

Une catastrophe programmée pour les Etats-Unis et l'Europe ?

Nous nous inquiétons du point d'arrivée de la chronique suivante des événements :

- *les Etats-Unis et l'Europe ont leurs économies affaiblies durablement par le désendettement, les pertes irréversibles d'emplois et les délocalisations ;*
- *de ce fait, les politiques budgétaire et monétaire de ces pays restent expansionnistes ; ils ont donc un besoin de financement public et externe (Etats-Unis, Royaume-Uni) et cependant des taux d'intérêt bas grâce, pour l'instant, à la forte demande pour leurs titres publics par les Banques Centrales des pays émergents ;*
- *les pays émergents substituent la production domestique aux importations, ce qui n'aide pas les pays de l'OCDE à croître davantage, et ont des économies qui dépendent davantage de la demande intérieure et moins des exportations ; de ce fait, la stabilisation des taux de change entre leurs devises et le dollar devient moins importante ;*
- *lorsque les ennuis liés à la stabilisation du dollar (perte de l'indépendance monétaire) l'emporteront sur les avantages (gains de compétitivité), les pays émergents laisseront flotter leurs devises, d'où l'arrêt du financement à taux d'intérêt bas des déficits (publics et extérieurs) des Etats-Unis et de l'Europe ;*
- *la situation sera alors très grave pour ces pays, car à la modestie de la croissance s'ajouteront la dépréciation des taux de change vis-à-vis des pays émergents (ce qui a surtout comme effet de dégrader les termes de l'échange) et la remontée forte des taux d'intérêt à long terme.*

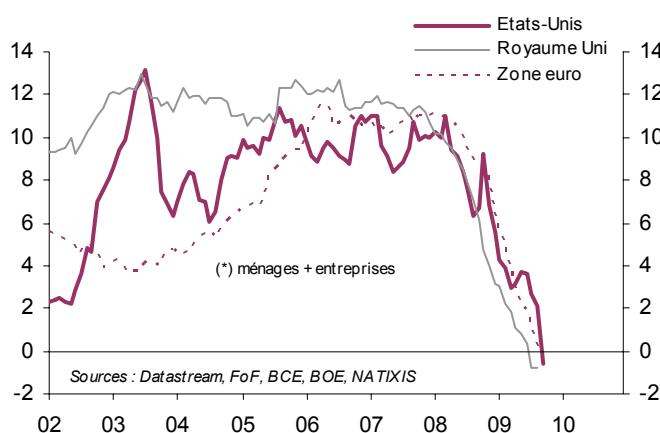
Il est difficile de savoir quand cette crise se produira : dans 2 ans, 3 ans, plus tard ? Mais il est probable que les Etats-Unis et l'Europe seront confrontés à cette crise de financement.

Croissance durablement affaiblie aux Etats-Unis et en Europe

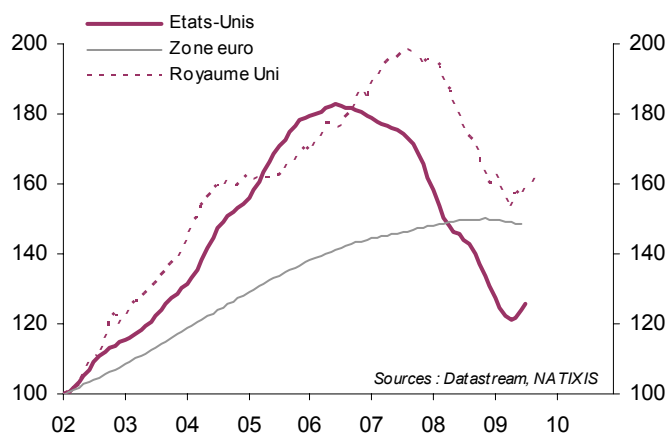
Nous pensons que **la croissance va être durablement affaiblie**, par rapport à la situation d'avant-crise, **aux Etats-Unis et en Europe**, avec :

- **le besoin d'un désendettement durable (graphique 1)**, en réaction à la perte de richesse due à la baisse des prix des actifs (**graphiques 2a/2b**), à la forte fragilité financière révélée par la hausse des taux de défaut durant la crise (**graphiques 3a/3b**) ;
- de ce fait, **pertes irréversibles d'emplois** dans les secteurs où la demande (la production) était liée au crédit : construction, services financiers, industrie manufacturière (biens durables, **graphiques 4a/4b/4c**).

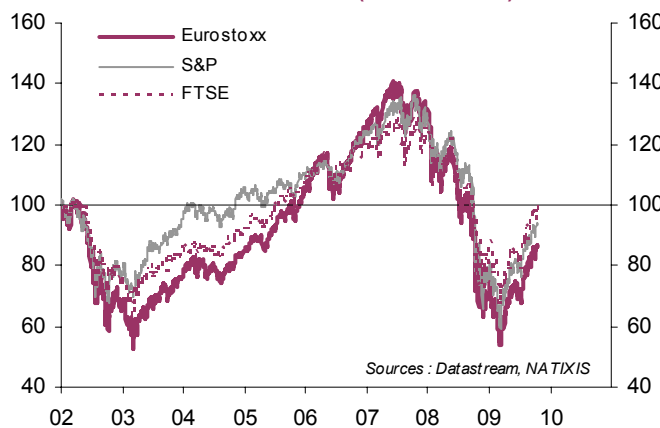
Graphique 1
Crédit bancaire au secteur privé * (GA en %)



