À la recherche de la croissance perdue *

Perspectives 2009-2010 pour l'économie mondiale

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

Après le choc récessif survenu au tournant de 2008 et de 2009, les économies du monde paraissent enfin avoir stoppé l'effondrement de leur activité. Il semble que cette amélioration puisse être consolidée au cours de la deuxième partie de l'année 2009. Ces meilleures perspectives s'expliquent en premier lieu par la normalisation de la situation sur les marchés financiers. Les politiques publiques, massivement mobilisées, seront parvenues à enrayer la spirale baissière. Les stocks, qui avaient largement contribué au déclin de l'activité, joueraient un rôle tout aussi important dans la phase de retour de la croissance. Une correction partielle du sur-ajustement serait à l'œuvre dans les prochains trimestres, notamment pour l'investissement. Enfin, le rebond des pays émergents permettrait la réactivation du commerce mondial qui s'était brutalement interrompu fin 2008. Pour autant, il serait hâtif de parler de reprise. D'une part, les pertes de PIB par tête sont d'une ampleur exceptionnelle et ne seront pas effacées à court terme. D'autre part, la situation macro-économique demeure fragile. Les banques resteront marquées par les pertes passées et surtout à venir, liées à la dégradation de l'activité. Les surcapacités de production freineraient l'investissement des entreprises. La baisse de la richesse et la persistance du chômage pèseront sur la consommation des ménages. Enfin, le soutien massif apporté par les gouvernements s'épuisera progressivement tandis que la tentation de réduire la dette pourrait venir amputer la demande. Dans ces conditions, les pressions déflationnistes seraient toujours à l'œuvre. Elles seraient, tout comme l'évolution des déficits budgétaires, dépendantes de l'évolution de la croissance potentielle. Très certainement amoindrie à court terme, la dynamique de long terme serait toutefois soumise à des forces contraires.

* Cette étude a été réalisée au sein du Département analyse et prévision de l'OFCE.
L'équipe, dirigée par Xavier Timbeau, comprend : Céline Antonin, Christophe Blot, Marion Cochard, Amel Falah, Éric Heyer, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Paola Monperrus-Veroni, Hervé Péléraux, Mathieu Plane, Christine Rifflart, Danielle Schweisguth. L'équipe France est dirigée par Éric Heyer. La prévision intègre les informations disponibles au 15 octobre 2009.

Après le choc récessif survenu au tournant de 2008 et de 2009, les économies du monde paraissent enfin avoir stoppé l'effondrement de leur activité. Les comptes nationaux au deuxième trimestre en rendent compte à des degrés divers, soit en faisant état d'un freinage du repli de l'activité, comme aux États-Unis ou dans la zone euro, soit, comme au Japon, en témoignant d'un rebond, certes modéré, mais qui interrompt une série de quatre trimestres consécutifs de recul du PIB. Partout, les signaux positifs émanant des divers domaines de l'information conjoncturelle se multiplient, confortant l'espoir d'un retour à la croissance pour la fin de l'année là où il ne s'est pas encore manifesté, et celui d'une poursuite du redressement là où il est déjà effectif.

Les politiques publiques, massivement mobilisées depuis un an, ont paré au plus urgent : enrayer la crise bancaire et la dangereuse spirale baissière qui s'est enclenchée après la faillite de la banque d'investissement américaine Lehman Brothers en septembre 2008. Mais si la crise bancaire a été un élément essentiel et sans aucun doute accélérateur du retournement brutal, sa fin ne signifie pas que tous les ajustements ont été réalisés et ne signifie pas non plus que tout peut recommencer comme avant. Le secteur productif fait face à d'importantes surcapacités de production qui retarderont la reprise de l'investissement et de l'emploi. L'ajustement de l'emploi n'est pas entièrement réalisé et le chômage va encore augmenter dans les trimestres qui viennent [1]. La hausse des défauts d'entreprises ou de particuliers va peser sur le bilan des institutions financières et justifiera de leur part une prudence quant aux perspectives futures. La reprise de la hausse du prix du pétrole érodera davantage le pouvoir d'achat des ménages, déjà mis à mal par la hausse du chômage. La montée de l'épargne sera générale, que ce soit pour des motifs de précaution liés au risque accru de chômage ou pour reconstituer des patrimoines dévastés par les pertes boursières et immobilières. L'effet stimulant des relances budgétaires va s'estomper alors que le problème induit des déficits, relégué au second plan face à l'urgence, va faire un retour en force dans les débats de politique économique. Au-delà de ce déroulement du processus récessif, dont l'ampleur est exceptionnelle, l'ajustement auquel nous sommes confrontés est également la démonstration que les rythmes de croissance antérieurs n'étaient pas soutenables. Ainsi, le sentier de croissance que l'on peut espérer pour l'économie mondiale est très en dessous de celui que nous avons brutalement quitté au cours de l'année 2008.

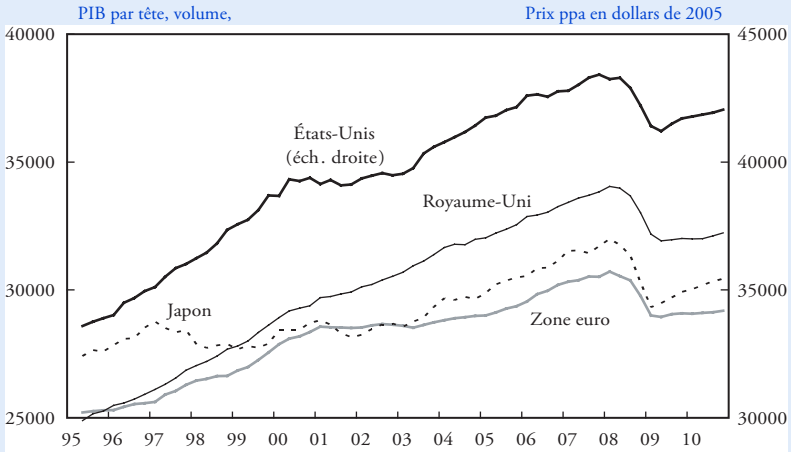
Le rebond de la seconde moitié de 2009, impulsé par la correction du sur-ajustement de la fin 2008, en particulier des stocks et du commerce mondial, risque fort de tourner court, pour faire place à une phase de croissance ralentie au tournant de 2009 et de 2010. Compte tenu d'un acquis de croissance très négatif à la mi-2009, le PIB mondial sera en recul cette année, malgré le rebond de la seconde moitié de l'année. L'Allemagne, l'Italie et le Japon subiront les contractions de PIB

1. Voir, dans ce dossier, la partie « Emploi » pour une analyse plus détaillée sur les évolutions de l'emploi et de la productivité.

les plus fortes, voisines de 5 % (tableau 1). D'autres poids lourds de l'économie mondiale, les États-Unis et le reste de la zone euro, sont moins touchés. Avec des baisses de PIB d'au minimum 2 % dans le meilleur des cas en 2009, ces économies subissent aussi durement les effets de la crise. Seuls les pays émergents d'Asie échapperont à la récession en 2009, mais une expansion limitée à moins de 5 % dans l'ensemble de la zone (+ 7,8 % pour la Chine, + 2,1 % pour les autres pays d'Asie), témoignera d'un coup de frein au regard des performances de ces dix dernières années.

Relativement au désastre de 2009, l'année 2010 se présente sous de meilleurs auspices, mais, au vu des pertes de production accumulées, on ne saurait qualifier de reprise le retour à la croissance. Les 3 % d'expansion inscrits en prévision, tirés principalement par les pays émergents, sont inférieurs de deux points au rythme moyen qui s'était instauré entre 2003 et 2007, creusant encore l'écart de production déjà mis à mal les deux années précédentes. Surtout, il apparaît nettement que ces niveaux de croissance seront insuffisants pour combler à court terme les pertes de PIB par tête enregistrées en l'espace de quelques trimestres (graphique 1). La violence du choc et les faibles perspectives de croissance en 2010 provoqueront une perte de niveau de vie exceptionnelle et qui sera probablement durable. Au Royaume-Uni et dans la zone euro, la croissance serait tout juste suffisante pour absorber le surcroît de population active, éloignant un peu plus les perspectives d'un rattrapage. Le Royaume-Uni regagnerait 0,9 point sur une perte initiale de PIB par tête de 6,3 %. Dans la zone euro, le rebond permettrait un regain de 0,8 point après une chute du PIB par tête de 5,8 %. Même avec une croissance plus vigoureuse, le coût de la crise n'en demeurait pas moins élevé aux États-Unis et au Japon avec des pertes respectives, en fin d'année 2010 qui seraient encore de 2,9 et 4,9 %.

Graphique 1 : PIB par tête dans les grands pays industrialisés



Sources : Banque mondiale, Comptabilités nationales trimestrielles, prévision OFCE octobre 2009.

Tableau 1 : Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	Poids [1] dans le total	PIB en volume		
		2008	2009	2010
Allemagne	4,4	1,0	-4,9	1,1
France	3,2	0,3	-2,1	0,8
Italie	2,8	-1,0	-4,8	0,6
Espagne	2,1	0,9	-3,7	-0,1
Pays-Bas	1,0	2,0	-4,1	1,1
Belgique	0,6	1,0	-2,9	0,7
Autriche	0,5	2,1	-3,7	0,7
Finlande	0,6	0,8	-6,9	0,8
Portugal	0,4	0,0	-2,9	0,3
Grèce	0,3	2,9	-0,2	0,7
Irlande	0,3	-3,2	-6,8	-0,2
Zone euro	16,4	0,6	-3,8	0,8
Royaume-Uni	3,4	0,6	-4,4	1,0
Suède	0,5	-0,4	-4,7	1,2
Danemark	0,3	-1,2	-3,3	0,4
Union européenne à 15	20,5	0,5	-4,1	0,8
12 nouveaux pays membres	2,7	4,0	-4,1	0,6
Union européenne à 27	23,3	0,9	-4,0	0,7
Suisse	0,5	1,8	-1,8	0,3
Norvège	0,4	2,1	-1,0	1,8
Europe	24,1	0,9	-4,0	0,8
États-Unis	21,8	0,4	-2,5	1,9
Japon	6,7	-0,7	-5,9	2,2
Canada	2,0	0,4	-2,6	1,7
Pays industriels	56,3	0,5	-3,5	1,4
Pays candidats à l'UE [2]	1,2	1,1	-6,5	3,4
Russie	3,2	5,6	-7,3	2,3
Autres CEI[3]	1,3	5,4	-7,2	1,6
Chine	11,0	9,0	8,0	9,4
Autres pays d'Asie	13,2	5,1	2,3	5,4
Amérique latine	7,9	3,9	-3,0	2,4
Afrique	3,4	5,2	1,7	4,1
Moyen-Orient	2,5	5,4	2,0	4,3
Monde	100	2,8	-1,3	3,1

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2007 estimés par le FMI.
2. Croatie et Turquie.
3. Communauté des États indépendants.
Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2009.

