

CEPII

L'économie mondiale 2008



La Découverte

9 bis, rue Abel-Hovelacque
75013 Paris

L'état de l'économie mondiale

I / Croissance mondiale : changement de moteur !

*Benjamin Carton**

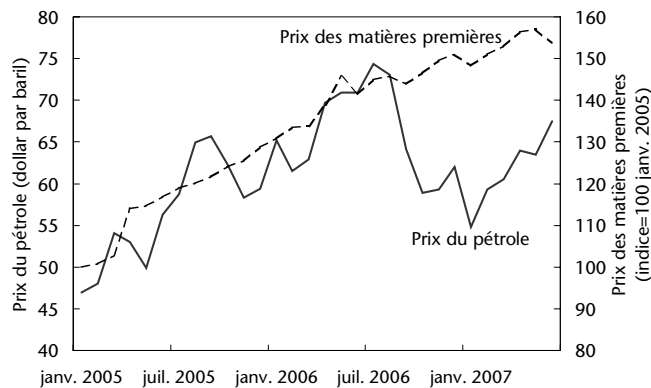
Après une année 2006 record où elle a culminé à 5,5 %, la croissance mondiale devrait rester en 2007 très soutenue dans l'ensemble des zones, mais des incertitudes demeurent.

Retour sur l'année 2006. Malgré la forte croissance, l'économie mondiale a « navigué à vue ». Les six premiers mois ont vu une hausse très forte des prix du pétrole (jusqu'à 75 dollars le baril en moyenne au mois de juillet) et le retour des craintes inflationnistes liées à une hausse des taux d'utilisation des capacités dans les pays développés. À partir du troisième trimestre, le ralentissement américain et le reflux des prix du pétrole (revenus à 60 dollars le baril en fin d'année) ont plutôt fait apparaître des risques de ralentissement (graphiques 1 et 2).

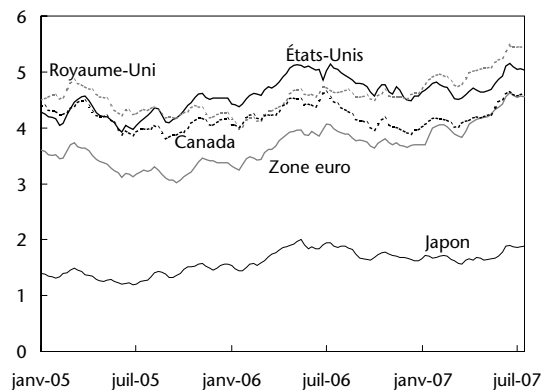
L'année 2007 a commencé sous les mêmes auspices, les marchés hésitant entre, d'un côté, les signes de vigueur de la croissance dans certaines régions du monde (le taux de chômage a atteint 7 % en zone euro, un point de moins qu'en 2006) et, de l'autre, les risques d'un ralentissement sévère aux États-Unis (où la croissance n'a atteint que 0,7 % au premier trimestre en rythme annuel). Rompant avec les quatre années antérieures où son rythme se maintenait de façon régulière à 3,5 % par an, la croissance outre-Atlantique pourrait ne pas dépasser 2 à 2,5 % en 2007. La distribution de la croissance dans les autres grandes zones du monde ne devrait en revanche pas connaître de bouleversements majeurs : consolidation en Europe et au Japon,

* Benjamin Carton est économiste au CEPIL.

Graphique 1. Prix du pétrole et des matières premières



Source : Datastream.

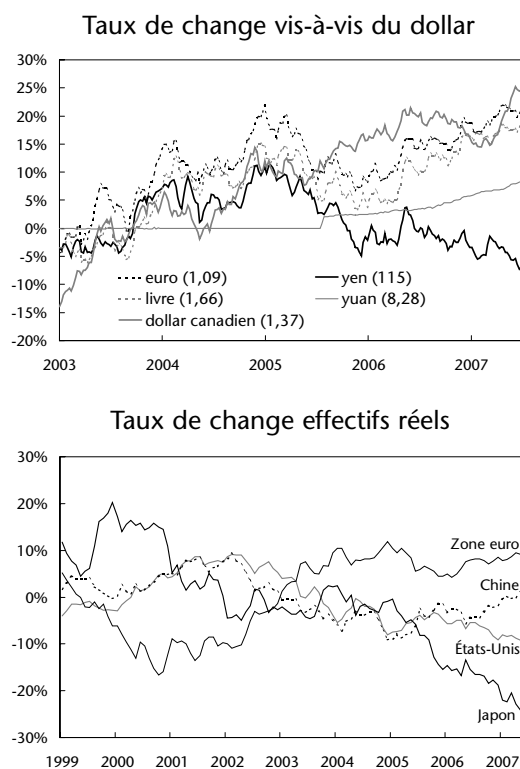
Graphique 2. Taux d'intérêt à 10 ans
(en %)

