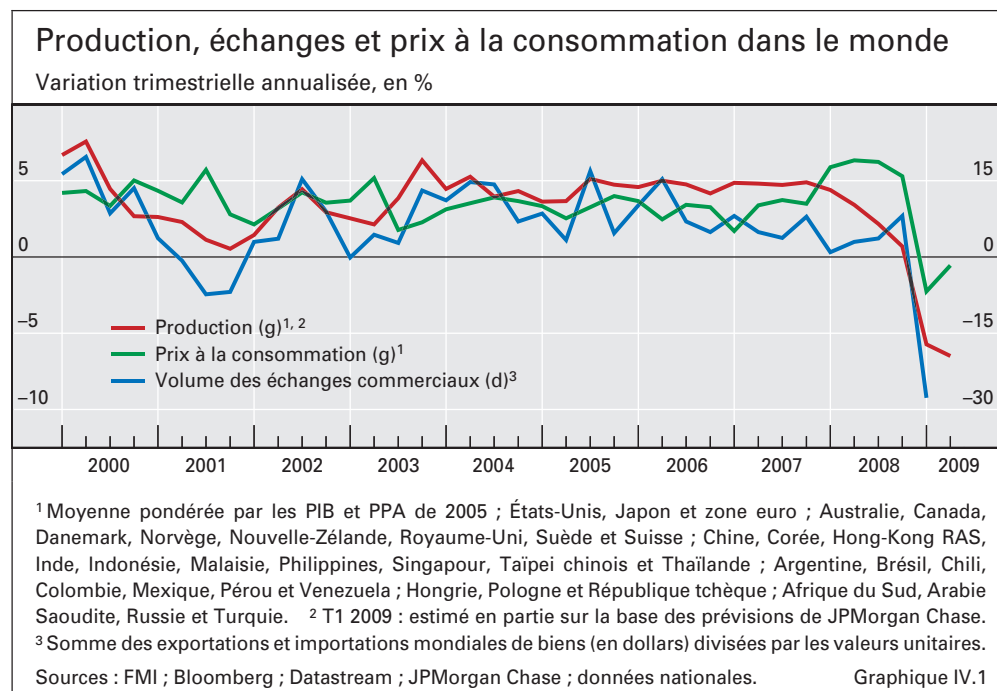


## IV. Répercussions sur les économies industrialisées

Dans plusieurs économies industrialisées, la contraction de l'activité économique a commencé à se faire sentir au premier semestre 2008. Au second, les tendances récessionnistes se sont nettement exacerbées et étendues. L'effondrement du commerce mondial qui en est résulté a été plus rapide qu'à aucun moment depuis plus de 50 ans et a frappé durement toutes les économies exportatrices (graphique IV.1). La conjonction de la fin d'une longue phase d'expansion généralisée, d'une chute des échanges commerciaux et d'un choc sévère sur le système financier a donné à cette contraction de l'activité un synchronisme inhabituel à l'échelle mondiale. Avec une production industrielle, des exportations et une confiance évoluant en étroite corrélation entre les différentes économies, la production et l'inflation ont fortement diminué partout dans le monde.

Les principales prévisions internationales envisagent, pour la plupart, un repli de 1 à 2 % de la production mondiale en 2009. Les États-Unis, la zone euro et le Japon sont plongés dans une profonde récession et la croissance des économies émergentes dans leur ensemble s'est brutalement ralentie. Le consensus des prévisionnistes au mois de mai fait état d'une reprise générale de la croissance, qui resterait cependant bien inférieure à sa moyenne jusqu'en 2010. Par conséquent, plusieurs grandes économies devraient enregistrer un taux d'inflation nul ou négatif en 2009. Aux États-Unis, le déficit des paiements



courants s'est réduit ces derniers mois avec, en contrepartie, une diminution marquée de l'excédent en Allemagne, au Japon et dans les pays du Moyen-Orient. Le solde positif de la Chine et des autres économies émergentes d'Asie demeure important.

Les perspectives à court terme sont des plus incertaines. Cela s'explique notamment par la difficulté d'évaluer l'interaction complexe entre l'économie réelle et le système financier, ainsi que l'effet des mesures exceptionnelles prises par les pouvoirs publics au cours des douze derniers mois environ. Les actions récentes des autorités devraient contribuer à soutenir la demande, à alléger les pressions à la baisse sur les prix des actifs et les flux de crédit, et à restaurer la confiance. L'intensité du récent déclin pourrait toutefois avoir des effets de second tour plus prononcés qu'escompté. En particulier, si la propension à épargner dans le monde industrialisé, conséquence possible du lourd endettement des ménages et de l'érosion sensible de leur patrimoine, devait continuer à s'accroître, les effets de contraction qui s'exercent sur l'économie mondiale pourraient s'en trouver prolongés.

## Avant la crise

Avant la crise actuelle, la situation macroéconomique mondiale s'était profondément modifiée. L'un des principaux aspects de cette transformation résidait dans l'accroissement sensible de l'épargne brute en pourcentage du PIB, qui était passée d'environ 21½ % en 2001 à près de 24½ % en 2007. Cette augmentation reflétait surtout le taux relativement élevé des économies émergentes, où l'épargne globale avait plus que triplé de 2001 à 2007, portant la propension marginale à épargner à 43 %. Les taux moyens de l'épargne brute affichaient une progression dans la plupart des pays émergents, particulièrement marquée en Chine et au Moyen-Orient (tableau IV.1). En outre, dans plusieurs économies émergentes d'Asie, le taux d'investissement s'inscrivait en régression par rapport au milieu des années 1990, dégageant ainsi une épargne excédentaire encore plus importante.

En revanche, le taux d'épargne moyen diminuait dans les économies industrialisées, notamment en raison d'un brusque recul de l'épargne, en particulier aux États-Unis. Dans certains pays (Espagne, États-Unis, Irlande et Royaume-Uni), la composition de la dépense d'investissement s'était sensiblement modifiée, en faveur de la construction résidentielle, au cours de la première moitié de la décennie.

Cette évolution dans l'affectation du revenu avait notamment eu pour effet de concentrer la hausse de la consommation dans quelques pays seulement ; ainsi, de 2000 à 2006, les États-Unis représentaient environ un tiers de l'accroissement de la consommation mondiale. Autre conséquence majeure : l'augmentation du déficit américain des paiements courants, passé d'un peu plus de 3 % du PIB à la fin des années 1990 à un record de 6 % en 2006. En 2007, les excédents courants s'étaient accrus en termes de PIB dans les gros exportateurs de produits manufacturés, tels la Chine (plus de 10 % du PIB), l'Allemagne (près de 8 %) et le Japon (environ 5 %). Au Moyen-Orient, les excédents courants étaient gonflés par le renchérissement du prix du pétrole.

L'excédent d'épargne mondiale avant la crise...

...a été un des facteurs des déséquilibres majeurs dans la structure internationale de la demande...

## Épargne et investissement dans le monde

En % du PIB

	Épargne brute				Investissement brut			
	1995	2001	2007	2008	1995	2001	2007	2008
Économies avancées	21,4	20,0	19,9	18,8	21,6	20,6	21,0	20,4
États-Unis	16,0	16,4	14,2	11,9	18,6	19,1	18,8	17,5
Japon	30,5	26,9	28,9	26,7	28,4	24,8	24,1	23,5
Allemagne	21,1	19,5	25,8	25,7	22,2	19,5	18,3	19,3
Royaume-Uni	15,9	15,4	15,3	15,1	17,2	17,4	18,2	16,8
Autres <sup>1</sup>	21,4	22,5	22,5	21,9	20,1	21,2	23,5	23,2
Économies émergentes	26,8	26,6	35,4	36,6	27,6	25,1	30,2	31,8
Chine	42,1	37,6	57,6	59,0	41,9	36,3	46,6	49,0
Asie (hors Chine) <sup>2</sup>	31,7	27,6	32,8	32,1	32,5	24,2	28,9	30,1
Amérique latine <sup>3</sup>	17,0	18,0	22,8	22,3	19,2	20,6	22,2	22,8
Moyen-Orient <sup>4</sup>	24,0	33,3	49,6	50,8	20,9	24,8	26,5	26,7
Autres <sup>5</sup>	22,7	23,0	23,1	24,3	23,1	20,2	23,5	24,3
Total	22,5	21,4	24,3	24,2	22,8	21,5	23,6	23,9

Sous-totaux par groupe d'économies et total : calculés comme la somme de l'épargne brute ou de l'investissement brut dans les économies citées, divisée par la somme des PIB de ces économies ; en termes de dollars.

<sup>1</sup> Australie, Canada, Danemark, Norvège, Nouvelle-Zélande, Suède, Suisse et zone euro (hors Allemagne). <sup>2</sup> Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Taïpei chinois et Thaïlande. <sup>3</sup> Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. <sup>4</sup> Arabie Saoudite, Iran, Koweït, Libye, Oman, Qatar et Yémen. <sup>5</sup> Afrique du Sud, Hongrie, Pologne, République tchèque, Russie et Turquie.

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*.

