



I – Après les chocs, de nouveaux risques

Agnès Chevallier¹

Au printemps 2002, l'économie mondiale paraissait prêt à se relever du choc produit par le retournement boursier de 2000. On s'attendait à ce que le redémarrage américain et un redressement plus timide de l'Europe et du Japon portent la croissance mondiale à 4% en 2003. Un an plus tard, la même chose est attendue... pour 2004 (tableau). L'économie mondiale a en effet marqué un temps d'arrêt quand la défaillance de la gouvernance des entreprises puis les tensions politiques internationales ont brouillé les repères. Cependant, la perspective de reprise n'est guère plus assurée aujourd'hui qu'elle ne l'était il y a un an. Depuis 2000, la récession n'a pu être évitée qu'au prix d'une montée des déséquilibres. Ceux-ci laissent les politiques économiques face à une tâche très délicate : piloter un redécollage assez vigoureux pour échapper aux périls de la déflation, tout en évitant les secousses financières qui pourraient stopper brutalement la reprise.

Un temps d'arrêt

Le début de l'été 2002 a été marqué par des scandales comptables et financiers. La confiance dans le système de gouvernance, déjà sérieusement entamée par la crise financière, s'est effondrée.

¹ Agnès Chevallier est économiste senior au CEPII.

Tableau 1 – Croissance du PIB par zone

	2001	2002	Prévisions	
			2003	2004
Monde	2.3	3.0	3.2	4.1
Etats-Unis	0.3	2.4	2.2	3.6
Union européenne	1.6	1.0	1.3	2.4
. dont zone euro	1.4	0.8	1.1	2.3
Japon	0.4	0.3	0.8	1.0
NPI asiatiques	0.8	4.6	4.1	4.5
Asie en développement	5.7	6.5	6.3	6.5
Amérique latine	0.6	-0.1	1.5	4.2
Afrique	3.6	3.4	3.9	5.2
Moyen-Orient et Turquie	1.4	4.5	5.1	4.9
CEI et PECO	5.1	4.1	4.0	4.1

Source : FMI, World Economic Outlook, avril 2003

Les grands indices boursiers ont à nouveau reculé, leur volatilité a augmenté. Le redémarrage de l'investissement qui s'annonçait aux Etats-Unis a été suspendu. A partir de la mi-janvier 2003, l'incertitude gagne encore avec l'imminence d'une guerre en Irak. En février, les prix du pétrole, que les grèves au Venezuela et au Nigeria poussent aussi à la hausse, sont à 32.70 dollars le baril, 75% au-dessus de leur niveau de fin 2001. En avril et en mai, le SRAS s'étend en Chine et à Hong-Kong et touche aussi les pays voisins ; les flux d'échanges se contractent, les Bourses asiatiques chutent. Au total, entre mars 2002 et mars 2003, l'indice boursier mondial établi par Morgan Stanley s'est contracté de 30% après avoir chuté d'à peu près autant sur les deux années précédentes. La capitalisation boursière mondiale a ainsi été amputée de quelque 13000 milliard de dollars sur ces trois ans, soit d'un montant qui dépasse le PIB américain.

Cette déflation boursière a évidemment entretenu l'aversion au risque des investisseurs. Les primes de risque ont fortement augmenté jusqu'à l'automne 2002 que ce soit sur les obligations d'entreprises ou sur les titres de dette des pays émergents. Les flux nets de capitaux privés à destination de ces pays se sont contractés. Selon l'Institut de Finance internationale, ils ont atteint en 2002 leur plus bas niveau depuis dix ans (110 milliard de dollars contre une moyenne de 192 milliard au cours des dix années précédentes). Les pays jugés les plus à risque ont été exclus des marchés vers la mi-2002. Le Brésil dans le climat tendu qui a précédé les élections présidentielles d'octobre 2002 n'a dû son salut qu'à une intervention massive du FMI. Ainsi, après une année 2001 marquée par le drame argentin, l'Amérique latine a encore connu une année très difficile. Les apports nets de capitaux privés vers la région Afrique – Moyen-Orient ont été pratiquement nuls en 2002. Ces capitaux se sont concentrés sur deux zones « sûres » : les pays d'Europe centrale dont l'adhésion à l'Union européenne se fera en mai 2004 ainsi que vers l'Asie émergente. Cette région a

été aussi le principal moteur d'un commerce mondial convalescent après le recul de 2001. Les pays d'Asie (hors OCDE) ont contribué pour près de 45% à la croissance en volume du commerce mondial en 2002.

