

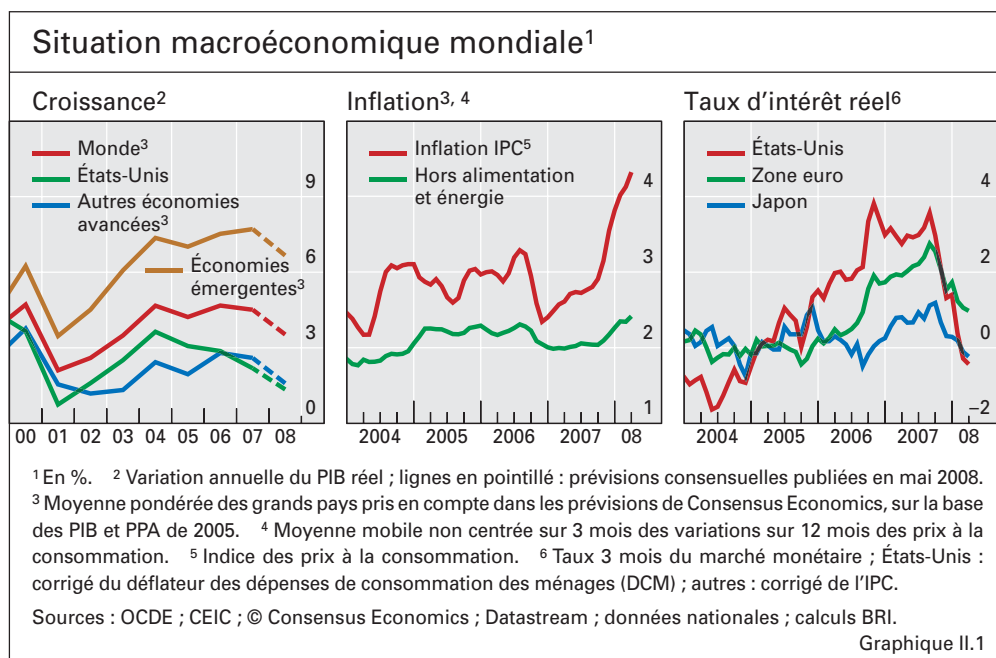
II. Économie mondiale

Faits marquants

La conscience, de plus en plus aiguë, des risques encourus par les grandes banques aux États-Unis sur leurs crédits hypothécaires de qualité inférieure a déclenché, sur plusieurs places financières, des turbulences qui ont ébranlé la confiance des consommateurs et investisseurs à travers le monde. Avec le ralentissement de l'économie américaine et le resserrement des conditions de financement, la demande s'est affaiblie dans d'autres économies avancées (graphique II.1). Parallèlement, l'inflation mondiale s'est accentuée, sous l'effet du renchérissement rapide de l'énergie et des principales denrées alimentaires.

En dépit des turbulences, les analystes restent d'avis que l'économie mondiale connaîtra bien un ralentissement sensible en 2008, mais qu'elle ne tombera pas dans une récession profonde et synchrone comparable à celle de 2001. Selon le scénario de base, le repli aux États-Unis s'accompagnera d'un fléchissement de la croissance dans la zone euro et au Japon ; dans les grandes économies émergentes, l'expansion se poursuivra, mais à un rythme plus lent. Il en résultera non seulement une atténuation salutaire des tensions inflationnistes, mais l'évolution prévue de la demande devrait également entraîner une nouvelle baisse du déficit courant des États-Unis.

L'enchaînement des événements, au cœur même du système financier mondial, a cependant nettement brouillé les perspectives économiques. Il est notamment difficile d'appréhender l'ampleur totale des pertes que pourront



subir les grands établissements, et les réactions du secteur financier et des autorités de tutelle auront de vastes implications pour l'économie mondiale. On ne peut exclure l'éventualité d'un rationnement généralisé du crédit dans les principales économies avancées, qui pourrait avoir des conséquences plus graves pour la demande que ne le laisse présager le consensus actuel. De plus, étant donné le niveau d'endettement élevé des ménages, la contraction de l'activité aux États-Unis pourrait s'avérer plus profonde et plus durable. On peut s'interroger également sur son impact dans les économies émergentes : en fait, la chute des cours des actions sur ces marchés, début 2008, pourrait être déjà le signe d'une détérioration du climat. S'il n'y a pas rupture de l'ancrage des anticipations d'inflation, malgré la hausse des prix pétroliers et alimentaires, un assouplissement des conditions monétaires pourrait être utile. Des doutes subsistent néanmoins sur son efficacité si, dans le même temps, les banques viennent à rationner le crédit et les agents économiques à réduire leurs dépenses pour tenter de rééquilibrer leur situation financière.

Analyse de l'évolution

Cassure du rythme de la croissance mondiale...

Deux phases distinctes se sont succédé l'an dernier. Au premier semestre, dans les principaux pays avancés, la demande a été stimulée par des conditions de financement attrayantes, la progression régulière des revenus et le bon moral des entreprises ; la plupart des économies ont alors connu une forte croissance. Aux États-Unis, l'investissement dans l'immobilier résidentiel a fléchi mais d'autres composantes de la demande, notamment la consommation privée et l'investissement des entreprises, se sont bien tenues. La dynamique s'est cassée au milieu de l'année, avec une détérioration marquée sur les marchés du travail et du logement dans ce pays, et une aggravation de la crise financière.

...avec un ralentissement dans les grandes économies avancées...

Sur l'année, l'expansion de la production mondiale s'est poursuivie au rythme soutenu de 4½ % mais, pour les économies du G 3, elle est redescendue de près de 3 % en 2006 à moins de 2½ %. Ce ralentissement a gagné plusieurs autres économies avancées. Par suite, la hausse des importations en volume de l'ensemble des pays industrialisés, de 6–9 % l'an depuis 2004, est alors revenue juste au-dessus de 3 %. Pourtant, jusqu'ici, les économies émergentes n'ont pas été trop affectées puisque leur croissance totale a dépassé 7½ % en 2007, grâce à la vigueur de la demande intérieure, notamment au Brésil, en Chine et en Inde (chapitre III).

...mais une activité relativement soutenue dans les économies émergentes

Cette évolution a été associée à plusieurs changements économiques majeurs. Tout d'abord, la contribution des économies émergentes à la croissance mondiale s'est renforcée en 2007, confirmant ainsi la tendance de ces dernières années (tableau II.1). Ensuite, le repli de l'investissement résidentiel dans les économies avancées a joué un rôle dans le tassement de la demande mondiale d'investissement, même si les dépenses d'équipement se sont intensifiées dans les économies émergentes. En revanche, grâce à une consommation des ménages soutenue, tant dans les pays avancés que dans le monde émergent, la progression de la consommation mondiale s'est poursuivie à un rythme assez régulier. Enfin, ces modifications dans la

Contributions à la demande mondiale, consommation et investissement ¹					
En % et points de %					
	1995	2000	2005	2006	2007
PIB réel					
Monde ²	3,8	4,8	4,2	4,7	4,5
États-Unis	0,6	0,9	0,8	0,7	0,5
Zone euro	0,6	0,8	0,3	0,5	0,5
Autres économies avancées ³	0,4	0,6	0,4	0,5	0,5
Économies émergentes ⁴	2,2	2,5	2,7	3,0	3,0
Consommation en termes réels ⁵					
Monde ²	3,5	4,7	4,3	4,5	4,7
États-Unis	0,7	1,2	0,8	0,8	0,7
Zone euro	0,5	0,6	0,3	0,4	0,3
Autres économies avancées ³	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5
Économies émergentes ⁴	1,9	2,5	2,8	2,9	3,2
Investissement en termes réels ⁶					
Monde ²	4,6	6,4	7,7	7,1	5,7
États-Unis	1,4	1,5	1,5	0,6	-0,5
Zone euro	0,5	1,0	0,6	1,0	0,8
Autres économies avancées ³	0,3	0,4	0,8	0,8	0,5
Économies émergentes ⁴	2,4	3,5	4,8	4,7	4,9

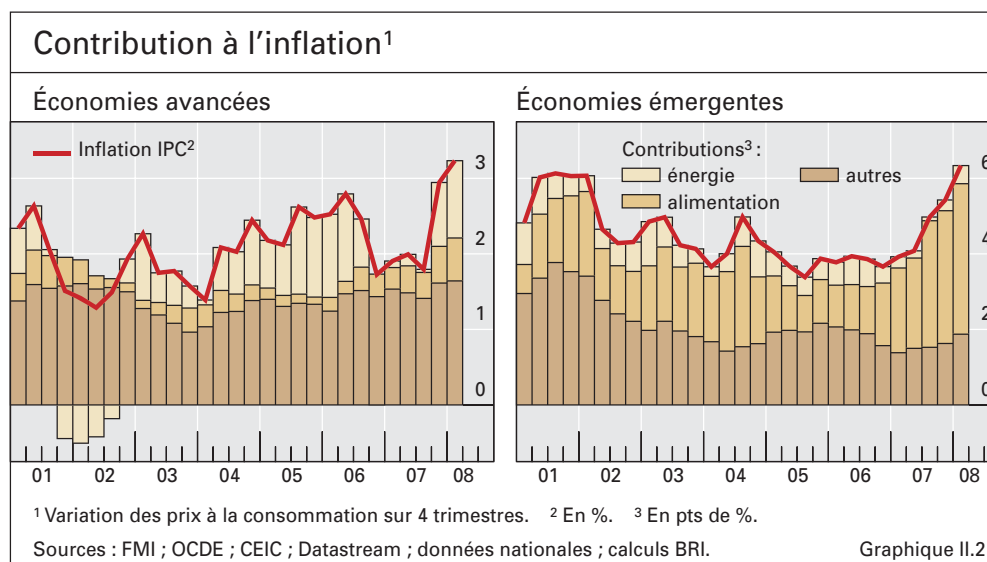
¹ Variation sur 1 an. ² Croissance dans les économies citées, en % ; pondérée par les PIB et PPA de 2005. ³ Australie, Canada, Danemark, Japon, Norvège, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni, Suède et Suisse. ⁴ Afrique du Sud, Arabie Saoudite, Argentine, Brésil, Chili, Chine, Colombie, Corée, Hong-Kong RAS, Hongrie, Inde, Indonésie, Malaysia, Mexique, Philippines, Pologne, République tchèque, Russie, Singapour, Taïwan (Chine), Thaïlande, Turquie et Venezuela. ⁵ Dépense de consommation finale privée. ⁶ Formation brute de capital fixe.