Source : Datastream.

croissance extrêmement soutenue en Asie émergente, en particulier en Chine (11,5 % depuis le début de l'année) et en Inde, régime de croisière dans les pays producteurs de matières premières ; même l'Afrique pourrait garder un taux de croissance soutenu bien supérieur à celui connu au cours des années 1990.

L'évolution des taux de change depuis un an reflète en grande partie celle de l'économie mondiale. Le ralentissement américain s'est bien accompagné d'une baisse du dollar par rapport à la devise européenne, à la devise canadienne et – fait marquant – par rapport au yuan chinois (graphique 3). Le yen reste à l'écart de ce mouvement et s'est même déprécié face au dollar depuis un an malgré la confirmation de la reprise japonaise (la dépréciation effective réelle atteint 10 %). En effet, l'absence de retour de l'inflation contraint la politique monétaire à rester ultra-accommodante (le taux directeur atteint 0,5 % seulement).

Graphique 3. Taux de change
(écart à la valeur de référence en %)



Note : la valeur de référence, indiquée entre parenthèses, correspond à la moyenne du taux de change sur la période 1999-2006 (sauf pour le yuan où elle correspond au taux de change fixe d'avant juillet 2005). Elle est indiquée selon l'usage courant (dollars par devise pour l'euro et la livre, devises par dollar pour les autres monnaies). Les graphiques présentent la différence entre le taux de change et sa valeur de référence ; une monnaie qui s'apprécie « monte ». Par exemple, sur le graphique de gauche, le yuan était début 2007 5,8 % au-dessus de sa valeur de référence (8,28 yuans par dollar), son taux de change était donc de 7,8 yuans par dollar.

Source : Datastream.

Si cette configuration nouvelle où les États-Unis ralentissent sans affecter le reste du monde perdurait, elle pourrait amorcer une phase de résorption des déséquilibres mondiaux (le déficit courant américain atteint 6,1 % du PIB en 2006, l'excédent chinois 9,1 %). Pour comprendre comment, il faut revenir à la source de ces déséquilibres.

La mondialisation financière

Le fort et persistant déficit courant des États-Unis et sa contrepartie, sous forme de forts excédents en Asie et dans les pays producteurs de matières premières, seraient impossibles en l'absence

d'un système financier international qui permet que les pays s'échangent des volumes très importants de créances. Or le développement des relations financières internationales est impressionnant, en particulier ces dernières années. Quelques chiffres permettent de rendre compte de l'ampleur du phénomène : en 2005, les flux de capitaux internationaux (les achats nets par les agents de titres étrangers) ont atteint le record historique de 15 % du PIB mondial (deux fois et demie plus que seulement dix ans auparavant), soit une hausse en valeur de plus de 12 % par an. À titre de comparaison, les flux internationaux de biens et services croissent, eux, « seulement » de 7 % par an.

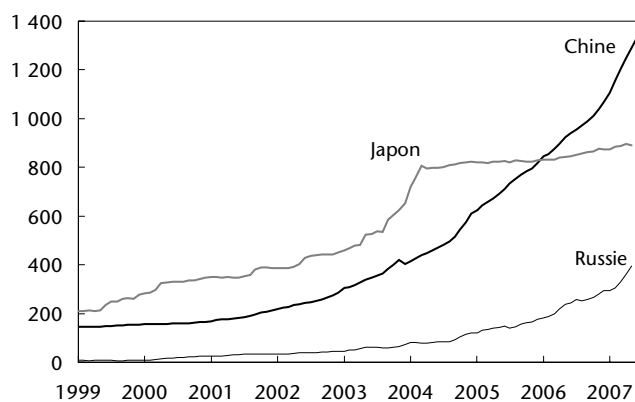
C'est que la mondialisation financière avait pris du retard : le renforcement des flux de capitaux internationaux permet d'abord de rééquilibrer la structure du portefeuille financier des pays en y incluant une part croissante de titres étrangers. Cette part a doublé ces dix dernières années dans la quasi-totalité des pays développés. Le mouvement est encore plus impressionnant au sein de la zone euro (par exemple, la part des titres étrangers dans le portefeuille des fonds de pension espagnols est passée de 4 à 45 % entre 1994 et 2005). Le fait que, dans le passé, la quasi-totalité des portefeuilles était composée de titres domestiques apparaît rétrospectivement comme une « anomalie », un « biais domestique » lié à des contraintes réglementaires et au risque de change. Mais on est encore loin d'une finance entièrement mondialisée : la part des titres étrangers dans le portefeuille d'actions d'un agent américain est encore seulement 30 % de ce qu'elle serait en l'absence de biais domestique (FMI, *Financial Stability Report*).

