

## Croissance à crédit

Vladimir Borgy\*



p. 5-15

L'économie mondiale a connu en 2004 une conjoncture exceptionnelle, la croissance annuelle au rythme de 5 % est la plus forte enregistrée depuis 1976 et résulte d'une accélération progressive depuis le creux de 2001. Des politiques macroéconomiques plus restrictives aux États-Unis et en Chine, visant à conduire la croissance vers des rythmes plus soutenables, ralentiraient la progression de l'activité mondiale en 2005 et 2006 ; mais les hypothèses centrales retenues dans la plupart des projections situent sur ces deux années la croissance au-dessus de 4 %.

Au cours de l'année 2004, aux États-Unis, la hausse des profits et l'amélioration de la situation financière des entreprises ont permis à l'investissement de fortement repartir tandis que la consommation des ménages et l'investissement résidentiel restaient très dynamiques. La croissance crée à nouveau des emplois et les revenus salariaux progressent. En Chine, le gouvernement annonce pour le premier semestre 2005 une croissance de 9,5 %, identique à celle enregistrée sur l'ensemble de l'année 2004 ; mais il semblerait que les tensions témoignant d'une surchauffe se réduisent. La Chine a enregistré en 2004, des taux record d'investissement et une formidable croissance de ses exportations.

Le dynamisme américain et chinois a largement contribué à l'accélération de la demande mondiale de pétrole. La hausse des prix des produits pétroliers et des matières premières en général a constitué, avec le niveau élevé de la demande, un puissant vecteur de transmission de la croissance à de nombreux pays en développement. La croissance a été forte dans toutes les grandes régions émergentes, avec un meilleur équilibre entre demande extérieure et demande intérieure. Les conditions financières mondiales ont été particulièrement favorables : les primes de risque des emprunteurs souverains comme celles des entreprises sont tombées à des creux historiques. Plusieurs pays ont pu restructurer leurs dettes. L'Amérique latine, a réduit sa vulnérabilité financière ; cependant, les avancées réalisées par la région ne suffisent pas à dissiper les doutes sur la portée structurelle des progrès accomplis. L'Afrique a connu aussi une embellie remarquable, dont certains pensent qu'elle pourrait augurer de tendances plus

---

\* Vladimir Borgy est économiste au CEPII.

favorables. Si elle reste largement à l'écart des flux de la mondialisation, le problème systémique que l'Afrique représente semble avoir mobilisé plus qu'auparavant les pays du G7 ; avec 45 % de la population vivant en dessous du seuil de un dollar/jour, l'Afrique subsaharienne est la seule région du monde où la pauvreté n'a pas reculé depuis vingt-cinq ans.

Les scénarios les plus optimistes quant à l'évolution de l'économie mondiale, qui semblaient réalistes à l'été 2004, se sont pourtant dissipés. Du côté des économies les plus développées en effet, les espoirs d'une croissance mieux partagée ont été rapidement déçus : après les signes encourageants enregistrés de la mi-2003 à la mi-2004, l'Europe et le Japon ont ralenti au second semestre, sous l'effet notamment de l'appréciation de l'euro et du yen face au dollar et de la hausse des prix du pétrole. En zone euro, alors que les prévisions macroéconomiques au printemps 2004 tablaient sur une accélération progressive de la croissance, les prévisions de ce printemps sont basées sur une décélération de la croissance en 2005, avant un redémarrage en 2006.

On se retrouve ainsi, au début du second semestre 2005, dans une situation largement comparable à celle qui prévalait un an auparavant, mais avec des déséquilibres mondiaux – que l'on sait « insoutenables » à moyen terme – aggravés. Que les deux principaux pôles de la croissance mondiale soit, d'une part, l'économie la plus avancée au monde, émettrice de la devise-clé et au système financier particulièrement développé, et, de l'autre, l'un des pays qui reste parmi les moins développés de la planète, où l'épargne est très abondante, mais allouée de façon très inefficace du fait du sous-développement de son système financier, n'est en effet pas sans conséquence sur l'équilibre mondial.

