre 100 et 200 milliards de dollars. Or le mouvement de panique qui s'ensuit 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 persistaient, les pertes seraient décuplées.

## Incendie circonscrit mais pas encore maîtrisé

Les interventions rapides des banques centrales ont évité le pire, c'est-à-dire l'assèchement du marché interbancaire par l'injection massive de liquidités. La baisse des taux directeurs par la FED 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 court terme sur le marché interbancaire au niveau d'avant la crise. Si cette intervention n'a pas suffi à rétablir la confiance, elle permet toutefois de réduire la pression sur le secteur bancaire qui peut à nouveau se financer à des conditions « normales ». La FED 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 FED dans la baisse des taux directeurs. La pression sur les banques européennes reste donc forte, bien que d'abondantes liquidités, à un taux proche de ses taux directeurs, soient injectées par la BCE. Cela suffira-t-il à empêcher la mise en difficulté d'établissements financiers de la zone euro au-delà de ce que doit coûter l'apurement de la crise du *subprime* ?

**TABLEAU 2 : 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	3,8	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	2,2
<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	4,3	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.

## La croissance malgré tout

Les conséquences de la crise de défiance seront réelles. Elles seront d'autant plus importantes que la confiance est rétablie tardivement et les politiques économiques et principalement les politiques monétaires jouent 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 des croissances prévues de 4,9 et 4,5 % respectivement pour l'économie mondiale (tableau 2). 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. Au total, la croissance mondiale resterait proche de 5 % en 2007 et ralentirait en 2008 à 4,6 %.

## Coup de froid sur l'économie américaine

Aux États-Unis, la croissance est entrée dans une phase de repli depuis le printemps 2006. La hausse des taux d'intérêt depuis 2004 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 %. Suite à la crise qui agite les marchés financiers depuis août, la Réserve fédérale a amorcé une nouvelle phase de détente monétaire le 18 septembre en baissant de 50 points de base le taux objectif des Fed Funds. Ce soutien à l'économie devrait se poursuivre, les taux descendraient progressivement pour atteindre 3,25 % au deuxième trimestre 2008. Ce faisant, la Fed prévient un enchaînement dépressif cumulatif qui conduirait l'ensemble de l'économie vers la récession.

Si, jusqu'à cet été, l'économie américaine avait bien résisté à la crise immobilière, les limites apparaissent désormais ouvertement. Le ralentissement de la consommation des ménages se poursuivrait sous l'effet 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. Après 3,1 % en 2006, la consommation privée ne progresserait que de 2,6 % en 2007 et 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 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 (5,2 %). 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.

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 %, 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 immobilier. Cependant l'excès d'offre lié aux surcapacités productives accumulées protège la Chine d'une dérive inflationniste majeure. Portée par la perspective des 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. 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. Dans le reste de la zone Asie, les moteurs traditionnels que sont les exportations et l'investissement ont été très dynamiques en 2006. Si la zone devait souffrir du ralentissement de l'économie américaine, les marges de manœuvres 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 a 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 lui a permis d'enregistrer 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. 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 placement plus sûrs. 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 passée de 90 % à moins de 10 % du PIB en l'espace de sept ans. Cet afflux de devises accompagné d'une envolée du crédit a dopé la demande intérieure, mais 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 autour de 6,2 %. L'économie est très dynamique dans la plupart des nouveaux pays membres de

l'Union européenne, tirée par des flux de capitaux exceptionnels, une expansion du crédit, la baisse du chômage et la progression rapide des salaires. Mais l'inflation accélère depuis le début de l'année, poussant les banques centrales à poursuivre le resserrement monétaire. 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. L'investissement est en fort recul, la consommation privée marque le pas et 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. 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 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 désinflationniste.

## Singularité européenne

Depuis les turbulences du début de la décennie, la zone euro n'a que peu profité d'un environnement international pourtant très porteur. Cette singularité marquera encore les années 2007 et 2008, mais prendra un tour plus favorable du fait d'une croissance interne plus forte qu'aux États-Unis. Les ferments de la reprise de l'activité en 2006 dans la zone euro, 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 d'emplois. Les ménages seront aussi les principaux bénéficiaires de la politique budgétaire, qui cessera d'être restrictive 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 la zone euro de près d'un demi-point 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.