La forte croissance mondiale des années 2002 à 2007 apparaît aujourd'hui comme un leurre. L'optimisme débridé sur le futur a gonflé les valorisations de patrimoine, créant une richesse virtuelle qui autorisait toutes les audaces, alimentant une croissance qui justifiait en retour l'optimisme. Cette boucle auto-entretenue semblait éternelle, d'autant que les déséquilibres accumulés pouvaient s'y dissoudre. Dans un régime de forte croissance, la dette, qu'elle soit privée, nationale ou publique est facilement soutenable. Elle a pour contrepartie une créance qui semble sans risque. Mais quand le processus s'enraye, le réveil est brutal. La fuite en avant ne permet plus d'échapper aux engagements et l'effondrement n'est que le retour douloureux à la trajectoire soutenable.

La complexité des enchaînements, des liens entre dettes et actifs, la sophistication des instruments de valorisation n'ont rien changé à cette trajectoire, hormis masquer un peu mieux la dérive. à moins d'alimenter une nouvelle bulle globale et explosive, le sentier antérieur de croissance n'est plus accessible. Le niveau de production et de richesse atteint avant le déclenchement de la crise ne pourra donc être regagné qu'après de longues années de croissance, cette fois raisonnable.

2009-2010 : Le ralentissement se poursuit

Selon l'approche du cycle de croissance, moins restrictive que l'approche classique (voir encadré), tant que le taux de croissance n'aura pas retrouvé sa tendance de long terme, le ralentissement ne sera pas terminé. Or, avec un PIB mondial qui a décru en moyenne de 1,2 % au cours de l'année 2009, on est loin du taux de croissance tendanciel, estimé à 5 % de 2002 à 2007. D'autant que les fondamentaux restent fragiles : le chômage continue de croître, la consommation est atone, le commerce international reste dégradé.

Dans notre scénario prévisionnel, nous considérons que le sursaut du second trimestre représente davantage qu'un simple rebond technique, mais qu'il serait prématuré de parler de reprise. Nous préférons donc employer le terme de ralentissement pour la fin de l'année 2009 et l'année 2010, le taux de croissance n'ayant pas encore retrouvé son niveau tendanciel.

Encadré 1 : Les différentes conceptions du cycle de croissance

Le cycle économique, quelle que soit sa définition, se déroule selon une chronologie bien définie : creux d'activité, phase ascendante jusqu'au pic, puis phase descendante jusqu'au creux, et ainsi de suite. Les définitions du cycle peuvent néanmoins différer selon la définition retenue des points de retournement (pic et creux). Les trois définitions les plus fréquemment usitées sont : le cycle des affaires (ou cycle classique), le cycle de croissance et le cycle d'accélération. Elles sont toutes trois fondées sur une analyse du taux de variation du PIB (pente de la tangente à la série), mais donnent lieu à des interprétations économiques différentes.

Le cycle des affaires ou cycle classique (« *business cycle*»)

Dans la conception classique, la phase descendante est la phase durant laquelle le PIB décroît, la phase montante celle où le PIB croît. Le pic (ou entrée de récession) correspond au maximum local atteint par le niveau du PIB, le creux (ou sortie de récession) au minimum local. Cela étant, pour que l'on puisse véritablement parler de récession, il faut que la baisse du PIB dépasse une certaine durée et/ou une certaine intensité. Cette définition correspond à celle retenue par le NBER pour analyser la croissance.

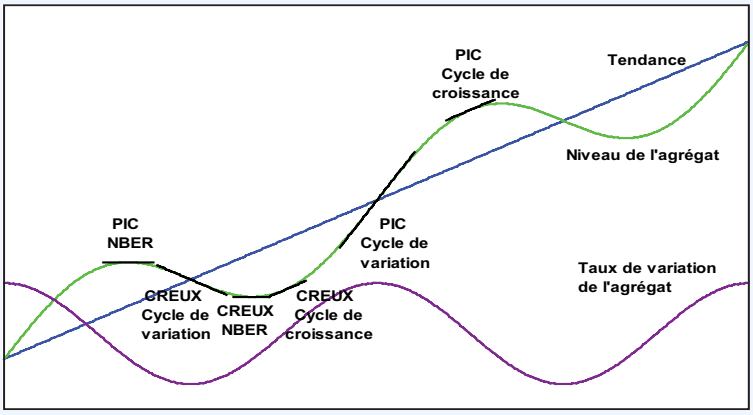
Le cycle de croissance (« *growth cycle* »)

Ce cycle est défini comme l'écart du PIB à sa tendance de long terme. Il ne s'agit plus de regarder le signe du taux de variation du PIB, mais sa position par rapport au taux de croissance tendanciel de long terme. La phase descendante du cycle est celle où le taux de croissance instantané de l'agrégat est inférieur à son taux de croissance tendanciel. Dans la mesure où le taux de croissance tendanciel est positif, cette définition de la phase descendante est plus large que dans le cas du cycle classique. En effet, elle inclut les périodes de récession au sens classique, mais également les périodes où le PIB croît à un taux inférieur au taux tendanciel. La phase ascendante du cycle se définit par complémentarité, comme la phase au cours de laquelle le taux de croissance instantané du PIB se situe au-dessus de sa tendance. L'apparition des phases baissières ne nécessite pas une entrée en récession ; un simple ralentissement par rapport au rythme tendanciel suffit. Pour parler de reprise, il est nécessaire que le taux de croissance instantané revienne au-dessus du taux de croissance de sa tendance. Le pic et le creux du cycle se caractérisent par un taux de croissance instantané égal au taux de croissance tendanciel.

Le cycle du taux de croissance ou cycle d'accélération

Ce cycle définit comme points de retournement le maximum et le minimum atteints par le taux de variation du PIB. Lorsque ce taux décroît, on se situe dans la phase descendante, même si le taux reste positif. Lorsqu'il croît, on est en phase ascendante. Le pic et le creux du cycle correspondent respectivement au maximum et au minimum du taux de variation. Il est malaisé de caractériser les phases de ce cycle : en effet, même en phase descendante (par exemple quand le taux de croissance du PIB passe de 4 à 3 %), le PIB peut continuer de croître à un niveau supérieur à sa tendance. Symétriquement, lorsque le taux de croissance passe de - 4 à - 2 %, l'amélioration décrite par cette conception du cycle est très relative.

Différentes conceptions du cycle

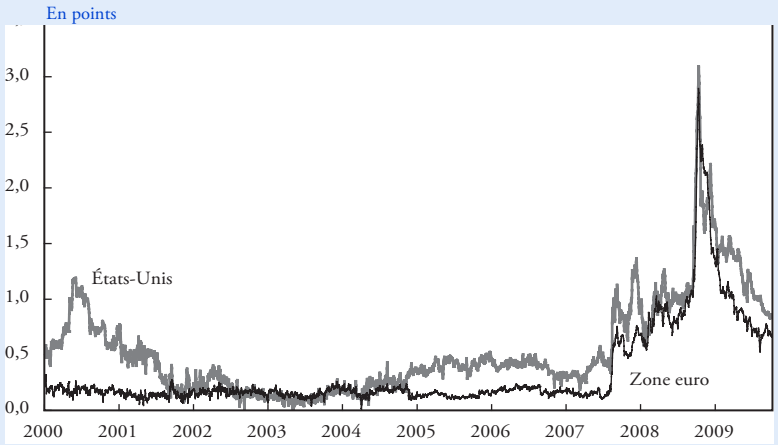


De la récession synchrone au rebond synchrone

Récession synchrone…

Les déboires du secteur bancaire, dont les prémisses sont apparues à l'été 2007 quand a éclaté la crise des *subprime*, ont pris un tour dramatique avec la faillite de la banque d'investissement américaine Lehman Brothers qui, un an plus tard, a fait planer la menace d'une banqueroute généralisée du système financier international. Tétanisées par le risque, les banques ont cessé de se prêter entre elles, sauf à des taux d'intérêt prohibitifs, asséchant du même coup le marché interbancaire (graphique 2).

Graphique 2 : Primes de risque sur les marchés interbancaires*



* Écart entre le taux interbancaire à un an et le taux associé à un actif sans risque liquide (billet du Trésor ou équivalent)

Source : Datastream.

Les interventions massives et coordonnées des autorités publiques – garantie des États sur les prêts interbancaires, injections de liquidités par les banques centrales – ont permis d'éviter l'effondrement du système en parant au plus urgent, mais elles n'étaient pas une réponse à la cause de la débâcle, la dégradation des bilans des banques. Les pertes de fonds propres liées aux créances irrécouvrables ou incotables ont été importantes, contraignant les établissements financiers à restaurer leurs ratios prudentiels en diminuant la part de leur actif risqué dans leur bilan. Les banques ont alors réorienté leur activité de crédit vers les signatures les moins risquées : les grandes entreprises, les ménages les plus solvables et les États.