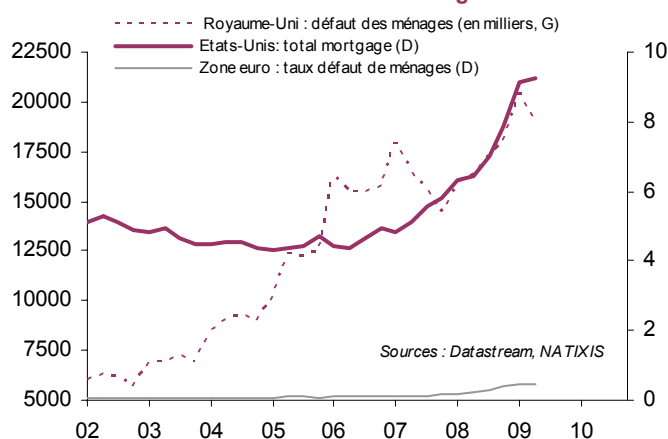
Graphique 2a
Prix de l'immobilier (100 en 2002:1)



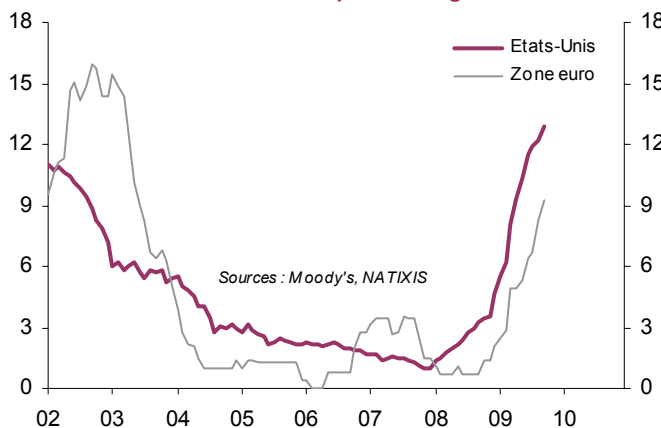
Graphique 2b
Indices boursiers (100 en 2002:1)



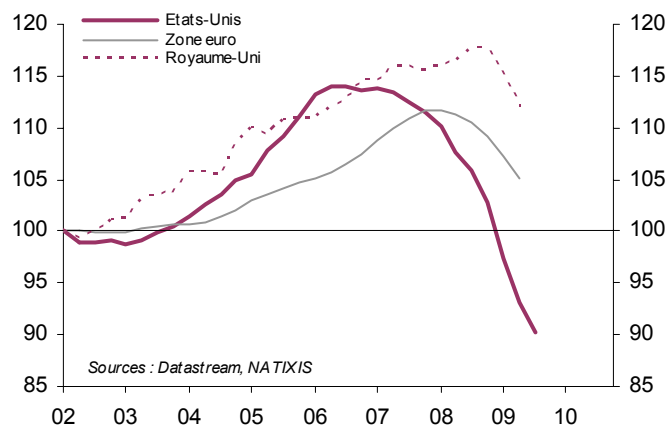
Graphique 3a
Taux de défaut des ménages



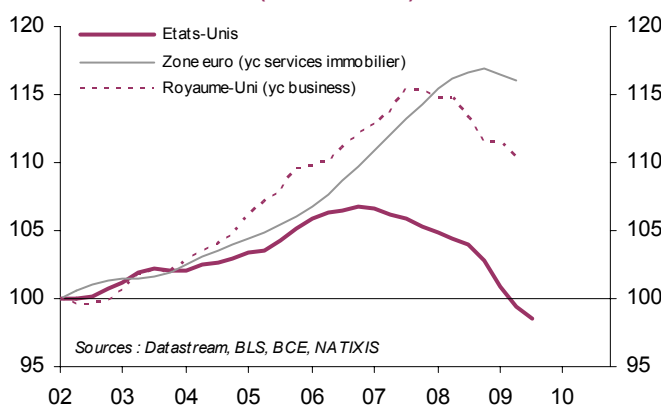
Graphique 3b
Taux de défaut corporates High Yield



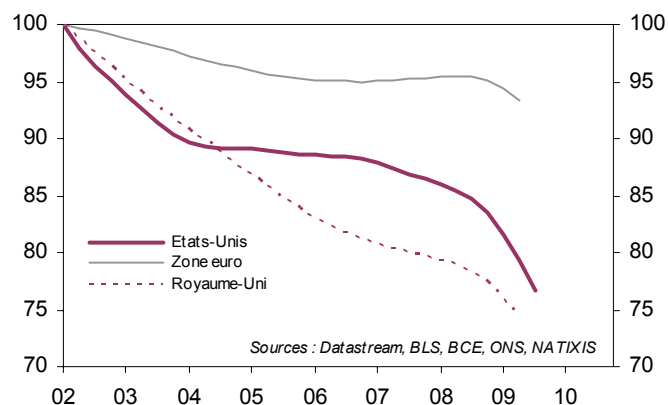
Graphique 4 a
Emploi dans la construction (100 en 2002:1)