Sources : FMI ; Datastream ; données nationales. Tableau II.1

croissance et la demande ont permis de réduire certains déséquilibres des paiements courants. Aux États-Unis, le déficit courant, qui s'inscrivait à \$811 milliards en 2006 (6,2 % du PIB), est retombé à \$692 milliards au quatrième trimestre 2007 en données annualisées, soit 4,9 % du PIB. En contrepartie, les déficits se sont creusés en Australie, au Royaume-Uni ainsi qu'en Europe centrale et orientale, et les excédents ont légèrement diminué en Russie et en Amérique latine. Par contre, l'excédent global des économies d'Asie s'est nettement accru, avec un niveau record de \$372 milliards en 2007 pour la Chine.

Plusieurs chocs négatifs ont encore affaibli l'économie mondiale en 2008. Premièrement, le repli de l'immobilier résidentiel aux États-Unis s'est aggravé, avec une chute des prix du logement. Début 2008, l'économie américaine semblait se diriger vers une croissance très faible. Deuxièmement, les turbulences sur les marchés du crédit hypothécaire et les segments connexes ont nettement exacerbé l'aversion pour le risque. Malgré les efforts concertés des banques centrales pour stabiliser les marchés interbancaires, les primes de risque et les écarts de taux d'intérêt remontent depuis juillet 2007. En raison du durcissement des conditions de prêt des banques dans plusieurs économies avancées, les craintes d'une crise du crédit se sont généralisées.

Le ralentissement de la croissance s'est accentué en 2008...



Troisièmement, les cours des produits de base ont encore fortement augmenté. Sur la période de douze mois allant jusqu'à avril 2008, l'indice global des prix des principales denrées alimentaires est monté de 30 % et le pétrole (Brent) s'est renchéri de plus de 60 %. À noter que la récente flambée des cours de ces produits fait suite à plusieurs années de hausse (chapitre III).

Sous l'effet surtout des augmentations dans les prix de l'alimentation et de l'énergie, l'inflation, mesurée par les indices des prix à la consommation (IPC), s'est nettement accrue dans les économies avancées et émergentes (graphique II.2). L'inflation sous-jacente, qui exclut ces deux éléments, est également remontée dans de nombreux pays. En outre, les anticipations d'inflation à long terme, dérivées des cours des obligations, se sont renforcées aux États-Unis et, dans une moindre mesure, dans la zone euro depuis le second semestre 2007. Les sondages auprès des consommateurs confirment cette évolution dans plusieurs pays. On peut y voir une conséquence des fortes hausses des prix des biens de consommation courante, tels que produits alimentaires et essence, qui ont accentué la perception de l'inflation passée et, par suite, les anticipations.

Demande mondiale

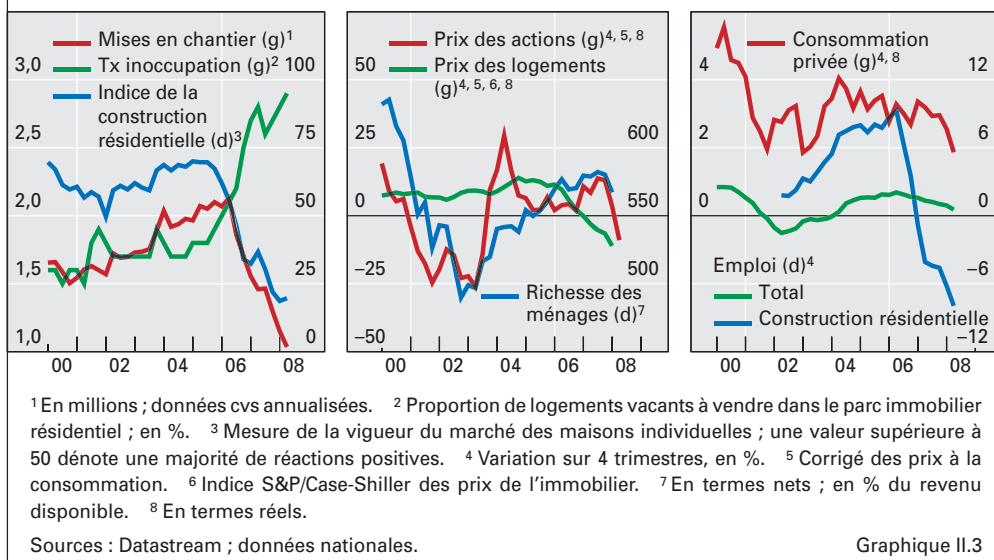
Repli conjoncturel dans les grandes économies avancées

La poursuite de la contraction du marché du logement (graphique II.3) pèse lourdement sur la croissance aux États-Unis depuis le second semestre 2006. Il est important de noter que, par rapport à des périodes antérieures comparables, la dernière phase d'expansion dans le secteur de la construction a généré un excédent d'offre bien supérieur, l'augmentation du nombre de logements neufs dépassant largement l'essor démographique. Depuis fin 2006, plus de 2½ % du parc de logements jusque-là occupés par leurs propriétaires sont vides et en vente, soit le double de la moyenne des cinq dernières décennies. À titre de comparaison, dans les périodes qui ont précédé

...et s'est accompagné d'une poussée d'inflation

Le tassement aux États-Unis se caractérise par une offre excédentaire importante de logements...

États-Unis : marché du logement et situation des ménages



les récessions du début des années 1980 et 1990, le taux d'inoccupation était resté bien en deçà de 2 %. Même si les mises en chantier ont régressé d'environ 60 % depuis 2006, pour revenir à des niveaux inédits depuis le creux du début de la décennie 1990, cet excédent est sans doute appelé à peser quelque temps encore sur les prix de la construction et du logement.

La spéculation, en particulier, a joué davantage que par le passé dans la construction de maisons individuelles. Beaucoup semblent avoir été achetées uniquement pour être revendues ou louées, en prévision d'une demande liée à des facteurs démographiques. De ce fait, l'investissement dans les habitations individuelles a atteint le niveau record de 3½ % du PIB en 2006, contre 2½ % au début de la décennie.

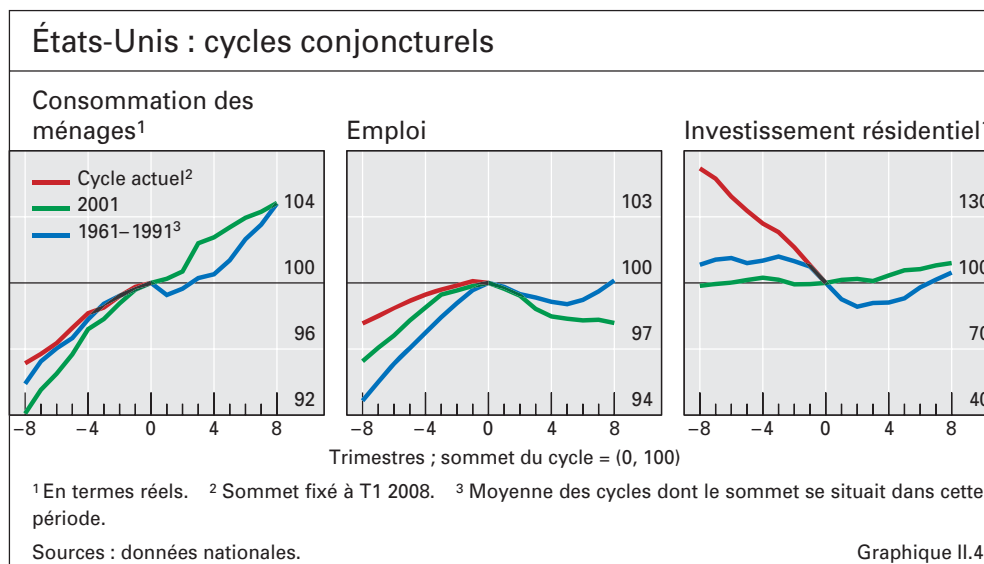
Début 2007, la contraction de l'immobilier résidentiel aux États-Unis a commencé à toucher d'autres secteurs. Outre le coût en termes de croissance du PIB (1 point de pourcentage en 2007), la baisse des prix du logement et des cours des actions a amputé le patrimoine des ménages (graphique II.3). Ces facteurs, conjugués à une détérioration assez générale de l'emploi et au renchérissement de l'énergie, ont freiné les dépenses de consommation. En conséquence, la contribution de la consommation des ménages à la croissance, qui se situait en moyenne à 2 points de pourcentage en 2007, est tombée à 0,7 point au premier trimestre 2008. Les achats de biens durables, qui sont les plus sensibles aux variations du patrimoine et des conditions du crédit, se sont fortement contractés (6 % en rythme annuel pour les trois premiers mois de 2008).

Aux États-Unis, le repli actuel présente à la fois des similitudes et des différences avec les cycles antérieurs. Comme souvent constaté à l'approche de récessions, la consommation privée a régulièrement progressé avant d'atteindre son pic, malgré une expansion de l'emploi inférieure à la moyenne (graphique II.4). Compte tenu du ratio d'épargne des ménages particulièrement faible aujourd'hui et des niveaux d'endettement exceptionnellement élevés, la consommation pourrait être beaucoup plus

...et la spéculation comme moteur de la construction résidentielle

La contraction de l'immobilier résidentiel aux États-Unis s'est répercutée sur la consommation...

...avec le risque d'une nouvelle correction importante



basse cette fois. L'investissement résidentiel accuse déjà une régression plus prononcée que lors d'épisodes comparables et cette détérioration pourrait encore s'amplifier.

Les risques de contraction augmentent aussi pour l'investissement...

La construction non résidentielle aux États-Unis sera un facteur déterminant. Après une hausse soutenue au cours des trimestres précédents, l'investissement dans ce secteur s'est déjà contracté sur les trois premiers mois de 2008. Le risque d'aggravation de cette tendance reste élevé, en raison du durcissement des conditions de crédit et des répercussions négatives du segment résidentiel (*infra*). Lors de la récession du début des années 1990, la part de la construction (toutes catégories) dans le PIB était tombée d'un sommet de 11 % en 1985 à un peu plus de 8 % en 1992. Elle a renoué avec un sommet analogue en 2006, mais elle n'a perdu, pour l'heure, qu'un peu plus de 1½ point de pourcentage.

...mais la vigueur des exportations peut avoir un effet modérateur

Autre composante de la demande, les dépenses d'équipement des entreprises se sont, elles aussi, contractées, même si l'ampleur de la correction à venir reste incertaine. Les investissements devraient être largement réduits dans les industries manufacturières les plus exposées au secteur de la construction et un nouveau tassement de la consommation pourrait aggraver cette tendance en freinant la demande et les anticipations de bénéfices. Pourtant, contrairement à ce qui s'est produit en 2001, le fait qu'il n'y ait pas eu surinvestissement auparavant devrait atténuer la contraction des dépenses d'équipement. En outre, l'économie américaine a bénéficié de la vigueur des exportations en termes nets, dont la contribution à l'expansion du PIB est redevenue positive en 2007 (½ point de pourcentage). Il s'agit là d'un atout important pour stimuler l'investissement dans le secteur des biens exportés, qui avait pâti de l'appréciation du dollar.