## 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 prompt à réagir, a déjà enclenché un cycle de baisse des taux d'intérêt qui va permettre de détendre les conditions de crédit. Du point de vue des finances publiques, après plusieurs années d'effort budgétaire, le Trésor américain serait en mesure de relâcher la contrainte. Ainsi, l'impulsion pourrait redevenir positive de 0,2 point de PIB en 2008. En zone euro, 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. 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 2008, avec des marges de manœuvre pour une relance budgétaire si le besoin s'en faisait sentir. Car il ne faudra pas 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. La BCE attendrait ainsi le second semestre 2008 pour baisser ses taux d'intérêt, motivée par l'envolée de l'euro et une modération de l'inflation. L'économie européenne pâtirait de la hausse de l'euro face au dollar et aux monnaies asiatiques.

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, comme la Chine et l'Inde. 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. Par ailleurs, les tensions inflationnistes présentes dans les pays émergents ont peu vocation à se propager au reste du monde. En effet, l'insuffisance de l'offre face à la demande concerne principalement le marché intérieur. Les marchés d'exportations sont soumis à une telle concurrence qu'une accélération des prix serait rapidement étouffée dans l'œuf.

## 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 Deuxième Guerre mondiale, l'éventualité d'un scénario plus noir pour l'économie américaine n'est pas à exclure. Selon le National Bureau of Economic Research, l'économie américaine a enregistré dix récessions depuis 1945. 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.

Par ailleurs, les pays émergents en forte croissance pourraient pâtir plus que nous l'anticipons d'un ralentissement de la demande en provenance de la première économie mondiale. C'est le cas en particulier de la Chine, dont la vigueur de l'économie nourrit à la fois l'Asie en développement, l'Amérique latine et le Japon. Le degré d'exposition de la Chine à un retournement de conjoncture s'est sensiblement accru du fait de la hausse de son taux d'ouverture, qui atteint aujourd'hui près de 40 % du PIB. Si les jeux olympiques à Pékin ne suffisaient pas à booster les dépenses d'investissement, si le marché boursier venait à se retourner ou si le rééquilibrage de la croissance était remis à plus tard, la croissance chinoise pourrait ralentir significativement, entraînant dans son sillage les dragons asiatiques et le Japon.

Le schéma de croissance dans la zone euro pour les années 2007 et 2008 repose sur le dynamisme de la demande intérieure, entretenu par l'investissement, les hausses de salaires, et une orientation plus favorable de la politique budgétaire, notamment en France. Mais à supposer que les forces internes de croissance viennent à faiblir, la zone euro souffrirait à la fois de la contraction des débouchés extérieurs aux États-Unis et de la chute du dollar ■



# FRANCE : RELANCE ISOLÉE

## Perspectives 2007-2008 pour l'économie française

**A**u cours de l'été, les mauvaises nouvelles sur le front économique se sont succédées : crise financière initiée par l'éclatement de la bulle immobilière aux États-Unis, chiffres de croissance du deuxième trimestre décevants pour les grands pays de la zone euro, hausse du prix du brut avoisinant 80 dollars le baril, nouveau recul du dollar par rapport à l'euro. Nous pensons, cependant, que ces événements ne sont pas suffisants pour casser l'élan de croissance amorcé en 2006 en zone euro et par conséquent hypothéquer les perspectives de reprise en France à l'horizon 2008.

Cette phase est, semble-t-il, derrière nous. En 2006, quelques économies de la zone euro ont joué le rôle d'avant-garde (Allemagne, Espagne, Pays-Bas notamment). Le renforcement de l'investissement a constitué la rampe de lancement de la croissance européenne, renforcée par une consommation et des marchés immobiliers soutenus par des taux d'intérêt à long terme qui sont restés bas. Les autres économies de la zone euro, et en particulier la France, vont maintenant prendre la relève, tant l'Europe est aujourd'hui intégrée. Et c'est avec un décalage de quelques trimestres, largement expliqué par un ajustement budgétaire réalisé davantage en 2005 et en 2006 qu'en 2004, que la France suivra le mouvement.