Graphique 4b
Emploi dans les services financiers (100 en 2002:1)

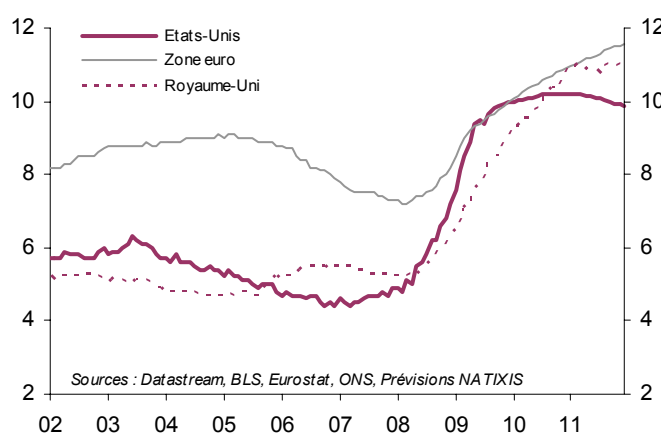


Graphique 4c
Emploi manufacturier (100 en 2002 : Q1)

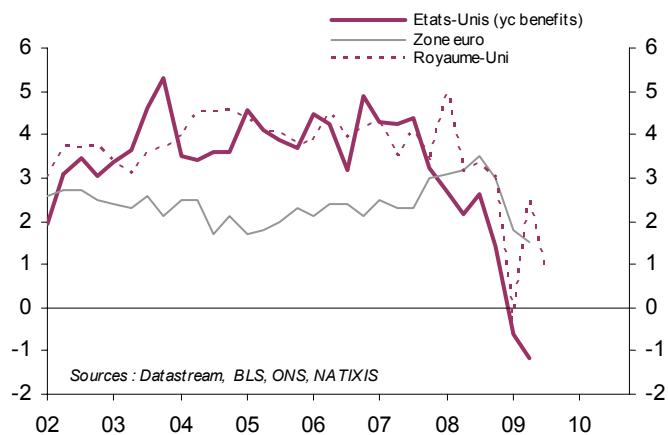


Ceci maintient un **taux de chômage durablement élevé (graphique 5a)** et contribue à **la faiblesse des salaires (graphique 5b)** qui déprime encore plus la demande.

Graphique 5a
Taux de chômage (en %)



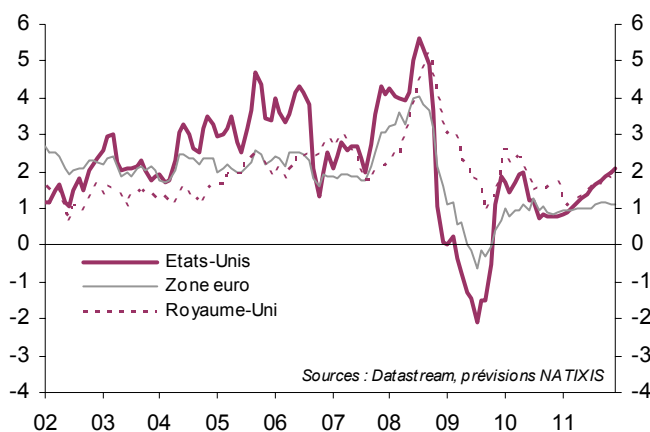
Graphique 5b
Salaires nominal par tête (GA en %)



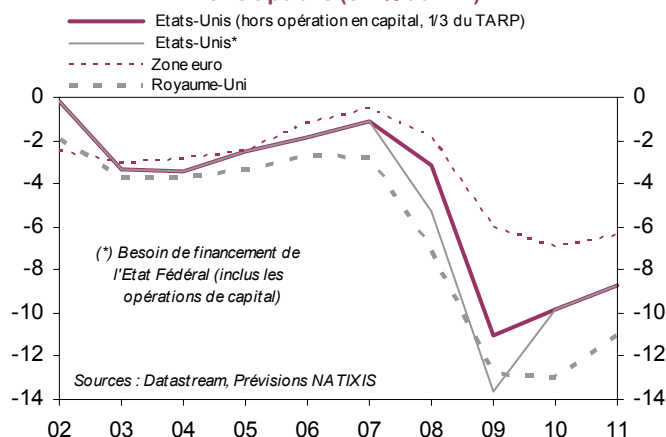
Politiques budgétaire et monétaire expansionnistes, besoins de financement, régime de change

En réaction à cette situation de croissance modeste et sans inflation (**graphique 6**), avec le chômage élevé, les autorités des pays vont devoir **maintenir des politiques budgétaires et monétaires très expansionnistes** (**graphiques 7a/7b/7c**).