## **Les déséquilibres**

La nature de la croissance américaine est l'une des faces de ces déséquilibres. Résumons rapidement la séquence qui s'est déroulée depuis l'éclatement de la crise boursière de 2000. La situation financière très dégradée des entreprises entraînait un profond recul de l'investissement. Le soutien de la demande était indispensable pour résorber rapidement le surinvestissement passé. L'impulsion budgétaire et monétaire a été alors extrêmement forte : le spectre de la crise japonaise faisait de la déflation le risque majeur à éviter. En 2004, au sortir de cette impulsion macroéconomique, l'assainissement financier des entreprises est réalisé, mais la dette publique et celle des ménages, qui ont financé à crédit leur investissement résidentiel et leur consommation, sont largement gonflées. À partir de juin 2004, la balance des risques a changé : le risque déflationniste peut être considéré comme dissipé, celui de tensions inflationnistes réapparaît. L'impulsion budgétaire et monétaire n'est plus nécessaire pour soutenir la consommation, les emplois et les revenus salariaux augmentent à nouveau ; la Fed décide de remonter prudemment ses taux.

Ainsi, au cours de l'année 2004, le déficit public (400 milliards de dollars) ne s'est pas aggravé. En revanche, les ménages, confiants dans l'augmentation de leur richesse nette, due en grande partie à la hausse des prix immobiliers, et profitant du faible niveau des taux d'intérêt à long terme (deux éléments dont on reparlera plus loin) ont continué de s'endetter. La consommation s'est ainsi accélérée, en dépit de l'impact négatif de la

hausse des prix pétroliers sur le pouvoir d'achat. La situation financière des entreprises a favorisé le dynamisme de l'investissement. Globalement d'ailleurs, en 2004, pour la première fois, le besoin de financement américain s'est accru du fait de la progression de l'investissement privé et non plus du fait du recul de l'épargne nationale. Mais, il reste que l'endettement extérieur croissant qui accompagne le maintien de la croissance américaine à un niveau élevé, est porteur de risques financiers.

Le besoin de financement des États-Unis atteint des niveaux absolu et relatif record : le déficit courant qui s'établissait à 530 milliards de dollars en 2003 (4,8 points de PIB) atteint 665 milliards de dollars (5,7 points de PIB) en 2004.

Tableau I. Croissance du PIB par zones

	2003	2004	2005	2006
<b>Monde</b>	<b>4,0</b>	<b>5,1</b>	<b>4,3</b>	<b>4,4</b>
<b>Économies avancées</b>	<b>2,0</b>	<b>3,4</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>
États-Unis	3,0	4,4	3,6	3,6
Union européenne	1,2	2,5	2,1	2,5
<i>dont Zone euro</i>	<i>0,5</i>	<i>2,0</i>	<i>1,6</i>	<i>2,3</i>
Japon	1,4	2,6	0,8	1,9
NPI asiatiques	8,1	5,5	4,0	4,8
<b>Économies émergentes ou en développement</b>	<b>6,4</b>	<b>7,2</b>	<b>6,3</b>	<b>6,0</b>
Asie en développement	8,1	8,2	7,4	7,1
Amérique latine	2,2	5,7	4,1	3,7
Moyen-Orient & Afrique du Nord	5,9	5,4	5,0	5,1
Afrique sub-saharienne	4,2	5,1	5,2	5,6
Europe centrale et orientale	4,6	6,1	4,5	4,5
CEI	7,9	8,2	6,5	6,0

Source : FMI, World Economic Outlook, 2005.

Le versant réel de ce déficit est l'excès de la dépense sur la production, autrement dit l'écart entre les importations et les exportations. Ce déficit commercial (qui fait l'essentiel du solde courant et devrait atteindre 700 milliards en 2005) a augmenté de 100 milliards chaque année depuis 2002. Tandis que les exportations pâtiennent, entre autres, de la faible croissance japonaise et européenne, les importations sont stimulées par la vigueur de la demande américaine. De plus, elles enregistrent l'alourdissement de la facture pétrolière passée de 68 milliards de dollars en 1999 à 180 en 2004, du fait essentiellement de la hausse des prix.

Dans ces conditions, le déficit commercial des États-Unis vis-à-vis de la Chine poursuit sa dégradation. D'après les données du *Department of Commerce*, il a atteint en 2004 162 milliards de dollars, soit 38 milliards de dollars de plus que l'année précédente et un doublement par rapport à 2001. Les autorités américaines ont envisagé la mise en place d'une législation prévoyant une forte hausse des droits de douane pour les produits chinois. Les Américains, relayés par les ministres des finances du G7, ont également à plusieurs reprises fait pression sur les autorités chinoises pour que celles-ci

abandonnent l'ancrage fixe du yuan au dollar. Les pressions ont été encore plus vives après janvier 2005, quand la fin de l'accord multilatéral sur les textiles et vêtements a libéré les exportations chinoises des quotas qui limitaient leur entrée sur les marchés américains et européens. Évidemment, le solde bilatéral sino-américain ne représente qu'une partie du déficit commercial des États-Unis et si la Chine a gagné sur le marché américain des parts de marché vis-à-vis de ses concurrents, asiatiques notamment, elle n'est pas à l'origine de l'excès de demande américain. Le problème du solde courant n'est pas un problème bilatéral.