Cette intégration financière n'a pas été régulière, loin s'en faut : la crise asiatique en 1998, puis la très forte baisse des Bourses en 2001 sont venues décourager les banques et les gestionnaires de fonds dans leurs velléités d'internationalisation de leurs portefeuilles. Mais chaque fois la crise a été suivie d'une reprise très forte.

Les principaux acteurs de cette transformation ont été, dans les pays développés, les fonds d'investissement et les fonds de pension. Le régime de change fixe adopté par certains pays émergents a conduit à une accumulation de réserves de change (celles-ci augmentent régulièrement de 40 % par an en Chine et de 60 % en Russie depuis 2001, graphique 4), faisant de leurs banques centrales des acteurs importants de la mondialisation financière et des déséquilibres mondiaux.

Graphique 4. Réserves en devises

(en milliards de dollars)



Source : Datastream.

Au-delà de la forte croissance des montants d'achats de titres étrangers, c'est la nature des titres étrangers accumulés qui se modifie. Presque exclusivement composés de prêts bancaires et d'investissements directs à l'étranger dans les années 1980, ils n'offraient qu'une palette réduite dans le choix de la maturité et de la liquidité du titre et dans le partage du risque entre le prêteur et l'emprunteur. Aujourd'hui, la part des titres plus risqués augmente fortement, même chez les investisseurs prudents que sont les banques centrales. Ainsi, les autorités chinoises ont annoncé le 9 mars 2007 la création de la National Foreign Exchange Investment Company chargée d'investir une partie de ses réserves de change (actuellement détenues en bons du Trésor, majoritairement américains) sous forme d'actions ; les autorités russes investiront elles aussi, à partir de février 2008, une partie de leurs réserves de change tirées majoritairement des exportations de gaz et de pétrole sous forme de titres risqués (voir chapitre III). Au-delà, la perspective du vieillissement dans un grand nombre de régions du monde devrait renforcer les fonds de pension en tant qu'acteurs de premier plan de l'internationalisation financière (voir chapitre IV).

Le développement des marchés financiers internationaux permet beaucoup plus facilement à l'épargne d'une zone de venir s'investir dans une autre zone : les soldes courants peuvent s'éloigner plus aisément et plus durablement de l'équilibre. Mais un paradoxe demeure : ce sont les pays les plus avancés (les pays anglo-saxons) qui s'endettent, et non les pays émergents dont la forte croissance devrait s'accompagner d'un taux d'épargne inférieur au taux d'investissement.

Les tuyaux de la finance

Les pays émergents d'Asie, qui auraient pu être les bénéficiaires des capitaux internationaux, ont vu, pour certains d'entre eux, leur régime de croissance bouleversé après les crises financières de la fin des années 1990. Depuis, leur rattrapage économique passe principalement par le développement du secteur exportateur car la baisse du taux d'investissement, qui a fait suite aux surcapacités de la fin des années 1990, ne s'est pas accompagnée d'une baisse parallèle du taux d'épargne. Ils sont donc devenus prêteurs nets, se rangeant aux côtés des pays qui le sont plus « naturellement » : les pays vieillissants, comme l'Europe ou le Japon, et les pays exportateurs de ressources épuisables (pétrole, matières premières, etc.). En fait, faute d'un système financier suffisamment développé, l'épargne de ces pays n'est pas dirigée vers des investissements locaux qui pourraient être profitables. Le cas de la Chine est particulier : son taux d'investissement dépasse 40 %, mais son taux d'épargne est encore plus élevé (voir chapitre III).