Tableau IV.1

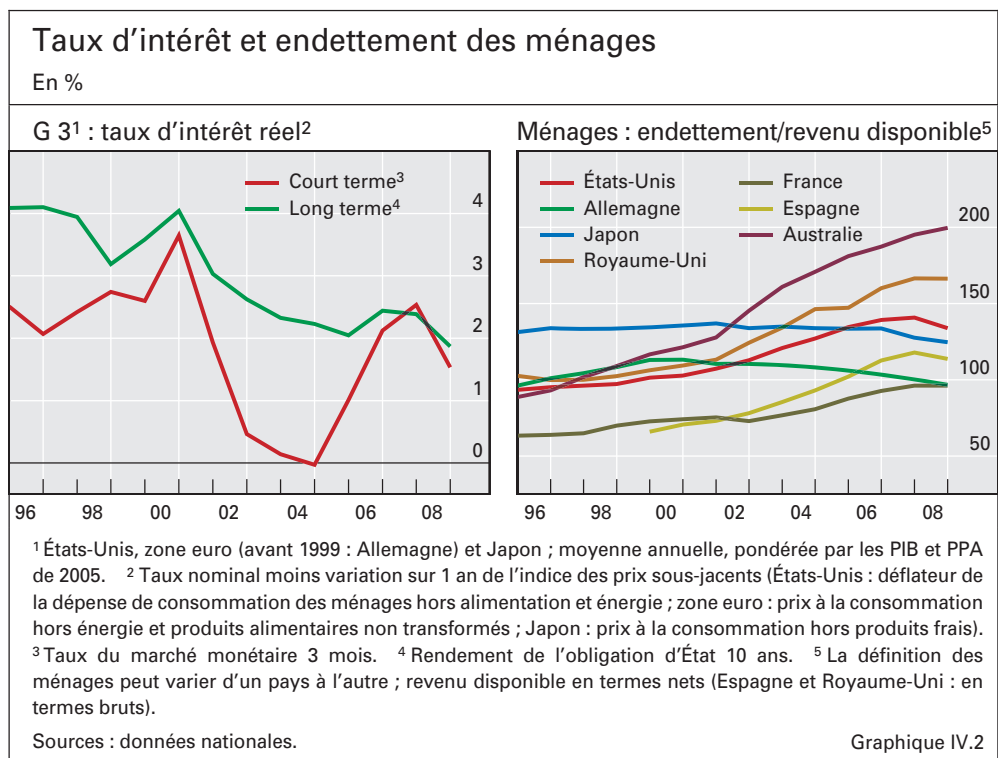
...en pesant sur les taux d'intérêt à long terme

Dans de nombreuses économies avancées, l'essor de la dépense des ménages avant la crise était soutenu par plusieurs facteurs interdépendants. L'un d'eux, le recul significatif des taux longs en termes réels, avait été rendu possible non seulement par la forte augmentation de l'épargne mondiale mais aussi par une baisse de la prime d'échéance stimulée par la demande accrue pour les titres à long terme de la part des investisseurs institutionnels, banques centrales d'économies émergentes notamment (graphique IV.2)<sup>1</sup>. L'incidence expansionniste des taux longs très bas était amplifiée par des politiques monétaires accommodantes dans les grandes économies avancées, où les taux courts étaient restés faibles ou négatifs en termes réels de 2002 à 2005.

L'endettement des ménages avait fortement augmenté...

Pendant la phase ascendante du cycle, l'assouplissement des conditions de crédit avait été le plus prononcé aux États-Unis, où les taux hypothécaires à 30 ans étaient revenus, en termes réels, de quelque 5 % au début des années 2000 à 1–3 % en 2005 et où les critères d'octroi étaient devenus

<sup>1</sup> Il existe plusieurs théories sur le lien entre épargne mondiale et taux d'intérêt à long terme. Selon l'hypothèse de l'excédent d'épargne (*saving glut*) dans le monde, le taux réel à long terme doit baisser pour instaurer un équilibre mondial à un niveau d'investissement supérieur ; B. Bernanke, « The global saving glut and the US current account deficit », Homer Jones Lecture, St Louis, 14 avril 2005, [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov). Une autre hypothèse avance que les crises financières et un niveau d'épargne élevé dans les économies émergentes, en présence d'un développement financier limité, ont engendré une pénurie mondiale d'actifs à faible risque, aboutissant à une baisse des taux obligataires à long terme ; R. Caballero, E. Farhi et P. Gourinchas, « An equilibrium model of global imbalances and low interest rates », *American Economic Review*, vol. 98, n° 1, mars 2008, pp. 358–393.



nettement moins contraignants (chapitre III). L'accroissement du crédit aux ménages avait presque doublé en termes réels, passant d'une moyenne de 4 % dans les années 1990 à 7,5 % environ pendant la période 2000–2006, ce qui avait fortement alourdi leur endettement par rapport à leur revenu. La dette des ménages affichait aussi une hausse notable au Royaume-Uni, où les taux d'intérêt hypothécaires, liés aux taux courts, avaient également chuté. La hausse du ratio d'endettement des ménages rendait ainsi de nombreux foyers extrêmement vulnérables à des chocs négatifs sur le revenu et sur les prix des actifs.

Un deuxième facteur de stimulation de la dépense, découlant en partie du premier, a été la flambée des prix du logement dans plusieurs pays. Non seulement elle a entraîné une hausse des achats spéculatifs de biens immobiliers mais elle a aussi accru les possibilités d'emprunts assortis de garanties hypothécaires. À partir du début des années 2000 jusqu'au sommet du cycle des prix immobiliers, les prix des logements en termes réels ont augmenté de plus de 90 % au Royaume-Uni et en Espagne et de plus de 60 % aux États-Unis (sur la base de l'indice Case-Shiller). Dans plusieurs pays, la part de l'investissement résidentiel dans le PIB était nettement supérieure à sa moyenne historique. Aux États-Unis, elle a atteint le niveau record de 6,2 % en 2005 et le taux d'inoccupation des logements s'est envolé de 50 % entre 2001 et 2006 pour s'établir à plus de 2,5 %. La construction résidentielle a connu une expansion nettement supérieure à sa tendance de long terme en Espagne et en Irlande (respectivement 9 % et 12 % du PIB en 2007) ainsi qu'en Australie et au Canada.

Troisième facteur : le gonflement de la dépense de consommation dans plusieurs pays industrialisés a pu inciter les producteurs de biens et services à un optimisme excessif, favorisant un surinvestissement et une mauvaise

...de même que les prix du logement...

...l'investissement résidentiel...

...ainsi que l'investissement dans les secteurs des biens de consommation durables

allocation des ressources pendant la période précédant la crise. En particulier, la forte hausse de la dépense des ménages dans les secteurs des biens de consommation durables, notamment l'automobile, a entraîné un renforcement des capacités de production. Aux États-Unis, par exemple, la dépense en biens de consommation durables, qui progressait depuis le milieu des années 1990, s'était accélérée au début des années 2000, passant de quelque 7 % du PIB vers 1995 à un record avoisinant 11 % en 2007<sup>2</sup>. Dans le secteur automobile aux États-Unis, les capacités de production s'étaient accrues d'environ 55 % de 1996 à 2006, contre moins de 25 % au cours des dix années précédentes.

## Le retournement

L'euphorie laisse place à une contraction brutale et synchrone de l'économie mondiale...

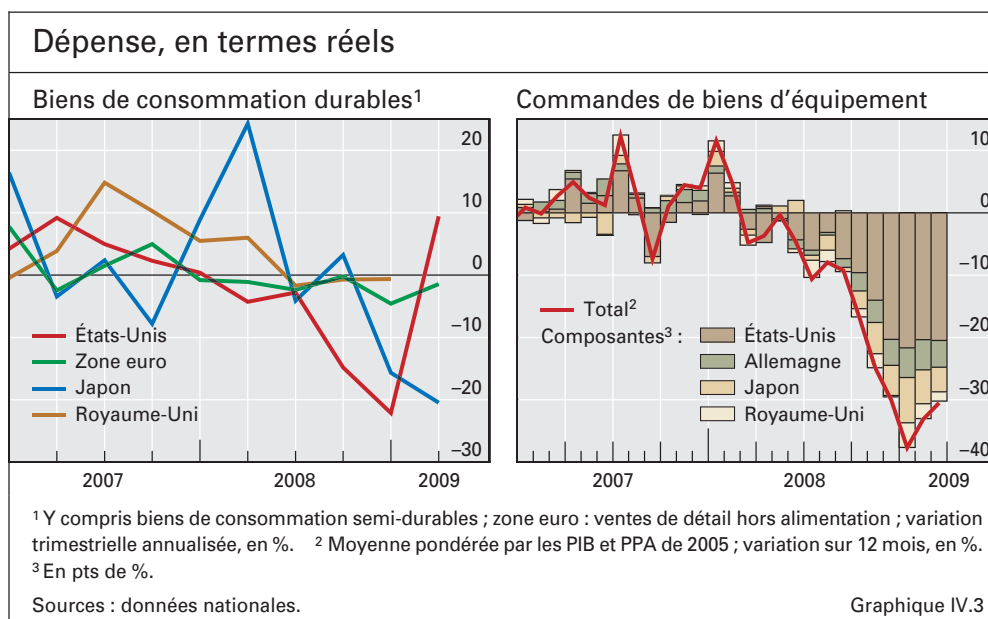
Depuis le second semestre 2008, la dépense des ménages (y compris au titre du logement) dans les économies avancées a diminué, en liaison avec de fortes baisses des prix des actifs et de la confiance ainsi qu'un durcissement des conditions de crédit. La section qui suit décrit les caractéristiques et les causes du repli de l'activité dans ces économies. Le chapitre V étudie pour sa part la manière dont les économies émergentes en ont été affectées.