L'autre face des déséquilibres mondiaux, correspondant au besoin de financement des États-Unis, est bien sûr la capacité de financement du reste du monde, autrement dit l'épargne mondiale disponible. Celle-ci est abondante, notamment du fait des séquelles encore ressenties de la crise financière asiatique, de la faible croissance du Japon, et des recettes de l'Opep même si cette zone épargne moins que par le passé. La demande de titres en dollars émane toujours largement des agents privés, mais, aussi des banques centrales asiatiques. La pression exercée sur la Banque centrale de Chine pour qu'elle lâche le *peg* du yuan au dollar n'a d'ailleurs fait qu'amplifier le problème : l'augmentation des entrées de devises spéculant sur une prochaine réévaluation du yuan a été plus importante que celle provenant du solde des opérations courantes du pays.

Le glissement du dollar ne s'est ainsi produit que vis-à-vis des monnaies réellement flottantes : l'euro (baisse de 8 % sur l'ensemble de 2004), le yen (baisse de 5 %). Pénalisant la croissance de ces deux zones par ailleurs peu résilientes, ce glissement n'a pas été une force de rééquilibrage.

Le 21 juillet 2005, la Banque centrale chinoise a annoncé l'abandon de l'ancrage fixe du yuan au dollar, remplacé par un régime de change flexible, géré en référence à un panier de devises. Cette décision a été accompagnée d'une réévaluation de 2,1 % de la parité du yuan vis-à-vis du dollar ; ce mouvement est sans commune mesure avec ce que réclamaient et continuent de réclamer les groupes de pression américains et il n'aura guère d'impact sur le déficit commercial américain. Mais, le point important est que le nouveau régime de change ouvre à la Chine la possibilité d'une certaine autonomie monétaire qu'elle pourra progressivement mettre au service de ses objectifs internes. À plus court terme, en revanche, il est difficile de dire si la réévaluation du yuan va accentuer les entrées de capitaux spéculant sur la poursuite de la correction de la parité yuan/dollar, contraignant la Banque centrale chinoise à poursuivre ses interventions sur le marché des changes et à accumuler encore plus de dollars, ou si la Banque centrale va pouvoir diversifier la composition de ses réserves de change.

Les déséquilibres mondiaux ont été ainsi aggravés par les conditions de la croissance, d'où un surcroît de risques financiers que la politique monétaire pourrait avoir plus de difficultés à maîtriser.

### **Inflation, crédit et prix des actifs**

Aux États-Unis, on s'attendait à ce que la vigueur de la croissance, l'apparition de tensions inflationnistes et le resserrement monétaire opéré par la Fed conduisent à une hausse des taux longs. Dès le printemps 2004, avant même que la Fed engage la

remontée de son taux directeur, on estimait que le risque principal était celui d'une remontée trop brutale des taux longs : la Fed allait devoir piloter en douceur et pratiquer subtilement son art de la communication avec les marchés. Pourtant, c'est une situation totalement inédite qui est apparue.

Alors que le taux directeur a été remonté de 200 points de base en un an (pour atteindre 3,25 % en juin 2005), les taux sur les bons du trésor américain à 10 ans ont, eux, baissé de 80 points de base. Cette anomalie par rapport aux comportements passés constitue, selon les propres termes du président de la Réserve fédérale, une énigme. Différentes hypothèses ont été avancées pour l'expliquer : un changement structurel lié au sentiment de l'existence d'un régime de basse inflation ; l'anticipation d'un ralentissement de la croissance lié notamment au niveau des prix pétroliers ; enfin, une importante demande de titres (de la part des fonds de pension, des non-résidents, notamment les Banques centrales) face à une offre limitée par le recours des entreprises américaines à l'autofinancement.