TABLEAU I : CONTRIBUTION À LA CROISSANCE DU PIB

Moyenne annuelle	2005	2006	2007	2008
<b>Taux de croissance du PIB</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,6</b>
Dépenses des ménages	1,6	1,6	1,3	2,0
Investissements et stocks des entreprises	0,3	0,5	0,4	0,5
Dépenses des administrations	0,5	0,4	0,5	0,4
Total de la demande intérieure	2,3	2,5	2,2	2,9
Solde extérieur	-0,6	-0,3	-0,3	-0,4
<b>Taux de croissance du PIB (zone euro)</b>	<b>1,6</b>	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>

Sources : INSEE, comptes trimestriels; OFCE, prévision e-mod.fr 2007 et 2008.

Tout d'abord, l'onde de choc de la crise financière ne semble pas en mesure de menacer la prospérité mondiale et restera principalement cantonnée à son point de départ, l'économie américaine : le ralentissement économique outre-Atlantique, consécutif à la crise du secteur des prêts immobiliers à risques (subprimes), devrait être plus brutal qu'escompté au printemps dernier, mais ne devrait pas être de même ampleur que celui observé en 2001 après l'éclatement de la bulle internet. Cette moindre performance de l'économie américaine rognera la croissance mondiale mais n'interrompra pas son dynamisme. Mieux, s'il l'on prévoit que la croissance mondiale sera moins forte qu'au cours des deux dernières années, elle restera dynamique dans les zones où les pays de la zone euro sont plus impliqués. La demande adressée aux économies de la zone euro s'accroîtra alors, leur permettant de s'engager, enfin, dans une période de croissance plus durable.

Car depuis le ralentissement majeur de l'économie mondiale en 2001, et alors que celle-ci affichait une santé exceptionnelle ces cinq dernières années, la zone euro, et plus particulièrement ses grands pays, sont restés englués dans une phase de croissance médiocre. L'ajustement nécessaire des bilans et des appareils de production après l'euphorie de la fin des années 1990 a été d'autant plus laborieux qu'aucun instrument de politique économique n'a été mobilisé pour maintenir la croissance à flot. L'appréciation de l'euro, inévitable sans politique de change, des politiques non coordonnées voire non coopératives et une politique budgétaire corsetée n'ont évidemment rien arrangé au marasme de l'après bulle internet.

## 2007 en demi-teinte

L'activité économique décrite par les comptes trimestriels de l'INSEE pour le premier semestre 2007 — particulièrement le deuxième trimestre 2007 (0,3 %) — est décevante et loin des attentes nourries par les enquêtes de conjoncture auprès des entreprises et des ménages. Pour autant, cette médiocre performance n'est, ni si étonnante, ni très inquiétante. On s'attendait en effet à ce que l'activité au cours du premier semestre soit bridée par deux événements ponctuels. D'une part, par les effets restrictifs des cinq hausses successives du taux directeur de la Banque centrale européenne au cours de l'année 2006, qui, compte tenu des délais de transmission de la politique monétaire à l'activité, se sont fait sentir en ce début d'année ; d'autre part, par la mise en place depuis le 1<sup>er</sup> janvier de la TVA sociale en Allemagne qui renforce la politique de désinflation compétitive menée outre-Rhin depuis le début des années 2000. Si le ralentissement est apparemment plus fort que prévu, il ne nous apparaît toutefois pas si inquiétant : rappelons d'abord que celui-ci se base sur une estimation provisoire de l'activité qui peut être significativement révisée dans les versions ultérieures des comptes trimestriels. L'analyse des révisions passées nous indique qu'en période de reprise, les comptes préliminaires ont tendance à sous-estimer l'activité. Par ailleurs, le ralentissement de la croissance de l'investissement productif observé au cours du deuxième trimestre résulte essentiellement d'une dégradation temporaire de la rentabilité des entreprises au cours du second semestre 2006. Ces dernières ont dû effectuer des versements importants d'acompte au titre de l'Impôt sur les Sociétés après les bénéfices records enregistrés l'an dernier. Mais ce phénomène n'est que transitoire. La situation financière des entreprises est en réalité en nette amélioration, avec une profitabilité du capital très élevée, et de bonnes conditions de financement. Dans ces conditions, le cycle d'investissement nécessaire à une reprise durable n'est pas remis en cause : l'investissement productif des sociétés non financières devrait croître à un rythme de 4,7 % en 2007, rythme toutefois largement inférieur à ceux observés au cours des dernières périodes de reprise (8,6 % en moyenne au cours de la période 1998-2000). Enfin, l'emploi au cours du premier semestre a été très dynamique et le redressement des enquêtes de conjoncture initié en 2006 s'est confirmé au cours du premier semestre 2007, laissant envisager un rebond prochain de l'activité.