Les pays émergents d'Asie ont joué, avec les Etats-Unis, un rôle essentiel dans la configuration de l'économie mondiale. La relative faiblesse de leurs investissements (suite à la crise financière de 1997-1998, plusieurs pays ont réduit leur formation de capital), le niveau élevé de l'épargne des ménages et un important excédent commercial fournissent aux économies asiatiques de fortes capacités de financement. De plus, elles accueillent d'importantes entrées de capitaux étrangers, notamment sous la forme d'investissements directs (en 2002, la Chine en a reçu pour un montant de 53 milliard de dollars). Pour se prémunir contre le risque d'attaques spéculatives comme elles en ont connu en 1997-1998 et, dans le contexte actuel, pour éviter l'appréciation de leur monnaie, les autorités monétaires conservent des montants considérables de réserves en devises qu'elles placent en titres sûrs, tels que les bons du Trésor américain. Ce faisant, ces économies contribuent largement au financement du déficit courant américain et donc... à la capacité américaine d'acquérir des produits asiatiques. A nouveau, comme en 2001, la dépense de l'Etat et des ménages américains a absorbé l'épargne mondiale qui, dans le contexte créé par la crise financière asiatique puis par la déflation boursière, n'a pas trouvé à s'investir.

Cette dépense américaine a été soutenue par une formidable stimulation budgétaire et monétaire. Selon l'OCDE, l'augmentation des dépenses publiques et la baisse des impôts ont réduit le solde budgétaire (devenu largement déficitaire) de 3.8 points de PIB entre 2000 et 2002, correction faite des effets cycliques. C'est la variation la plus prononcée depuis plusieurs décennies. La stimulation monétaire de 2001 et 2002 (le taux directeur a diminué de 6% à 2% entre janvier et novembre 2001, la baisse de novembre 2002 l'a porté à 1.25%) a été encore plus décisive.

Une correction boursière de l'ampleur de celle qui se produit depuis 2000 porte le risque d'effets récessifs considérables (chapitre V). La nécessité de désendettement du côté des débiteurs et le besoin d'épargner pour reconstituer la richesse évaporée sont susceptibles de déprimer fortement la demande. La forte baisse des taux d'intérêt a permis de réduire ces risques. Pour les entreprises, le désendettement a été facilité par l'allègement de la charge des dettes contractées à taux variable. Du côté des ménages, le relâchement monétaire a induit une baisse des taux hypothécaires qui, jointe à la hausse des prix du logement, leur a permis de renégocier leurs emprunts hypothécaires à des conditions plus favorables et d'emprunter davantage. Ils ont ainsi pu rembourser les emprunts qu'ils avaient contractés à taux élevés et consommer

plus tout en augmentant leur demande de nouveaux logements... renforçant ainsi la vigueur des prix immobiliers et leur capacité d'emprunt et de dépense.

Ces amortisseurs n'ont pas été aussi puissants dans la zone euro. La réaction monétaire a été moins forte et moins rapide qu'aux Etats-Unis ; les mécanismes de transmission, pour des raisons économiques et institutionnelles, ont été moins efficaces. Compte tenu du niveau très faible de l'inflation et de la croissance en Allemagne, la politique monétaire commune a été très restrictive pour ce pays tandis que le carcan du Pacte de stabilité le privait de toute stimulation budgétaire. Pour la première fois en trente ans, la demande intérieure allemande s'est contractée en termes nominaux en 2002 ; l'économie sera pratiquement stagnante en 2003 pour la troisième année consécutive.