Le fait que la baisse des taux longs apparaisse généralisée, y compris dans des pays ayant comme les États-Unis pratiqué un resserrement monétaire (Canada, Suisse, Royaume-Uni, Australie), le fait également qu'aux États-Unis, les taux sur les obligations des entreprises aient baissé encore plus que ceux des bons du Trésor n'aident sûrement pas à résoudre l'énigme, dans la mesure où ils disqualifient certaines de ces hypothèses. Des estimations réalisées notamment par la Banque des règlements internationaux (BRI) pour tenter de mesurer l'impact des différentes variables sur l'évolution des taux longs ne sont d'ailleurs pas parvenues à éclaircir l'énigme.

Le schéma explicatif le plus convaincant est toutefois celui d'un processus par lequel l'endettement américain provoque une surliquidité mondiale qui maintient les taux d'intérêt à un niveau anormalement bas et nourrit la montée des prix des actifs et qui donc, *in fine*, dégrade la transmission de la politique monétaire aux États-Unis. Ce schéma est présenté par M. Aglietta dans le chapitre V, situé dans la perspective d'une analyse longue du système monétaire international et de l'hégémonie du dollar.

Un problème nouveau de transmission de la politique monétaire apparaît ainsi, dans une configuration par ailleurs caractéristique de la globalisation financière. Dans un régime de finance libéralisée en effet, « les déséquilibres financiers sont les expressions des tensions conjoncturelles en lieu et place de l'inflation qui n'est plus un indicateur avancé de la conjoncture » [Aglietta, 2002]. De fait, alors que des forces non monétaires puissantes favorisent la désinflation (libéralisation des marchés, progrès technologique, hausse massive de l'offre de biens manufacturés chinois, menaces de délocalisation pesant sur les salaires), la possibilité d'emprunter à très bas coûts entraîne l'expansion du crédit et le renchérissement des prix actifs [BRI, 2005]. Dans ces conditions, c'est la perception des risques financiers qui décide l'orientation de la politique monétaire.

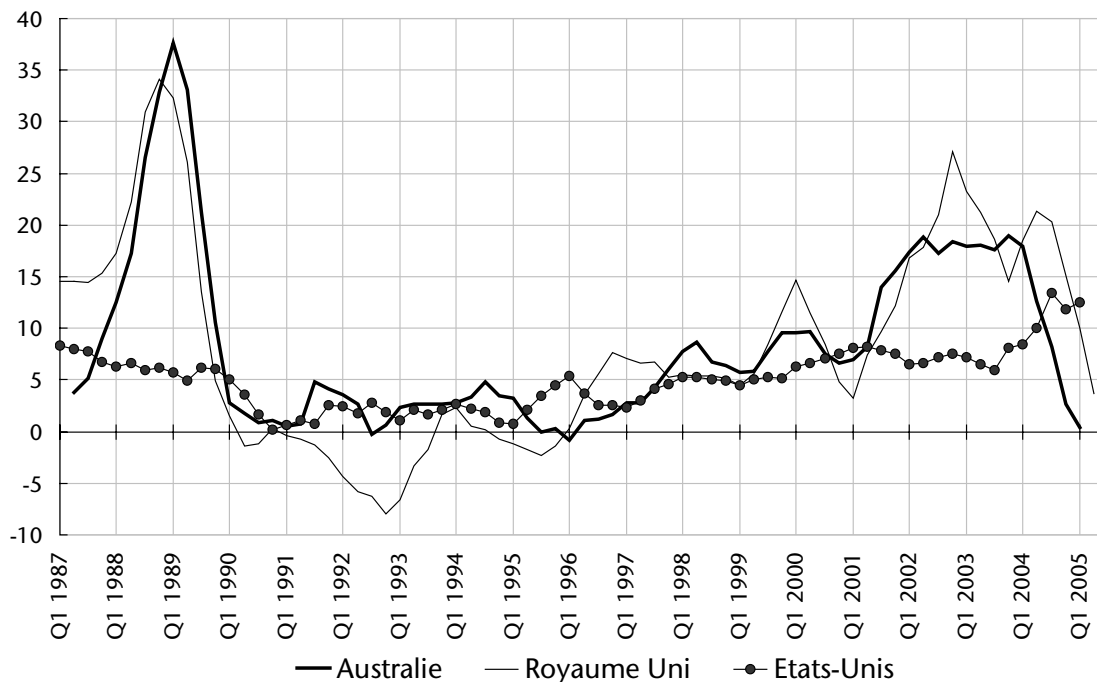
Le resserrement monétaire opéré par la Banque d'Angleterre face au risque que faisait peser la bulle immobilière illustre bien cette perception de la balance des risques.