Des signes de ralentissement également ailleurs

Parmi les autres grandes économies avancées, le Royaume-Uni présente des points communs avec les États-Unis. La croissance britannique a commencé à donner des signes d'essoufflement fin 2007, le resserrement des conditions de crédit et l'érosion de la confiance ayant affecté la consommation. La chute des prix de l'immobilier a également fait planer la menace d'une forte

contraction dans le secteur de la construction. De même, au Canada, même si la demande agrégée a continué de dépasser le potentiel productif jusqu'à l'an dernier, la baisse des exportations a pesé sur l'économie alors même que la demande commençait à souffrir d'un durcissement du crédit.

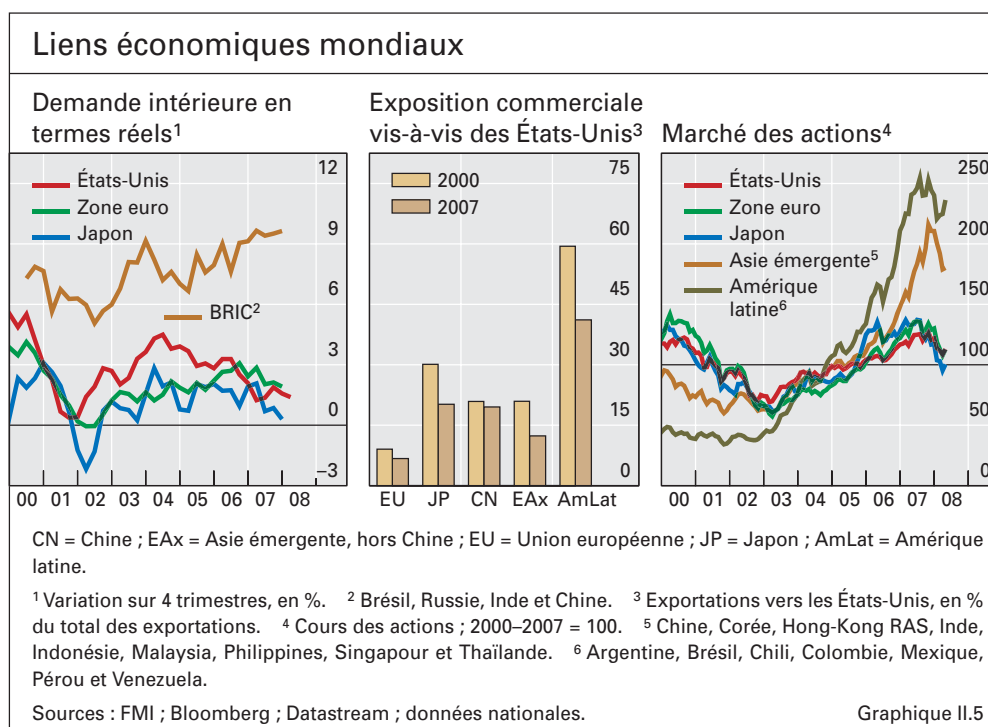
La situation a évolué de manière assez mitigée dans la zone euro et au Japon. Dans le premier cas, la croissance est demeurée soutenue, bien que légèrement ralentie, jusqu'au premier trimestre 2008, grâce en particulier à la vigueur des investissements en 2007. Malgré une dégradation en avril 2008, les indicateurs Ifo de la confiance des entreprises se sont maintenus au-dessus de leur moyenne des cinq dernières années. Vers la fin de l'année, pourtant, la consommation privée a été fortement freinée par l'érosion de la confiance et, plus récemment, le rythme des exportations s'est ralenti. Au Japon, grâce surtout au dynamisme des exportations, l'économie a poursuivi son expansion jusqu'au premier trimestre 2008. La consommation est restée relativement vigoureuse à la faveur d'une embellie sur l'emploi jusqu'au début de 2008. À partir du second semestre 2007, cependant, une réforme de la réglementation de la construction a sérieusement freiné l'investissement résidentiel et, par là même, la demande intérieure. De plus, les indicateurs de la confiance des entreprises se dégradent depuis quelques mois, comme les anticipations de bénéfices.

La croissance dans la zone euro et au Japon relativement moins touchée jusqu'à présent...

Interdépendances internationales et perspectives économiques

Lors des cycles antérieurs, un ralentissement aux États-Unis engendrait souvent le même phénomène ailleurs ; on peut penser cependant que, cette fois, la contagion pourrait être plus limitée. Un certain nombre d'évolutions observées ces dernières années confortent ce point de vue. Si la croissance annuelle de la demande intérieure américaine est tombée de 4,1 % en 2004

...ce qui entraîne une divergence des cycles de la demande...



à 1,5 % en 2007, elle a fléchi au Japon, revenant de 2 % à 1 %, et s'est même légèrement raffermit dans la zone euro, passant de 1,7 % à 2,2 %. Mieux encore, dans les grandes économies émergentes, en particulier Brésil, Russie, Inde et Chine, elle a poursuivi sa vive progression (graphique II.5).

...pour des raisons diverses

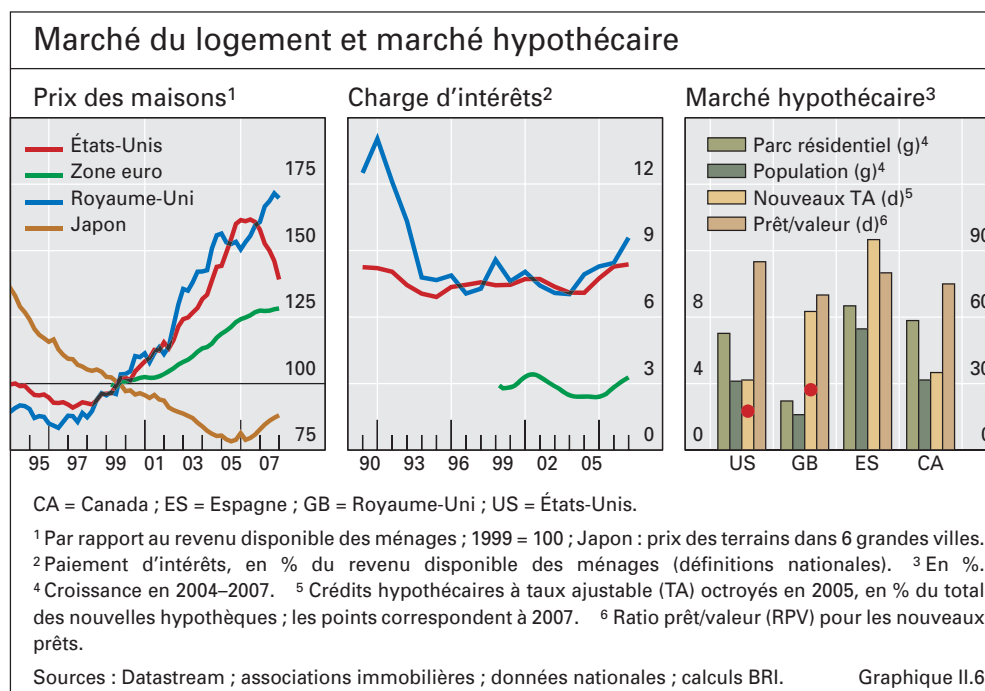
Cette divergence d'évolution de la demande amène certains à croire que le reste du monde pourrait compenser les chocs négatifs en provenance des États-Unis. Cette hypothèse repose sur le fait que les déséquilibres dans les autres pays peuvent être considérés comme moins sévères. Début 2001, c'était l'éclatement d'une bulle à l'échelle mondiale dans le secteur des technologies de l'information qui avait provoqué une détérioration de l'activité. La contraction sensible de la part des exportations vers les États-Unis dans un grand nombre de pays a aussi été invoquée pour expliquer l'impact probablement limité d'un ralentissement aux États-Unis sur l'économie mondiale.

Dans la zone euro, la demande pourrait mieux résister cette fois...

Dans les autres économies avancées, les perspectives de la demande intérieure apparaissent globalement favorables, bien que très variables. Dans la zone euro, le redémarrage généralisé de l'investissement des entreprises a stimulé la demande, et la récente diminution du taux de chômage pourrait alimenter la consommation. À 7,1 % au premier trimestre 2008, il se situe à son niveau le plus bas depuis le début des années 1980. L'Allemagne constitue l'exemple le plus probant, du fait de réformes structurelles qui ont accru la flexibilité et le taux d'activité de la main-d'œuvre. Les salaires réels y augmentent de nouveau, mais ils restent déprimés et progressent toujours plus lentement que la productivité du travail.

...malgré de fortes divergences d'un pays à l'autre

Les cycles de la demande intérieure sont déjà divergents dans la zone euro, en raison notamment d'une dynamique différente des marchés du logement. Pendant la dernière décennie, les prix de l'immobilier résidentiel y ont augmenté de manière plus graduelle qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni, par exemple (graphique II.6), ce qui reflète, dans une certaine



mesure, la tendance à la stagnation, voire à la baisse, observée en Allemagne durant la période 2000–2007. En Espagne, en France et en Irlande, toutefois, ils ont fortement progressé au début des années 2000 avant d’amorcer une décélération en 2004–2006. Dans certains pays, comme l’Espagne notamment, sans atteindre pourtant la tendance observée en Amérique du Nord, l’accroissement du parc d’habitations a été supérieur à l’expansion démographique. Pendant la phase ascendante, la valeur ajoutée de l’investissement dans le bâtiment a atteint respectivement 11 % et 9 % du PIB en Espagne et en Irlande, ce qui dépasse largement la moyenne de 6 % pour la zone euro. Le renchérissement des biens résidentiels a également soutenu la consommation, surtout en Espagne et en France. Avec le retournement du cycle des prix de l’immobilier et le durcissement des conditions de crédit, la demande risque fort de s’affaiblir davantage dans ces pays que dans le reste de la zone.

Au Japon, la demande intérieure a bénéficié des conditions de financement très attrayantes, qui ont provoqué un écart important entre le rendement de l’investissement des grandes entreprises manufacturières et le coût de leurs emprunts. En revanche, les petites sociétés, qui dégagent traditionnellement des marges bénéficiaires plus modestes et ne disposent pas du même pouvoir de fixation des prix, sont davantage fragilisées par les tensions sur les coûts. En outre, c’est jusqu’ici l’emploi qui a tiré la consommation. Malgré une hausse des salaires nominaux au début de 2008, après plusieurs trimestres de baisse, l’augmentation en termes réels est restée faible. Divers facteurs structurels peuvent continuer à freiner la progression des salaires : le départ en retraite des générations d’après-guerre et leur remplacement par des salariés moins bien rémunérés ainsi que l’accroissement impressionnant du travail à temps partiel depuis le début des années 2000. La consommation n’est donc pas à l’abri d’une contraction du revenu des ménages liée au niveau peu élevé des salaires réels, compte tenu surtout du renchérissement de l’énergie.

