

# Changement de moteur

Benjamin Carton

(CEPII)

Présentation de l'économie mondiale 2008

# On l'attendait depuis longtemps !

- Le déséquilibre de la croissance et les *global imbalances*
  - Chaque année, commentaire du creusement continu du déficit courant américain ;
  - Chaque année, des raisons de penser que la tendance va s'inverser.
  - Cette année peut-être ?
- Quel scénario de rééquilibrage était envisagé ?
  - Par la demande : les ménages sont tellement endettés qu'ils vont finir par arrêter.
  - Par le dollar : la situation financière américaine est tellement dégradée que les investisseurs se détournent du billet vert.
- Un scénario " mixte " se dessine :
  - Le très grand optimiste sur les perspectives de croissance et de revenu se dégonfle, baisse des prix immobiliers, des bourses, moindre recours à l'emprunt.
  - Baisse par rapport à l'euro, plus récemment par rapport au yen. Bientôt le yuan ?

## Des perspectives de croissance contrastées

Du côté des pays développés :

- Etats-Unis : croissance en dessous du potentiel, rôle de la crise du crédit ;
- Zone euro : croissance au potentiel (mais qui reste faible) sauf si la crise du crédit contraint l'investissement des entreprises ;
- Japon : croissance au potentiel, moins de risques de crise de crédit.

Du côté des pays émergents :

- Chine : investissement toujours très dynamique ;
- Inde : surchauffe depuis le début de l'année ;
- Reste de l'Asie émergente : croissance autour de 5% l'an ;
- Amérique latine : les termes de l'échange s'améliorent, demande mondiale (Asie) très soutenue ;
- Producteurs de pétrole et gaz : les recettes dynamisent la croissance ;
- Même l'Afrique croît relativement fortement.

# Plan

- Effet du ralentissement américain sur le reste du monde
- La zone euro face à la crise *subprime*
- Perspectives dans les pays émergents

# Effet du ralentissement américain sur le reste du monde

# Le ralentissement américain et la crise financière peuvent-ils toucher les autres pays ?

Trois canaux principaux de la propagation du ralentissement américain :

- Le commerce
  - Ralentissement de la demande américaine sur les exportations des autres pays ;
  - Ralentissement des investissements dans le "secteur exportateur".
- La finance
  - Exposition directe aux *subprimes* ;
  - Hausse plus générale des *spreads* et baisse des bourses.
- La confiance

## Le ralentissement américain et le commerce

Etats-Unis	Canada	Mexique	Reste Amérique	Russie
0,95	0,20	0,18	0,05	0,03
Zone euro	Royaume-Uni	Japon	Chine	Reste du Monde
0,02	0,03	0,03	0,08	0,04

**TAB.:** Baisse mécanique de l'activité suite à une baisse de la demande de 1% aux Etats-Unis

## Le ralentissement américain et le commerce

Etats-Unis	Canada	Mexique	Reste Amérique	Russie
0,95	0,27	0,24	0,08	0,04
Zone euro	Royaume-Uni	Japon	Chine	Reste du Monde
0,04	0,04	0,05	0,15	0,07

**TAB.:** Baisse mécanique de l'activité suite à une baisse de la demande de 1% aux Etats-Unis avec baisse de l'investissement dans le secteur exportateur

- Si l'on tient compte du fait que, aux Etats-Unis, les importations baissent de 2% lorsque la demande intérieure baisse de 1%, les estimations au-dessus sont doublées ;
- Sans une dépréciation du dollar, le ralentissement américain devrait essentiellement affecter le Canada et le Mexique, un peu la Chine et l'Asie émergente, et de façon très mesurée le reste du Monde.

# Le ralentissement américain et la finance

- L'intégration financière internationale a été très importante ces dernières années : Flux de capitaux = 15 points de PIB mondial en 2005 (contre 6 points en 1995), très corrélés au prix des titres.
- Elle concerne essentiellement les pays développés :
  - au sein de la zone euro ;
  - au sein des pays de l'OCDE.
- L'exposition des pays émergents à la crise de crédit est faible comparée à celle de l'Europe par exemple :
  - Les achats de titres sont souvent le fait des banques centrales et pas du secteur bancaire ;
  - La parts des actions est plus faible que pour les pays développés.