L'épargne mondiale est dès lors dirigée vers les pays dont les marchés financiers sont pourvus de tuyaux suffisamment performants pour l'acheminer vers des emprunteurs potentiels. C'est aux États-Unis que le développement des marchés financiers a été mené le plus loin. Grâce à cela, la capacité des ménages à s'endetter s'est accrue, ce qui a conduit, depuis un quart de siècle, à une baisse tendancielle de leur taux d'épargne (celui-ci est passé de 10 % au début des années 1980 à 2,3 % en 2000).

Depuis le début de la décennie, on observe les conséquences de la mondialisation financière et de l'inégalité de développement des marchés financiers. Les soldes courants s'accroissent ; toutefois les capitaux ne se dirigent pas là où la croissance est la plus forte, mais là où le système financier est le plus développé. Ainsi, l'épargne abondante en Asie et dans les pays producteurs de matières premières a augmenté la demande de titres, en particulier américains, ce qui a très fortement fait baisser le niveau des taux longs. En même temps, la politique monétaire américaine, très expansionniste entre 2001 et mi-2004, a favorisé cette baisse. Ces conditions financières favorables ont stimulé la demande de crédit des ménages et alimenté la hausse du prix des actifs, immobiliers en particulier. Ce renchérissement des actifs a plus que compensé la baisse du taux d'épargne des

ménages (celui-ci est descendu à $-1,3\%$ en 2006), ce qui s'est traduit *in fine* par un accroissement de leur richesse.

Un régime non soutenable

Toutefois, le régime actuel où les capitaux se dirigent vers les pays dont le système financier est le plus développé ne peut être que transitoire car il induit une dynamique de l'endettement qui n'est pas soutenable (contrairement au régime « normal » où les capitaux vont vers les zones en rattrapage, qui est soutenable justement en raison des écarts de croissance). Cela faisait plusieurs années qu'on attendait un ralentissement de la demande américaine. Tant qu'il ne se matérialisait pas, les économistes étaient partagés entre ceux qui anticipaient une résorption très lente du déficit courant et écartaient tout risque de baisse violente du dollar, et ceux qui craignaient que ce risque existât. Les évolutions de l'économie mondiale entamées en 2007 (ralentissement américain, appréciation progressive des monnaies asiatiques) permettent d'esquisser un scénario intermédiaire : les déficits courants se combleraient relativement rapidement sans que l'ajustement soit brutal au point de fragiliser la croissance mondiale.

Mais deux conditions sont indispensables à la réalisation d'un tel scénario. Il faut d'abord que les zones où la croissance était jusqu'alors tirée par les exportations vers les États-Unis basculent progressivement vers des ressorts internes : il s'agit qu'un découplage entre croissance mondiale et croissance américaine s'opère. Mais le découplage ne suffit pas, encore faut-il que l'économie américaine ne déraille pas dans la période de plus faible croissance. En particulier les autorités américaines doivent piloter le ralentissement économique afin d'éviter, entre autres, qu'une hausse du chômage n'entraîne une augmentation du nombre de défauts des ménages et des petites entreprises au point de fragiliser le système financier américain. La pire des situations serait que la mini crise des *subprimes loans* du mois de mars soit, en fait, la première d'une série.

Le découplage de la croissance

Plusieurs facteurs sont à l'origine du ralentissement américain fin 2006 et début 2007. Du côté de la demande, la capacité

d'endettement des ménages marque le pas, ce qui se traduit par une forte réduction de l'investissement résidentiel et par la baisse des prix immobiliers. En parallèle, la croissance de la productivité du travail ralentit depuis mi-2006, sans doute en partie pour des raisons cycliques. Mais on ne peut exclure que ce ralentissement constitue un essoufflement plus durable des gains de productivité.

Le scénario de découplage aurait peu de chances de se réaliser si les causes du ralentissement américain étaient partagées (affaiblissement généralisé des gains de productivité). Mais il est plus probable que les causes actuelles (diminution de l'endettement des ménages et possible affaiblissement des gains de productivité) restent confinées aux États-Unis.

Si le ralentissement de la croissance est spécifique à l'économie américaine, la transmission aux autres économies devrait être de faible ampleur et principalement concentrée sur ses deux partenaires privilégiés – Canada et Mexique – ainsi que sur la Chine si l'on tient compte de la baisse de l'investissement dans le secteur exportateur (tableau I). Pour ces trois pays, les ressorts internes devront être largement mobilisés pour maintenir le rythme de croissance actuel.