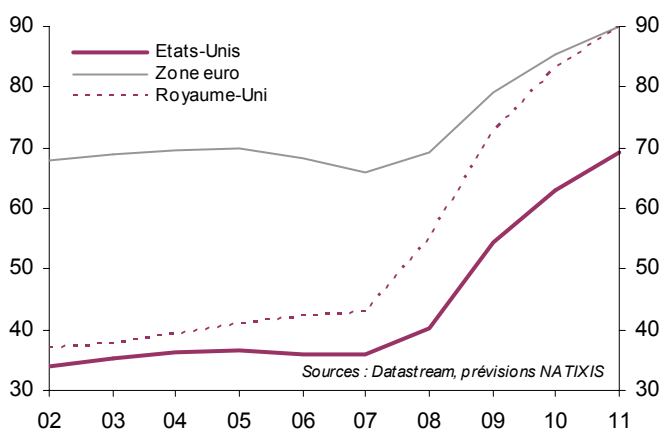
Graphique 6
Inflation (GA en %)



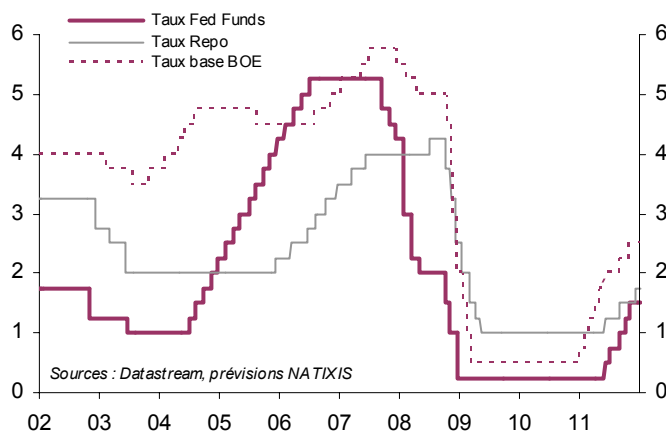
Graphique 7a
Déficit public (en % du PIB)



Graphique 7b
Dettes publiques (en % du PIB)



Graphique 7c
Taux directeurs

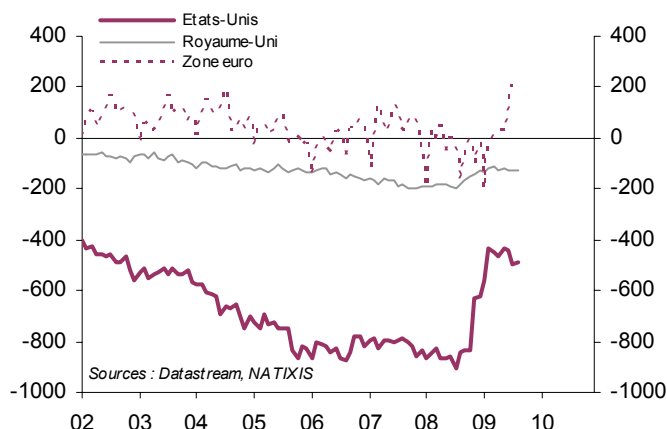


On risque donc de voir **se maintenir de manière chronique, aux Etats-Unis et en Europe :**

- un besoin très important de financement public (**graphique 7a**) ;
- un besoin important de financement extérieur aux Etats-Unis et au Royaume-Uni (**graphique 8**), lié à la désépargne publique ;
- ces besoins de financement sont normalement difficiles à satisfaire dans l'environnement de taux d'intérêt bas qui a été mis en place ; c'est ici qu'interviennent les politiques de change des pays émergents et exportateurs de matières premières. Pour éviter l'appréciation de leurs devises par rapport au dollar (**graphique 9a**), ces pays doivent (sauf de manière transitoire après la faillite de Lehman) **accumuler des réserves de change très importantes** (**graphique 9b**) qui sont surtout investies en titres publics.

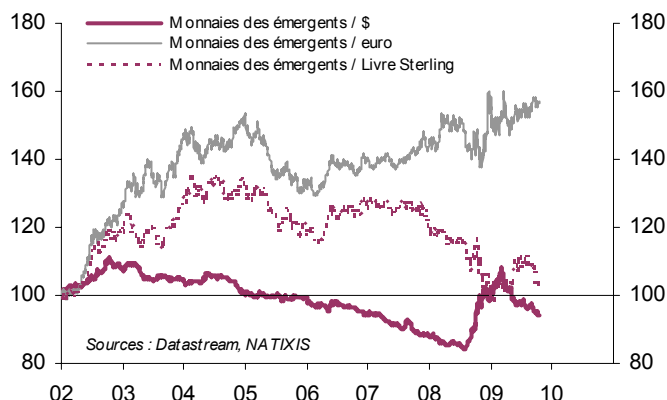
Graphique 8

Balance commerciale (en Mds de \$ par an)