Même si la croissance s'est nettement affaiblie aux États-Unis depuis mi-2007 et dans les autres grandes économies industrialisées depuis début 2008, la contraction de l'activité ne s'est véritablement mondialisée que vers la fin 2008 (voir tableau I.1 pour une vue d'ensemble des différentes phases de la crise). Au quatrième trimestre 2008, la production (en taux annuels corrigés des variations saisonnières) a reculé de 14 % au Japon et de plus de 6 % aux États-Unis et dans la zone euro ; cette baisse s'est encore accentuée au premier trimestre 2009 au Japon et dans la zone euro (15 % et environ 10 % respectivement). Des signes indiquent cependant que le mouvement s'est atténué depuis mars 2009. La baisse mensuelle de la production industrielle s'est ralentie aux États-Unis en avril pendant que le Japon connaissait un rebond en mars et avril. En outre, la plupart des enquêtes dans le secteur manufacturier (par exemple, l'indicateur des directeurs d'achat) rendaient compte d'une poursuite du redressement jusqu'en mai dans les économies du G3, ce qui laisse supposer que les perspectives de redressement se sont consolidées.

...induite par une baisse rapide de la consommation de biens durables...

La contraction de l'activité a revêtu une ampleur inhabituelle, affectant la plupart des composantes de la dépense. La consommation privée a diminué dans toutes les grandes économies au dernier trimestre 2008, mais nulle part aussi rapidement qu'aux États-Unis, où elle s'est effondrée de 4,3 % en rythme annuel, représentant près de la moitié du recul de la production. Ce sont les biens de consommation durables qui ont été les plus durement touchés, avec une forte chute au second semestre 2008 (graphique IV.3). Au quatrième trimestre, leur part dans le PIB américain avait déjà diminué d'environ 1 point de pourcentage par rapport à son point haut de 2007. À ce recul inhabituel a

<sup>2</sup> La dépense en biens de consommation durables incorpore aussi un élément d'investissement. L'inclusion de cet élément dans les actifs corporels s'est traduite par une augmentation de 2,5 points de pourcentage du taux d'épargne des ménages aux États-Unis pour la période 2000-2006 ; cette augmentation était tombée à 0,5 point de pourcentage au dernier trimestre 2008.



succédé, au premier trimestre 2009, un rebond qui reste cependant fragile, compte tenu des pertes de richesse importantes et des perturbations touchant les marchés de la dette (prochaine section). Dans la zone euro et au Japon, en revanche, la consommation a faiblement contribué à la chute de la production, qui découle de l'effondrement des exportations nettes au Japon, pour près de 75 % (au quatrième trimestre 2008) et 50 % (au premier trimestre 2009), et dans la zone euro, pour environ 60 % (au dernier trimestre 2008).

La détérioration ayant été plus rapide pour la consommation que pour le revenu, les taux d'épargne des ménages ont augmenté dans plusieurs économies avancées, surtout dans celles où ils étaient bas. La progression a été très nette aux États-Unis, avec un gain de près de 4 points de pourcentage (à 4,2 %) par rapport au revenu disponible entre le dernier trimestre 2007 et les trois premiers mois de 2009. En Australie et au Royaume-Uni, l'épargne des ménages s'est aussi fortement accrue, passant de taux quasi nuls, voire négatifs dans le second pays, au premier trimestre 2008, à respectivement 8,5 % et 4,8 % au quatrième trimestre. Dans la zone euro, la propension à épargner s'est également vivement accentuée, avec une hausse de 1 point de pourcentage du taux d'épargne au dernier trimestre 2008 (à 15,1 %).

Le tassement de l'investissement résidentiel a été le plus rapide aux États-Unis, où la construction de logements privés a régressé à un plus bas de 2,7 % du PIB au premier trimestre 2009. En Espagne et au Royaume-Uni, la crise a aggravé la situation dans ce secteur déjà affaibli. En Allemagne, l'investissement résidentiel a commencé à être touché vers la fin de 2008, alors qu'au Japon les mises en chantier semblent indiquer une forte contraction depuis le début de 2009. Fin 2008, le ratio de l'investissement résidentiel par rapport au PIB dépassait encore sa moyenne depuis 1980 dans plusieurs économies avancées (Canada, Irlande et Pays-Bas notamment), ce qui donne à penser que le mouvement de correction n'y est pas terminé.

La conjonction d'une raréfaction de l'offre de crédit aux promoteurs de biens immobiliers à usage commercial et de la faiblesse de la demande

...un tassement marqué de l'investissement résidentiel...

...et une forte réduction de l'investissement des entreprises

dans ce domaine a fragilisé encore davantage ce secteur de la construction. En outre, du fait de la détérioration des perspectives de la demande des consommateurs et du recul des commandes de l'étranger, les projets d'investissement des entreprises ont été soit reportés, soit sérieusement amputés. Aux États-Unis, par exemple, l'investissement non résidentiel en capital fixe a enregistré une baisse record de 38 % (en termes annualisés) au premier trimestre 2009, qui faisait suite à un repli de 23 % au trimestre précédent. Une contraction marquée a été observée également au Japon ainsi que dans la zone euro. La forte diminution des commandes de biens d'équipement jusqu'en mars 2009 suggère que le tassement de l'investissement demeure sévère (graphique IV.3).

La récession a été accentuée par la tendance à la réduction des stocks jugés excédentaires, la chute des ventes effectives étant plus rapide que prévu. De plus, certains signes indiquent que l'investissement peut avoir été affecté par la pénurie de crédits commerciaux. Ainsi, des enquêtes menées au Royaume-Uni font apparaître que les prêts interentreprises ont souffert de la multiplication des retards de paiement, d'une augmentation des probabilités de défaillance tandis que, parallèlement, les entreprises renforçaient leurs liquidités pour réduire leur exposition à des marchés volatiles. La réticence plus nette des banques et des institutions financières non bancaires à consentir des crédits commerciaux a pu contribuer également au tassement de l'investissement.

## Récession, situations financières et crédit

### *Situation financière des ménages*

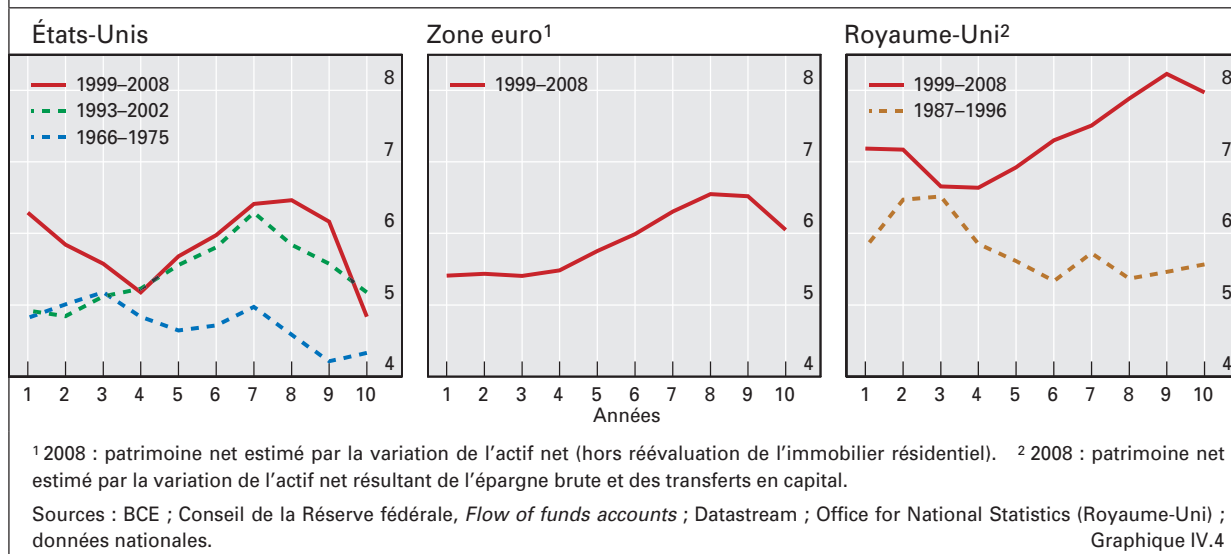
La situation financière précaire des ménages...

Parmi les principales causes de la récession figure l'importante détérioration de la situation des ménages induite par la crise financière. Les cours des actions ont plongé rapidement et la baisse des prix des logements en termes nominaux, d'abord confinée aux États-Unis, s'est étendue aux autres économies avancées. Du deuxième trimestre 2007 au quatrième de 2008, la valeur nette du patrimoine des ménages américains a fondu d'environ 20 % (quelque 13 000 milliards de dollars) ; en pourcentage du revenu disponible, ce repli est supérieur à la richesse accumulée pendant les cinq années précédentes (graphique IV.4). Dans la zone euro, les pertes ont aussi commencé à toucher davantage d'actifs et de pays ; elles ont dépassé de loin celles subies lors de l'effondrement des marchés d'actions en 2001, dont les effets négatifs avaient été compensés par la hausse de la valeur des logements.