Pour que les États-Unis soient à l'abri d'un ralentissement plus marqué au cas où la consommation des ménages progres-

Tableau I. Baisse « mécanique » de l'activité dans les différentes régions du monde suite à une diminution de la demande de 1 % aux États-Unis^(a)

États-Unis 0,95	Canada 0,20	Mexique 0,18	Reste Amérique 0,05	Russie 0,03
Zone euro 0,02	Royaume-Uni 0,03	Japon 0,03	Chine 0,08	Reste du Monde 0,04
Ajout de l'effet lié à la baisse de l'investissement dans le secteur exportateur ^(b)				
États-Unis 0,95	Canada 0,27	Mexique 0,24	Reste Amérique 0,08	Russie 0,04
Zone euro 0,04	Royaume-Uni 0,04	Japon 0,05	Chine 0,15	Reste du Monde 0,07

(a) L'effet est estimé en supposant : 1) que l'élasticité des importations à la demande est unitaire ; 2) que la demande intérieure des autres pays n'est pas affectée ; 3) en tenant compte du bouclage mondial. Il s'agit en fait de la part de la valeur ajoutée de chaque zone « commandée » par la demande intérieure américaine.

(b) On a supposé que l'intensité capitaliste du secteur exportateur était deux fois plus importante que celle du reste de l'économie.

Sources : Chelem ; Datastream ; calculs de l'auteur.

serait moins vite que par le passé, il faut qu'une dépréciation du dollar facilite la hausse des exportations. Ce scénario a commencé à se matérialiser depuis un an, mais beaucoup dépend maintenant d'une sortie plus franche de la déflation au Japon. Si elle se produisait, la Banque du Japon pourrait véritablement normaliser sa politique monétaire en augmentant ses taux directeurs : cela ferait s'apprécier le yen et favoriserait au passage une appréciation plus rapide de la monnaie chinoise. On observerait alors un réalignement de l'ensemble des monnaies, plus cohérent avec le scénario de ralentissement américain. Jusque-là, la dépréciation effective réelle du dollar est restée trop modeste (en juin 2007, elle était de seulement 3 % par rapport à la moyenne de l'année 2006) et trop concentrée sur les devises non asiatiques, en particulier l'euro.

Le principal risque sur le scénario de découplage est celui d'une transmission du ralentissement américain au reste du monde par un plongeon des marchés financiers déclenché aux États-Unis qui dégénérerait en une dégradation plus générale de la confiance. Éviter ce scénario sera principalement dans les mains de la Fed. Or la politique monétaire américaine fait face à un dilemme : la croissance ralentit mais l'inflation ne baisse pas. L'évolution des prix semble surtout de moins en moins expliquée par des déterminants internes.

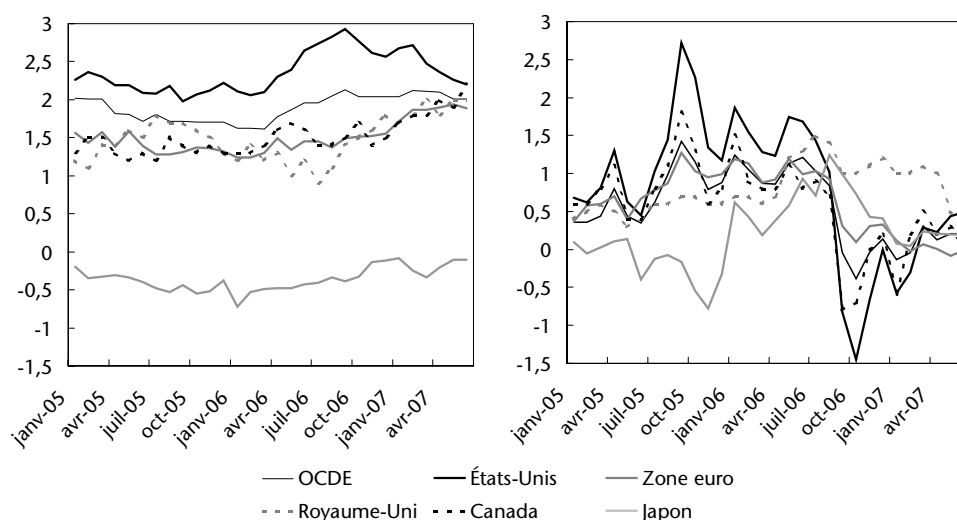
Le retour de l'inflation ?