Au total en 2002, la consommation publique a augmenté deux fois plus vite aux Etats-Unis qu'en zone euro, la consommation privée cinq fois plus vite (3.1% contre 0.6%). La dépense des administrations et des ménages américains a largement compensé le recul de l'investissement privé non-résidentiel : celui-ci a baissé pour la deuxième année consécutive de plus de 5% alors qu'il a seulement commencé à reculer en zone euro (-2.7%).

Le rôle des anticipations

Jusqu'à quand les déséquilibres induits par cette situation vont-ils être soutenables ? L'augmentation du déficit courant des Etats-Unis en même temps que les modifications dans la structure de son financement – en 2002, les entrées d'investissements directs n'ont atteint que 30 milliard de dollars, dix fois moins qu'en 2000 et les réserves en dollar des Banques centrales étrangères ont fortement augmenté – paraissent insoutenables. Le dollar a culminé fin janvier 2002. Son repli en termes effectifs a été de 16% jusqu'à la mi-mai 2003 mais l'euro s'est apprécié de quelque 30% face à la monnaie américaine. En dépit de la dépréciation du dollar, le déficit courant américain devrait encore atteindre 5.5% du PIB en 2004 selon l'OCDE.

Le déficit courant américain avoisine ainsi le niveau (5% du PIB) que les observations faites sur plusieurs pays à différentes époques, font souvent considérer comme un seuil au-delà duquel s'opère une correction. Ce que l'on sait c'est que les mouvements réels et financiers qui autorisent un déficit d'une telle ampleur trouvent nécessairement leurs limites ; mais il est très difficile de prévoir quand interviendra le rééquilibrage, quelle sera son origine (les ménages américains peuvent vouloir limiter leur risque de change) et à quel niveau d'activité mondiale et de parités des monnaies il s'effectuera (qui voudra dépenser plus, sur quels actifs les créanciers vont-ils se reporter) ? A côté de scénarios d'atterrissage en douceur, on peut imaginer des corrections beaucoup plus brutales. Quoi qu'il en soit, l'idée qu'un réajustement va tôt ou tard se

produire pèse sur les anticipations, en particulier sur celles des entrepreneurs européens déjà pénalisés par l'appréciation de l'euro.

Il semble désormais acquis que le rythme de croissance sur l'ensemble de l'année 2003 retenu pour la zone euro par les prévisions de printemps du FMI (voir tableau) ne sera pas atteint. L'activité a stagné au premier semestre 2003 et sa progression sera sans doute très modérée au second ; les perspectives pour 2004 restent très médiocres : le désendettement des entreprises est à peine engagé (chapitre V), l'ajustement de l'emploi devrait se poursuivre et le redressement de l'investissement sera lent. Au Japon, les autorités semblent prêtes à s'attaquer à la résolution de la crise bancaire. Dans ces conditions, un rationnement du crédit n'est pas à exclure qui pourrait avoir un coût macroéconomique important (chapitre II).

La reprise mondiale de 2004 est donc suspendue à celle des Etats-Unis. Et la question centrale est la même qu'il y a un an : l'investissement va-t-il prendre le relais de la dépense des ménages ? Il n'y a sûrement aucun lieu de penser que l'investissement des entreprises serait aujourd'hui moins à même de redémarrer qu'il ne l'était au printemps 2002. La faiblesse de l'investissement en capital fixe a permis une amélioration sensible du solde financier des entreprises, leur endettement a diminué. Les résultats d'enquêtes sur les projets d'investissement disponibles en juillet 2003 semblent plutôt encourageants. Toutefois les forts gains de productivité récemment enregistrés suscitent des inquiétudes sur l'évolution de l'emploi. Les entreprises vont-elles réembaucher et faire progresser les revenus des ménages qui ne vont plus pouvoir bénéficier, à la même échelle, des mécanismes hypothécaires évoqués plus haut ? Les ménages ne pourront acquitter la charge élevée de leur dette que si leurs revenus continuent de progresser. L'autonomie de la reprise ne paraissant pas acquise, le budget 2004 comporte un assouplissement supplémentaire sous forme de réduction d'impôts et d'augmentation des dépenses (sécurité, santé). Ces nouvelles mesures pourraient dégrader le déficit budgétaire de près d'un point de PIB. Il s'agit encore une fois, par la politique budgétaire et fiscale, de fixer les anticipations à un niveau suffisamment élevé pour enclencher une croissance auto-entretenu.