...exerce des effets négatifs sur la consommation...

Cette réduction du patrimoine – en particulier, les actifs immobiliers – inhibera sans doute encore quelque temps la consommation, quoique des incidences favorables ne sont pas à exclure. Ainsi, le recul du prix des logements implique une diminution de la valeur locative, compensant en partie l'effet de richesse négatif. De plus, il ouvre des possibilités aux acheteurs potentiels, en réduisant le montant des apports personnels et donc la contrainte d'épargne. Par ailleurs, une partie de la contraction du

## Ménages : patrimoine net/revenu disponible



patrimoine, liée notamment à la dépréciation des actifs financiers, peut être perçue comme temporaire.

Malgré des différences dans les estimations de l'effet de richesse sur la consommation, l'incidence du patrimoine immobilier apparaît généralement significative : elle se situe, par exemple, entre 3 et 7 cents par dollar pour l'Australie, le Canada, les États-Unis et le Royaume-Uni selon certaines études. Elle reste cependant faible pour la zone euro<sup>3</sup>. La contraction du patrimoine immobilier risque de réduire fortement la dépense des ménages qui nantissaient leur patrimoine pour financer leur consommation. Le fait que, durant la période d'expansion, les conditions de crédit faciles dans plusieurs pays ont permis d'obtenir beaucoup plus aisément des emprunts adossés à des garanties peut avoir des conséquences néfastes en phase de resserrement du crédit. Il est possible que les baisses des prix des actifs, en laissant de nombreux ménages avec un important patrimoine négatif, soient à l'origine d'effets de richesse asymétriques sur la consommation.

En outre, la vulnérabilité financière des ménages étant accentuée par cette perte importante de patrimoine, ceux-ci peuvent être incités à se détourner des actifs moins liquides (essentiellement le logement mais aussi les biens durables) pour ceux qui le sont davantage. Les foyers lourdement endettés, en particulier, confrontés à de gros engagements contractuels, pourraient renforcer leur épargne financière et réduire la dépense consacrée au logement, aux véhicules automobiles et à d'autres biens de consommation durables à valeur élevée<sup>4</sup>.

...notamment en réduisant la valeur des nantissements

En outre, les ménages risquent de moins investir dans des actifs durables...

<sup>3</sup> Voir la récente analyse sur les estimations de l'effet de richesse sur la consommation, « Patrimoine immobilier et consommation privée dans la zone euro », *Bulletin mensuel* de la BCE, janvier 2009.

<sup>4</sup> Ce facteur semble avoir joué un rôle important dans l'augmentation de l'épargne des ménages américains après la chute des marchés d'actions dans les années 1970 ; voir F. Mishkin, « What depressed the consumer? The household balance sheet and the 1973-75 recession », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 8, n° 1, 1977, pp. 123-174.



...et d'augmenter leur épargne-retraite

De plus, la chute de la valeur des actifs des fonds de pension peut contraindre les personnes proches de la retraite à accroître leur épargne ou à différer leur départ si elles dépendent de régimes à cotisations définies dans lesquels les prestations sont liées à la valeur de marché des actifs. Dans le cas de dispositifs à prestations définies, les moins-values pourraient compromettre la situation financière des entreprises qui les cautionnent et réduire leur capacité d'assurer les prestations garanties ou de préserver l'emploi.

Des effets sans doute variables selon les économies

Cela étant, les effets résultant de la contraction du patrimoine sont sans doute variables selon les pays, en fonction des régimes en vigueur. En Australie, au Canada, aux États-Unis et au Royaume-Uni, l'impact sur la dépense des ménages devrait être plus marqué qu'ailleurs, étant donné le niveau élevé de financement par extraction hypothécaire durant la phase d'expansion. Selon certaines estimations, aux États-Unis, ce type d'emprunts aurait financé chaque année, de 2001 à 2005, environ 1<sup>3</sup>/<sub>4</sub> % de la consommation ; si l'on tient compte des prêts utilisés pour rembourser des dettes non hypothécaires, cette contribution atteint 3 %<sup>5</sup>. Au Royaume-Uni, l'extraction hypothécaire s'est inversée, chutant de plus de 7 % du revenu après impôts en 2003 à -1 % en 2008. En revanche, pour l'ensemble de la zone euro, ces prêts ont joué un rôle relativement mineur dans la dépense des ménages, en raison de la moindre proportion des propriétaires de logement ainsi que, dans certains pays, d'un marché hypothécaire moins développé.

Une nouvelle augmentation marquée de l'épargne des ménages constitue un risque majeur

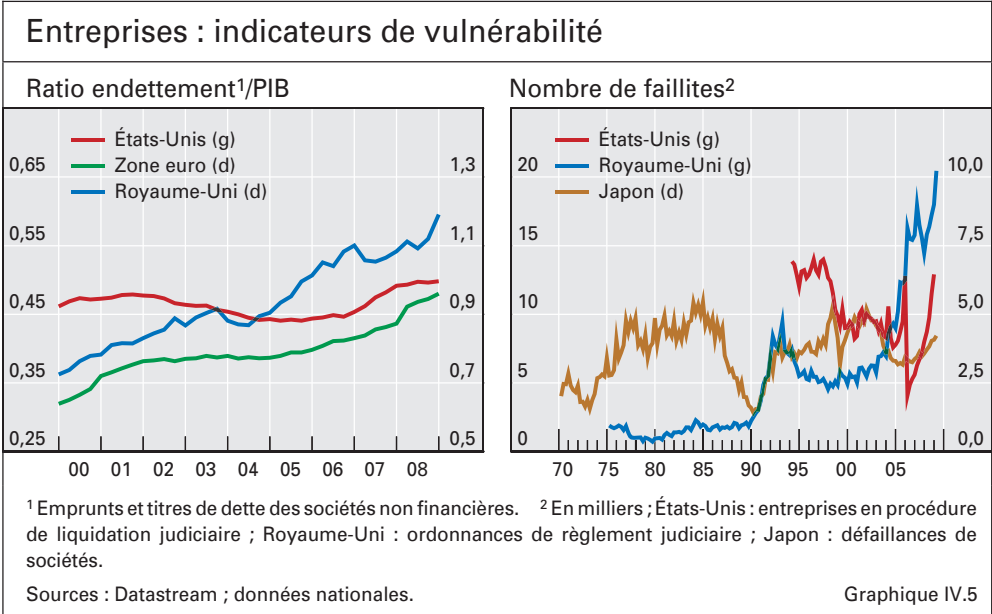
Néanmoins, le fait que l'endettement des ménages se soit autant accru dans autant de pays suggère que des pertes importantes en termes de richesse et de revenu risquent fort de faire encore monter, un peu partout, le taux d'épargne. Reste à savoir si cette hausse pourrait se prolonger. Lors de la récession des années 1970 aux États-Unis, le taux d'épargne des ménages était passé d'un creux de 8,0 %, mi-1972, à un point haut de 12,5 %, mi-1975. Un tel mouvement avait également été observé pendant celle du début des années 1980. Par contre, les épisodes des années 1990 et du début des années 2000 n'avaient guère affecté le taux d'épargne. Dans le cas présent, cependant, le taux d'épargne des ménages s'est avéré inférieur au plus bas enregistré lors des récessions précédentes et l'endettement bien plus élevé que le plus haut d'alors. L'augmentation de l'épargne pourrait par conséquent être plus forte et durer plus longtemps. Le mouvement de hausse pourrait aussi se poursuivre en Australie et au Royaume-Uni ainsi que dans plusieurs économies de la zone euro (notamment l'Espagne, l'Irlande et les Pays-Bas), où les taux d'épargne demeurent inférieurs à leurs moyennes historiques.

### *Bilans des entreprises*

Détérioration des bilans des entreprises...

Contrairement à ce qui s'est passé pour le secteur des ménages, l'endettement des entreprises non financières était resté relativement stable ou avait même diminué de 2000 à 2004. Entre 2005 et 2008, cependant, il a fortement

<sup>5</sup> Voir A. Greenspan et J. Kennedy, « Sources and uses of equity extracted from homes », *Finance and Economics Discussion Series*, 2007-20, Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale, mars 2007.



augmenté en pourcentage du PIB (graphique IV.5). La crise a accentué la faiblesse des bilans en réduisant fortement la rentabilité ainsi que la valeur de l'investissement des entreprises. De plus, l'élévation des primes de risque a empêché de nombreuses sociétés d'accéder aux marchés des capitaux, causant ainsi de sérieux problèmes de financement.