La demande intérieure semble s’être raffermie dans les économies émergentes par rapport aux cycles passés, grâce au redressement des fondamentaux macroéconomiques et à l’amélioration des situations financières (chapitre III). L’augmentation continue des entrées de capitaux dans bon nombre d’entre elles conforte aussi les perspectives d’investissement. Cependant, la hausse des prix du pétrole et des denrées alimentaires affecte depuis quelques mois le moral des ménages, en particulier dans les pays d’Asie importateurs de matières premières.

D’autres éléments donnent également à penser que les effets du ralentissement de l’économie américaine ne se sont pas encore fait pleinement sentir à l’échelle mondiale. Les États-Unis demeurent un partenaire commercial de premier plan pour des pays comme le Canada, la Chine, le Japon et le Mexique. Pour l’instant, le secteur américain de la haute technologie continue d’importer massivement, ce qui préserve le commerce intrarégional en Asie tant que la situation ne s’aggrave pas aux États-Unis. Un ralentissement prolongé pourrait affecter, en effet, la confiance des consommateurs et des entreprises dans le monde, comme le souligne la forte

Si les perspectives de la demande intérieure semblent moins favorables au Japon...

...elles se sont améliorées dans les économies émergentes

Les États-Unis demeurent cependant un partenaire commercial de premier plan

dégradation de l'ensemble des places boursières en janvier 2008. De plus, dans nombre d'entreprises chinoises et japonaises, l'investissement et l'emploi sont tributaires des exportations vers les États-Unis, ce qui sous-entend que leurs dépenses d'équipement ne constitueraient pas un poste aussi autonome qu'on le suppose souvent. De même, les exportations alimentent toujours une part importante de la demande en Allemagne. La zone euro se trouve ainsi exposée à une contraction possible de l'activité dans les autres économies, dont les États-Unis, non seulement à travers des effets directs sur l'économie allemande, mais aussi indirectement par le biais du commerce et de l'investissement intrarégionaux.

Plusieurs chocs généralisés pourraient aussi freiner la demande mondiale

Plusieurs autres chocs survenant en même temps que le ralentissement aux États-Unis risqueraient aussi de peser sur la demande mondiale. Tout d'abord, un rationnement généralisé du crédit dans les économies avancées pourrait faire sentir ses effets (*infra*). Ensuite, l'envolée des cours des matières premières – en particulier du pétrole – au cours des derniers mois, a sérieusement détérioré les termes de l'échange pour les pays importateurs. Selon une analyse effectuée par l'Agence internationale de l'énergie à la suite du renchérissement du pétrole du début des années 2000, une augmentation de \$10 du prix moyen du baril de pétrole importé dans les pays de l'OCDE pourrait coûter, sur une année, 0,4 point de croissance et 0,5 point d'inflation. En fait, le coût moyen du pétrole acheminé vers les principaux pays de l'OCDE s'est déjà accru de \$35 le baril sur les douze mois allant jusqu'à janvier 2008.

La croissance s'est trouvée en partie épargnée pour l'instant, notamment parce que les entreprises – volontairement ou non – n'ont pas répercuté intégralement cette hausse des prix pétroliers. La consommation a, en outre, été soutenue par les gains de patrimoine résultant de l'appréciation de l'immobilier résidentiel et des cours des actions ainsi que par les conditions de crédit favorables jusqu'à la mi-2007. Cependant, une détérioration substantielle des perspectives en termes d'emploi et de richesse pourrait renforcer l'effet du renchérissement du pétrole et des produits alimentaires sur les dépenses des ménages, surtout dans les pays où la consommation a été largement financée par l'endettement.

Mesures et autres facteurs influant sur la demande future

Des actions rapides des banques centrales et des réductions des taux directeurs pourraient stimuler la demande...

Des mesures visant à pallier la faiblesse de la demande mondiale pourraient s'avérer utiles, à condition que les tensions inflationnistes restent bien maîtrisées. En injectant massivement des liquidités, les grandes banques centrales peuvent avoir limité les conséquences potentielles des récentes turbulences sur les coûts de financement des banques. En outre, depuis août dernier, diverses économies avancées ont assoupli leur politique monétaire. Néanmoins, les répercussions de ces mesures sur la demande dépendent, pour beaucoup, de plusieurs facteurs, à commencer par l'évaluation des risques de crédit. Aux États-Unis, par exemple, où l'on est allé le plus loin dans l'assouplissement monétaire, les taux consentis aux ménages présentant un risque faible ont baissé, mais ceux des prêts hypothécaires géants et des obligations à risque ont été assortis de primes plus élevées. Deuxièmement, les banques ont la possibilité de rationner le crédit par des mécanismes autres

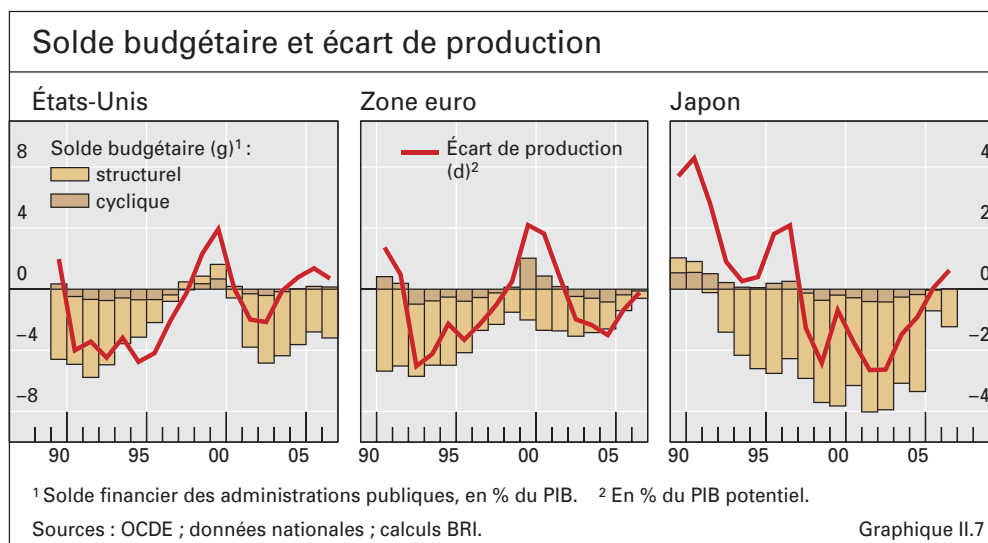
que les prix, atténuant l'effet d'un abaissement des taux directeurs. Troisièmement, vu l'ampleur de l'endettement des ménages, ces derniers pourraient préférer épargner plutôt que dépenser (*infra*). L'effet de la réduction des taux sur la demande globale mis à part, l'assouplissement de la politique monétaire pourrait se heurter à la montée récente de l'inflation et des anticipations d'inflation.

Certains pays pourraient choisir de soutenir la demande par le biais d'un assouplissement budgétaire. Les stabilisateurs automatiques permettront de préserver la demande en cas de ralentissement, notamment dans la zone euro (graphique II.7), où le déficit budgétaire structurel diminue par ailleurs depuis quelques années, conformément au Pacte de stabilité et de croissance. Compte tenu de cette marge de manœuvre supplémentaire, les prévisions budgétaires pour 2008 tablent sur une légère augmentation de ce déficit, à 0,9 % du PIB. Au Japon, les projections misent sur une diminution en 2008. Aux États-Unis, la position budgétaire reste globalement favorable à la demande sur le court terme. Le récent plan de relance (réductions fiscales aux particuliers et aux entreprises à hauteur de 1 % du PIB 2007) devrait temporairement dynamiser la demande en 2008.

La question se pose de savoir s'il existe de la marge pour stimuler encore la demande par des mesures budgétaires discrétionnaires. Aux États-Unis, le ratio endettement/PIB avoisine déjà 60 % et apparaît même bien supérieur si l'on tient compte d'engagements à long terme non financés au titre de la couverture-maladie et des retraites. Dans la zone euro, de faibles déficits ou des excédents récurrents, comme en Allemagne, en Autriche et en Espagne, associés à la baisse attendue des ratios d'endettement, pourraient offrir des possibilités supplémentaires de relance budgétaire. En Grèce et en Italie, en revanche, le ratio de dette publique avoisinait 100 % fin 2007 et devrait rester élevé. Dans presque toute la zone euro, les engagements non financés liés aux futures dépenses de santé et de retraite demeurent importants, compte tenu du vieillissement rapide de la population. Au Japon, la dette publique en termes bruts est déjà supérieure à 180 % du PIB, et les engagements latents du secteur public sont également substantiels. Certes, le taux d'imposition

...de même qu'une politique budgétaire expansionniste

Cependant, la marge de manœuvre pour une relance budgétaire n'est pas la même partout...



global est faible et se prêterait à un relèvement, mais la situation se trouve compliquée par une démographie déjà déclinante.

...et son efficacité n'est pas garantie

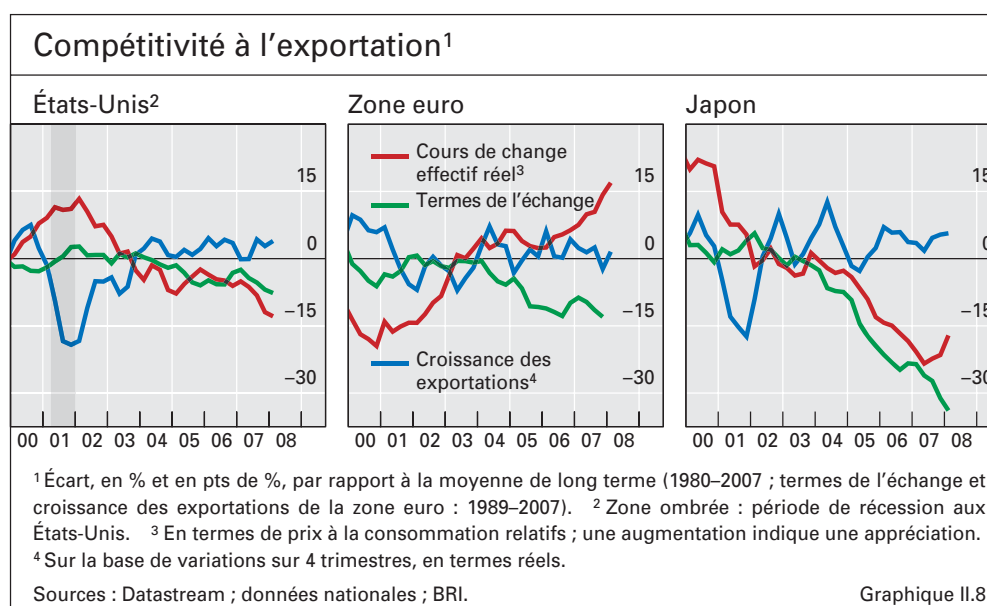
Il convient aussi de s'interroger sur l'efficacité de la politique budgétaire. On estime que, au cours des dernières décennies, les multiplicateurs budgétaires ont baissé dans les économies avancées, en raison de leur degré d'ouverture croissant ainsi que de la libéralisation financière, qui a permis d'élargir l'accès des ménages au crédit. Malgré tout, des programmes de relance ciblés pourraient s'avérer utiles, surtout s'ils réduisent les contraintes en matière de dépenses pour ceux qui ont perdu accès au crédit. Une action ponctuelle de relance allégerait aussi les déficits futurs et, par suite, l'incidence d'une hausse perçue de la charge fiscale. Selon de récentes estimations concernant les États-Unis, la propension marginale à consommer résultant de réductions d'impôt temporaires pourrait être notable (environ 0,4) et ses effets se feraient sentir rapidement. Cependant, la dissipation progressive de ces effets risque de peser ultérieurement sur la croissance.