On a l'habitude de voir dans les mouvements des marchés financiers le reflet des anticipations des intervenants. A cet égard, les messages délivrés par les évolutions enregistrées depuis le printemps 2003 sont ambigus. En mars, l'anticipation d'une guerre courte, la baisse des prix du pétrole et la publication de bons résultats d'entreprises ont fait remonter les marchés-actions. Mais au cours des mois d'avril et mai, le repli des taux d'intérêt sur les bons du Trésor américain à dix ans à des niveaux historiquement bas a semblé traduire un grand pessimisme quant aux perspectives de croissance. La même évolution

s'observait en Europe et au Japon. Malgré cela, les marges de crédit continuaient à se resserrer. Les investisseurs se sont portés sur les titres d'entreprises et d'économies émergentes à plus haut rendement. Le Brésil et la Turquie, notamment, ont retrouvé l'accès aux marchés. Mais, en juin et juillet, on a assisté à une remontée violente des taux à dix ans. Certains y voient les signes d'une confiance retrouvée des marchés dans la reprise. Les plus sceptiques y voient plutôt les signes inquiétants d'une mauvaise communication entre la Banque centrale et les marchés et une menace supplémentaire pour la reprise.

Le sentiment que les marges de manœuvre de la politique économique se réduisent accroît en effet l'inquiétude. Typiquement, l'action conjuguée de la Réserve fédérale et du budget américain a comporté depuis 2001 tous les ingrédients d'une politique anti-déflationniste agressive. On a souvent souligné que les Etats-Unis avaient retenu les leçons de l'expérience malheureuse du Japon : mieux vaut réagir vite et fort que de laisser l'économie glisser dans la déflation. Cette politique a été efficace puisque l'économie américaine a, beaucoup mieux que les autres, résisté aux chocs successifs. Mais l'économie n'est pas encore parvenue à sortir de la zone à risque comme les déclarations du 6 mai 2003 d'Alan Greenspan l'ont rappelé. On estime que pour écarter les risques de déflation, la croissance américaine devrait progresser à un rythme annuel de 4% pendant au moins deux ans. Que la première puissance économique mondiale ne soit pas à l'abri de la déflation, alors que la deuxième y est enlisée depuis plusieurs années et que les risques de voir la troisième touchée apparaissent très sérieux, a effectivement de quoi inquiéter.

Les risques de déflation

Le recul prononcé de l'inflation dans l'ensemble de l'économie mondiale constitue depuis plus de dix ans un changement radical des conditions de la croissance. Partout, l'objectif des Banques centrales a été de réduire l'inflation considérée comme un facteur d'instabilité pénalisant la croissance. Mais lorsque la progression de l'indice général des prix s'établit durablement à un niveau bas, tout élargissement significatif de l'écart entre offre et demande est susceptible de la porter à des niveaux quasi nuls, voire négatifs. Ainsi, les risques de déflation avaient été évoqués en 1998, après la crise asiatique, lorsque s'était produit un recul général de la progression des prix dans les pays industrialisés. Selon une étude du FMI, la part des pays-mois ayant connu une hausse de l'indice général des prix à la consommation inférieure à 1% atteint sur la période 1997-2002 presque 25% dans les pays industrialisés comme dans les économies émergentes. Actuellement, le Japon est en déflation (il le sera sans doute encore en 2004, pour la septième année consécutive) ainsi que Hong-

Kong. Mais l'indice général des prix a enregistré des périodes significatives de baisse en Chine, à Singapour et à Taïwan. Il existe en effet une diversité de forces déflationnistes (hausse de la productivité, capacités de production excédentaires) qui s'exercent dans les pays industrialisés et dans les économies émergentes.