En 2008, les entreprises non financières hors exploitations agricoles ont enregistré aux États-Unis un recul global de 7 % de leurs actifs nets, dû essentiellement à une chute de la valeur de leurs biens immobiliers (-12,8 %) ainsi que, dans une moindre mesure, de leurs actifs financiers (-5,3 %). En revanche, pour les entreprises non financières de la zone euro et du Japon, ces derniers (hors actions) ont subi une détérioration beaucoup plus marquée en 2008, avoisinant 50 %. Les difficultés se sont donc considérablement amplifiées, avec un nombre de faillites approchant ou dépassant les niveaux records dans plusieurs pays industrialisés (graphique IV.5).

La détérioration de la situation financière et de la rentabilité des entreprises paraît devoir entraîner une réduction de l'investissement, qui aurait des répercussions sur l'économie et les bilans. L'importance d'un tel effet amplificateur défavorable dépend de la structure et de la solidité initiale des bilans des entreprises. Dans la zone euro et au Royaume-Uni, l'encours de leurs engagements financiers bruts (instruments de dette, crédits commerciaux et autres) s'établissait à environ 130 % du PIB fin 2008. Ce niveau, nettement supérieur à la moyenne des années 1990, les rend plus vulnérables à des chocs financiers. Aux États-Unis, bien que les engagements financiers des entreprises aient aussi augmenté – pour atteindre 90 % du PIB fin 2008 –, il ne semble pas qu'ils soient excessifs par rapport à la moyenne des années 1990.

*Retournement du cycle du crédit*

La crise a provoqué un renversement brutal du cycle du crédit. Des réductions sensibles des taux directeurs ont contribué l'an dernier à faire baisser les taux

...dans toutes les grandes économies industrialisées...

...ce qui pourrait entraîner de nouvelles compressions de l'investissement

Le durcissement des conditions de prêt réduit l'accès au crédit...

d'intérêt des emprunts des ménages et des entreprises. Mais leur effet sur les flux de crédit a été neutralisé par un durcissement considérable des autres critères d'octroi (chapitre III).

...en particulier pour les ménages, mais aussi de plus en plus pour les entreprises...

La croissance globale du crédit au secteur privé s'est ralentie au cours des douze derniers mois dans de nombreuses économies avancées, de manière particulièrement sensible pour le logement. Aux États-Unis, les crédits immobiliers (hors prêts personnels garantis par un bien immobilier) se sont contractés en termes nominaux à un rythme annuel de 1-2 % à partir du deuxième trimestre 2008 et jusqu'au premier trimestre 2009 ; dans la zone euro, ils ont cessé de croître en mars 2009. Le crédit à la consommation a fortement diminué dans bon nombre d'économies avancées, à l'exception des États-Unis où il a connu une expansion annualisée de 9 % sur les trois premiers mois de 2009. Les concours aux entreprises ont poursuivi leur progression dans de nombreux pays, mais sans doute plus par un recours accru aux lignes de crédit existantes que par de nouveaux emprunts.

...incitant à réduire encore la dépense

Si le resserrement du crédit a exercé un effet dissuasif sur les primo-accédants et les autres consommateurs aux possibilités d'emprunt limitées, la baisse du revenu a encore accru le nombre de ménages dont l'accès au crédit s'est réduit. La disparition de financements alternatifs non bancaires n'a fait qu'aggraver les choses. L'investissement des entreprises en a également souffert ; de récentes enquêtes font état, en effet, de diminutions significatives des nouvelles lignes de crédit, notamment aux États-Unis. De plus, avec l'affaiblissement de l'économie et la détérioration rapide des bilans, la crise du crédit se trouve amplifiée par un tassement notable de la demande de fonds, car les entreprises réduisent leurs programmes d'investissement et les ménages réévaluent leurs perspectives en termes de revenu et de patrimoine.

L'ampleur du retournement n'est guère prévisible

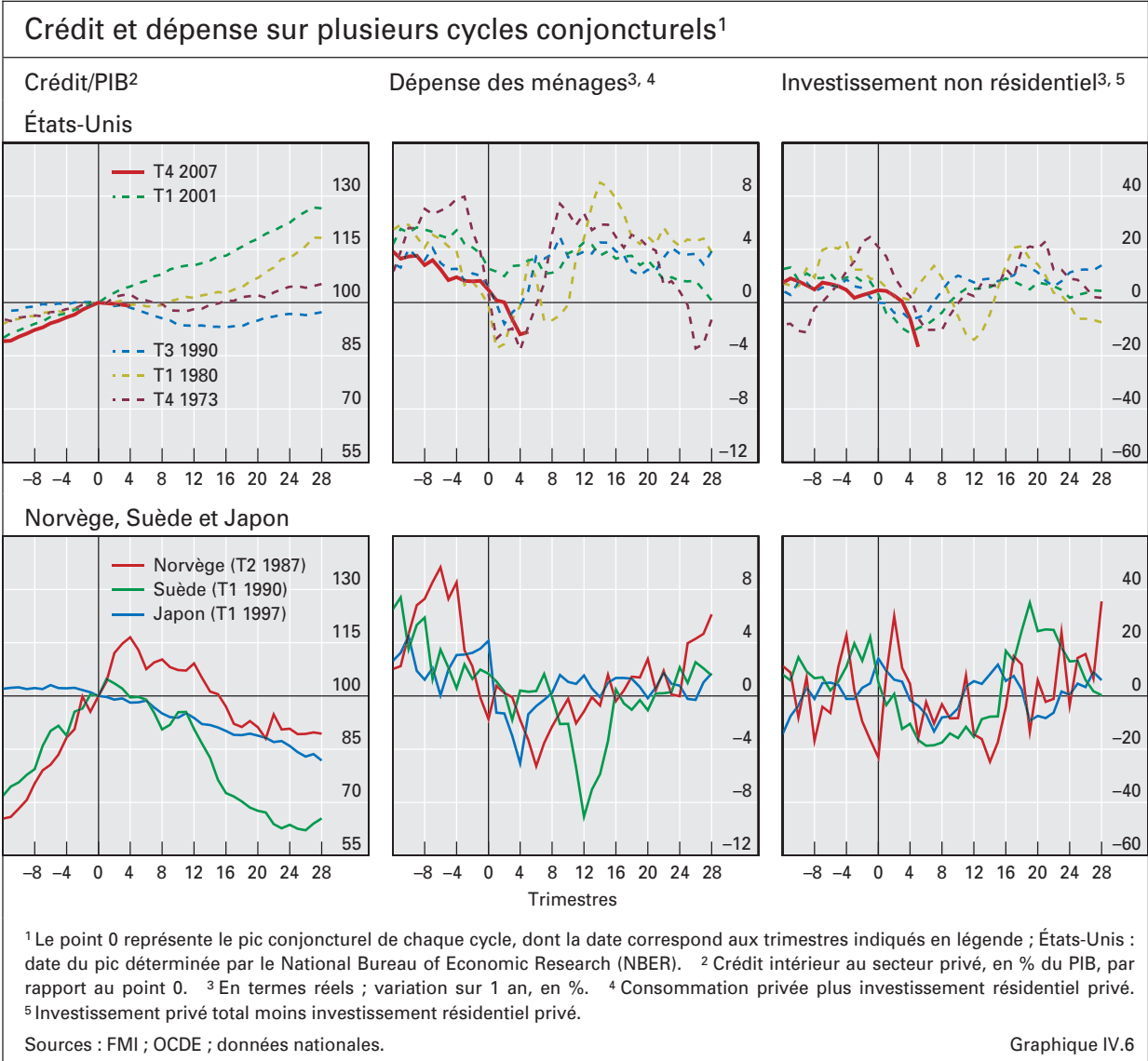
L'ampleur et la durée du retournement du cycle du crédit seront donc fortement dépendantes de l'interaction entre le processus de désendettement des banques (chapitre III) et les ajustements financiers effectués par les entreprises et les ménages. Cette interaction est difficile à mesurer mais les crises antérieures peuvent apporter quelques enseignements.

Les expériences antérieures aux États-Unis suggèrent une incidence prolongée sur le crédit et la dépense...

Il peut être utile de comparer le cycle du crédit actuel aux États-Unis avec les précédents, même si leurs déterminants immédiats ne sont pas les mêmes. La contraction du crédit au début des années 1990, en particulier, constitue un repère intéressant (graphique IV.6). Bien que les pertes causées par la baisse de valeur des biens à usage commercial aient été modérées, les prêts au secteur privé, en termes réels, avaient reculé pendant quatorze trimestres consécutifs, à partir du troisième trimestre 1990. Le ratio crédit/PIB s'était aussi contracté au cours de cette même période. Un lien étroit a pu être observé entre les cycles du crédit et de la dépense des ménages, même si en définitive la contraction du crédit a duré plus longtemps que celle de la dépense des ménages. En outre, l'investissement non résidentiel avait nettement régressé lors du repli des années 1990.

...comme lors des crises bancaires des pays nordiques...

Les crises bancaires des pays nordiques durant les années 1990, au cours desquelles les phases extrêmes d'expansion et de contraction des prix de l'immobilier avaient aussi joué un rôle majeur, constituent une autre référence



utile. Ces crises avaient provoqué dans la région une baisse du ratio crédit/PIB qui a duré de cinq à sept ans, puis un tassement prolongé de la dépense. En Norvège et en Suède, la dépense des ménages et l'investissement des entreprises avaient commencé à fléchir bien avant le pic du cycle de production et s'étaient contractés pendant plusieurs années après les crises. Cependant, comme le montre le chapitre VI, les différentes approches mises en œuvre pour résoudre les crises ont également leur importance. Au moment où les autorités des pays nordiques étaient intervenues, le crédit et l'activité économique s'étaient déjà nettement détériorés. Cette fois, par contre, les interventions publiques se sont faites à un stade précoce du cycle, afin d'atténuer la phase de contraction.