## Le risque immobilier

La baisse continue des taux d'intérêt au cours des dernières années a largement contribué à la progression des prix de l'immobilier dans l'ensemble des pays industrialisés (à l'exception du Japon et de l'Allemagne). Une étude du FMI (2004) portant sur 20 pays a indiqué l'existence probable de bulles immobilières dans quatre d'entre eux (Australie, Angleterre, Irlande et Espagne) : dans ces cas en effet, la prise en compte des variables explicatives usuelles (évolution du revenu des ménages, niveau des taux d'intérêt, progression du nombre de ménages) ne suffit pas à rendre compte du dynamisme des prix observé au cours de la période 1997-2003. Dans plusieurs pays, la progression des prix a accéléré significativement à partir de 2001 (Australie, Royaume Uni), quelques mois après le retournement boursier et la baisse des taux (graphique 1).

C'est la situation du marché immobilier et les risques financiers qu'elle faisait porter aux ménages, qui a orienté la politique monétaire britannique. Tout s'est passé comme si l'objectif officiel de la cible d'inflation avait été temporairement mis de côté au profit du ciblage d'un prix d'actif [BNP, 2005]. Le resserrement a été poursuivi alors que l'inflation s'orientait déjà très en deçà de sa cible de 2 %. La hausse des prix immobiliers a fortement ralenti – l'évolution annuelle des prix de l'immobilier était supérieure à 20 % au printemps 2004, elle s'établit à moins de 5 % au deuxième trimestre 2005, la bulle s'est dégonflée progressivement sans impact significatif sur la situation financière des ménages. Cela étant le potentiel de soutien à la consommation *via* les différents canaux de l'effet de richesse a considérablement diminué (*cf.* chapitre II).

Graphique 1. Évolution des prix de l'immobilier (glissement annuel) (en %)



Source : Datastream.



Aux États-Unis, l'accélération des prix de l'immobilier, plus tardive et moins prononcée qu'au Royaume-Uni s'est poursuivie en 2004. Plusieurs éléments semblent indiquer que le marché est devenu plus spéculatif : la hausse marquée des achats à fin d'investissements par rapport aux logements (depuis le début de la décennie, leur part aurait doublé pour atteindre 12 %) ; la forte progression des prêts à amortissement différé (24 % des nouveaux prêts en 2004 contre moins de 2 % en 2001) : certains ménages acquièrent dans ces conditions des biens immobiliers dans la perspective d'une hausse rapide de leur valeur et de leur revente avant que ne démarrent les échéances de remboursements ; enfin, la part des prêts à taux variables dans l'ensemble des nouveaux prêts immobiliers qui oscillait entre 10 et 20 % sur 2001-2003 est supérieure à 30 % en 2004. Les ménages exposés directement à la hausse des taux d'intérêt sont dès lors plus nombreux, ce qui rend plus délicat le resserrement monétaire opéré par la Fed.

Un ralentissement des prix de l'immobilier n'a pas les mêmes conséquences dans tous les pays. En premier lieu, dans les pays où les ménages sont majoritairement endettés à taux variables – comme c'est le cas au Royaume-Uni ou en Espagne –, tout resserrement monétaire se traduit directement par l'alourdissement de leurs charges financières. En second lieu, les fonctionnements des marchés hypothécaires diffèrent largement entre pays anglo-saxons et pays de la zone euro. Partout depuis 2001, les ménages ont pu renégocier leurs emprunts hypothécaires en profitant des baisses des taux pour diminuer leurs mensualités de remboursement ; mais dans un certain nombre de pays (Royaume-Uni et États-Unis particulièrement), la hausse des prix immobiliers permet aux ménages d'accroître leur endettement à proportion de l'augmentation de la valeur du bien immobilier qu'il possède, celui-ci servant de collatéral au cours d'opérations de refinancement. Les capitaux que les ménages « extraient » ainsi du marché hypothécaire (la différence entre la valeur de leur nouvel emprunt et celle de l'ancien) permettent de financer des dépenses autres que l'investissement en logement (consommation privée, restructuration de leur dette). Ces montants ont été très substantiels aux États-Unis et encore plus au Royaume-Uni (voir chapitre ii) au cours des dernières années et ont largement contribué au dynamisme de la consommation des ménages.