La crise est ainsi entrée dans sa phase réelle avec le resserrement des conditions de crédit aux ménages et aux entreprises, contraints de revoir à la baisse leurs plans de dépenses et d'investissement. Le coup d'arrêt subi par les secteurs de l'automobile ou du bâtiment, dont l'activité est étroitement liée aux financements obtenus par la

clientèle, est emblématique des effets réels de ce rationnement. Il en a résulté une hausse du taux d'autofinancement des entreprises et une montée forcée de l'épargne des ménages. Les pertes de richesse liées à la chute des bourses et de l'immobilier ont en outre amputé la valeur des collatéraux apportés en garantie des crédits, entamant la capacité des débiteurs à lever des fonds auprès des prêteurs : banques, marchés obligataires et boursiers. L'effet récessif de ces désordres financiers pour chaque économie s'est ensuite transmis aux autres pays par le commerce extérieur, l'effondrement de la demande mondiale ayant pénalisé tous les exportateurs simultanément.

Les problèmes se sont étendus aux pays émergents, qui non seulement n'ont pu amortir la récession des pays développés, comme on l'avait crû un temps, mais l'ont prolongée. Les économies exportatrices de matières premières ont d'abord pâti de la plongée des prix des produits de base à partir de la mi-2008, tarissant une source de revenu majeure pour les pays producteurs. Les pays non producteurs de matières premières, qui ont fondé leur développement sur l'exportation de produits manufacturés, ont été lourdement pénalisés par l'effondrement du commerce international, inégalé depuis cinquante ans, sous l'effet de la récession dans les pays développés. En retour, les pays développés exportateurs de produits ou de services de haute technologie ont vu leurs débouchés dans les pays en développement se contracter. Enfin, beaucoup de pays émergents ont aussi subi indirectement les effets de la crise financière qui a tari leurs sources de financement externes. La montée de l'aversion au risque a détourné les financements émanant des investisseurs internationaux qui ont rapatrié leurs capitaux, soit pour couvrir des pertes sur d'autres segments de leur activité, soit pour les affecter à des placements plus sûrs. La mécanique infernale de la dépréciation des taux de change s'est alors enclenchée, notamment pour les pays de l'Est, alourdissant la charge des agents endettés en devises et privant du même coup les économies d'une part grandissante de leurs ressources internes. Crise dans les pays émergents et récession dans les pays développés se sont ainsi renforcées mutuellement pour démultiplier les effets des chocs initiaux.

… Rebond synchrone

Les pertes de production à l'échelle mondiale ont été considérables au quatrième trimestre 2008 et au premier trimestre 2009. Pour autant, la spirale baissière s'est enrayée au deuxième trimestre, avec l'apparition d'une croissance positive dans certains pays, ou l'atténuation du recul dans d'autres. Simple répit dans la baisse ou prémisse d'une embellie plus solide ? Au vu du retournement des indicateurs avancés dans le courant du premier trimestre, il semble que l'amélioration du deuxième trimestre, en phase avec le mouvement précédent, puisse être consolidée pour le troisième, voire pour le quatrième trimestre. Dans tous les cas, le redressement généralisé des climats des affaires dans le monde écarte d'ici à la fin de l'année le risque d'un retour à un choc récessif aussi violent que celui survenu au tournant de 2008 et de 2009.

D'un point de vue analytique, les facteurs de blocage de l'activité ont perdu de leur intensité à partir du deuxième trimestre et expliquent ces meilleures perspectives. La situation sur les marchés financiers s'est normalisée grâce à l'activisme des autorités pour rétablir le fonctionnement du marché interbancaire. Les sauvetages d'établissements orchestrés de part et d'autre de l'Atlantique après la chute de Lehman Brothers ont en outre éloigné le spectre d'une crise systémique qui aurait conduit à des défaillances en chaîne et finalement à un effondrement du système financier aux conséquences incalculables. Rassurées sur le volontarisme des gouvernements et des autorités monétaires, les banques ont débloqué le marché interbancaire sur lequel les primes de risque se sont normalisées après avoir atteint des niveaux extravagants au plus fort de la crise (graphique 2).

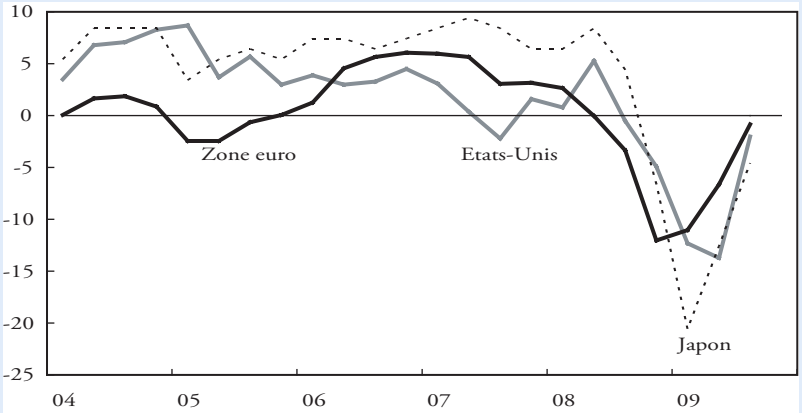
Les plans de relance gouvernementaux ont aussi contribué à sortir les économies de l'ornière. Les efforts budgétaires consentis ont été inégaux mais néanmoins significatifs, même dans les régions les moins dispendieuses comme la zone euro. L'institution de primes dites à la « casse » a permis au secteur le plus sinistré par la crise, l'automobile, de rebondir au moins temporairement. Les comportements de stockage dans l'automobile, mais aussi dans les autres secteurs industriels, sont ici autant déterminants pour profiler le rebond qu'ils l'ont été pour initier la récession. Pris de court par la force du tassement de la demande dans la première moitié de 2008, les chefs d'entreprise ont vu leurs stocks gonfler massivement dans le courant de l'année avant d'engager un processus d'ajustement vigoureux au tournant de 2008 et de 2009 qui a amplifié l'arrêt de la production. Au vu des déclarations des industriels dans les enquêtes de conjoncture, cet ajustement a porté ses fruits et devrait désormais laisser place à un ralentissement du déstockage, qui, mécaniquement, procurera une contribution positive à la croissance (graphique 3). On devrait ainsi assister dans les prochains trimestres à une correction, tout au moins partielle, du sur-ajustement intervenu à la fin de 2008 et au début de 2009.

Enfin, le rebond entrevu d'ici à la fin de 2009 devrait s'appuyer sur l'amélioration de la situation des pays émergents d'Asie et d'Amérique latine. Le plan de relance pharaonique de la Chine stimulera l'ensemble des économies de la région où les blocages ont été moindres qu'ailleurs. Les pays d'Asie, hors Chine, ont été peu touchés par la dépréciation de leurs monnaies qui, au contraire, leur procurera un avantage de compétitivité au redémarrage de la demande mondiale. Faiblement endettés en devises étrangères, à la différence des pays de l'Est, les pays d'Asie ont été relativement épargnés par la crise financière. L'effondrement de l'investissement est davantage une conséquence de l'effet d'accélérateur que de l'assèchement du crédit, car les taux d'autofinancement y sont élevés. La reprise du commerce mondial et la relance chinoise devraient donc amplifier la reprise de l'investissement de ces pays une fois la mèche allumée. Les pays d'Amérique latine devraient quant à eux profiter de la reprise de la demande mondiale alors que la levée des facteurs financiers de blocage, plus prégnants qu'en Asie, n'entravera pas le retournement de l'activité. Seuls les pays de l'Est passeront à côté du rebond. Fortement endettés en devises, ces pays doivent faire face à des échéances alourdies

par la dépréciation de leur monnaie. Le risque de faillite des débiteurs s'y est considérablement accru. La remontée des prix du pétrole sauvera probablement la Russie du désastre, mais ne sera pas à même de créer une dynamique de rebond.

Graphique 3 : Jugement sur les stocks dans l'industrie*

En points, écart à la moyenne de longue période



* Solde entre le pourcentage des industriels jugeant leurs stocks insuffisants et le pourcentage de ceux les jugeant excessifs. Pendant la récession, le recul du jugement signifiait que les stocks étaient jugés de plus en plus lourds, ce qui appelait un déstockage pour revenir à un niveau normal des stocks. La remontée récente de l'opinion sur les stocks, jugés moins lourds donc, sous-tend un ralentissement du déstockage, voire une reprise, impliquant une contribution positive à la croissance.

Sources : Institute for Supply Management (ISM), Commission européenne, Tankan.

Les pays émergents peuvent-ils être la locomotive de la reprise ?

Jusqu'en 2008, la croissance des pays émergents était très supérieure à celle des pays développés (5,4 points de PIB en plus en moyenne de 2006 à 2008). Les pays émergents bénéficiaient d'un environnement macro-économique très propice à leur développement : stabilité internationale des taux de change, forte croissance du commerce mondial avec la libéralisation progressive des échanges et l'intégration des processus de production au niveau mondial, vagues de délocalisations vers les pays à bas coûts, faibles primes de risque. De nombreux pays émergents ont d'ailleurs profité de la dernière décennie pour assainir leur économie et prévenir les crises futures : réduction sensible de la dette extérieure dans les pays d'Amérique latine, accumulation de réserves de change en Asie, préparation pour l'adoption de la monnaie unique dans les nouveaux pays membres de l'Union européenne.

La croissance mondiale a ralenti en 2008 puis s'est effondrée en 2009, mais les pays émergents ont maintenu leur différentiel de croissance : leur PIB a crû en moyenne de 6 % en 2008 contre 0,5 % dans les pays développés et nous anticipons une croissance de 1,6 % en 2009 dans les pays émergents alors que le PIB des pays riches baissera de 3,4 %. Ces moyennes cachent bien sûr des situations individuelles

très disparates : l'Asie, l'Afrique et le Moyen-Orient résistent plutôt bien et continuent d'afficher des taux de croissance positifs, avec un record de 8 % pour la Chine, tandis que la Russie, l'Ukraine et le Mexique perdent 7 à 8 % de croissance annuelle et les pays Baltes 16 % ! En 2010, la reprise serait assez dynamique dans les pays émergents avec une croissance moyenne de 5,3 %, inférieure cependant à celle observée avant la crise. Le PIB des pays développés progresseraient de 1,4 %, à un rythme inférieur au potentiel pour la plupart d'entre eux. À moyen terme, rien n'indique que les pays émergents pourront retrouver un potentiel de croissance proche de celui des années 2000 et qu'ils maintiendront un différentiel de croissance aussi élevé que par le passé avec les pays développés.