Les problèmes actuels du secteur des ménages peuvent être rapprochés de l'expérience du Japon dans les années 1990, qui illustre l'interaction négative entre une crise bancaire et un endettement excessif des entreprises. L'effondrement des prix des actifs au Japon à la fin des années 1980 avait alourdi les pertes des banques et sérieusement affecté les bilans des entreprises non financières, dont les niveaux d'endettement dépassaient

...et du Japon

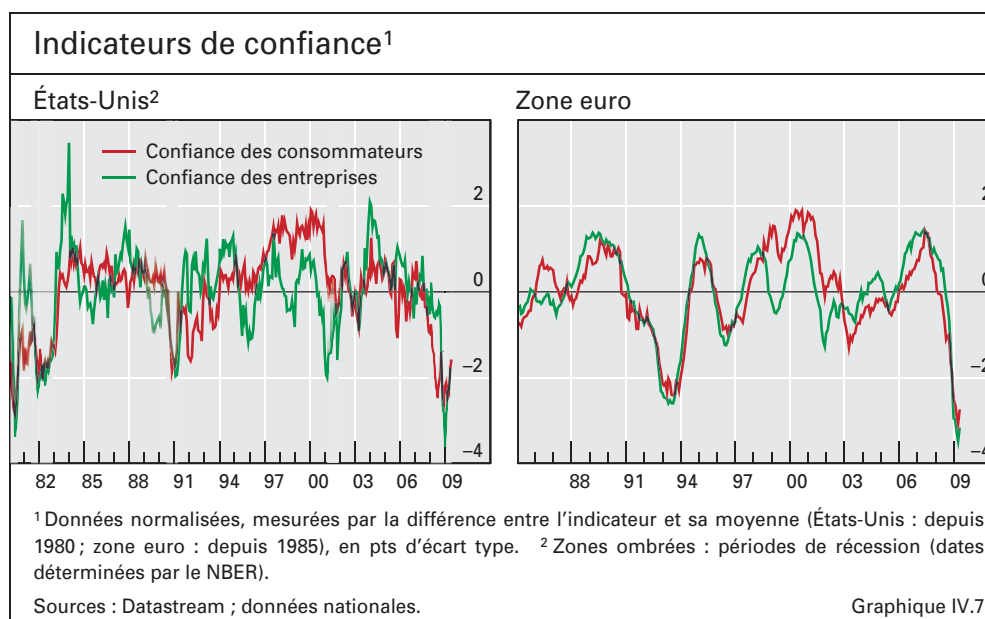
150 % du PIB en 1990. Cette situation avait débouché sur une période prolongée de réduction de l'endettement, de compression de la dépense en biens d'équipement et de faiblesse de la demande de crédit. Avec la chute du ratio endettement/PIB du secteur des entreprises les années suivantes, le ratio crédit/PIB avait, lui aussi, diminué.

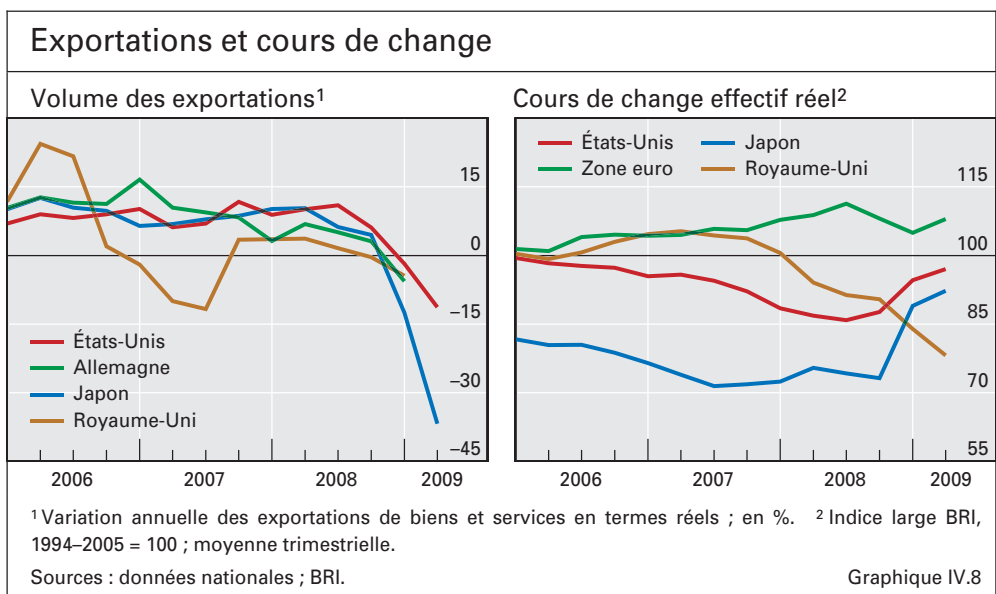
#### Facteurs d'aggravation et de propagation de la récession

Le recul marqué de l'emploi a aggravé la situation...

Les ajustements en termes de bilans et de crédits exercent des effets durables sur l'économie, mais leur incidence à court terme dans la crise actuelle a été amplifiée par plusieurs facteurs conjoncturels. L'un d'eux est le recul marqué de l'emploi, provoqué par la menace croissante de faillites d'entreprises, ce qui a fortement accru les incertitudes financières des ménages. Ainsi, aux États-Unis, le total des heures ouvrées s'est contracté à un rythme annualisé de 9 % au premier trimestre 2009, après des diminutions du même ordre au trimestre précédent, faisant passer le taux de chômage à 9,4 % en mai 2009. Si le cycle actuel de l'emploi aux États-Unis apparaît déjà relativement ample par comparaison avec le passé, les prévisions consensuelles de mai indiquent que le taux de chômage va encore augmenter, pour s'approcher de 10 % d'ici 2010. Dans la zone euro, la croissance soutenue de l'offre de main-d'œuvre, conjuguée à la faiblesse de la demande, explique la hausse continue du taux de chômage, qui atteignait 9,2 % en avril 2009.

Les incertitudes en matière d'emploi auxquelles sont confrontés les ménages de la zone euro pourraient durer davantage qu'aux États-Unis, où le cycle de l'emploi est généralement plus court. Lors des récessions des années 1980 et 1990, par exemple, l'emploi s'est contracté respectivement pendant douze et huit trimestres dans la zone euro, contre quatre environ aux États-Unis. Au Japon, la situation dans ce domaine est restée déprimée depuis la fin des années 1990. La baisse marquée du ratio des offres d'emploi par rapport aux demandes depuis le début de 2009 suggère que les difficultés vont sans doute aller en s'amplifiant.





Un deuxième facteur conjoncturel, lié au premier, réside dans la nette dégradation de la confiance des consommateurs et des entreprises (graphique IV.7). Par le passé, la confiance expliquait généralement une petite part de la dépense, les principaux déterminants de la consommation étant le revenu, le patrimoine et les taux d'intérêt<sup>6</sup>. Or, si la perte de confiance reflète des anticipations à la baisse du revenu, elle peut préfigurer une diminution de la dépense. L'un des risques essentiels est que cette perte de confiance ne s'autoalimente à travers une contraction de la dépense et de l'emploi, et une intensification des incertitudes liées au revenu.

...tout comme l'ont fait le doute face à l'avenir...

Un troisième facteur conjoncturel est la forte contraction des échanges internationaux (graphique IV.8), qui a contribué à l'extension et à l'aggravation de la crise dans les différentes économies. L'effondrement mondial de la demande de produits manufacturés a affecté tous les pays avancés, mais plus particulièrement ceux qui sont fortement dépendants des exportations de ces produits, notamment l'Allemagne et le Japon. De plus, comme l'Allemagne est la principale plateforme du réseau de production européen, le recul de ses activités exportatrices a été ressenti au-delà de ses frontières. L'Australie et le Canada ont été frappés par la chute des cours des produits de base, à un degré moindre cependant pour ce premier pays, étant donné qu'il est importateur net de pétrole mais aussi parce que le repli des prix des produits agricoles a été relativement modeste.

...et la contraction du volume des échanges

Quatrième facteur : l'évolution des cours de change. En particulier, la vive appréciation de la valeur effective réelle du yen qui a débuté vers la fin 2008 a pesé, en particulier, sur les exportations du Japon. Au Royaume-Uni, en revanche, le secteur des biens marchands a bénéficié d'une réduction substantielle de la valeur effective de la livre sterling. Dans le cas de l'euro, si

<sup>6</sup> Pour des données récentes, voir A. Al-Eyd, R. Barrel et P. Davis, « Consumer confidence indices and short-term forecasting of consumption », *The Manchester School*, vol. 77, n° 1, janvier 2009, pp. 96-111.

la dépréciation en termes réels a été positive pour les exportations de la zone en 2008, la monnaie a renoué avec sa tendance haussière au premier trimestre 2009. Aux États-Unis, l'appréciation du dollar durant le second semestre 2008 et le premier trimestre 2009 implique, dans l'ensemble, une incidence plus neutre du cours de change sur l'évolution des échanges commerciaux.