**TABLEAU 2 : ÉQUILIBRES RESSOURCES-EMPLOIS EN BIENS ET SERVICES MARCHANDS (AUX PRIX CHAÎNÉS)**

	Niveau (Prix chaînés) 2006	Taux de croissance trimestriels en %								Taux de croissance annuels en %		
		2007				2008				2006	2007	2008
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB total	1 595	0,6	0,3	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	2,2	1,9	2,6
Importations	504	0,6	1,9	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	7,1	4,3	5,8
Consommation des ménages	900	0,5	0,6	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	2,3	2,1	3,6
Consommation des administrations	364	0,3	0,5	0,3	0,4	0,2	0,3	0,3	0,3	1,6	1,5	1,1
FBCF totale, dont :	323	1,2	0,4	0,5	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7	4,1	3,7	2,8
- Entreprises	175	1,4	0,4	0,5	1,2	0,9	0,9	0,8	0,8	4,6	4,7	3,5
- Ménages	82	0,3	0,3	0,4	0,6	0,3	0,3	0,3	0,6	4,5	1,3	1,6
- Administrations	52	2,4	0,2	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	1,3	4,6	2,7
Exportations	480	1,4	0,9	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9	6,3	3,5	4,8
Variations de stocks (contribution)		-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0
Demande intérieure hors stocks	1 604	0,6	0,5	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	2,4	2,2	2,9

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle **e-mod.fr** à partir du troisième trimestre 2007.

**TABLEAU 3 : QUELQUES RÉSULTATS SIGNIFICATIFS**

	Évolutions trimestrielles								2006	2007	2008
	2007				2008						
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Emploi total (en milliers)	82	81	59	62	43	48	15	3	190	265	183
Nombre de chômeurs <sup>1</sup> (en milliers)	-61	-93	-17	-17	-20	-23	-5	-2	-236	-246	-85
Taux de chômage <sup>1</sup> (en %)	8,4	8,1	8,0	8,0	7,9	7,8	7,8	7,8	9,0	8,1	7,8
Déflateur de la consommation (en %)	0,4	0,7	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	1,9	1,4	1,5
Salaire horaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	1,6	0,0	0,8	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	3,4	3,4	3,5
Salaire moyen dans les entreprises non financières (en %)	1,6	0,0	0,8	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	3,4	3,4	3,5
<i>Ménages</i>											
Pouvoir d'achat du revenu disponible (en %)	1,8	0,4	0,3	0,6	1,0	0,8	0,7	0,7	2,4	3,1	2,8
Taux d'épargne (en %)	16,6	16,4	15,9	15,7	15,8	15,6	15,5	15,3	15,4	16,2	15,5
Taux d'épargne financière (en %)	6,5	6,2	5,7	5,5	5,6	5,6	5,6	5,5	5,3	6,0	5,6
<i>Entreprises</i>											
Taux de marge (en %)	30,4	30,8	30,9	31,2	31,4	31,4	31,2	31,3	30,8	30,8	31,3
Taux d'investissement (en %)	18,8	18,8	18,7	18,8	18,8	18,8	18,9	18,9	18,3	18,8	18,9
Taux d'autofinancement <sup>2</sup> (en %)	50,3	54,8	60,6	67,3	68,3	67,4	64,6	65,3	60,9	58,3	66,4
<i>Administrations</i>											
Capacité de financement/PIB (en %)									-2,5	-2,7	-3,1
Taux de prélèvements obligatoires (en %)									44,4	44,2	43,6
<i>Taux d'intérêt</i>											
Taux d'intérêt à long terme (niveau en %)	4,1	4,4	4,4	4,4	4,4	4,3	4,2	4,2	3,8	4,3	4,3
Taux d'intérêt du marché monétaire (niveau en %)	3,8	4,1	4,5	4,5	4,3	4,2	4,0	3,8	3,1	4,2	4,0