À plus court terme, les pays émergents peuvent-ils être une locomotive de la reprise mondiale ? Ont-ils des ressources propres suffisantes pour relancer la machine économique mondiale sans l'aide des pays les plus avancés ? Il y a une série d'arguments qui plaident pour le « oui ».

Globalement, les pays émergents ont été moins touchés que les pays développés par la crise financière. Leur exposition directe aux crédits *subprime* était plus limitée et leur système bancaire a été peu affecté par l'effondrement des produits titrisés. Par ailleurs, leur économie est de façon générale moins financiarisée que celle des pays développés. En Asie en particulier, les investissements sont largement autofinancés et l'économie a moins souffert qu'ailleurs de l'assèchement mondial du crédit (stress de liquidité, et fuite du risque). Ainsi, la chute des investissements dans ces pays est davantage liée à un problème de demande anticipée qu'à une contrainte sur l'offre de crédit. La bonne santé du système financier dans les pays épargnés permettra une reprise rapide de l'investissement quand la demande sera au rendez-vous. Ensuite, les pays émergents sont moins exposés aux effets de richesse du fait du poids plus faible de leurs marchés boursiers dans le financement de l'économie. Les ménages n'auront pas à augmenter leur épargne pour reconstituer leur patrimoine et les banques ont des fonds propres moins dégradés que dans les pays développés. Enfin, les taux de change des pays émergents se sont stabilisés après leur chute violente à un niveau inférieur à celui qui était le leur avant la crise. Pour les pays d'Amérique latine les plus endettés en devises, ce niveau qui aurait été pénalisant il y a quelques années ne devrait pas entraîner d'ajustement majeur du fait des restructurations de dette intervenues dans la plupart d'entre eux. Les pays d'Asie sont également relativement protégés du fait de l'assainissement de leur situation financière depuis la crise asiatique de 1997 (baisse du ratio de dette externe, hausse des réserves de change). La situation est plus critique pour un certain nombre de pays d'Europe centrale et orientale. Si la Pologne et la République tchèque s'en sortent plutôt bien, des pays comme la Hongrie, l'Ukraine, la Bulgarie ou la Roumanie sont en très mauvaise posture du fait d'un endettement en devises qui représente plus de 50 % du total des prêts. Pour les pays qui ne sont pas effondrés, la dépréciation des taux de change permettra aux pays exportateurs de se positionner avantageusement en termes de coûts dès la reprise du commerce mondial.

Mais c'est là qu'est toute l'ambiguïté de la situation : le commerce mondial pourra-t-il repartir alors que les pays développés croissent au ralenti ? De nombreux pays émergents sont très dépendants du commerce extérieur pour leurs exportations ou des IDE (Investissements directs étrangers) pour leurs investissements. La demande intérieure des pays émergents est-elle suffisante pour tirer la croissance mondiale ? Certains pays ont mis en place des politiques publiques très expansionnistes pour faire face à la crise (c'est le cas en Asie en particulier, avec un nouveau record pour la Chine qui a annoncé un plan de relance de 13 % du PIB), mais d'autres ont annoncé des mesures budgétaires très restrictives à partir de 2010 afin de résorber au plus vite leur déficit public (les nouveaux pays membres de l'Union européenne notamment). Par ailleurs, les pays exportateurs de matières premières subissent une dégradation des termes de l'échange du fait de l'effondrement des cours mondiaux. Leur capacité à importer s'en trouve donc réduite. Enfin les flux d'IDE vers les pays émergents pourraient se tarir et ne pas retrouver leur niveau antérieur pour plusieurs raisons : i) frein aux délocalisations du fait des interventions publiques pour sauver certains secteurs (automobile), ii) hausse du risque pays (instabilité des changes, mouvements de capitaux, fragilités exacerbées par la crise), iii) diminution du différentiel de coût de production entre pays riches et pays pauvres.

L'économie et la finance toujours malades

De l'automobile au secteur financier, des pays asiatiques à l'Amérique latine, les signes positifs se sont accumulés. Pourtant, il est hâtif de parler de reprise. Tout d'abord, la crise se développe encore dans un grand nombre de pays sur le marché de l'emploi. Le chômage continue d'augmenter et va peser sur le revenu des ménages comme sur leurs perspectives. L'épuisement des droits à allocation renforcera la contraction des revenus. Ensuite, aussi encourageant et positif que soit le rebond, le creux laissé par plusieurs trimestres consécutifs de baisse de l'activité ne sera pas effacé en quelques trimestres. La crise financière et la récession ont laissé des traces qui entravent les espoirs du retour à une croissance aussi vigoureuse que celle que l'on a connue au cours de la dernière décennie. Les bilans des banques sont encore marqués. La hausse du chômage et la baisse de la richesse condamneront les perspectives des ménages. Les surcapacités constatées et la baisse du prix du capital physique n'inciteront pas les entreprises à se lancer dans de nouveaux projets d'investissement. Dans un contexte de moindre croissance, la dette des entreprises va être vécue comme une menace qu'il faut prioritairement réduire. Le soutien massif de la croissance et du système financier par les gouvernements laisse une ardoise bien chargée que les États réduiront dès que la conjoncture le permettra. Enfin, l'éclatement de la crise démontre que le processus de croissance antérieur n'était pas soutenable, bâti sur une illusion, et sauf à considérer qu'une nouvelle bulle ne se regonfle, il manquera la certitude d'un sentier de croissance élevée pour justifier la montée de l'endettement et la vigueur de l'investissement.

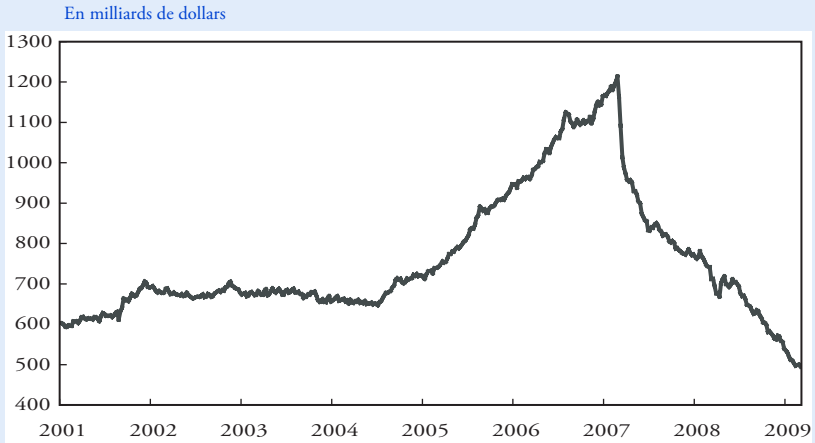
Convalescence des banques et déprime de la demande

Une finance malade

La normalisation des primes sur les marchés interbancaires témoigne du retour de la confiance et de l'arrêt du blocage des circuits de refinancement des banques. Les acteurs de marché ont intégré le soutien sans faille des politiques économiques et bénéficient de surcroît de conditions de refinancement très avantageuses auprès des banques centrales. Les taux interbancaires sont donc de nouveau calés sur les taux directeurs des banques centrales, et seul subsiste un faible écart sur les taux publics en raison de la persistance d'un effet de fuite vers la qualité.

Pour autant, la normalisation n'implique pas le retour à un état qui prévalait avant la crise. L'évidence apparaît clairement au regard de l'évolution de l'encours de titres ABCP (*Asset backed commercial paper*). Depuis le mois d'août 2007, les émissions de ce type de titres, représentatifs de l'engouement pour la titrisation, se sont brutalement interrompues et n'ont jamais repris depuis (graphique 4). De fait, le système financier ne semble pas disposé à reproduire exactement les mêmes erreurs que par le passé, mais surtout, il en porte encore les stigmates. La convalescence sera longue et les phases de rechute ne sont pas à exclure.

Graphique 4 : Encours de titres ABCP



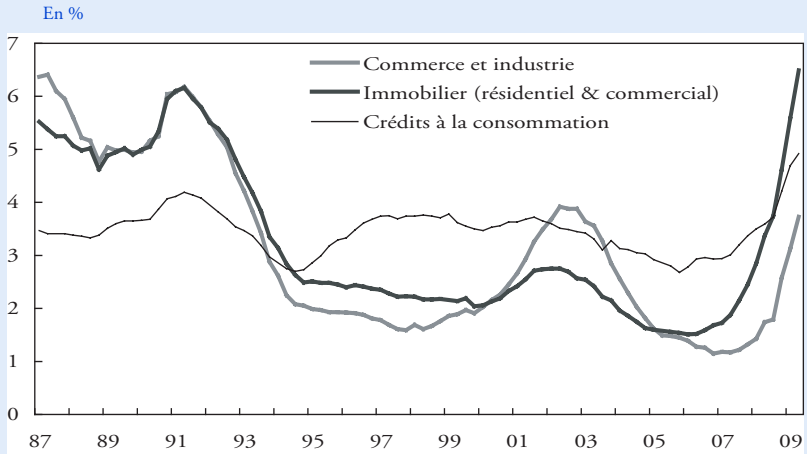
Source : Réserve fédérale.