# Le ralentissement américain et la finance

- Une hausse de l'aversion pour le risque (hausse des *spreads*) serait beaucoup moins fâcheuse qu'à la fin des années 90 :
  - la plupart des pays ont des excédents courants ;
  - ils ne risquent pas de brusques sorties de capitaux.
- Certains pays sont plus fragiles
  - Turquie ;
  - nouveaux membres de l'UE (Hongrie et Roumanie en particulier).
- Les bourses mondiales sont très corrélées → risque plus important ici.

# Le ralentissement américain et la confiance

- Des facteurs qui peuvent heurter la confiance :
  - Hausse du coût du crédit ;
  - Baisse de la capitalisation boursière ;
  - Reprise tardive du fonctionnement "normal" du marché du crédit.
- Du côté des ménages, une hausse de l'épargne :
  - C'est un problème de pays développés (part de la consommation dans le PIB) ;
  - Pas visible en dehors des Etats-Unis.
- Du côté des entreprises, une baisse de l'investissement :
  - Accès au crédit plus difficile depuis la crise du mois d'août ;
  - Retarder certains projets car les risques augmentent ;
  - Sans doute le plus grand risque en Europe ;
  - A l'inverse, cela peut aller dans le sens que les autorités souhaitent dans les pays émergents.

## L'Europe face à la crise *subprime*

# Les risques financiers

- La baisse du commerce vers les Etats-Unis ne met pas en danger la croissance européenne.
- Les risques viennent des marchés financiers (crédit) :
  - Exposition directe des banques aux crédits risqués américain ;
  - Les risques ne sont pas localisés → baisse de la confiance ;
  - Le refinancement court des banques est plus difficile, et les *spreads corporate* augmentent ;
  - *Credit crunch* ? Quel effet sur l'investissement ? pas encore de signes.

# La réaction de la BCE

- Face à des marchés soudainement moins liquides :
  - Le taux interbancaire et celui des appels d'offre très au-dessus du principal taux directeur ;
  - Les banques ne se prêtent plus entre elles.
- Apporter des liquidités :
  - Opérations de prise en pension avec des volumes très importants ;
  - Opérations à très court terme (moins de une semaine).
- Prendre acte que les conditions du crédit se sont déjà durcies :
  - Pas de hausse des taux d'intérêt début septembre ;
  - Elle conditionnera certainement la date de la prochaine hausse au retour à la normal sur les marchés financiers.

# La BCE en fait-elle trop ?

- L'abondance de liquidités et les bulles :
  - Evolution des agrégats monétaires (M3) très au-dessus de l'objectif ;
  - Pas de transmission aux prix à la consommation mais au prix des actifs (actions, immobilier) ;
  - Si les banques centrales interviennent trop, elles vont déresponsabiliser les acteurs financiers (les banques qui ont fait du *subprime* en 2005 et 2006 étaient **irresponsables**)
- Il faut nuancer le propos :
  - Ne pas confondre les liquidités interbancaires et le volume des crédits à l'économie ;
  - Les liquidités apportées par la BCE sont des prises en pension de court terme, pas une ligne de crédit définitive.

# La BCE en fait-elle assez ?

- La banque centrale doit garantir l'existence d'un prix sur le marché monétaire (Buiter et Sibert) :
  - Elle peut diversifier le type de titres qu'elle prend en pension ;
  - Aux titres plus risqués, elle affecte un *spread* pour que le marché ne disparaisse pas ;
  - Cela évite une hausse des *spreads* qui reflèterait des problèmes de liquidité plutôt qu'une juste appréciation des risques si la discrimination est trop faible.
- Les risques d'une telle approche :
  - Comment la banque centrale peut-elle apprécier elle-même le risque ?
  - Comment sortir d'un tel *quantitative easing* ?
  - Quel impact sur les prises de risque du secteur financier après ?