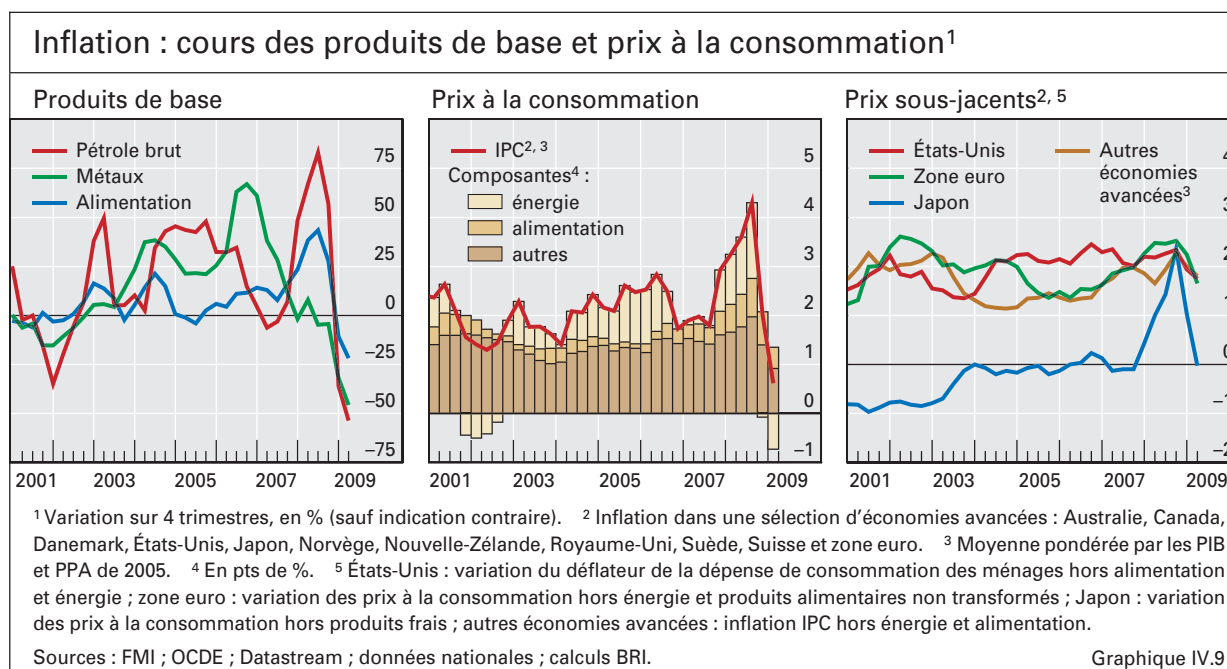
## Évolution de l'inflation dans les économies industrialisées

L'inflation IPC a rapidement diminué ces derniers mois...

La contraction de l'activité a fortement atténué les tensions inflationnistes dans les économies industrialisées. Non seulement les taux de l'inflation IPC, mesurés en glissement annuel, ont rapidement diminué depuis mi-2008 (graphique IV.9), mais ils sont devenus négatifs aux États-Unis et au Japon au premier trimestre 2009 et sont tombés à zéro en mai dans la zone euro. Bien qu'il soit difficile d'évaluer les perspectives dans les conditions actuelles, la récente phase de désinflation a fait craindre à de nombreux observateurs une déflation à court terme.

...en raison surtout de l'effondrement des cours des produits de base...

Deux grands facteurs expliquent ces pressions désinflationnistes. Le premier est la chute de 55 % des prix pétroliers entre mi-2008 et mai 2009, qui s'est traduite par une réduction sensible des prix à l'importation dans de nombreux pays. En outre, les prévisions concernant la demande mondiale de pétrole pour 2009 ont été révisées à la baisse. En mai 2009, l'Agence internationale de l'énergie tablait sur un repli de la demande de 2,6 millions de barils par jour en 2009 par rapport à 2008, soit la plus forte contraction annuelle depuis 1981. Les cours des métaux, qui ont commencé à décroître en 2007, ont accentué leur recul au second semestre 2008 et au début 2009. Les prix de l'alimentation ont également fléchi mais de façon moins spectaculaire que ceux du pétrole, en raison de leur lien relativement faible avec la croissance mondiale. Une moindre demande a aussi réduit les coûts du transport.



## Incidence de la crise actuelle sur le potentiel de production

Les estimations du potentiel de production et de l'écart de production aident les autorités monétaires à évaluer la situation économique courante. Le potentiel de production est généralement défini comme le maximum auquel peut parvenir une économie sans provoquer de tensions inflationnistes. Il est déterminé, pour l'essentiel, par des facteurs d'offre, notamment le progrès technologique, les tendances démographiques ainsi que le cadre institutionnel du marché du travail et des marchés financiers. Non observable, il doit être estimé. Même en période normale, la marge d'incertitude entourant les estimations peut être grande, l'évolution des facteurs structurels pouvant s'avérer difficile à déceler. De surcroît, les chiffres du PIB et de ses grandes composantes font l'objet de révisions fréquentes (et parfois substantielles) ; de ce fait, les estimations du potentiel de production perdent une partie de leur utilité pour la conduite de la politique courante. La croissance du PIB des États-Unis, par exemple, fait généralement l'objet d'amples révisions : elles sont comprises, en moyenne, entre 0,5 point de pourcentage (première révision annuelle) et 1,3 point de pourcentage (troisième) en temps normal, mais dépassent largement 2 points de pourcentage en période de retournement du cycle.

Une question centrale concerne l'incidence possible de la crise financière actuelle sur le potentiel de production, dont le niveau et/ou le rythme de croissance peuvent être notablement influencés par quatre grands facteurs. Premièrement, la crise financière risque de perturber fortement, et pour plusieurs années, le processus d'intermédiation du crédit, réduisant l'offre de crédit et accroissant les primes de risque. Le deuxième facteur pouvant peser sur le potentiel de production concerne la hausse possible du chômage structurel. La longueur de la crise actuelle signifie que de nombreux salariés risquent de quitter définitivement la population active. Le taux naturel de chômage pourrait ainsi s'avérer bien supérieur après la crise dans plusieurs pays, par suite de la disparition définitive de nombreux emplois dans des secteurs comme l'automobile et les services financiers. Aux États-Unis, les licenciements secs (sans retour possible au même emploi) ont atteint un record en mai 2009 (52,9 % de la main-d'œuvre inactive).

Le troisième facteur d'influence négative de la crise financière sur la productivité découlerait d'une raréfaction des ressources affectées à la recherche et au développement. Au Japon, par exemple, une relation de cause à effet a été mise en évidence entre, d'une part, la chute du taux de croissance de la productivité totale des facteurs et de la durée hebdomadaire du travail (de 44 à 40 heures entre 1988 et 1993) et, d'autre part, la modification à la fois de l'évolution et du niveau de la croissance tendancielle (Hayashi et Prescott, 2002). Quatrièmement, la nature mondiale du repli actuel et le degré élevé d'intégration économique qui prévaut à l'échelle planétaire pourraient amplifier l'incidence de la crise sur le potentiel de production. Compte tenu de l'expansion soutenue des prêts et des investissements transfrontières pendant la dernière décennie, une crise financière dans un pays ou une région pourrait avoir des effets très négatifs sur les autres économies. Si les facteurs de production ne sont pas parfaitement mobiles, une perte de marchés d'exportation dans certains pays risquerait, par exemple, de se traduire par une non-utilisation prolongée d'une part significative du stock de capital et de la main-d'œuvre, avec, en conséquence, un tassement du potentiel de production.

Les expériences antérieures fournissent des exemples intéressants quant à l'incidence probable de la crise actuelle sur la croissance potentielle. Une enquête par panel menée par Cerra et Saxena (2008) sur le comportement de la production dans 190 pays montre que des pertes de production à la fois lourdes et persistantes sont associées aux crises financières : 7,5 % sur dix ans par rapport à la tendance dans le cas d'une crise bancaire. En utilisant la même méthodologie et l'échantillon des trente économies de l'OCDE sur la période 1960–2007, Furceri et Mourougane (2009) ont trouvé que, en moyenne, une crise financière pourrait, en cinq ans, abaisser le potentiel de production de 1,5 % (mesures OCDE sur la base des fonctions de production) à 2,1 % (mesures sur la base du filtre de Hodrick-Prescott). L'incidence se révèle beaucoup plus forte (estimée à 3,8 %) en cas de crise plus sévère (Espagne, 1977 ; Norvège, 1987 ; Finlande et Suède, 1991 ; Japon, 1992).