Dans son rapport d'octobre 2009 sur la stabilité financière [2] le FMI estime que les pertes actuelles et à venir du système bancaire mondial s'élèveront à 2 800 milliards de dollars, principalement concentrées en Europe et aux États-Unis. Quand bien même elles seraient revues à la baisse, il ne fait aucun doute que les

2. FMI (2009) : « Global financial stability report », octobre 2009.

pertes subies par les banques auront un effet à moyen terme sur leur activité. Surtout, toutes ces pertes n'ont pas encore été totalement divulguées. Jusqu'ici, selon le FMI, les banques américaines auraient annoncé 60 % des 1 025 milliards de pertes probables. Les banques britanniques et de la zone euro en seraient à 40 % sur des montants respectifs de pertes estimés à 604 et 814 milliards de dollars. De fait, une part importante de ces pertes futures serait le fait de la récession et non plus des dépréciations d'actifs liées aux *subprime*. La baisse des prix immobiliers, l'augmentation du chômage et les faillites d'entreprises conduisent à de nouveaux défauts sur les crédits. Aux États-Unis, ceux-ci sont déjà montés en flèche, dépassant parfois les pics observés après le ralentissement de 2001 et même après la récession de 1991 (graphique 5). Le retour à une croissance positive au deuxième semestre 2009 aux États-Unis permet d'espérer un reflux de ces taux de défaut en début d'année 2010[3].

Graphique 5 : Taux de défaut sur les crédits



Source : Réserve fédérale.

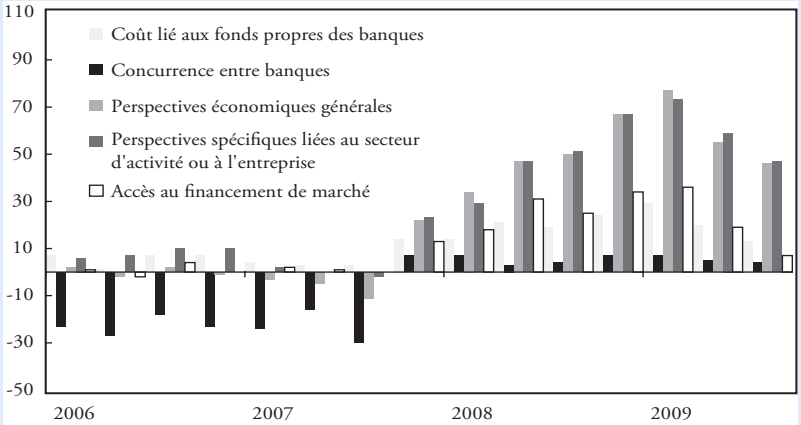
Ces différents éléments pèsent nécessairement sur la distribution de crédit du système bancaire. Même si les banques profitent de la faiblesse des taux directeurs des banques centrales pour accroître leurs marges et améliorer ainsi leur résultat d'exploitation, les pertes passées et les défauts des agents non financiers incitent peu à la prise de risques. Les conditions de crédits, aux ménages et aux entreprises, sont donc toujours en phase de durcissement aux États-Unis comme dans la zone euro. L'enquête réalisée par la BCE (Banque centrale européenne) confirme d'ailleurs que les sources du durcissement des conditions de crédit aux ménages comme aux

3. Au cours des deux dégradations conjoncturelles précédentes, le taux de défaut a atteint son pic un à deux trimestres après la reprise d'activité.

entreprises sont principalement liées aux perspectives économiques générales ou aux perspectives spécifiques sur les marchés concernés plus qu'au coût de financement ou aux contraintes de bilan (graphique 6). Ces effets d'offre globalement négatifs pèsent donc sur le dynamisme du crédit des deux côtés de l'Atlantique. D'autant que du côté de la demande, les baisses de richesse réduisent la valeur des garanties pouvant être mobilisées par les agents financiers et donc leur capacité d'emprunt. Ainsi, même si le pic de la crise bancaire est probablement passé, les conditions dans lesquelles les banques octroient des crédits contraignent encore en partie le financement de la consommation des ménages et de l'investissement des entreprises non financières.

Graphique 6 : Facteurs explicatifs de l'évolution des conditions de crédit dans la zone euro

En % net des banques reportant les facteurs contribuant au durcissement



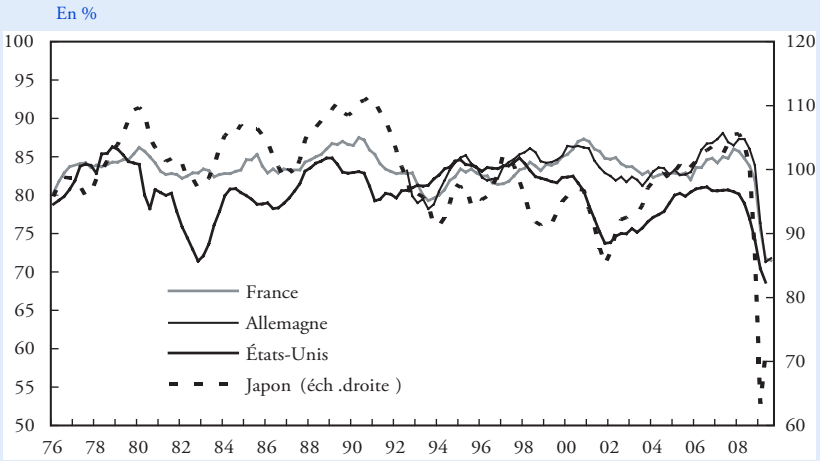
Source : BCE.

Les entreprises peuvent produire sans investir

Depuis l'éclatement de la crise, les taux d'investissement connaissent une correction nette, de l'ordre de 0,7 point en France depuis le premier trimestre 2008 à 2 points aux États-Unis et 2,8 points au Japon. Dans ces conditions, le retour de la croissance serait en partie le fait d'un phénomène de rattrapage. En effet, certains projets d'investissement n'ont pas pu être concrétisés en plein cœur de la tourmente dans la mesure où les circuits de financement étaient bloqués et aussi parce que de nombreuses entreprises se sont placées en situation d'attente étant donnée la forte incertitude conjoncturelle du quatrième trimestre 2008 et du premier trimestre 2009. Pour autant, de nombreux projets restaient viables et seraient donc réactivés dès le retour à des conditions d'activité certes moroses mais quasi-normales. L'arrêt de la spirale dépressive ne signifiera pas que les taux d'investissement retrouveront rapidement leur situation ou même la trajectoire qu'ils suivaient avant la crise. Les

financements bancaires ne renoueraient pas immédiatement avec le même dynamisme même si, en la matière, il est délicat de distinguer les effets d'offre des effets demande. Il reste que les crédits distribués aux SNF dans la zone euro et aux États-Unis sont en baisse. Aux États-Unis, les entreprises recourent plus fortement aux émissions obligataires, marché sur lequel les entreprises américaines ont réussi à lever 975 milliards de dollars de fonds au cours du premier semestre 2009, ce qui a permis de compenser la réduction de 630 milliards de dollars de crédits bancaires. Néanmoins, la baisse de la production sans précédent, en particulier dans l'industrie, laisse des capacités de production inutilisées (graphique 7). Partout, les taux ont fortement baissé, le Japon détenant le record avec une chute de plus de 40 points. En France comme aux États-Unis, les niveaux au deuxième trimestre 2009 s'inscrivent en deçà des creux atteints lors des récessions jusqu'ici historiques de 1993 et de 1982.

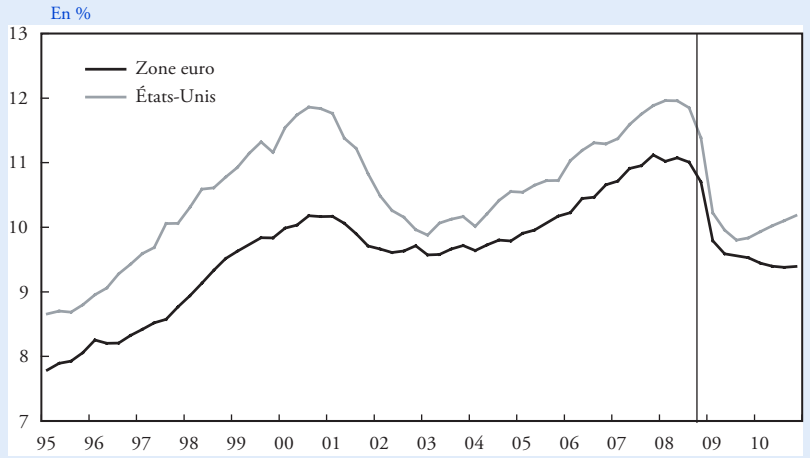
Graphique 7 : Taux d'utilisation des capacités de production



Source : Données nationales (Datastream).

On n'imagine pas dans ces conditions une reprise de l'investissement productif, les entreprises n'ayant effectivement aucune raison d'accroître leurs capacités productives à court terme. En outre, la multiplication des faillites d'entreprises permet d'acquérir de nouvelles capacités de production à moindre coût. Dans ces conditions, seul l'effet d'accélérateur jouera sur l'investissement mais celui-ci ne permettra pas une reprise suffisamment forte de l'investissement. Aux États-Unis, le taux d'investissement ne dépasserait pas, à la fin de l'année 2010, le niveau qu'il avait au printemps 2004 (graphique 8). La situation serait pire dans la zone euro avec un taux d'investissement productif qui poursuit sa baisse pour atteindre 9,4 points de PIB à l'horizon de la prévision, en raison notamment de la poursuite de l'ajustement en France et en Italie.

Graphique 8 : Taux d'investissement



Source : Données nationales (Datastream).

Effets de richesse négatifs et épargne de précaution

À la suite de la contraction du crédit et de la crise de liquidité, le mécanisme de contagion de la finance vers la sphère réelle s'est poursuivi. La richesse nette des ménages, qui est la différence entre les actifs qu'ils détiennent et les emprunts qu'ils ont contractés, varie sous l'effet de deux facteurs : l'évolution de la valeur du stock d'actifs détenus à la période précédente d'une part, les flux d'épargne et d'endettement de la période courante d'autre part.

La valeur des stocks d'actifs a connu un effondrement depuis le début de l'année 2007, et comme l'illustre le tableau 2, les pertes de richesse sont intervenues sur l'ensemble des composantes du patrimoine des ménages : sur la richesse financière, *via* l'effondrement des capitalisations boursières dans les zones concernées, et sur la richesse immobilière, *via* la baisse généralisée des prix de l'immobilier.