La dépréciation du dollar pourrait soutenir la croissance américaine...

La répartition de la demande mondiale s'est également ressentie de l'évolution des cours de change. En avril 2008, la valeur effective réelle du dollar avait baissé de 25 % par rapport à son maximum de février 2002. Même en comparant avec sa moyenne de long terme entre 1980 et 2007, le dollar s'est nettement déprécié (graphique II.8). Sa faiblesse continuera à soutenir la demande américaine, en favorisant à la fois les exportations et la demande de produits locaux qui concurrencent les importations. En outre, elle accroît la valeur en monnaie locale des bénéfices perçus sur les actifs étrangers, ce qui amplifie les effets positifs sur les échanges commerciaux. Pour autant, une forte chute du dollar pourrait aussi alimenter les anticipations d'inflation et rendre difficile la maîtrise de l'inflation.

...mais grève lourdement la compétitivité des économies de la zone euro

À l'inverse, la valeur effective de l'euro s'est nettement appréciée ces deux dernières années, atténuant le choc induit par la hausse des prix du pétrole en dollars. Cependant, les exportations de la zone euro en pâtissent, même si elles ont continué de progresser à un rythme proche de leur moyenne



à long terme, grâce à la demande soutenue des économies émergentes. L'amélioration des gains de productivité du secteur manufacturier allemand a compensé en partie la perte de compétitivité due au change. À noter que, dans d'autres pays (comme l'Espagne ou l'Italie), la compétitivité s'est dégradée. Au Japon, la valeur effective réelle du yen s'est fortement érodée ces dernières années, ce qui a stimulé les exportations japonaises.

Évolution de l'inflation dans les économies avancées

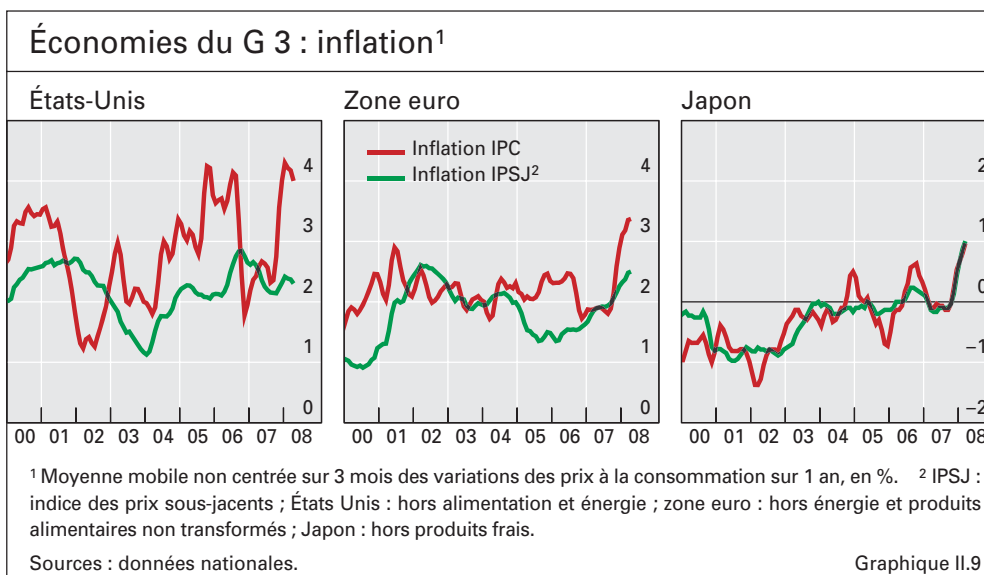
Accentuation des risques d'inflation

La forte hausse des cours des produits de base depuis début 2007 a provoqué une augmentation marquée de l'inflation IPC dans les économies avancées. En avril 2008, l'indice des prix à la consommation en glissement annuel s'inscrivait à près de 4 % aux États-Unis et dépassait 3 % dans la zone euro, alors qu'au Japon il avait fini par franchir 1 % en mars (graphique II.9). Aux États-Unis, les prix de l'énergie ont augmenté de plus de 15 % sur les douze mois allant jusqu'en avril 2008, tandis que les denrées alimentaires et boissons ont enregistré leur progression la plus forte en quasiment deux décennies, de l'ordre de 5 %. Dans la zone euro, le renchérissement de l'énergie a dépassé 10½ % et celui des produits alimentaires s'est inscrit à 6 %. L'énergie représentait environ un tiers de l'inflation IPC aux États-Unis et dans la zone euro. En outre, l'inflation sous-jacente (d'après les définitions nationales), assez modérée jusqu'en 2006, s'accélérait dans la zone euro et au Japon. Aux États-Unis, l'inflation mesurée par l'IPC était restée relativement stable jusqu'en avril 2008.

La hausse des prix, tirée par les cours des produits de base,...

L'une des questions essentielles est de savoir si les prix élevés de l'énergie et de l'alimentation vont perdurer. Si la demande à long terme continue de progresser à un rythme supérieur à l'offre de produits de base essentiels, cette éventualité ne peut être exclue. Dans de nombreuses économies avancées, la hausse des prix au détail des denrées alimentaires

...soulève la question de la persistance de l'inflation...



Prévisions d'inflation : constat ¹						
	Période de prévision : jan. 2001–avril 2003		Période de prévision : mai 2003–sept. 2005		Période de prévision : oct. 2005–mars 2008	
	IPC	IPSJ ²	IPC	IPSJ ²	IPC	IPSJ ²
États-Unis: IPC	0,88	0,86	0,67	0,79	1,05	1,14
États-Unis: déflateur DCM	0,51	0,48	0,79	0,90	0,87	0,98
Zone euro: IPCH ³	0,52	0,87	0,32	0,34	0,64	0,84
Japon: IPC	0,93	0,70	0,40	0,28	0,54	0,50

¹ Erreur en moyenne quadratique des prévisions d'inflation hors échantillon à 12 mois, obtenues par régression de l'inflation IPC annuelle sur le taux d'inflation IPC ou le taux d'inflation IPSJ (période d'estimation : janvier 1991–décembre 2000). Les zones ombrées indiquent, pour chaque période de prévision, l'erreur la plus faible. ² États-Unis : hors alimentation et énergie ; zone euro : hors énergie et produits alimentaires non transformés ; Japon : hors produits frais. ³ IPCH : indice des prix à la consommation harmonisé.

Sources : données nationales ; estimations BRI. Tableau II.2

devrait rester forte pendant encore quelque temps, étant donné que l'augmentation des prix à la production se répercute sur la distribution et que celle des coûts comprime les marges des entreprises au-delà des niveaux tenables.

...et pose aussi un problème aux autorités monétaires pour évaluer les tensions inflationnistes

Par le passé, l'inflation IPC avait tendance à suivre l'inflation sous-jacente, surtout parce que l'instabilité des prix de l'alimentation et du pétrole reflétait de brèves perturbations de l'offre. C'est pourquoi les banques centrales portaient leur attention sur l'inflation sous-jacente pour mesurer la pression sous-jacente des prix. Or, la hausse persistante des cours des matières premières ces dernières années a fragilisé cette relation (tableau II.2). Ainsi, dans la zone euro, l'inflation IPC a constitué, ces trois dernières années, un bien meilleur indicateur d'anticipations sur un an. Aux États-Unis, elle donne aussi des prévisions plus fiables depuis mi-2003, début du renchérissement de l'énergie. Au Japon, la situation est quelque peu différente : l'inflation sous-jacente, selon sa définition nationale, conserve une meilleure valeur prédictive de l'inflation, probablement parce qu'elle prend en compte les prix du pétrole.

Déterminants de l'inflation sous-jacente

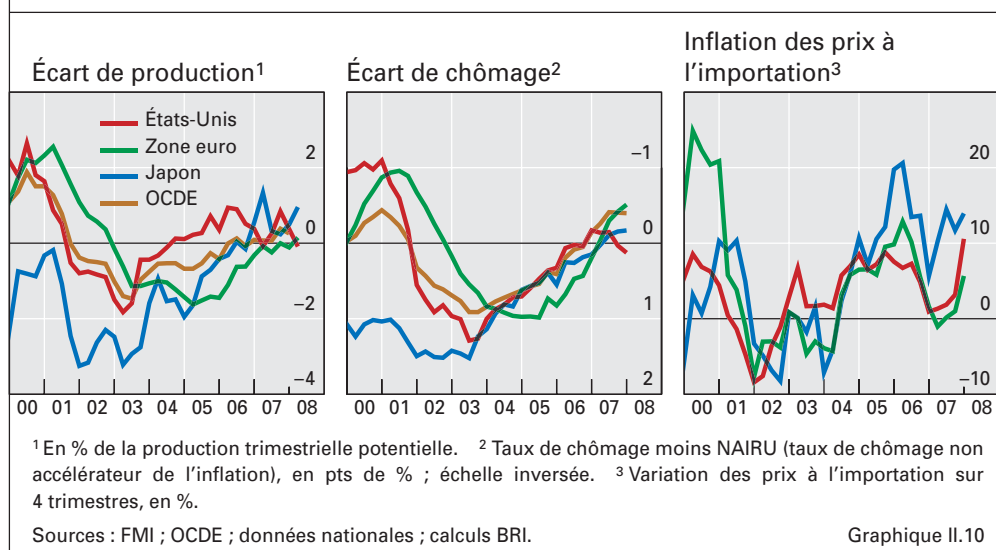
Dans les grandes économies avancées, le sous-emploi des capacités devrait s'accroître...