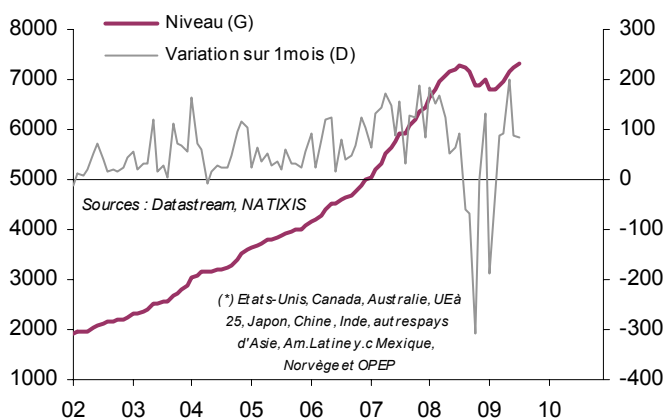
Graphique 9a

**Ensemble des émergents yc Russie et OPEP :
taux de change des émergents (100 en 2002:1)**



Graphique 9b

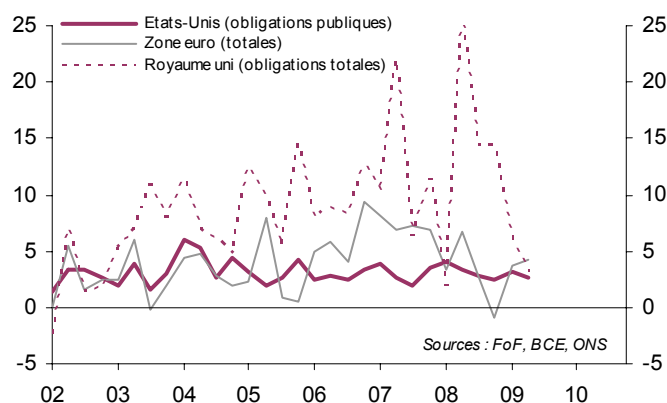
Monde* : réserves de change (Mds de \$)



Ceci explique le niveau très élevé des achats de titres publics par les non résidents, aux Etats-Unis et en Europe (graphique 10a), qui permet d'une part de limiter la dépréciation, surtout du dollar et de la livre sterling, d'autre part de maintenir des taux à long terme bas (graphique 10b) malgré les déficits publics.

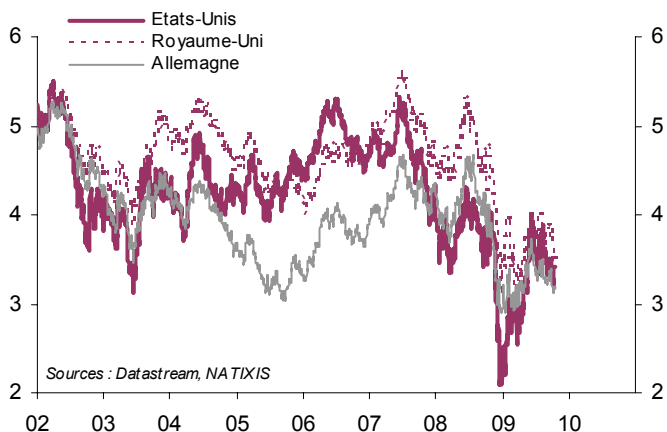
Graphique 10a

**Achats nets d'obligations
par les non résidents (en % du PIB)**



Graphique 10b

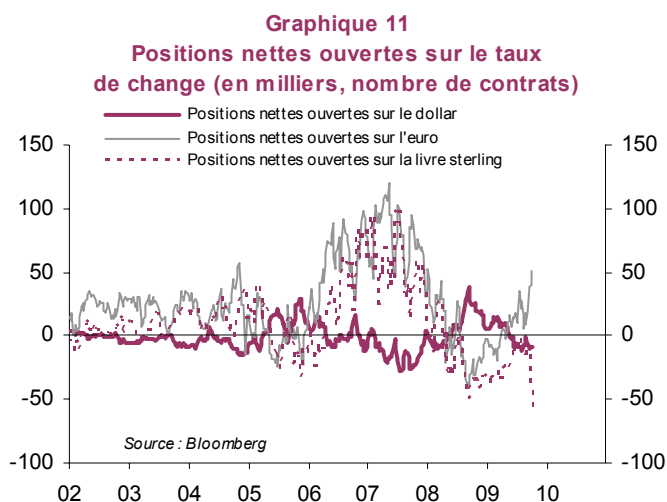
Taux d'intérêt à 10 ans (Emprunts d'Etat)



Le changement du modèle économique des pays émergents

La stabilisation des taux de change par les pays émergents et exportateurs de pétrole **permet donc pour l'instant aux Etats-Unis et à l'Europe de tenter de soutenir leurs économies par des politiques budgétaire et monétaire très expansionnistes sans subir :**

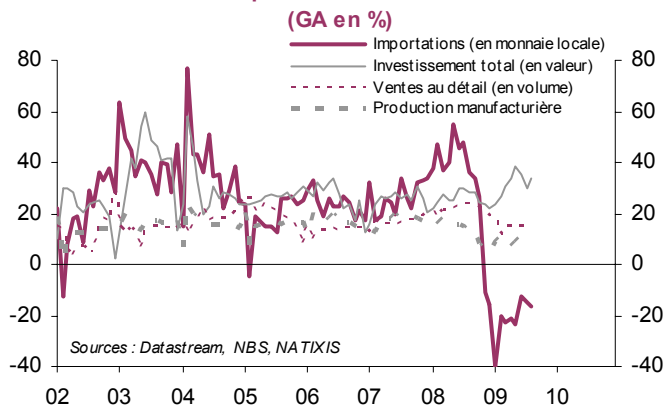
- **la dépréciation du change qui viendrait normalement des taux d'intérêt à court terme très bas, provoquant des sorties de capitaux (graphique 11), qu'on observe aux Etats-Unis et au Royaume-Uni ;**
- **la hausse des taux d'intérêt à long terme qui viendrait normalement des déficits publics.**