1. Au sens du BIT.

2. Épargne brute/FBCF.

**TABLEAU 4 : LES HYPOTHÈSES D'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL ET LES SOLDES EXTÉRIEURS**

	Évolutions trimestrielles								Moyennes annuelles		
	2007				2008				2006	2007	2008
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Demande de marchandises adressée à la France (en %)	1,1	0,9	1,4	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	9,1	5,3	6,2
Prix des concurrents en devises (en %)	1,5	1,5	1,1	1,5	2,1	2,0	-2,6	0,8	5,1	6,6	4,6
Prix du pétrole en dollars	57,8	68,7	74,9	68,0	64,0	67,0	70,0	67,0	65,2	67,4	67,0
Prix des importations en euros (en %)	-0,3	1,0	1,0	-0,5	-0,4	0,5	1,4	0,0	2,6	0,5	1,1
Prix des exportations en euros (en %)	-0,5	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,7	0,4	1,2
Solde des biens et services (Mds d'euros)	-5,9	-8,0	-9,0	-8,2	-7,7	-8,5	-10,6	-11,1	-25,2	-31,0	-37,9

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE, modèle **e-mod.fr** à partir du troisième trimestre 2007.

L'indicateur avancé de l'OFCE confirme ce schéma : l'économie française devrait connaître un rebond au cours du second semestre, avec des hausses du PIB de 0,7 % aux troisième et quatrième trimestres, assurant une croissance de 1,9 % en moyenne en 2007.

## En 2008, changement de cap budgétaire...

En mettant en œuvre le « paquet fiscal », le gouvernement actuel change le cap de la politique budgétaire et l'oriente vers la croissance et non vers la réduction drastique du déficit et de la dette. Le programme pluriannuel des finances publiques présenté à Bruxelles par le gouvernement Villepin, et qui prévoyait un retour à l'équilibre des comptes publics et une baisse de la dette publique en dessous des 60 % du PIB en 2010, ne sera pas respecté. Nous supposons par ailleurs que le gouvernement n'arrivera pas non plus à atteindre l'objectif affiché dans le projet de loi de finance 2008 d'une réduction de 0,1 point de PIB du déficit public. Pour arriver à cet objectif, le gouvernement prévoit un très fort ralentissement de la croissance des dépenses publiques en 2008 qui serait de 1,4 % en volume, ralentissement jamais atteint depuis 1978 et correspondant à une impulsion budgétaire légèrement négative. Compte tenu de l'impact du vieillissement sur les dépenses de protection sociale et du dépassement systématique des objectifs affichés en matière de dépenses publiques, nous avons retenu une hypothèse moins restrictive de progression de la dépense publique (1,8 %). En allant à contre courant des politiques menées ailleurs en zone euro, qui seront neutres ou restrictives dans les pays ayant des déficits, la France s'isole. Cette « relance isolée » soutiendra sans aucun doute l'activité dans l'Hexagone mais sans permettre une amélioration des finances publiques. Le déficit public devrait se creuser et dépasser pour la première fois depuis 2004 la barre des 3 % du PIB alors que la dette publique s'établirait à 65,2 % du PIB.

## ... et relâchement des contraintes extérieures

Outre ce changement de cap de la politique budgétaire, l'année 2008 s'annonce plutôt bien : les contraintes qui bridaient la croissance ces dernières années se desserrent, notamment celles liées aux effets de la politique de désinflation compétitive menée en Allemagne et à la forte augmentation du prix du pétrole. L'inflation est maîtrisée, les grandes économies de la zone euro se portent bien, le taux d'épargne des ménages, élevé, laisse des marges de progression pour la consommation, d'autant que le pouvoir d'achat des ménages devrait être soutenu par la baisse du chômage et l'entrée en vigueur du « paquet fiscal ».