L'ensemble des pays du monde ont adopté un objectif d'inflation basse ; on observe ces dernières années une grande stabilité des taux d'inflation dans les pays qui avaient déjà des niveaux faibles (pays de l'OCDE, Asie émergente) et une forte baisse dans la majorité des autres pays. C'est en partie le signe que les politiques macroéconomiques sont plus soutenables : s'il n'est plus nécessaire de recourir à la création monétaire pour financer les déficits publics, l'outil monétaire peut être entièrement consacré à la maîtrise de l'inflation. Mais d'autres facteurs ont eu un rôle important. Les surcapacités héritées de la crise financière ont pesé durablement sur l'évolution des prix dans certains pays émergents ; l'entrée sur le « marché du travail mondial » des populations chinoise et indienne diminuent le pouvoir de négociation des travailleurs non qualifiés des économies développées.

Dans la très grande majorité des pays, l'inflation sous-jacente (hors énergie et produits frais) est devenue très stable (graphique 5). De plus, dans le cas des pays développés, les anticipations d'inflation à long terme sont parfaitement en ligne avec les objectifs des banques centrales. L'inflation n'est plus un phénomène monétaire : les anticipations d'inflation ne nourrissent plus l'inflation observée. Ce sont les produits de base qui expliquent la majeure partie des évolutions de l'inflation. Cette

Graphique 5. Inflation sous-jacente (gauche) et inflation provenant de l'énergie et des produits frais (droite)

(glissement annuel de l'indice des prix, en %)



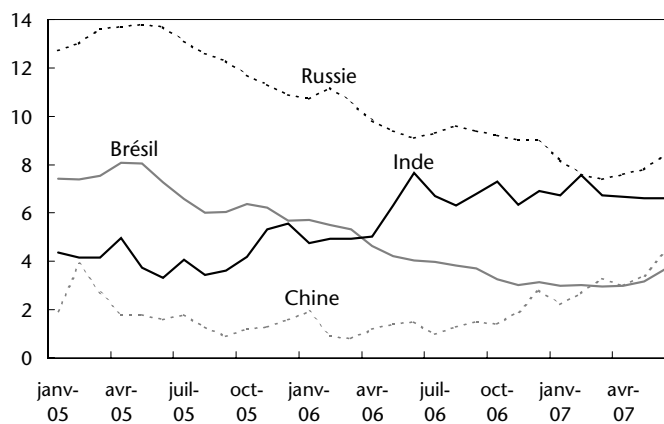
Note : l'inflation totale est la somme de l'inflation sous-jacente et de l'inflation provenant de l'énergie et des produits frais.

Source : Datastream.

composante volatile de l'inflation a récemment été particulièrement heurtée : après un fort repli au deuxième semestre 2006, en lien avec l'évolution du prix du pétrole, elle a particulièrement augmenté aux États-Unis et relevé l'inflation des derniers mois. Cette évolution se retrouve dans les grands pays émergents : l'inflation reste élevée en Inde et augmente en Chine depuis un an. Elle progresse aussi depuis le début de l'année en Russie et au Brésil (graphique 6). Les prix de l'alimentation en sont les premiers responsables, la part des dépenses d'alimentation dans la consommation étant plus élevée dans les pays émergents que dans les pays développés.

Les perspectives d'inflation pour l'année 2008 sont rassurantes dans l'ensemble des pays développés et en ligne avec les

Graphique 6. Inflation dans les BRIC
(glissement annuel de l'indice des prix, en %)



Source : Datastream.

objectifs de la politique monétaire. Mais ces prévisions reposent sur des hypothèses conservatrices quant aux variations des prix des matières premières. En 2008 encore, tout dépendra d'eux.

Bibliographie

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX [2007], *77^e Rapport annuel. 1^{er} avril 2006 – 31 mars 2007*, BRI.

BRENDER A. et PISANI F. [2007], *Les déséquilibres financiers internationaux*, La Découverte, coll. « Repères », Paris.

FMI [2007], *Financial Stability Report et World Economic Outlook*, www.imf.org/.

OCDE [2007], *Perspectives économiques*, www.oecd.org/home/.