Des études empiriques indiquent aussi que les crises financières exercent une influence très négative sur le taux de croissance du potentiel de production. Haugh *et al.* (2009), par exemple, ont analysé six grandes crises bancaires (Espagne, 1982 ; États-Unis, années 1980 ; Finlande, Norvège et Suède, 1991 ; Japon, 1997). Ils ont constaté que les pertes de production observées lors des replis cycliques associés à de grandes crises bancaires étaient généralement bien plus élevées. Ainsi, par comparaison avec les cinq années précédant les crises bancaires, les cinq années suivantes se caractérisent par une réduction du potentiel de production qui se chiffre à respectivement 0,9, 0,5, 0,4 et 0,3 point de pourcentage pour la Norvège, la Finlande, le Japon et la Suède.



Le potentiel de production sera d'autant moins affecté par la crise que les pouvoirs publics parviendront à rétablir rapidement et complètement l'intermédiation sur le marché du crédit, tout en réduisant au minimum les distorsions qui pourraient découler de leur action. Il pourrait aussi être notablement soutenu par des mesures visant à préserver la flexibilité du marché du travail et à stimuler la productivité à long terme.

#### Références

Cerra, V. et S. Saxena (2008) : « Growth dynamics: the myth of economic recovery », *American Economic Review*, vol. 98, n° 1, mars, pp. 439–457.

Furceri, D. et A. Mourougane (2009) : *The effect of financial crises on potential output: new empirical evidence from OECD countries*, OCDE, Document de travail du Département des Affaires économiques, n° 699, mai.

Haugh, D., P. Ollivaud et D. Turner (2009) : *The macroeconomic consequences of banking crises in OECD countries*, OCDE, Document de travail du Département des Affaires économiques, n° 683, mars.

Hayashi, F. et E. Prescott (2002) : « The 1990s in Japan: a lost decade », *Review of Economic Dynamics*, vol. 5, n° 1, janvier, pp. 206–235.

...et du degré élevé de sous-emploi des capacités

Le second facteur est l'ampleur du sous-emploi des capacités. L'utilisation des capacités dans l'industrie manufacturière a particulièrement diminué dans les grandes économies avancées. Malgré leur caractère très incertain, les projections des niveaux de production et de chômage semblent indiquer que ce degré de sous-utilisation restera élevé en 2009 et 2010. L'inflation sous-jacente a nettement baissé au Japon depuis début 2009, alors qu'elle est restée un peu plus stable aux États-Unis et dans la zone euro jusqu'en avril (graphique IV.9). Le risque existe que les pressions désinflationnistes ne s'amplifient au cours des quelque douze mois à venir, sous l'action conjuguée du repli conjoncturel exceptionnellement généralisé et d'une possible hausse de l'épargne des ménages.

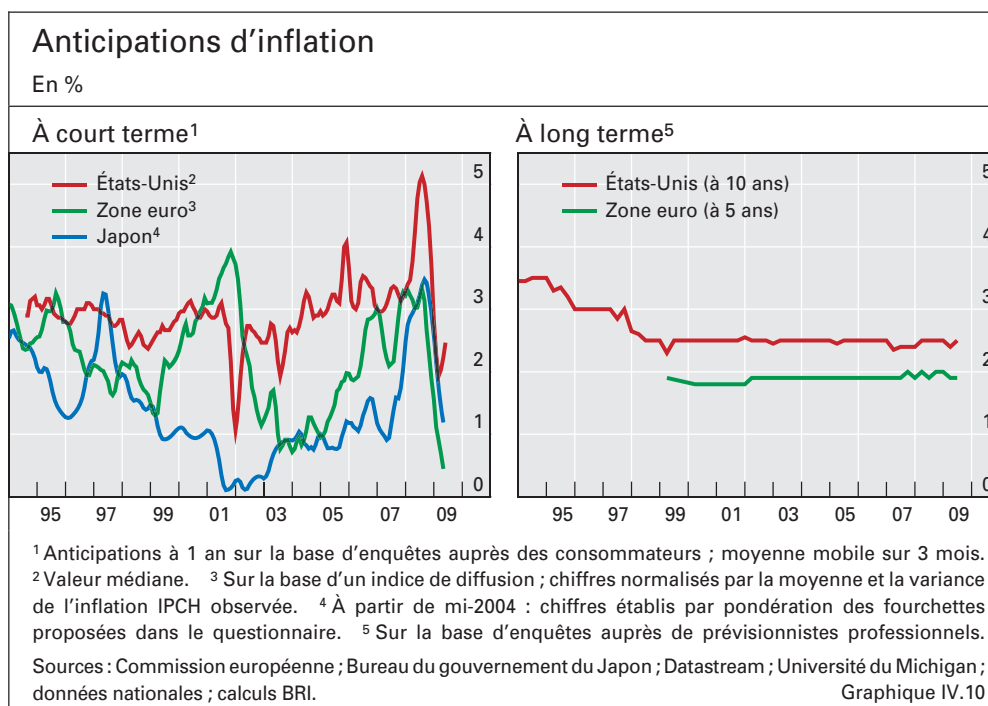
Les perspectives d'inflation demeurent incertaines

De grandes incertitudes entourent cependant les perspectives d'inflation. Premièrement, il reste difficile de prévoir à quel moment et dans quelle mesure les effets des récents programmes de relance se feront sentir sur la dépense. Les développements survenus depuis le début 2009 ont quelque peu réduit les risques de correction à la baisse des prévisions de croissance. De plus, il n'y a pas d'estimation fiable sur l'effet macroéconomique des importantes mesures monétaires non conventionnelles mises en œuvre récemment par les banques centrales.

Deuxièmement, le potentiel de production peut se trouver sensiblement réduit par les perturbations affectant l'intermédiation du crédit, le recul des échanges et de l'investissement et par une possible augmentation des taux de chômage structurel associée à la crise financière (encadré). Dans ce cas, l'écart de production pourrait être moins négatif que les tendances actuelles ne le suggèrent, amenant à surestimer les pressions désinflationnistes. Ainsi, en référence au choc des prix pétroliers du début des années 1970, il se peut que l'incidence négative du renchérissement du pétrole sur le potentiel de production ait été sous-estimée dans les économies avancées, ce qui a conduit à sous-estimer les tensions inflationnistes.

Poursuite de la hausse des coûts de main-d'œuvre

Troisièmement, l'évolution récente des salaires ne fait pas apparaître d'enchaînement à la baisse des salaires et des prix, du moins dans les économies du G 3. Par exemple, le rythme de progression, d'une année



sur l'autre, des coûts unitaires de main-d'œuvre était de 4,8 % dans la zone euro au quatrième trimestre 2008. Aux États-Unis, il est passé de 1,6 % au quatrième trimestre 2008 à 2,2 % au premier trimestre 2009. La hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre s'explique notamment par un repli conjoncturel de la productivité ainsi que par le décalage entre la baisse de la production et son incidence sur l'emploi, mais aussi par le degré de flexibilité des salaires dans l'économie. Dans les pays de la zone euro, par exemple, la capacité des entreprises de réduire les coûts de main-d'œuvre peut être limitée par une certaine rigidité à la baisse des salaires nominaux.

Ces incertitudes soulignent le rôle déterminant des anticipations d'inflation. Dans les économies du G 3, les anticipations des ménages sont restées relativement stables sur le long terme (graphique IV.10), alors qu'au contraire, elles ont nettement diminué depuis mi-2008 sur le court terme. Si cette tendance devait se poursuivre, ou même s'aggraver, il est à craindre que, conjuguée à des doutes sur la capacité des politiques à enrayer la crise, elle n'incite les ménages à différer leur dépense, entraînant alors une chute plus ample que prévu du taux d'inflation, voire une période prolongée de baisse des prix. Si les décisions de dépense se fondent en revanche sur les anticipations à long terme, plus stables, le risque de déflation sera nettement limité. Les anticipations à long terme pourraient également s'inscrire en hausse si les agents privés venaient à croire que le poids de la dette publique ne pourra se gérer sans une augmentation de l'inflation qui viendrait l'alléger<sup>7</sup>.

Rôle déterminant des anticipations d'inflation

<sup>7</sup> Voir H. Hannoun, « Long-term sustainability versus short-term stimulus: is there a trade-off? », allocution prononcée lors de la 44<sup>e</sup> Conférence des gouverneurs SEACEN, Kuala Lumpur, 7 février 2009.

## Synthèse

La crise financière mondiale a déclenché une récession sans précédent, accentuée par de fortes contractions du volume des échanges commerciaux, d'importantes suppressions d'emplois et un très net recul de la confiance. Il est difficile de savoir quelles seront l'ampleur et la durée de cette crise. Dans les pays industrialisés, certains signes montrent que la baisse rapide de la dépense depuis le quatrième trimestre 2008 a commencé à ralentir. Mais une reprise vigoureuse et soutenue dans ces pays pourrait être difficile, compte tenu des efforts de restauration de leur situation financière entrepris par les ménages et les établissements financiers pour assainir leurs comptes. Néanmoins, les importants programmes de relance budgétaire et les mesures exceptionnelles d'assouplissement monétaire adoptés dans de nombreux pays devraient contribuer à mettre un terme à la récente contraction de l'activité. Dans un premier temps, la tâche des autorités consistera à tenter d'assurer une reprise durable. À moyen terme, cependant, il leur faudra veiller à ce que les politiques mises en œuvre soient suffisamment adaptées pour garantir, de façon durable, la stabilité des anticipations d'inflation.