Ainsi, après une hausse de 0,7 point en 2007, le taux d'épargne devrait baisser de 0,6 point en 2008 et s'établir à 15,5 %, niveau toujours supérieur à celui observé au cours des 15 dernières années (14,9 %). Sous nos hypothèses, la croissance de la consommation atteindrait 3,6 % en 2008, rythme soutenu mais qui reste toutefois inférieur à celui observé entre 1998 et 2000 (3,8 %). Par ailleurs, non contraint par une situation financière des entreprises en nette amélioration, illustrée par les bénéfiques records des sociétés du CAC 40, et de bonnes conditions de financement, l'investissement productif des

sociétés non financières devrait suivre la demande et croître à un rythme de 3,5 % en 2008.

Ce dynamisme de la demande intérieure est facilité par l'atténuation des contraintes qui avaient pesé fortement sur l'économie française depuis 2004. Certes, l'euro devrait continuer de s'apprécier et s'établir à 1,44 dollar en moyenne sur l'ensemble de l'année 2008, soit une augmentation de 6 % par rapport à 2007. Compte tenu des délais de transmission d'une appréciation de la monnaie sur l'activité, l'impact de cette nouvelle forte hausse en 2008 se fera sentir essentiellement en 2009 mais rognera tout de même la croissance française de près d'un demi-point l'année prochaine. Mais, dans le même temps, cette appréciation de l'euro permettra de limiter l'impact négatif sur l'activité de la hausse du prix du brut. Par ailleurs, la fin de la politique de désinflation compétitive menée outre-Rhin se traduira par une hausse des salaires réels en Allemagne de 1,5 % en 2008 (contre -0,5 % en moyenne entre 2002 et 2006). Cela soutiendra nos exportations et limitera nos pertes de parts de marché.

En moyenne annuelle, l'économie française croîtrait de 2,6 % en 2008, performances proches de celles de ses principaux partenaires (tableau 1).

Cette performance resterait somme toute modeste. Une croissance de 2,6 % en 2008 alors que l'activité au cours des six dernières années (1,7 % en moyenne annuelle) a été très inférieure à son potentiel (2,2 %), ne permettrait pas à l'économie française de combler le retard de production accumulé depuis 2001.

En s'installant au-dessus de 2 %, la croissance devrait permettre à elle seule la poursuite de la décrue du chômage engagée mi-2005. Compte tenu d'un rattrapage de la productivité du travail mis à mal au premier semestre 2007, le taux de chômage connaîtrait une baisse limitée en 2008. Le taux de chômage s'établirait à 7,8 % de la population active fin 2008, contre 8,0 % fin 2007 et 8,6 % fin 2006. Le recalage du taux de chômage, reporté à l'automne par l'INSEE, pourrait conduire à une révision à la hausse de 0,4 point.

## Les risques

Bien entendu des risques existent qui pourraient conduire à une remise en cause de notre scénario à l'horizon 2008. Le premier serait initié par un impact direct de la crise financière sur le secteur bancaire : les banques reporteraient leurs mauvaises situations sur la distribution de crédit, ce qui fragiliserait la demande intérieure. Les réactions positives des banques centrales et la déconnexion entre la distribution du crédit et le profit des banques éloignent la possibilité de réalisation d'un tel scénario. Le second risque est lié à la politique budgétaire. Si nous prenons les hypothèses du gouvernement sur les finances publiques, à savoir un contrôle strict des dépenses publiques qui progresseraient de 1,4 % en 2008 contre plus de 2,5 % au cours des cinq dernières années, cela amputerait la croissance de près de 0,5 point par rapport à notre scénario central. Sous cette hypothèse la croissance de l'économie française se maintiendrait à un rythme inférieur à son potentiel de croissance, l'empêchant de réduire son retard de production accumulé depuis 2001 et stopperait la baisse du chômage ■