# Gouvernance financière mondiale

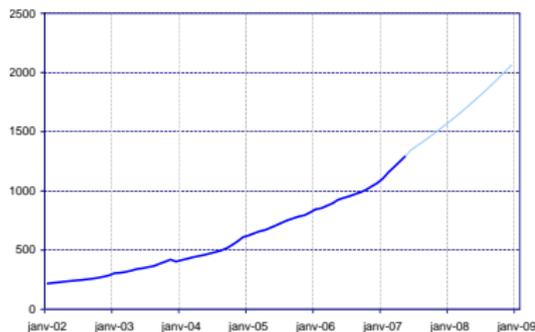
- La mondialisation financière diminue la souveraineté des autorités de régulation du système financier : empêcher les banques européennes de prendre trop de risque ne prévient pas qu'elles achètent les "imprévoyances" (titrisées, diluées, maquillées, etc.) des banques américaines.
- Le partage des risques de crédit est efficace si cela ne conduit pas à faire des prêts inconsidérés. Quels outils de gouvernance ?
- la gouvernance financière mondiale sera un sujet de première importance à l'avenir (les banques dans le cas d'espèce, les fonds d'investissement et de pension aussi).

## Perspectives dans les pays émergents

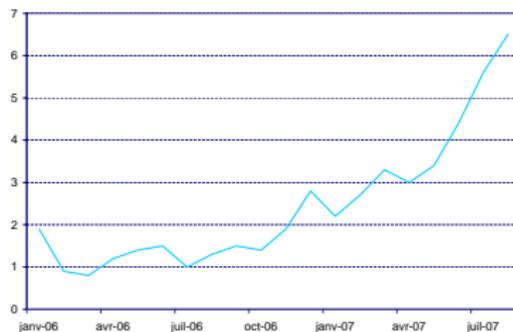
# Chine : surchauffe, excédents courants et inflation

- La croissance chinoise reste extrêmement soutenue et toujours très déséquilibrée :
  - Hausse de l'investissement à un rythme de 20% par an (44% du PIB);
  - Hausse des exportations et de l'excédent commercial (250 milliards de dollar en 2007 ?).
- Certains facteurs d'inflation :
  - Hausse de l'inflation (6,5% au mois d'août contre 2% un an auparavant) n'est pas générale ;
  - La hausse dans l'alimentation ne devrait pas durer (crise du porc) ;
  - Demeure des risques de contagion sur les salaires ;
  - Politique monétaire peu efficace pour lutter contre l'inflation ;
  - Renforcer l'appréciation du yuan est difficile car cela provoque des entrées de capitaux spéculatifs et accroît encore les réserves.

## Chine : surchauffe, excédents courants et inflation



Réserves : 2000 milliards de dollars avant fin 2008 (15 jours de production mondiale).



Inflation : Risques sur les salaires.

# Inde : demande intérieure dynamique

- Le taux de croissance est très élevé (9,4%) :
  - Hausse du crédit et des prix immobiliers ;
  - Hausse des salaires des cadres ;
  - Consommation de la classe moyenne et investissement des entreprises.
- Insuffisance de l'investissement public :
  - Le système de transport (routes, etc.) et la production énergétique contraignent l'activité économique ;
  - D'importants investissements à l'avenir dans ces secteurs.
- Facteurs pesant sur les exportations :
  - Appréciation de la roupie ;
  - Ralentissement américain.

# Autres pays émergents : vive les matières premières !

- Croissance portée par les exportations de matières premières :
  - Pétrole et gaz (Russie, Moyen-Orient, Algérie) ;
  - Métaux ;
  - Produits agricoles.
- En Amérique latine :
  - Reprise de l'investissement ;
  - Consolidation financière (désendettement, excédents primaires du secteur public, accroissement des réserves, etc.).

Merci de votre attention !