Sur le plan de la richesse financière, entre le deuxième trimestre 2007 et le premier trimestre 2009, la capitalisation boursière mondiale a été divisée par deux, avec un recul de 47 % aux États-Unis, 55 % dans la zone euro et 54 % au Japon, soit respectivement 72,1 %, 79,5 % et 90,0 % du revenu disponible brut. Cette perte de richesse est en grande partie supportée par les ménages, de façon directe (canal du cours des actions), mais également de façon indirecte (canal des actifs intermédiés). Aux États-Unis, les pertes de richesse financière atteignent le chiffre colossal de 10 061 milliards de dollars (soit 93,5 % du revenu disponible brut des ménages), dont plus de la moitié sur les actions cotées, un tiers en assurances et fonds de pensions, et le reste en actions non cotées et OPCVM. Les pertes enregistrées en zone euro donnent le sentiment illusoire d'un phénomène d'ampleur plus faible (1 215 milliards d'euros, soit 20 % du revenu disponible brut), l'essentiel étant imputable aux actions cotées et aux actions non cotées. La

perte de richesse financière effective est probablement sous-estimée dans le tableau 2. Dans la mesure où l'effondrement de la capitalisation boursière est du même ordre en zone euro et aux États-Unis, la perte de richesse financière devrait être comparable. En effet, une part de l'effondrement de la capitalisation boursière se répercute directement sur le patrimoine financier des ménages à travers la détention directe d'actions (à hauteur de deux tiers aux États-Unis). À cela s'ajoutent les pertes sur le segment des actifs intermédiés (OPCVM, assurances et fonds de pension). Certes, il y a en moyenne quatre fois moins de ménages détenteurs d'actions en zone euro qu'aux États-Unis, et une intermédiation financière moins prégnante, avec une place plus importante des systèmes de retraite par répartition au sein de la zone euro. Ces caractéristiques pourraient expliquer de moindres effets de richesse ; la variation de richesse observée dans la zone euro n'en demeure pas moins très fortement sous-estimée.

Tableau 2 : Variation de richesse des ménages et de la capitalisation boursière entre le 2e trimestre 2007 et le 1er trimestre 2009 : États-Unis, zone euro et Japon

En % du revenu disponible brut

	États-Unis	Zone euro	Japon
Richesse immobilière	38,4	n.d.	n.d.
Richesse financière *dont*	-93,5	-19,9	-55,8
actions cotées	-46,6	-12,7	-19,2
actions non cotées	-15,1	-12,0	-22,8
parts d'OPCVM	-14,8	-6,6	n.d.
assurances et fonds de pension	-32,3	0,7	-3,4
Capitalisation boursière	-72,1	-79,5	-90,0
Revenu disponible brut au Q1 2009 (en milliards de dollars)	10 765	7 919	3 221

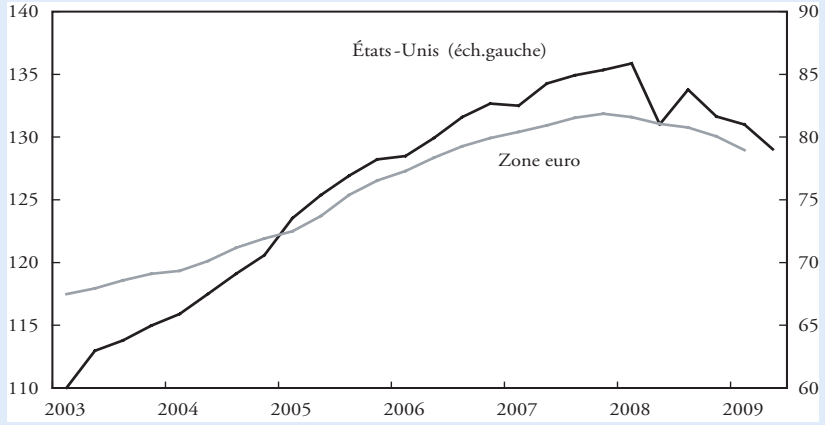
Sources : Datastream, calculs OFCE.

Les pertes de richesse immobilière sont moindres, mais néanmoins conséquentes (4 129 milliards de dollars aux États-Unis entre le second trimestre 2007 et le premier trimestre 2009, soit 38,4 % du revenu disponible brut). Pour la zone euro, on ne dispose pas de chiffres pour 2009, mais les pertes devraient être importantes, si l'on en croit l'évolution des prix du logement dans les grands pays de la zone. Ainsi, en termes réels, entre 2007 et 2008, les prix de l'immobilier baissent de 2,7 % en Allemagne, de 1,8 % en France, de 3,7 % en Espagne, et de 1,8 % en moyenne pour la zone euro [4].

4. Calcul basé sur six pays de la zone euro (Allemagne, France, Espagne, Pays-Bas, Irlande et Finlande)

Graphique 9 : Évolution de l'encours de crédit aux ménages en zone euro et aux États-Unis

En % du revenu disponible brut



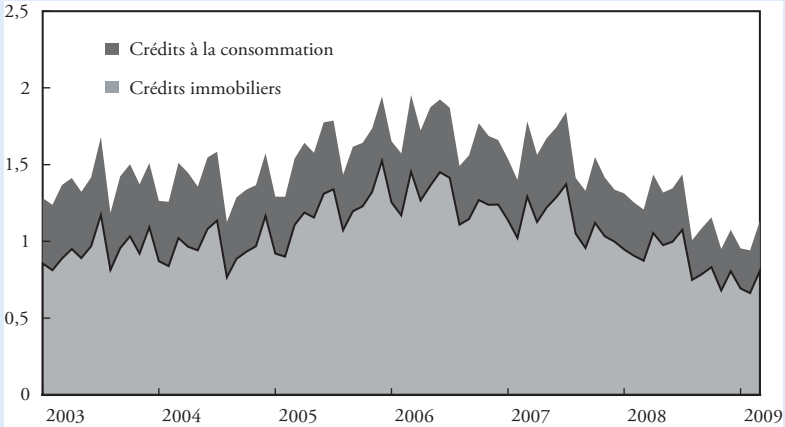
Sources : Datastream, calculs OFCE.

Aux effets de richesse négatifs s'ajoute la situation de *credit crunch*. L'encours des crédits aux ménages, qui progressait au rythme de 10 % par mois début 2006 dans la zone euro, a connu depuis une baisse ininterrompue (graphique 9), avec un fléchissement encore plus marqué pour les crédits immobiliers. Au total, la baisse de l'encours de crédit a été de 5 points de revenu disponible brut aux États-Unis contre 3 points en zone euro entre le premier trimestre 2008 et le premier trimestre 2009. L'analyse des flux de nouveaux crédits corrobore ce constat : entre le premier trimestre 2008 et le premier trimestre 2009, l'offre de crédit est passée de 1,26 % à 1,0 % du revenu disponible brut (graphique 10). Conséquence attendue, dans l'ensemble de la zone euro, l'endettement des ménages s'est stabilisé à 93 % du revenu disponible depuis le début 2008. Aux États-Unis, l'évolution est encore plus marquée [5] : le montant des nouveaux crédits immobiliers, net de remboursements, est passé de 1 187,7 milliards de dollars au premier trimestre 2006 à – 6,2 milliards au premier trimestre 2009. L'endettement a également tendance à stagner ; il se situe début 2009 aux alentours de 130 % du revenu disponible (graphique 11).

5. En raison de conventions de calcul différentes, on ne peut comparer directement les montants de nouveaux crédits entre la zone euro et les États-Unis.

Graphique 10 : Nouveaux crédits aux ménages en zone euro

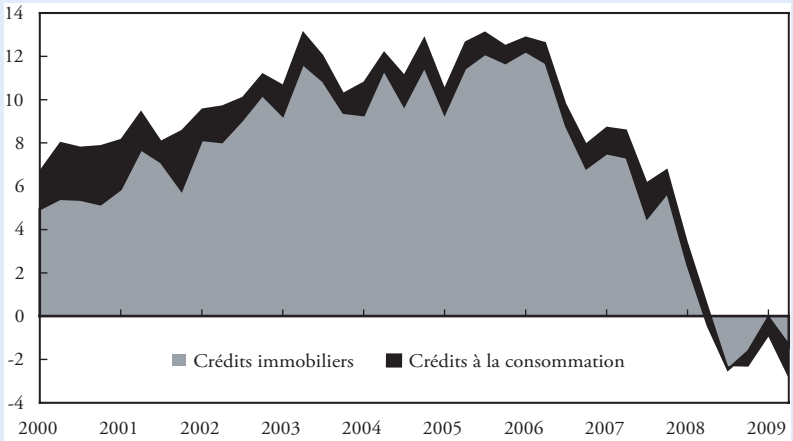
En % du revenu disponible brut



Sources : BCE, calculs OFCE.

Graphique 11 : Nouveaux crédits aux ménages nets de remboursements aux États-Unis

En % du revenu disponible brut

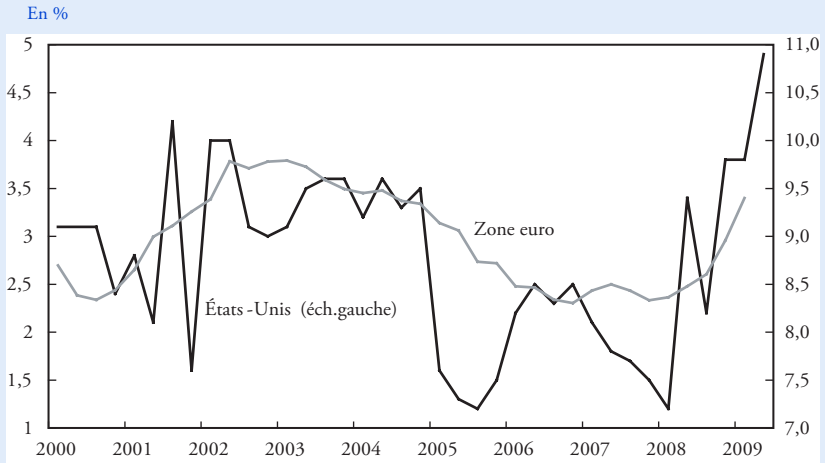


Sources : Datastream, calculs OFCE.