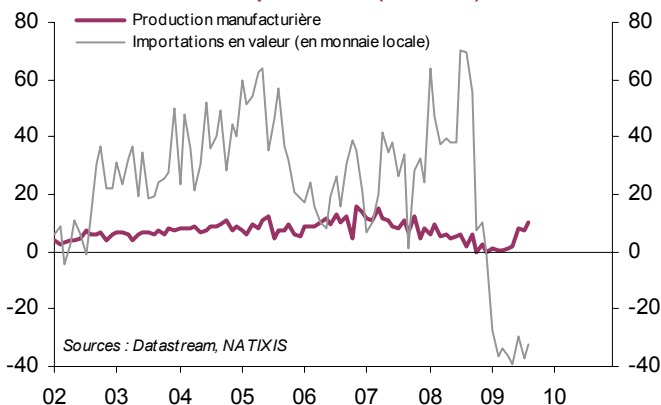
Mais la politique de change des pays émergents pourrait changer en même temps que leur modèle économique. Nous pensons en effet que les pays émergents vont devenir plus indifférents vis-à-vis de leur taux de change avec :

- **la substitution de la production domestique aux importations**, qui résulte de la capacité accrue des appareils productifs des pays émergents à satisfaire leur marché intérieur ; on observe que le contenu en importations de la demande intérieure est faible, et que les reprises économiques (particulièrement en Asie) ne font pas repartir les importations (**graphiques 12a/12b/12c/12d**) ;
- **la substitution de la demande intérieure aux exportations comme moteur de la croissance.**

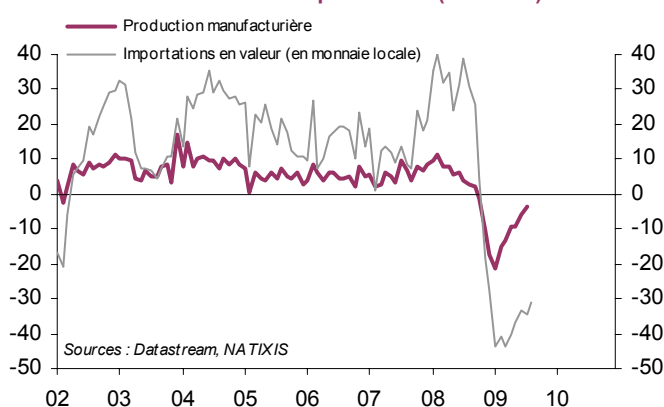
Graphique 12a
Chine : importations, investissement, ventes au détail et production manufacturière
 (GA en %)



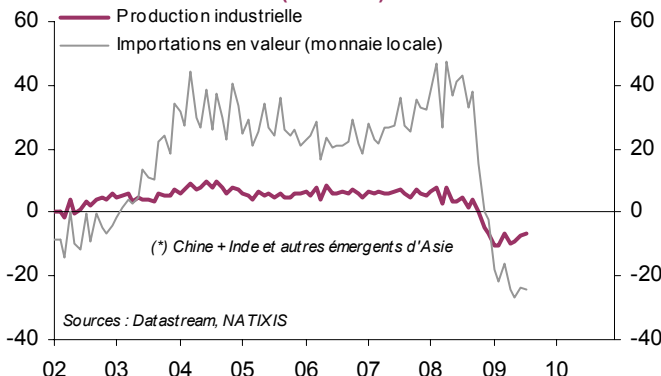
Graphique 12b
Inde : production industrielle et importations (GA en %)



Graphique 12c
Autres émergents d'Asie : production industrielle et importations (GA en %)

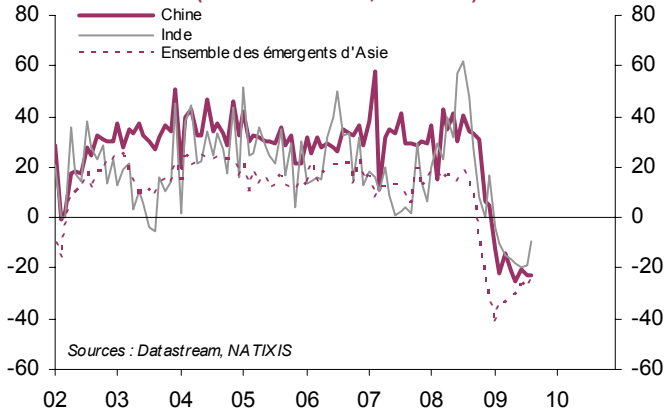


Graphique 12d
Autres émergents hors Asie* y compris Russie et OPEP : production industrielle et importations (GA en %)

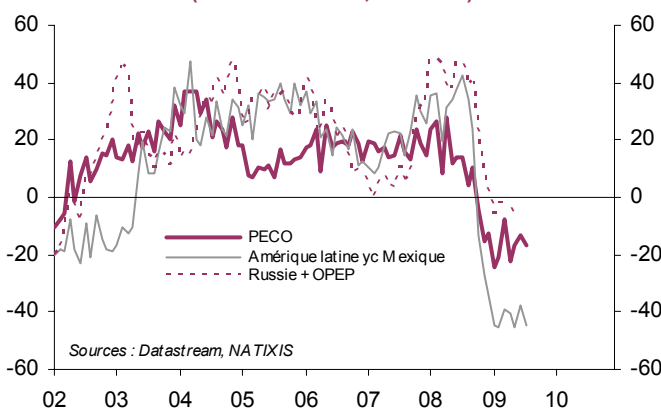


Les exportations des pays émergents ne redémarrent pas vite (graphiques 13a/13b) en raison de la faiblesse de l'activité dans les pays de l'OCDE. Les reprises de l'activité dans les pays émergents (Asie essentiellement pour l'instant (graphiques 12a/12b/12c plus haut, graphique 14)) sont donc liées à la reprise des demandes intérieures.