La montée de l'endettement des agents privés constitue une autre évolution majeure des dernières décennies. Or lorsque l'inflation est basse, un endettement élevé risque de déprimer la demande au moindre choc qui réduit l'inflation ou ralentit la croissance. Une inflation plus basse qu'attendue accroît la charge réelle des dettes. Un effet de redistribution des revenus se produit de groupes à forte propension à dépenser vers des groupes à propension plus faible. Surtout, la capacité à servir la dette dépend non seulement du taux d'intérêt mais aussi de la croissance des revenus. Si celle-ci se révèle moins élevée qu'attendu, elle peut devenir insuffisante au regard de la charge de la dette : les agents cherchent alors à se désendetter et, pour cela, augmentent leur épargne et diminuent leur dépense. On entre dans une spirale déflationniste quand la baisse des prix, au lieu de stimuler la demande, la déprime. Les agents peuvent penser que la baisse des prix va être suivie d'autres baisses et préfèrent attendre pour acheter.

Les conséquences peuvent être particulièrement dommageables quand le système financier est fragile. A cet égard, la situation allemande est inquiétante. En Allemagne, depuis la fin des années quatre-vingt-dix, les revenus nominaux progressent à un rythme inférieur aux taux d'intérêt à dix ans. Or le poids des dettes privées allemandes est parmi les plus élevés d'Europe et les risques liés à cette accumulation sont largement concentrés sur un système bancaire fragile. De plus, la politique macroéconomique allemande dispose de marges de manœuvre extrêmement étroites.

Si de ce point de vue, l'Allemagne présente aujourd'hui un cas extrême, le problème des marges de manœuvre de la politique économique se pose d'une façon beaucoup plus générale. Les Banques centrales ont largement utilisé leurs outils traditionnels conventionnels. Le Japon ne dispose plus de marges puisque le taux d'intérêt nominal a atteint depuis 1999 le seuil de zéro. La BCE dispose au début de l'été 2003 de 200 points de base, la Fed de 100. C'est pourquoi, la Fed s'est récemment déclarée prête à utiliser les moyens non conventionnels de la politique monétaire pour parvenir à abaisser les taux à plus long terme : annonce du maintien des taux directeurs à un niveau bas sur une période donnée, achats massifs de titres d'Etat à long terme, voire achats d'actifs réels. Sur le plan budgétaire, les déficits se creusent partout, aux Etats-Unis on l'a vu, en zone euro où les deux plus grands pays enfreignent les règles

du Pacte de stabilité, au Japon où le déficit public atteint 7.1% du PIB et la dette publique 147.2%.

Les politiques économiques au défi

La situation à bien des égards inédite dans laquelle se trouvent les pays industrialisés aujourd'hui pose un défi majeur aux politiques économiques. La globalisation financière et commerciale produit des transformations profondes des économies au Nord comme au Sud, qui placent l'activité hors des cadres économiques et institutionnels habituels et exposent les économies et les sociétés à différentes sources de chocs. Dans le même temps, s'est développée au cours des années récentes une grande défiance à l'égard des politiques conjoncturelles soupçonnées d'être biaisées en faveur du court terme au détriment des équilibres à moyen terme. L'objectif a été de se prémunir contre ces excès : on a confié à des Banques centrales indépendantes le soin de contrôler l'inflation, on a voulu limiter les mesures budgétaires discrétionnaires. Dans ces conditions, la politique économique dispose-t-elle des moyens d'éviter que ne se développent des situations propices aux chocs et, si ceux-ci surviennent, a-t-elle les moyens d'y faire face ?

Sur le premier point, c'est surtout la politique monétaire qui est aujourd'hui incriminée pour avoir laissé monter l'instabilité financière. Ce sont les objectifs mêmes de la politique monétaire qui sont débattus. La première question concerne le contrôle de l'inflation. Le choix de la cible d'inflation visée par la Banque centrale, que celle-ci soit explicite ou non, reste influencé par la période de haute inflation. Certes, cette cible ne doit pas être trop élevée pour préserver la confiance dans l'unité de compte, mais elle ne doit pas être trop élevée pour préserver la confiance dans l'unité de compte, mais elle ne doit pas non plus qu'elle soit trop basse pour éviter d'exposer l'économie aux risques de déflation. Les conséquences négatives de l'inflation sur la croissance apparaissent à des niveaux d'inflation nettement plus élevés que ceux qui sont aujourd'hui ciblés. A cet égard, le fait que la BCE ait fait passer sa cible de « moins de 2% » à « en dessous mais proche de 2% » constitue un pas timide dans la bonne direction.