Sous l'effet conjugué du *credit crunch*, d'une perte de richesse et de la hausse du chômage, les ménages se tournent vers l'épargne de précaution (graphique 12). Aux États-Unis, entre le premier trimestre 2008 et le deuxième trimestre 2009, le taux d'épargne des ménages a augmenté de 3,2 points, pour atteindre 4,9 %, niveau le plus haut depuis 1995. Dans la zone euro, l'épargne a également progressé de 1,8 point entre le premier trimestre 2008 et le premier trimestre 2009. La France ne fait

pas exception, avec une épargne qui atteint son plus haut niveau depuis 2002 : selon l'Insee, le taux d'épargne a grimpé à 16,7 % au deuxième trimestre, contre 16,0 % au premier trimestre et une moyenne de 15,3 % sur l'ensemble de 2008. Faut-il pour autant considérer ce surcroît d'épargne comme préjudiciable ? En effet, la constitution par les ménages d'un « matelas » d'épargne de précaution peut permettre de lisser, à plus long terme, les effets du chômage sur la consommation, et donc continuer à soutenir la consommation dans la durée. Pourtant, conformément à l'optique de cycle de vie formulée par Friedman, toute baisse de patrimoine apparaît comme un appauvrissement qui conduit à accroître l'épargne (pour reconstituer le patrimoine) donc à diminuer la consommation. Ainsi, chaque point d'épargne supplémentaire représente un point de consommation en moins, donc de la croissance en moins. Dans les faits, il apparaît que la consommation pâtit de ce surcroît d'épargne, bien que le revenu disponible n'ait pas connu d'inflexion dans sa progression (7,6 % à peine entre le deuxième trimestre 2007 et le premier trimestre 2009, contre 6,6 % deux ans plus tôt). La consommation en biens durables est particulièrement touchée du fait de sa forte élasticité au revenu disponible brut.

Graphique 12 : Taux d'épargne nette comparé entre États-Unis et zone euro



Note : Le taux d'épargne nette est calculé en faisant le rapport entre épargne nette de la consommation de capital fixe, et revenu net de la consommation de capital fixe.
Sources : Datastream, calculs OFCE.

Avec la hausse prévue des prix des matières premières (pétrole et matières premières industrielles), l'arrivée à échéance des plans de soutien et la poursuite des destructions d'emplois jusqu'en 2010, il y a fort à parier que la consommation ne retrouvera pas son dynamisme à court terme : en zone euro, elle stagnerait, passant de – 0,8 % du PIB en 2009, à 0,0 % du PIB en 2010, contre – 0,9 % et 0,5 % respectivement aux États-Unis.

Le mouvement ininterrompu de baisse de la valeur des actifs a commencé à s'inverser aux États-Unis [6] au second trimestre 2009 : la richesse financière et la richesse immobilière ont crû respectivement de 1 777 et de 157 milliards de dollars entre le premier et le deuxième trimestre, fait remarquable après neuf trimestres de baisse consécutifs. On est encore très loin des niveaux du début 2007.

Budgets de crises

Le creusement des *output gap* et l'ensemble des mesures de relance prises dans de nombreux pays détériorent fortement la situation des finances publique. Aux États-Unis et dans la zone euro, les déficits budgétaires seront ainsi passés respectivement de 1,2 et 0,6 % de PIB en 2007 à 11,4 % et 6,3 % en 2009. En 2010, trop loin de son potentiel, la croissance ne permettra pas de générer des recettes fiscales suffisantes. Les dépenses ne pourront être réduites notamment du fait de la poursuite de l'augmentation des taux de chômage. La part conjoncturelle des déficits continuera donc à se dégrader. En outre, la mise en œuvre des plans de relance, votés entre la fin de l'année 2008 et le premier semestre 2009, s'effectue progressivement. Ils devraient donc encore apporter un soutien indispensable à la croissance en même temps qu'ils pèseront un peu plus sur les finances publiques. Au Royaume-Uni, le déficit dépasserait 12 %. Il atteindrait près de 7 % dans la zone euro et s'établirait à 9,1 % au Japon. Seuls les États-Unis se démarqueraient puisque le déficit serait revu légèrement à la baisse en 2010 pour s'approcher de 10 %. Pourtant, s'il est indéniable que le soutien public s'est largement substitué à la demande privée, la tendance pourrait rapidement s'inverser si les autorités publiques décidaient de rétablir progressivement leur situation. Les États ne pourront pas envisager de laisser filer la dette sur une trajectoire supposée explosive et ils réduiront les déficits dès que la situation conjoncturelle se sera améliorée. Pourtant, ce faisant, les ajustements budgétaires viendraient amputer la demande risquant alors d'étouffer les prémisses d'une reprise. En effet, non seulement le soutien à l'activité serait réduit du fait de la réduction des dépenses d'investissement ou de la fin des mesures de soutien aux ménages et aux entreprises, mais surtout, la réduction des déficits passerait certainement par des mesures d'économies budgétaires ou par une augmentation des impôts. Un tel scénario n'est généralement pas encore à l'œuvre. Toutefois, dans quelques pays — Espagne, États-Unis ou France par exemple — les gouvernements s'efforceront de réduire, voire d'inverser, l'impulsion budgétaire, qui deviendrait effectivement négative dans la zone euro (– 0,4 point de PIB) et franchement négative aux États-Unis (– 1,7 point). Au Royaume-Uni, l'impulsion en 2010 s'établirait à – 0,7 point de PIB entre 2010 contre 3,1 points en 2009.

Ainsi, malgré le rebond, le dynamisme de la demande restera entravé par de nombreux facteurs. Dans ces conditions, les pressions sur les prix resteront à la

6. Les données comparables pour la zone euro ne sont pas encore disponibles.

baisse ne permettant pas d'écarter définitivement l'hypothèse d'une entrée en déflation.

Simples baisses des prix ou déflation ?

Avec la baisse du prix du pétrole enregistrée jusqu'au premier trimestre 2009, les tensions sur l'inflation se sont nettement atténuées. La forte volatilité du cours de l'or noir induit des effets de base qui entraînent une baisse des indices de prix à la consommation et qui brouillent en conséquence l'analyse en termes de pressions déflationnistes. L'inflation est de fait négative aux États-Unis depuis décembre 2008 et l'indice reculait encore de 1,4 % en août 2009. Même constat dans la zone euro où l'indice des prix harmonisé s'inscrit en recul de 0,1 % sur le troisième trimestre 2009. Quant au Japon, les prix sont en baisse de 2,2 % en juillet et août 2009. La remontée du pétrole et la fin progressive des effets de base permettront une remontée de l'inflation, que nous anticipons pour 2010 à 1,9 % aux États-Unis et 1,2 % dans la zone euro. À l'exception du Japon, où le retour de la déflation semble inéluctable, un scénario de baisse prolongée des prix serait en apparence écarté.

Pourtant, l'atonie de la demande interne maintiendrait l'*output gap* à des niveaux très bas. L'augmentation du chômage freinera les dépenses des ménages et, surtout, réduira le pouvoir de négociation des salariés, ce qui limitera la progression des salaires et de l'inflation sous-jacente. Estimée à partir d'une équation de type Phillips pour la zone euro et les États-Unis, l'inflation sous-jacente diminue progressivement en 2009 et 2010 (tableau 3) [7] et devient négative en toute fin d'année 2010 aux États-Unis. Dans la zone euro, la progression de l'indice excluant l'énergie, l'alimentaire et le tabac passerait sous la barre de 1 %. Ces éléments ne permettent donc pas d'écarter l'hypothèse d'une déflation. La baisse de l'inflation sous-jacente expose de fait l'économie à tout choc négatif qui pourrait amputer encore un peu plus la demande. Surtout, le risque s'inscrit dans la durée dans la mesure où la dynamique des prix sera longtemps marquée par la persistance du chômage. Le risque de déflation est donc d'autant plus grand que le chômage n'est pas rapidement résorbé. À cet égard, même si en fin d'année 2010 le niveau de l'inflation sous-jacente est plus élevé dans la zone euro qu'aux États-Unis, le plus faible ralentissement du chômage montre que la zone euro pourrait glisser lentement vers la déflation à partir de 2011.

De la même façon que le marché du travail est caractérisé par un excès d'offre de travail, le marché des biens capitaux devrait également connaître une situation de baisse des prix. La réduction de l'activité brutale, et bien au-delà des variations observées dans l'industrie, la hausse des faillites et donc des liquidations va mettre sur le marché des biens capitaux en abondance. L'excès d'offre pèsera sur la production mais également sur les prix, abaissant le coût du capital, même si une prime de risque plus élevée s'installe.

7. Dans les deux cas, l'équation estimée est de la forme $\dot{P}core = \hat{\alpha} + \hat{\rho}\dot{P}core(-1) + \hat{\gamma}Cho + \hat{\beta}(L)\dot{P}m$: où $\dot{P}m$ désigne l'indice des prix aux importations.

Tableau 3 : Inflation sous-jacente et chômage

En %

	États-Unis		Zone euro	
	Inflation (g.a)	Chômage	Inflation (g.a)	Chômage
2009 T3	1,5	9,7	1,6	9,6
2009 T4	1,2	10,2	1,5	9,9
2010 T1	0,8	10,3	1,3	10,1
2010 T2	0,5	10,3	1,1	10,3
2010 T3	0,2	10,3	1,0	10,5
2010 T4	-0,1	10,1	0,9	10,6

Note : (g.a) = glissement annuel.
Sources : Calculs OFCE, octobre 2009.