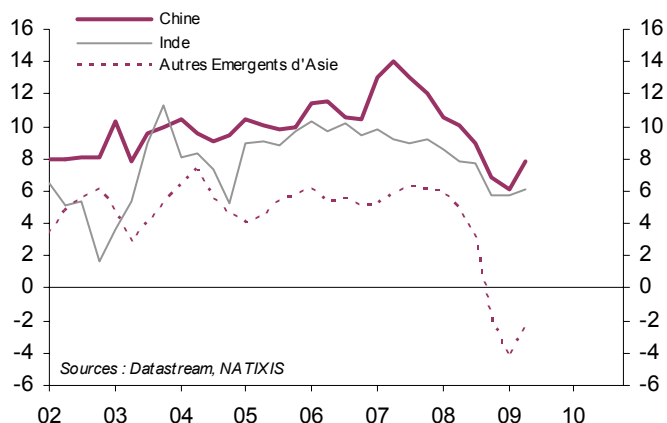
Graphique 13a
Exportations en valeur (monnaie locale, GA en %)



Graphique 13b
Exportations en valeur (monnaie locale, GA en %)

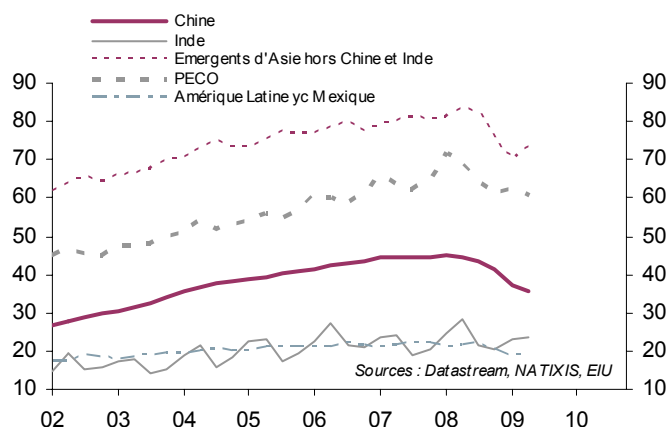


Graphique 14
PIB en volume (GA en %)



Ceci correspond bien à un changement de modèle de croissance : abandon progressif du modèle mercantiliste tiré par les exportations et report vers un modèle de croissance tiré par la demande intérieure. La taille des exportations dans le PIB qui est forte dans certains cas (graphique 15) doit être interprétée avec prudence : le contenu en importations des exportations est élevé et en réalité déjà une faible partie des exportations correspond à de la valeur ajoutée domestique (dans le cas de la **Chine**, par exemple, 12 % seulement du PIB est exporté).

Graphique 15
Exportations (en volume, en % du PIB)



Le modèle mercantiliste de croissance par les exportations exige une devise faible, d'où l'accumulation de réserves de change. L'abandon progressif du modèle mercantiliste aboutirait à une bien plus grande indifférence des pays émergents vis-à-vis de leur taux de change.

Quand les inconvénients de la stabilisation des taux de change l'emporteront sur les avantages

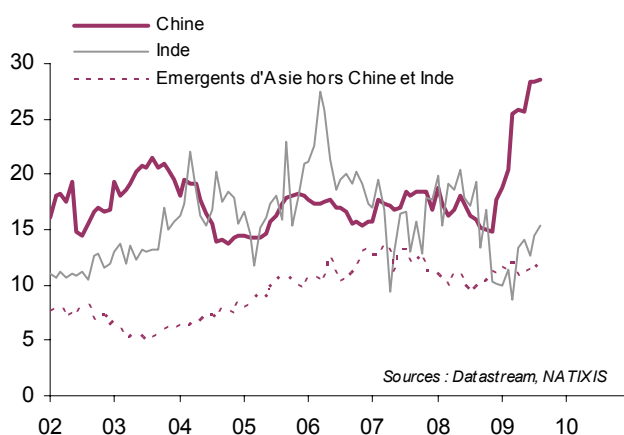
La stabilisation des taux de change dans les pays émergents par l'accumulation de réserves de change a l'avantage pour ces pays de favoriser leurs gains de parts de marché à l'exportation (graphique 16) dans le cadre d'un modèle mercantiliste de croissance.