Quant à la stabilité financière, elle réclamerait que la Banque centrale se fixe une doctrine en la matière. La stabilité ne peut être assurée dans un monde de finance libéralisée, que si la Banque centrale se dote des moyens de détecter et de stopper les dérapages financiers dans la phase montante du cycle (chapitre V).

Le recours à des mesures de relance budgétaire est aussi l'objet de controverses. L'idée que leur efficacité serait réduite par des comportements néo-ricardiens des ménages qui affaibliraient les effets keynésiens de l'action de

l'Etat était très en vogue il y a quelques années ; elle semble l'être moins aujourd'hui. Reste le risque que des mesures discrétionnaires aggravant le déficit budgétaire exercent des tensions sur les taux longs et affaiblissent l'investissement.

Une voie consisterait à renforcer le jeu des stabilisateurs automatiques. C'est notamment ce que propose Robert Solow qui fait remarquer que « la stabilisation automatique est le sous-produit non intentionnel de décisions politiques prises pour d'autres raisons ». Une réduction structurelle de l'intervention de l'Etat, comme celle qui s'est produite aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, a réduit la capacité de l'économie à répondre, sans mesures discrétionnaires, aux chocs d'activité. L'idée serait d'introduire dans certains instruments de dépense publique et de fiscalité des mécanismes de déclenchement automatique ou de seuil : ils deviendraient ainsi plus expansionnistes quand l'activité faiblirait et plus restrictifs quand elle se raffermirait.

Cependant, beaucoup d'observateurs ont remarqué que l'enlisement de l'économie japonaise depuis dix ans s'explique davantage par les blocages politiques à une action vigoureuse qu'au manque ou à l'inefficacité des instruments économiques. A cet égard, la situation de la zone euro est très préoccupante. Comme l'a bien exprimé Pierre Jacquet, la politique économique de la zone – résultat d'une politique monétaire unique et de douze politiques budgétaires décentralisées – n'est ni active, ni réactive, ni même aisément formulable. Elle est, de ce fait, incapable d'ancrer les anticipations des agents.

C'est un grave handicap pour la zone euro au moment où les tensions entre ses membres s'accroissent du fait des effets asymétriques produits par les chocs. C'est un handicap aussi pour l'Union européenne dans son ensemble alors que celle-ci s'apprête à accueillir dix nouveaux membres. L'Union européenne aura dans ces conditions du mal à faire face à la responsabilité que les pays industrialisés dans leur ensemble ont vis-à-vis des zones en développement. Plusieurs pays, particulièrement en Amérique latine, semblent aujourd'hui, au terme d'ajustements très durs, réunir les conditions économiques et politiques d'un nouveau démarrage. Mais leur sort dépend largement de l'environnement que les pays industrialisés seront capables de leur fournir.

Bibliographie

- Aglietta M. (2002) – « Le renouveau de la monnaie », L'Economie mondiale 2003, La Découverte, collection Repères, www.cepii.fr.
Brender A., Pisani F. (2003) – « Risque de déflation par la dette en Europe et aux Etats-Unis », Observations et diagnostics, revue de l'OFCE, n° 86, juillet.
BRI (2003) – 73^e rapport annuel, www.bri.org.

Dourille-Feer E., Lacu C. (2003) – « La crise japonaise ou comment un pays riche s'enlise dans la déflation », L'Economie mondiale 2003, La Découverte, collection Repères, www.cepii.fr.
FMI (2003) – Deflation : Determinants, Risks, and Policy Options-Finding of an Interdepartmental Task Force, avril, www.imf.org.
Jacquet P. (2003) – “Les obstacles à la croissance européenne”, Les Cahiers du Cercle, Le Cercle des économistes, Cahier n° 3, juillet, www.lecercledeseconomistes.asso.fr.