Étant donné les forces actuellement à l'œuvre, est-ce l'inflation sous-jacente qui va s'élever vers l'inflation IPC, ou l'inverse ? Dans nombre d'économies avancées, la production semble toujours proche de son potentiel et pourrait même baisser (graphique II.10). Les mesures de l'écart de chômage paraissent indiquer une augmentation des capacités inutilisées aux États-Unis. Dans d'autres économies avancées, même si le taux de chômage demeure faible, le tassement de la demande pourrait affecter l'emploi. Globalement, les pressions de la demande sur l'inflation sous-jacente devraient donc rester discrètes.

...et les coûts unitaires de main-d'œuvre ne devraient pas constituer un problème majeur...

De même, dans les économies du G 3, les coûts unitaires de main-d'œuvre restent maîtrisés. Aux États-Unis, leur progression au premier trimestre 2008 est retombée à 0,2 % en glissement annuel, rompant avec la

Sous-emploi des capacités et prix à l'importation



tendance haussière qui l'avait portée à plus de 4 % au premier semestre 2007. Dans la zone euro, cette progression, modérée et stable à près de 1½ % ces dernières années, a atteint environ 2 % au quatrième trimestre 2007. Au Japon, ces coûts diminuent depuis plusieurs années, sous l'effet notamment du repli, ou d'une augmentation qui reste faible, des salaires nominaux.

L'évolution future des coûts unitaires de main-d'œuvre dépendra dans une large mesure du comportement des salaires. Dans plusieurs économies avancées, la part de ces derniers dans la valeur totale ajoutée diminue depuis les années 1980 et celle des bénéfices augmente en proportion. Toutefois, depuis peu, les revendications salariales s'intensifient, surtout en Europe. Ainsi, en Allemagne, après une longue période de modération ou de baisse des salaires réels, les syndicats ont réclamé cette année des majorations plus importantes. Une revalorisation ponctuelle, venant après une période de gains de productivité substantiels, ne s'avèrera pas nécessairement inflationniste, car elle peut être contrebalancée par un retour des marges bénéficiaires à leurs niveaux antérieurs. Par contre, une hausse répétée des salaires pourrait amplifier sensiblement les risques d'inflation, en incitant les entreprises à majorer leurs prix.

Concernant l'évolution de l'inflation, il convient également de voir dans quelle mesure les pressions désinflationnistes liées à la mondialisation vont diminuer, voire s'inverser. Le premier élément à prendre en compte à cet égard est la vigueur récente de la demande de produits de base, induite par la forte croissance des économies émergentes. Au niveau mondial, elle semble amplifier les contraintes sur les capacités de production et faire monter les prix des matières premières et denrées alimentaires essentielles.

Un deuxième élément tient au fait que, dans certains pays à faibles coûts de production comme la Chine, les salaires réels ont augmenté rapidement, en raison notamment d'une pénurie de main-d'œuvre qualifiée et d'une revalorisation des salaires minimaux (chapitre III). Il en est résulté un renchérissement des produits manufacturés en provenance des économies

...mais les pressions désinflationnistes liées à la mondialisation s'atténuent

Transmission de l'inflation						
	Des produits de base aux importations ¹		Des cours de change aux importations ¹		Des importations à l'IPJ ²	
	1971-1989	1990-2007	1971-1989	1990-2007	1971-1989	1990-2007
États-Unis	0,29 **	0,22 **	0,47 **	0,16 *	0,33 **	0,14
Japon	0,35 **	0,27 **	0,74 **	0,40 **	0,23 **	0,02
Allemagne	0,22 **	0,17 **	0,37 **	0,23 **	0,17 **	-0,07
France	0,19 **	0,10 **	0,77 **	0,03	0,27 **	-0,08
Royaume-Uni	0,20 **	0,12 **	0,68 **	0,46 **	0,25 *	0,14
Italie	0,31 **	0,25 **	0,66 **	0,41 **	0,32 **	0,49

** / * : chiffre significativement différent de zéro aux niveaux de confiance de 99 % et 95 %, respectivement.

¹ Variation, en %, des prix des importations consécutive à une augmentation de 1 % des cours des produits de base (mesurés en monnaie locale) ou à une baisse de 1 % du cours de change effectif nominal. ² Variation, en %, de l'inflation mesurée par l'IPJ consécutive à une hausse de 1 % des prix des importations.

Sources : estimations BRI sur la base de données de l'OCDE, du Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut (HWWI) et d'agences nationales.

Tableau II.3

émérgentes. Ce « rattrapage » devrait donc s'accompagner de tensions soutenues sur les prix à l'importation. Un facteur spécifique peut avoir amplifié ces effets sur les prix : l'importante dépréciation du cours de change réel ces derniers mois, en particulier aux États-Unis et au Royaume-Uni.

La répercussion des coûts semble toujours faible...

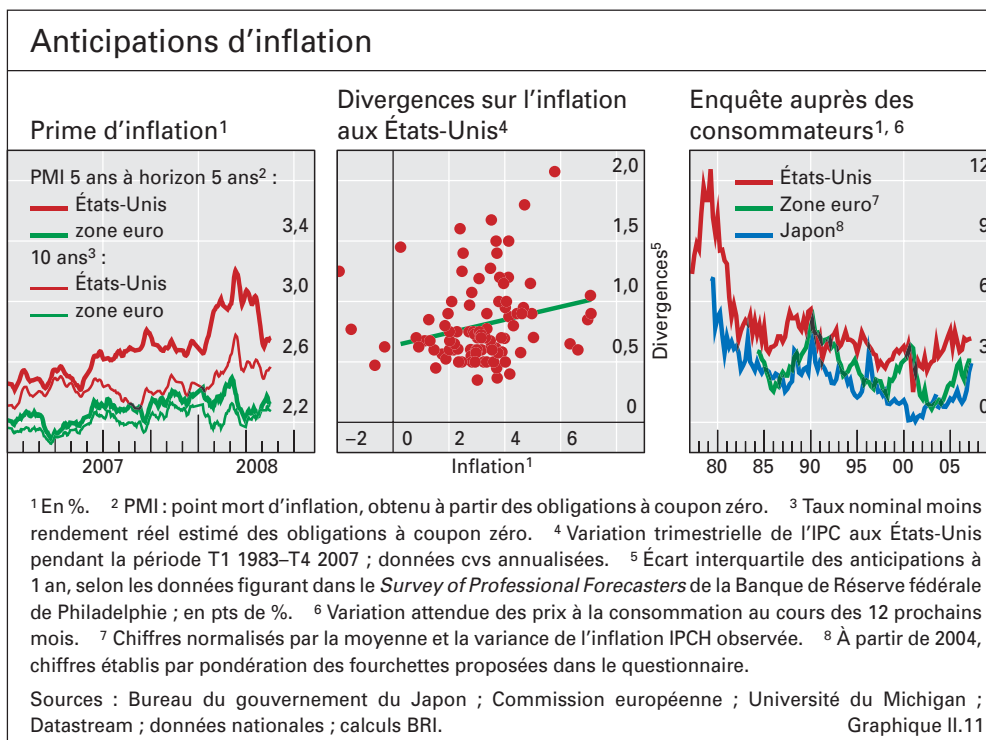
Il n'est toujours pas clairement établi que la tendance sensible à la baisse de la répercussion des variations des cours des produits de base et du change sur les prix à l'importation et à la consommation, observée durant les années 1990 et au début de la décennie 2000, se soit inversée ces dernières années (tableau II.3, et tableau II.2 du *75^e Rapport annuel*). Le degré de transmission reste donc moins élevé que dans les années 1970 et 1980, notamment parce que les exportateurs étrangers ont pu maintenir inchangés leurs prix en monnaie locale. Ils l'ont fait en ajustant leurs marges bénéficiaires et celles de leurs importateurs locaux ou bien en trouvant des solutions pour accroître en conséquence leur productivité. Cela indiquerait aussi que les anticipations d'inflation à long terme restent bien ancrées.

...mais elle pourrait s'amplifier

Le degré de transmission pourrait cependant s'accroître. Hors des États-Unis, les marges constituées par les exportateurs durant la période d'appréciation du dollar sont désormais sensiblement comprimées, et il pourrait s'avérer de plus en plus difficile de dégager des gains de productivité. En outre, la persistance de fortes augmentations des cours des produits de base ou une dépréciation du change pourraient finir par raviver les anticipations d'inflation et nécessiter alors des corrections plus importantes des prix à la consommation hors énergie et alimentation.

Les anticipations d'inflation à long terme se sont récemment renforcées...

Dans ce contexte, les anticipations d'inflation seront sans doute appelées à exercer un rôle de premier plan. Après un repli marqué pendant la majeure partie de 2006, les indicateurs de marché des anticipations d'inflation à long terme (à 5 ans) ont progressé en 2007 dans les grandes économies avancées (graphique II.11), avant de redescendre légèrement début 2008. L'augmentation a été particulièrement prononcée aux États-Unis, où la hausse



des niveaux d'inflation a été également associée à une dispersion accrue des anticipations des prévisionnistes. Dans les conditions actuelles, il est toutefois difficile de savoir dans quelle mesure les cours des obligations reflètent avec précision les anticipations d'inflation. Ainsi, les effets de liquidité notables observés sur les marchés des obligations d'État lors des tensions récentes ont pu jouer un rôle dans la volatilité des indicateurs. L'augmentation de la prime de risque d'inflation (plutôt que les anticipations de l'inflation) a pu également intervenir, même si cela paraît davantage le cas pour la zone euro que pour les États-Unis (chapitre VI). En outre, d'autres éléments conduisent à supposer que les anticipations ont commencé à s'amplifier. Bien que celles à court terme, mesurées par des enquêtes auprès des ménages, soient restées nettement inférieures à leurs niveaux de la décennie 1980, elles tendent à augmenter depuis un an dans les grandes économies avancées.

Pour les autorités monétaires, il est important de savoir si les anticipations d'inflation sont bien ancrées face à des chocs négatifs sur l'inflation. Il se peut qu'elles aient acquis une valeur d'indicateur précurseur et renforcé leur ancrage au cours de la dernière décennie, en raison de la crédibilité accrue de la politique monétaire. Mais il est possible également qu'elles se fondent surtout sur le passé, par exemple, sur l'expérience des agents privés. Dans ce cas, elles ont pu être contenues par la tendance antérieure favorable de l'inflation, notamment parce que l'augmentation de l'offre mondiale effective de main-d'œuvre maintenant à un bas niveau les prix des biens manufacturés. Le simple fait que les prévisions à long terme sont apparemment restées bien ancrées ces dernières années n'indique pas clairement si, et dans quelle mesure, ces anticipations peuvent s'inverser, ni pourquoi.