Graphique 16
Exportations en valeur
(en % des exportations Mondiales)

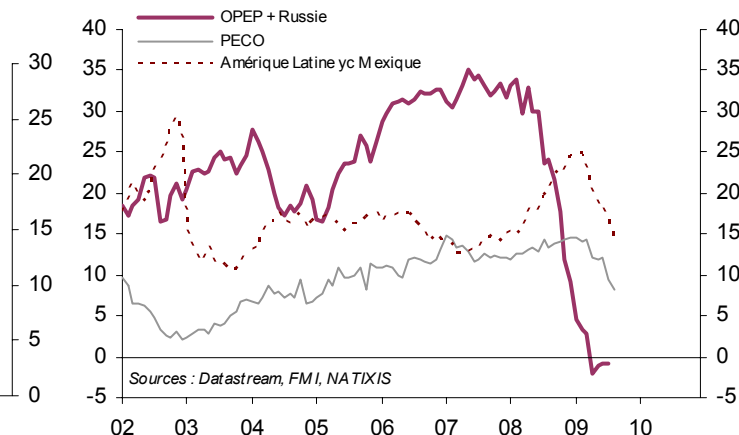


Mais, avec la contraction de la taille du commerce mondial, l'avantage lié à ces politiques devient plus faible et, comme on l'a vu plus haut, les pays émergents passent progressivement à des politiques de soutien de la croissance par les demandes intérieures. Les inconvénients de la stabilisation des changes se mettent alors à l'emporter sur les avantages. Pour les pays émergents, la stabilisation des changes implique la perte d'autonomie des politiques monétaires : l'accumulation de réserves de change nécessaire pour stabiliser les taux de change conduit à une forte croissance de la liquidité (graphiques 17a/17b), à des taux d'intérêt domestiques anormalement bas par rapport au taux de croissance potentielle (en Asie, graphiques 18/19).

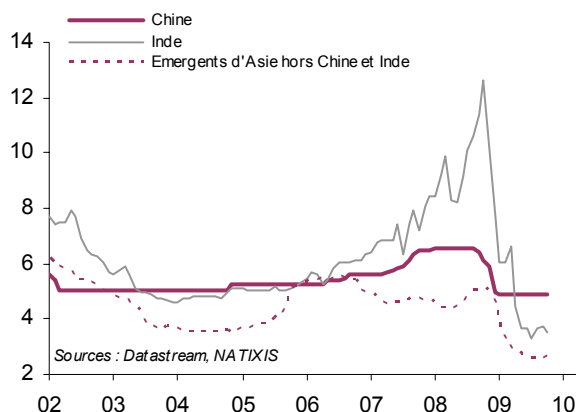
Graphique 17a
M2 (en monnaie locale, GA en %)



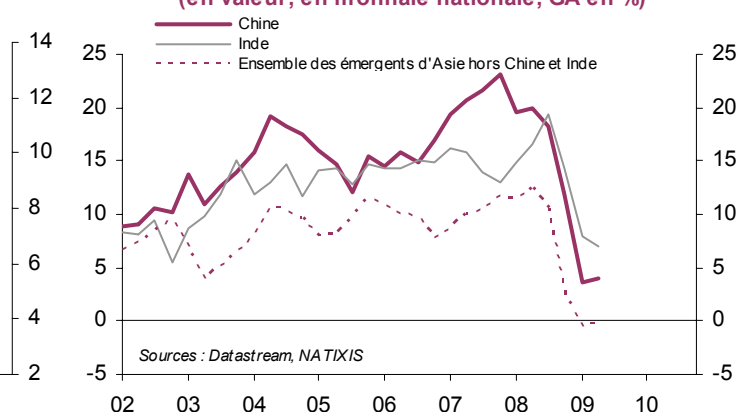
Graphique 17b
Masse monétaire (M2, GA en %)



Graphique 18
Taux à 3 mois



Graphique 19
Croissance du PIB
(en valeur, en monnaie nationale, GA en %)



Le retour à un régime de change flottant plus librement permettrait la reprise du contrôle de la politique monétaire domestique dans les pays émergents qui aujourd'hui ont des politiques actives de stabilisation des taux de change.

Synthèse : vers une crise majeure à terme aux Etats-Unis et en Europe

Aujourd'hui, les Etats-Unis et l'Europe sont confrontés à la perspective d'une croissance faible mais **peuvent mener des politiques monétaires très expansionnistes sans que leurs monnaies ne se déprécient fortement** et des politiques **budgétaires très expansionnistes sans que leurs taux d'intérêt à long terme ne remontent.**

Ceci est dû aux interventions de change des Banques Centrales des pays émergents et exportateurs de pétrole, qui achètent des obligations publiques américaines et européennes.

Mais le modèle économique des pays émergents est en train de se modifier rapidement :

- **substitution de la production nationale aux importations ;**
- **substitution de la demande intérieure aux exportations comme moteur de la croissance.**

Dans ce nouveau modèle, maintenir un taux de change sous-évalué a beaucoup moins d'intérêt, et les inconvénients de la stabilisation des taux de change pour les pays émergents (absence de contrôle des politiques monétaires) l'emportent sur les avantages.

Si on passe alors à une plus grande flexibilité des devises des émergents, les conséquences pour les Etats-Unis et l'Europe seraient très sérieuses :

- **dépréciations fortes des devises vis-à-vis des monnaies des émergents**, ce qui aurait surtout comme conséquence **la hausse des prix des importations et la dépréciation des termes de l'échange**, donc une nouvelle perte de croissance ; en effet, les productions domestiques des pays de l'OCDE sont peu substituables aux importations depuis les émergents ;
- **hausse forte des taux d'intérêt à long terme**, aggravant la dépression de la demande.

L'abandon progressif du modèle mercantiliste de croissance dans les pays émergents aurait des effets très nocifs sur les Etats-Unis et l'Europe.