À l'inverse bien sûr, un ralentissement des prix de l'immobilier ne permet plus aux ménages de recourir à ce type d'opérations et prive leur consommation d'un soutien qui s'est révélé très important au cours des dernières années. Au Royaume-Uni d'ailleurs, les premiers effets du ralentissement des prix de l'immobilier sur la croissance de la consommation des ménages sont apparus au cours des derniers trimestres (voir chapitre II).

### **Le risque pétrolier**

Le niveau élevé des prix du pétrole pourrait aussi ralentir la croissance mondiale.

Le prix du pétrole a augmenté presque continûment depuis le printemps 2003, à la suite de la chute du régime irakien. Il se situait en avril 2003 à 25,50 dollars le baril. Après une détente passagère fin 2004, le prix du baril est reparti à la hausse pour atteindre 50 dollars au printemps 2005.

La croissance de la demande mondiale de pétrole, après avoir été peu vigoureuse en 2001 et 2002 (moins de 1 million de barils par jour) a fortement accéléré au cours des deux dernières années pour atteindre 2,7 millions de barils par jour en 2004 selon l'Agence Internationale de l'Énergie (AIE). Le dynamisme de la demande de la Chine mais également des États-Unis explique la moitié de cette forte croissance. Face à cette progression de la demande, les pays de l'Opep ont augmenté leurs quotas de production à partir du printemps 2004, les faisant passer de 23 millions de barils par jour à 27,5 en mars 2005. Mais cette hausse de la production, intervenant après une période de sous-investissement, réduit les capacités excédentaires de pétrole qui atteignent en 2004 leur niveau le plus bas depuis 1991. Dans ces conditions, le marché est particulièrement tendu et réagit fortement à tout événement risquant de perturber la chaîne de production ou de distribution (événements au Nigeria, en Irak ou au Venezuela), d'autant que ce marché est devenu plus spéculatif, avec l'intervention croissante des *hedge funds* : ceux-ci profitent des bas niveaux des taux d'intérêt pour s'endetter à faible coût afin de prendre des positions spéculatives sur le marché à terme. Même si leurs interventions ne représentent pas un pourcentage élevé des opérations réalisées sur le marché, leur impact sur les prix peut être significatif dans la mesure où ces fonds spéculatifs agissent souvent dans le même sens.

Jusque-là, plusieurs raisons ont contribué à réduire ou à masquer l'impact de la hausse des prix pétroliers. S'agissant des pays de l'OCDE, le degré d'utilisation du pétrole dans l'économie a fortement diminué depuis les années 1970, l'essentiel de l'ajustement ayant été réalisé à la suite du deuxième choc. De plus, les produits pétroliers étant fortement taxés, notamment dans les pays européens, la hausse du cours du brut ne se répercute mécaniquement que partiellement sur le prix de vente aux consommateurs. En outre, s'agissant des économies de la zone euro, l'appréciation de la monnaie européenne depuis 2002 a limité la hausse en euros du prix du pétrole. S'agissant des pays de l'Asie émergente, qui figurent parmi ceux dont la demande de pétrole a la plus progressé au cours des dernières années, il s'avère que les prix de vente demeurent administrés dans plusieurs pays : la hausse du cours du brut ne se répercute que partiellement et avec retard dans les prix de vente aux consommateurs. Qu'il s'agisse d'un ajustement différé des prix ou d'une baisse des taxes sur les importations ou les ventes de pétrole, ces mesures pèsent sur les budgets publics et risquent de devenir un véritable frein à la croissance si elles se prolongent ou en cas de nouvelle hausse des prix. Ainsi, le maintien durable de cours du brut aux niveaux observés au printemps 2005, qui paraît désormais une hypothèse centrale, a toute chance de freiner sensiblement le dynamisme de la croissance mondiale.

## **Bibliographie**

---

AGLIETTA M. [2002], « Le renouveau de la monnaie », in CEPII *L'économie mondiale 2003*, coll. Repères, La Découverte.

BNP [2005], *Conjoncture*, août.

BRI [2005], *75e rapport annuel*, [www.bis.org](http://www.bis.org).



FMI [2004], « The Global House Price Boom », *World Economic Outlook*, chap. 2, septembre.

FMI [2005], *World Economic Outlook*, avril.

GREENSPAN A. [2005], « Central Bank Panel Discussion », International Monetary Conference, Beijing, *People's Republic of China*, juin.