...et pourraient être moins bien ancrées à l'avenir

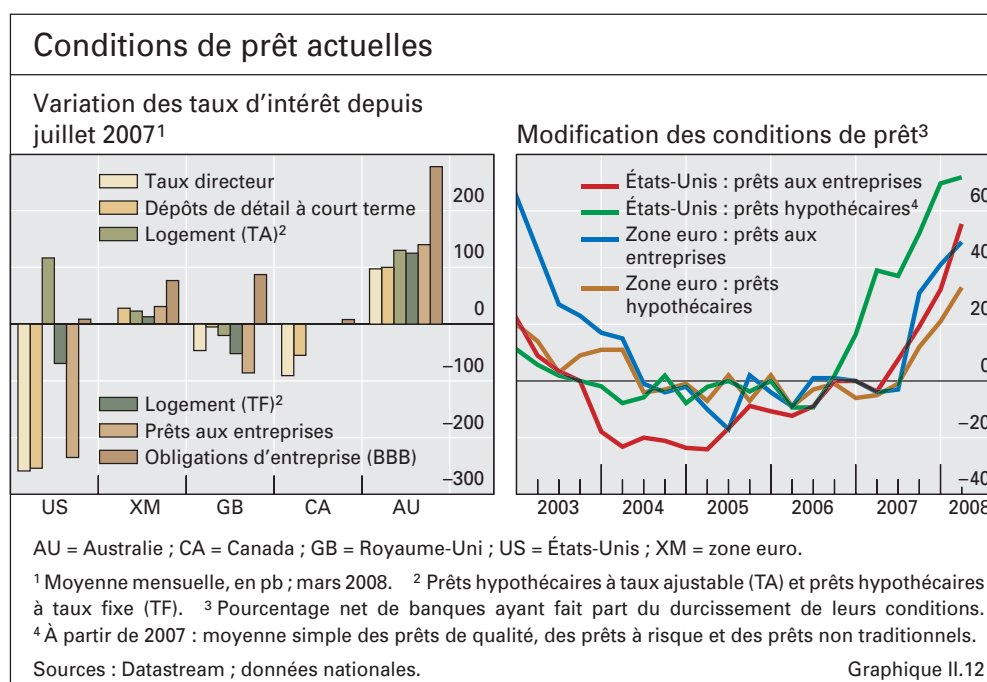
Un renchérissement des biens de consommation courante souligne ce risque

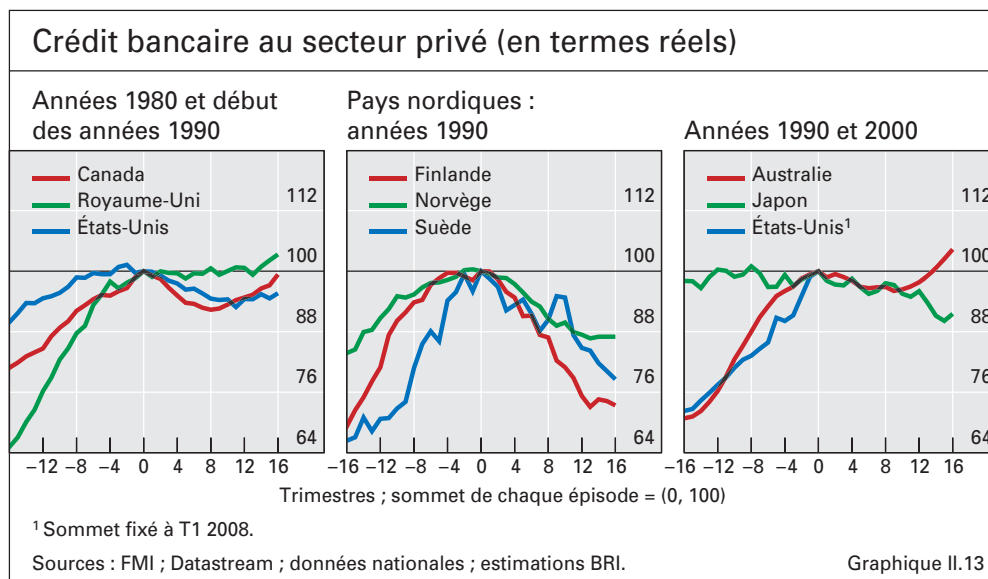
Dans la mesure où elles se fondent sur le passé, les anticipations d'inflation pourraient se ressentir de la tendance à la hausse des prix de l'alimentation et de l'énergie qui est apparue récemment. Certains éléments montrent que d'amples variations des prix de quelques produits « visibles » de consommation courante (comme le pain, la viande, le lait et l'essence) sont davantage susceptibles de renforcer la perception de l'inflation que les mouvements des prix de produits moins courants. Selon des enquêtes menées dans la zone euro, l'inflation « perçue » a progressé fin 2007, parallèlement au renchérissement des denrées alimentaires. Au Royaume-Uni, il apparaît également qu'elle tend à être plus étroitement corrélée au taux d'inflation pour les produits achetés au moins chaque trimestre.

Vulnérabilités bilantielles, resserrement du crédit et autres facteurs défavorables

Resserrement du crédit dans les grandes économies...

Pour les économies avancées, les perspectives dépendent pour beaucoup de la nature de l'interaction entre les récents chocs financiers et la situation financière des ménages et des entreprises, et leurs décisions en matière de dépenses. Les turbulences ont déjà provoqué un resserrement des conditions de crédit sous la forme d'une majoration des primes sur les prêts bancaires (graphique II.12). Même si, aux États-Unis (et, dans une moindre mesure, au Canada et au Royaume-Uni), cette hausse a été compensée par un abaissement des taux directeurs, il n'en reste pas moins que les banques ont durci les autres critères de prêt. Aux États-Unis, la proportion des banques faisant état d'un resserrement des conditions faites à la plupart des emprunteurs était aussi élevée au premier trimestre 2008 que lors des récessions du début des années 1990 et 2000. Ce comportement s'observe également, à des degrés divers, en Australie, au Canada et au Royaume-Uni. Dans la zone euro, le





resserrement du crédit a été très marqué vis-à-vis des entreprises, avec des niveaux qui ont avoisiné ceux enregistrés lors du repli des marchés de la dette au début des années 2000, et substantiel à l'égard des ménages.

Ce récent durcissement des conditions de crédit s'inscrit dans un contexte de très forte progression de l'endettement, surtout des ménages américains. À en juger par les précédentes crises, ses effets macroéconomiques seront vraisemblablement importants. Aux États-Unis, par exemple, la contraction du crédit en 1989–1992 avait aggravé la récession de 1990. Elle était intervenue après la crise des caisses d'épargne des années 1980, lorsque les banques avaient nettement accru leur exposition sur l'immobilier commercial. Le volume des prêts bancaires au secteur privé, qui avait culminé avant la crise, s'est longtemps contracté (graphique II.13). Ailleurs, au Royaume-Uni notamment, où le secteur bancaire avait connu des difficultés à peu près au même moment, le tassement du crédit avait été plus atténué et le redémarrage plus rapide. Dans d'autres cas, toutefois, comme pendant les crises bancaires du début des années 1990 dans les pays nordiques, la compression avait été plus marquée. Ainsi, en Suède, il en était résulté une diminution substantielle des dépenses des ménages et la part de l'investissement résidentiel dans le produit national brut était tombée d'un sommet de 6½ % en 1991 à 1½ % en 1995.

Chacune de ces crises a été aggravée, en outre, par l'interaction d'une conjoncture défavorable avec une chute des prix des actifs ainsi que par une dégradation brutale de la solvabilité des emprunteurs. L'association du cycle du crédit et d'un cycle des prix de l'immobilier, en particulier, a pesé lourdement sur la valeur des nantissements et sur la dépense globale, tant pendant la phase d'expansion que lors de la contraction de l'activité (chapitre VII). Dans le cycle actuel du crédit, l'ampleur des risques financiers dans plusieurs pays assombrit les perspectives macroéconomiques.

Vulnérabilité des ménages

C'est aux États-Unis, où les problèmes financiers des ménages sont sans doute les plus sérieux, qu'une modification des conditions de prêt devrait avoir le

...avec, comme toujours, d'importants effets macroéconomiques...

...dans un contexte défavorable pour les entreprises et les prix des actifs

Secteur non financier : ressources, emplois et ratios clés du bilan

Sauf indication contraire, en % du PIB

	États-Unis		Zone euro		Royaume-Uni	
	1998–2002	2003–2007	1999–2002	2003–2007	1998–2002	2003–2007
Sociétés non financières						
Investissement	8,2	7,1	11,2	11,0	10,5	9,2
Ressources propres	7,6	7,6	8,2	7,7	10,7	10,1
Emprunts nets (intermédiaires)	0,6	1,1	2,6	3,7	6,9	10,2
Émission nette de titres de dette	2,2	1,3	0,9	0,4	3,1	1,1
Émission nette d'actions	-1,1	-3,0	4,8	2,7	8,6	1,4
Encours de la dette	45,5	43,7	76,3	85,3	83,6	108,7
Ménages						
Revenu disponible	73,5	73,7	66,3	65,8	68,9	67,0
Dépense de consommation finale	68,7	70,1	57,5	57,1	62,5	61,5
Investissement résidentiel	3,9	4,7	5,4	5,7	3,0	3,9
Endettement hypothécaire	50,7	70,4	28,3	35,4	56,9	76,5
Endettement total	76,7	97,6	48,5	56,6	72,0	94,3
Actifs financiers	330,6	320,2	186,5	191,7	305,2	280,8
<i>Actifs nets immobiliers¹</i>	<i>57,0</i>	<i>51,6</i>	<i>84,9²</i>	<i>87,7^{2,3}</i>	<i>72,0</i>	<i>72,2³</i>

¹ Actifs immobiliers moins dettes immobilières, en % du total des actifs immobiliers. ² France uniquement : actifs non financiers des ménages comme substitut aux actifs immobiliers. ³ 2003–2006.

Sources : OCDE ; Eurostat ; Datastream ; données nationales.

Tableau II.4

Les ménages américains semblent les plus exposés...

plus de conséquences. En gonflant rapidement leur endettement depuis 2002, les ménages ont maintenu leur consommation et leur investissement résidentiel à des niveaux supérieurs à ce que leurs seuls revenus leur auraient permis (tableau II.4). Ce recours accru à l'emprunt a été facilité, dans une large mesure, par l'ascension des prix du logement, et donc des nantissements pour les ménages qui, sinon, n'auraient pas pu emprunter ou auraient obtenu des montants inférieurs. Il faut ajouter à cette possibilité le produit de la vente de logement, les refinancements hypothécaires et les prêts personnels garantis par un bien immobilier. Selon certaines estimations, cette « extraction hypothécaire » aurait financé en moyenne environ 3 % de la consommation des ménages (prenant en compte les remboursements de la dette non hypothécaire) entre 2001 et 2005.

...en raison d'un endettement élevé...