Ces quelques éléments montrent bien que les tendances déflationnistes ne se matérialisent pas forcément à court terme mais risquent de s'installer dans la durée tant que la situation macroéconomique reste dégradée. Les politiques macroéconomiques doivent donc continuer à soutenir l'activité, en favorisant la consommation et l'investissement. En effet, la demande intérieure manquera de ressorts internes en 2010, maintenant l'économie dans un état de crise larvée. D'autant que l'endettement des ménages et des SNF pourrait enclencher une spirale de déflation par la dette, de laquelle il est ensuite délicat de s'extirper [8]. Dans ce contexte, il est essentiel que les autorités monétaires montrent leur détermination à combattre la déflation. L'ancrage des anticipations sur l'objectif des banques centrales est effectivement un moyen efficace de réduire la probabilité d'une déflation [9]. Le maintien des mesures non conventionnelles participe de cette action et sont actuellement l'arme principale à disposition des banques centrales pour convaincre les agents du retour de l'inflation au voisinage de l'objectif des banques centrales.

En outre, l'occurrence de la déflation se traduirait certainement par un renforcement des inégalités, entre les débiteurs et les créanciers, les salariés en emploi stable ou les personnes recevant des prestations généralement rigides à la baisse, et les personnes dont la position est précaire sur le marché du travail. En effet, la baisse des prix accroît la valeur réelle des dettes contractées à taux fixe. Les emprunteurs se trouvent de fait pénalisés par la déflation alors que dans le même le temps, le pouvoir d'achat des créanciers s'améliore [10]. Ces effets peuvent être retardés et atténués lorsque les dettes et les créances sont à taux variables. Mais, lorsque la déflation devient trop importante et que le taux nominal est nul, le taux

8. « Aux portes de la déflation ? », *Revue de l'OFCE*, n° 110, juillet 2009.
9. C'est ce que montre récemment J. C. Williams (2009) : « The Risk of Deflation », *FRBSF Economic Letter*.
10. Ainsi, dans le scénario de déflation par la dette, Fisher suppose que la propension marginale à consommer des débiteurs est plus élevée que celle des créanciers. La déflation réduit alors les dépenses agrégées et maintient la pression à la baisse des prix.

réel ne peut qu'augmenter. Ensuite, un second facteur d'inégalités est lié à la position des agents sur le marché du travail. Le chômage touche plus rapidement et plus fortement les individus qui se trouvaient déjà dans les situations les plus précaires. Les intérimaires et les agents en contrat à durée déterminée furent les premiers à faire les frais de la crise et de l'ajustement de l'emploi dans les entreprises. Pour les individus qui étaient déjà au chômage ou pour les personnes — jeunes diplômées ou sans qualification — qui tentent d'entrer sur le marché du travail en période de crise, les espoirs de trouver rapidement un emploi s'éloignent. Par le jeu de la file d'attente qui s'instaure sur le marché du travail, ces individus risquent d'être les derniers à bénéficier de la reprise de l'activité. Ainsi, ces difficultés se renforcent avec la déflation parce que cette situation s'accompagne d'un sous-emploi durable qui écarte ces personnes d'une reprise d'activité et, parce que leur capacité à négocier leur salaire se trouve fortement atténuée. Ils peuvent alors être contraints d'accepter un niveau de rémunération inférieur à celui précédant la crise alors que comparativement les individus qui n'ont pas été exclus du marché du travail sont protégés et conservent un salaire généralement rigide à la baisse. Ainsi, la déflation exerce une pression à la baisse sur les salaires, contribuant à relancer la croissance, en s'appuyant sur les revenus qui ne se sont pas ajustés. En revanche, la baisse des salaires, par le piège de reflation de la dette, augmente les défauts et pèse sur la demande. La déflation a ainsi des effets ambigus, qui se traduiraient principalement par une augmentation des inégalités.

Après la crise, quelles perspectives ?

Le potentiel de production ou de croissance est un concept largement utilisé pour l'analyse conjoncturelle. Bien que la décomposition entre le cycle et la tendance repose sur une hypothèse forte de séparabilité, ce concept permet de s'abstraire des mouvements de court terme pour évoquer les évolutions de moyen terme. La définition la plus admise du potentiel de croissance est « la trajectoire d'activité qui n'accélère pas l'inflation ».

Le contexte de réduction brutale de l'activité rend la notion de potentiel de production ou de croissance un peu vaine. L'écart qui apparaît entre la trajectoire de référence et la trajectoire probable est tel qu'on attend principalement une décélération rapide de l'inflation, puis une déflation plutôt qu'une limite au rythme de croissance possible. Il est en fait difficile d'imaginer des forces de rappel autonome ou des politiques conjoncturelles à même de ramener rapidement l'économie sur la trajectoire de croissance potentielle. La notion de potentiel n'a donc d'intérêt que pour savoir quelles peuvent être les perspectives d'activité à plus long terme et quelles peuvent être les conséquences de la crise économique et financière sur les sources de la croissance.

Trois éléments peuvent être abordés :

i) La hausse brutale du chômage et une longue période de chômage élevé (que l'on qualifie de conjoncturel, bien qu'il s'inscrive dans la durée) ont des effets à long terme par un phénomène d'hystérèse. Contraints à l'inactivité, découragés, les demandeurs d'emploi perdent peu à peu leur capacité à s'insérer sur le marché du travail, voire perdent en productivité. Ceci conduit à une hausse du chômage d'équilibre graduelle. Cette hausse graduelle du chômage d'équilibre réduit la pression déflationniste (dans ce type de représentation, la pression de déflation dépend de l'écart entre le chômage d'équilibre et le chômage effectif). Les analyses empiriques retiennent une dynamique lente de l'effet d'hystérèse et à l'horizon de quelques années, il n'y a pas là de quoi réduire le risque déflationniste. Par ailleurs, le découragement des demandeurs d'emploi peut induire une réduction de la population active par une diminution des taux d'activité. Ceci peut être assez terrible pour les seniors, pour lesquels la perte de l'emploi peut signifier une exclusion définitive du marché du travail.

ii) Le coût relatif du capital et du travail : la réduction brutale de l'activité provoque un excès d'offre à la fois sur le marché du travail et sur le marché du capital. Sur ces deux marchés, les prix devraient baisser, et l'on peut penser que les salaires sont plus rigides que ne le sont ceux des biens capitaux. La hausse des primes de risque pour les activités productives, largement abaissées dans la période d'euphorie, peut remonter. Au total cependant, on peut estimer que le coût du travail s'abaissera moins que celui du capital, induisant une substitution du capital au travail, pesant encore plus sur le marché du travail. Si une déflation importante s'installe et pousse à la hausse les taux réels, cet effet pourrait s'inverser. Les effets de substitution entre le travail et le capital sont conditionnés par le coût relatif de deux facteurs, mais la lenteur du renouvellement du capital peut reporter à longtemps l'apparition d'effets sensibles par ce canal.

iii) La productivité globale des facteurs est également sous le coup d'influences contradictoires. La purge schumpeterienne, par laquelle les entreprises les moins productives sont celles qui disparaissent le plus, conduit à une réallocation du capital et des talents vers les entreprises les plus efficaces. Cet argument laisse entrevoir des gains de productivité des facteurs à moyen terme. En revanche, la diminution de l'effort de R&D, la destruction des réseaux immatériels entre entreprises, la destruction du capital social sont autant d'arguments pour plomber les évolutions de la productivité globale des facteurs. Enfin, la hausse du chômage induira un phénomène de surqualification : dans la file d'attente, les plus qualifiés prennent les emplois qui se présentent même moins rémunérés et demandant une qualification moindre. Au total, l'ensemble des qualifications disponibles n'est pas pleinement exploité et cela pousse à la baisse la productivité globale des facteurs. Ces derniers arguments peuvent largement l'emporter sur l'effet purge schumpeterienne.

Au total, et sans préjuger de l'impact de l'éclatement de la bulle sur la trajectoire soutenable, les effets induits du ralentissement sont un freinage des perspectives de croissance à moyen terme.

Tableau 4 : Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et matières premières

	Trimestres												Années		
	2008				2009				2010				2008	2009	2010
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Taux de change[1]															
1 euro =...$	1,50	1,56	1,50	1,32	1,30	1,36	1,43	1,40	1,37	1,33	1,30	1,30	1,47	1,37	1,32
1 $ =…yen	105	105	108	96	94	97	94	95	100	100	100	100	103	95	100
1 £ =…euros	1,32	1,26	1,26	1,19	1,10	1,14	1,15	1,12	1,14	1,15	1,16	1,18	1,26	1,13	1,16
Taux d'intérêt directeurs des banques centrales[1]															
États-Unis	3,2	2,1	2,0	1,1	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	2,1	0,25	0,25
Japon	0,5	0,5	0,5	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5	0,1	0,1
Zone euro	4,0	4,0	4,2	3,4	2,0	1,4	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	3,9	1,3	1,0
Royaume-Uni	5,4	5,0	5,0	3,3	1,1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,75	4,7	0,7	0,6
Taux d'intérêt à long terme[1]															
États-Unis	3,6	3,9	3,8	3,2	2,7	3,3	3,5	3,4	3,3	3,2	3,1	3,1	3,6	3,2	3,2
Japon	1,4	1,6	1,5	1,4	1,3	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	1,4	1,4
Zone euro	4,1	4,5	4,6	4,2	4,2	4,2	3,9	3,8	3,7	3,6	3,6	3,6	4,4	4,0	3,6
Royaume-Uni	4,5	4,8	4,7	4,0	3,4	3,6	3,7	3,6	3,7	3,8	3,9	4,0	4,5	3,6	3,9
Prix du pétrole, Brent, en $[1]	96,8	122,0	114,7	54,8	44,3	58,8	68,0	75,0	80,0	80,0	80,0	80,0	97,0	61,5	80,0
Prix du pétrole, Brent, en €[1]	64,6	77,8	76,3	41,6	34,0	43,2	47,7	53,6	58,6	60,0	61,5	61,5	65,1	44,6	60,4
Matières premières industrielles[2]	15,2	5,4	-6,6	-30,3	-7,6	10,5	17,1	5,4	1,0	2,0	0,5	0,5	5,4	-26,2	17,8

1, Moyenne sur la période.

2, Variation par rapport à la période précédente, en %.

Sources : Taux de change et pétrole : relevé des cotations quotidiennes. Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Prévision OFCE octobre 2009.