La conjonction d'une épargne faible et d'un endettement élevé constitue une première source de vulnérabilité. Alors que le ratio épargne/revenu disponible se situait à environ 7½ % aux États-Unis en 1992, il avait alors commencé à fléchir avant de chuter au début des années 2000, pour tomber pratiquement à zéro en 2005. Sur cette période, le service de la dette avait sensiblement augmenté, atteignant plus de 14 % du revenu disponible en 2007, ce qui avait accru la vulnérabilité des ménages à tout choc affectant les revenus et les taux d'intérêt. Leurs dépenses vont probablement diminuer cette fois, en raison de l'augmentation de l'endettement et du service de la dette, de la montée du chômage et du durcissement général des conditions de crédit.

...de la dépréciation des logements...

Autre source de vulnérabilité : l'ampleur de la dépréciation effective et attendue de la valeur des logements et autres biens qui, à travers l'effet de

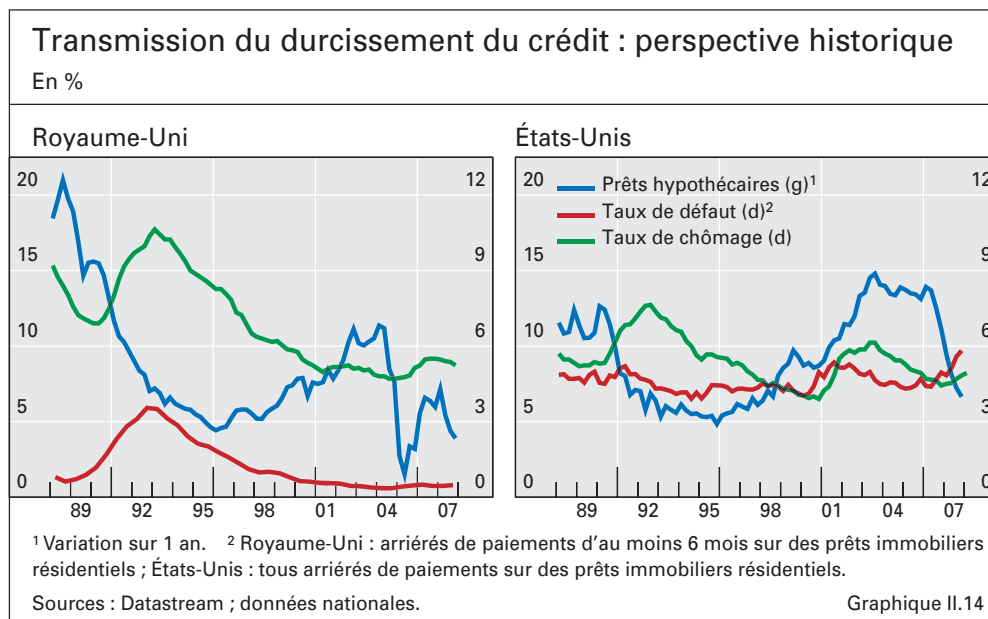
richesse, réduit la capacité d'emprunter pour faire face aux dépenses courantes. Aux États-Unis, l'écart entre l'actif immobilier et la dette correspondante des ménages a sensiblement diminué dernièrement. On estime, en fait, que le pourcentage de ceux dont le patrimoine est négatif est déjà supérieur au maximum observé au Royaume-Uni lors de la contraction du marché du logement au début des années 1990.

Une troisième vulnérabilité réside dans la proportion des prêts hypothécaires à risque, des crédits fondés sur les revenus déclarés et autres montages hors normes, qui, pendant la phase d'expansion, a été beaucoup plus élevée aux États-Unis que dans les autres économies avancées. La dépréciation des logements et le resserrement du crédit accroissent la probabilité de défaut sur de tels prêts, car les emprunteurs ne disposent guère d'autres ressources financières pour atténuer une baisse de leur revenu ou retarder une saisie de leur bien, ce qui provoque un durcissement supplémentaire des conditions de crédit et comprime encore les dépenses. De plus, en raison d'un grand laxisme des bailleurs de fonds, nombre d'emprunteurs ont pu obtenir des crédits que, même à court terme, ils n'étaient pas en mesure de rembourser, les prêteurs supposant sans doute que leurs clients pourraient se refinancer grâce à l'appréciation des logements. C'est peut-être la raison pour laquelle, aux États-Unis, les défauts de paiement ont commencé à se multiplier bien avant la montée du chômage, alors que, lors des épisodes antérieurs, les deux taux évoluaient plus ou moins parallèlement dans ce pays comme au Royaume-Uni (graphique II.14).

Au Royaume-Uni, les ménages se sont également massivement endettés, mais moins pour financer leur consommation, laquelle a d'ailleurs diminué en pourcentage du PIB (tableau II.4). Comme les prix des logements montent moins, voire baissent, la part du capital immobilier dans le total des actifs a cessé de s'accroître. D'après les estimations actuelles, très peu de ménages affichent un capital immobilier négatif, mais il reste à savoir jusqu'où ira la dépréciation. Les primo-accédants à la propriété, qui sont généralement

...et des emprunts à risque

Vulnérabilités davantage maîtrisées au Royaume-Uni...



lourdement endettés et dont le service de la dette est beaucoup plus contraignant, risquent d'être plus exposés. Si l'assouplissement des critères d'octroi de prêts hypothécaires n'a pas eu la même ampleur qu'aux États-Unis, ils sont néanmoins devenus moins rigoureux et, jusqu'à récemment, la proportion de ratios prêt/valeur élevés était en augmentation (graphique II.6).

...et mieux encore
dans la zone euro

Dans la zone euro, en revanche, la situation financière des ménages demeure globalement solide, grâce à une expansion régulière du patrimoine mesuré et à une progression de l'endettement somme toute modérée. L'absence de boum généralisé de l'immobilier résidentiel, la concentration relativement forte des actifs financiers sur l'obligataire et le recours accru aux hypothèques à taux fixe ont limité la vulnérabilité des ménages en cette période de perturbations des marchés. Avec environ 3 %, la charge d'intérêts moyenne supportée par les ménages de la zone euro reste bien moins lourde que dans d'autres grandes économies avancées.

Des divergences substantielles existent cependant au sein de la zone euro. Dans plusieurs pays, la dette des ménages est passée nettement au-dessus de la moyenne, qui avoisine 60 % du PIB. Fin 2006, les ratios d'endettement dépassaient 120 % aux Pays-Bas, et 80-90 % en Espagne et au Portugal. Dans certains, les conditions d'emprunt ont également été assouplies lors de l'expansion du marché du logement ; en Espagne, par exemple, le ratio prêt/valeur est généralement plus élevé qu'au Canada et au Royaume-Uni. Leur patrimoine étant aujourd'hui fortement axé sur l'immobilier résidentiel, les ménages sont plus sensibles à un resserrement du crédit, surtout s'il en résulte une chute des prix du logement.

Effets potentiels sur les sociétés non financières

Les répercussions
sur les entreprises
dépendront de
leurs besoins
de financement
extérieur...

L'impact du durcissement des critères de prêt pour les entreprises dépendra de l'ampleur de leurs besoins de financement externe par rapport aux ressources d'origine interne. Dans les grandes économies avancées, les sociétés non financières ont assaini leurs comptes depuis le début de la décennie et leur capacité à générer des fonds en interne reste importante. Aux États-Unis, ces dernières années, les bénéfices non distribués ont permis de faire face aux dépenses d'investissement brutes ; en fait, seuls les rachats d'actions expliquent leurs emprunts. Au Royaume-Uni également, l'investissement brut a été largement couvert par des fonds propres. Il reste à savoir si les entreprises sont en mesure d'atténuer l'incidence du resserrement du crédit sur l'économie. Tout dépendra de l'évolution de leurs bénéfices face au repli conjoncturel, de la possibilité de réduire la distribution de dividendes pour continuer à dégager d'amples excédents en interne ainsi que de la nature du financement externe disponible.

L'épisode actuel de resserrement du crédit se caractérise notamment par le fait que les emprunts à effet de levier, en forte expansion avant les turbulences, se sont davantage contractés que les autres (chapitre VII) ; comme ils ont essentiellement servi à financer des fusions-acquisitions, il est vraisemblable que ces opérations seront plus touchées que l'investissement en capital physique. Néanmoins, le précédent essor du marché des prêts à effet de levier ayant dynamisé les cours boursiers, les possibilités de

financement par actions, relativement moins attrayantes, vont sans doute se réduire du fait de la diminution des fusions-acquisitions.

Dans la zone euro, le recours aux crédits des intermédiaires représente une part relativement importante de l'investissement du secteur non financier, qui sera donc davantage touché qu'aux États-Unis en cas de rationnement du crédit. Les petites et moyennes entreprises, qui disposent d'un accès limité à d'autres sources de financement, en seront les plus affectées. Il est difficile de savoir dans quelle mesure les grosses entreprises pourront se reporter sur le marché des capitaux. Des perturbations sur l'obligataire d'entreprise pénaliseraient davantage les établissements américains que ceux de la zone euro.

...du recours à certaines sources de financement...

L'immobilier commercial sera sans doute plus affecté que les autres secteurs : l'effet de levier par nantissement est généralement plus élevé que pour les autres catégories d'emprunts commerciaux, et les conditions pour ce type de prêt avaient bénéficié antérieurement d'un assouplissement beaucoup plus marqué. Le durcissement des conditions de crédit annoncé par les banques américaines a été particulièrement prononcé dans ce secteur et la progression de l'endettement hypothécaire s'essouffle déjà.

...et de la nature des emprunts, avec une vulnérabilité particulière de l'immobilier commercial...

Aux États-Unis, de surcroît, la baisse des prix du foncier induite par celle des prix du logement s'est répercutée sur la valeur des biens non résidentiels (chapitre VII) et, par suite, des nantissements. Dans ce pays, mais dans d'autres probablement aussi, la demande d'immobilier commercial associée à la construction résidentielle (centres commerciaux, par exemple) va sans doute en subir les conséquences.

...en raison de sa sensibilité à la valeur des nantissements

En résumé, la conjonction actuelle de chocs importants (difficultés des grandes banques, resserrement du crédit, baisse des prix d'actifs et vigueur inattendue des cours des produits de base) a remis en cause la prévision clé d'une poursuite, plus modérée certes, de la croissance mondiale en 2008. Il est difficile de déterminer dans quelle mesure, aux États-Unis comme dans les autres économies avancées, les ménages en situation financière précaire en seront affectés. Une progression substantielle de l'épargne aux États-Unis pourrait entraîner une nouvelle réduction notable du déficit courant, mais au détriment d'un tassement de la demande dans le reste du monde. Dans le même temps, les risques d'inflation n'ont jamais été aussi grands depuis de nombreuses années. S'ils ne diminuent pas rapidement avec le recul de la croissance, il sera nécessaire de revoir l'orientation de la politique monétaire et budgétaire.

En résumé, des perspectives économiques mondiales actuellement très incertaines