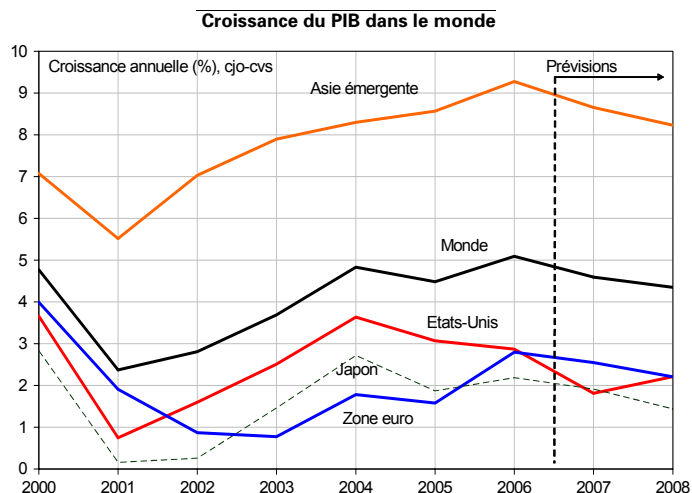


## La situation économique mondiale à l'automne 2007

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et de la Politique économique et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, des Finances et de l'Emploi.

- L'économie américaine a montré des signes de ralentissement dès mi-2006, en lien notamment avec le retournement de l'activité dans la construction résidentielle. En raison de la spécificité de ce choc, les conséquences sur les économies du Japon, de la zone euro et des pays émergents sont restées limitées. La croissance est restée bien orientée, notamment en zone euro, portée par des investissements et des exportations très dynamiques. Le ralentissement intervenu au 2<sup>ème</sup> trimestre (au Japon et en zone euro) semble lié à des facteurs ponctuels qui ne remettent pas en cause cette bonne orientation.
- Les tensions sur les marchés financiers de l'été 2007 ont conduit à une hausse des primes de risque et à un durcissement des conditions d'octroi de prêts aux États-Unis. Ces évolutions devraient peser sur l'économie américaine (et dans une moindre mesure sur d'autres pays comme le Royaume-Uni ou l'Espagne) via une décélération de l'investissement résidentiel et de la consommation des ménages. S'agissant des entreprises, leur bonne santé financière - liée notamment grâce à des taux d'autofinancement relativement élevés - devrait les aider à éviter une forte décélération des investissements.
- En dépit de ces tensions, la croissance en zone euro resterait dynamique en 2007 (2,6%), tandis que l'économie américaine ralentirait significativement (1,8%) : le découplage se poursuivrait.
- En 2008, avec une construction résidentielle reculant de moins en moins fortement et une accélération de l'investissement des entreprises, l'activité aux États-Unis accélérerait progressivement pour revenir à un rythme de croissance d'environ 2,5% en rythme annualisé en fin d'année. Dans le même temps, la zone euro croîtrait à un rythme proche de son potentiel (environ 2%).
- Au Japon, la croissance serait plus équilibrée (plus de consommation et moins d'exportations) mais ne dépasserait plus le rythme potentiel. En Asie émergente, la légère décélération des investissements serait en grande partie compensée par une accélération de la consommation, de sorte que la croissance resterait très forte.

Source : Comptes nationaux.



## 1. Le découplage observé en 2006 et début 2007 entre les États-Unis et les autres grandes économies a semblé moins net au 2<sup>ème</sup> trimestre 2007, mais pour des raisons en grande partie ponctuelles

Entre le 1<sup>er</sup> trimestre 2006 et le 1<sup>er</sup> trimestre 2007, la croissance en zone euro, au Japon et dans les pays émergents a bien résisté à la dégradation de la conjoncture américaine. Le rythme de croissance du PIB aux États-Unis a en effet nettement diminué durant cette période, de 3,3% à 1,5% en glissement annuel (g.a.). La zone euro au contraire a connu une accélération (de 2,4% à 3,2%), de même que le Royaume-Uni (2,4% à 3,0%). En Asie, la croissance au Japon s'est établie à 2,6% en g.a. au 1<sup>er</sup> trimestre 2007, comme au 1<sup>er</sup> trimestre 2006, et les pays émergents ont conservé un rythme de croissance très soutenue (environ 11% pour la Chine) bénéficiant toujours de leur très bonne insertion dans le commerce mondial et de l'orientation à la hausse des prix des matières premières pour ceux qui les produisent.

Ce découplage s'explique par le caractère particulier du ralentissement américain, initié par la chute de l'activité dans la construction résidentielle (cf. encadré 1).

La poursuite de ce découplage sur le reste de l'année 2007 et en 2008 pour la zone euro et le Japon a pu sembler être remise en question par trois développements conjoncturels récents (hors tensions financières). Ces évolutions paraissent cependant plus ponctuelles que durables :

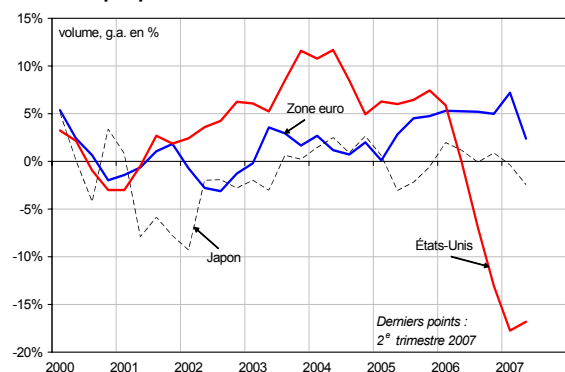
- la croissance de l'économie américaine au 2<sup>ème</sup> trimestre a largement dépassé celles des autres grandes économies développées : le rebond aux États-Unis a été sensible (croissance trimestrielle de +3,8% en rythme annualisé après 0,6% au trimestre précédent) alors que le ralentissement a été significatif en zone euro (+1,4% après +2,8% en rythme annualisé) et surtout au Japon (-1,3% après +2,9%) ;
- l'activité industrielle a ralenti dans les grands pays industrialisés, avec une décélération des échanges commerciaux ;
- en zone euro et au Japon, le secteur de la construction qui avait connu une activité très forte au 1<sup>er</sup> trimestre - en lien avec la douceur de l'hiver notamment - a enregistré une correction au 2<sup>ème</sup> trimestre.

### Encadré 1 : un choc négatif dans l'immobilier spécifique aux États-Unis

Le freinage aux États-Unis en 2006 est lié au retournement de l'activité dans la construction résidentielle. La hausse passée des prix immobiliers aux États-Unis a fini par dégrader la capacité d'achat des ménages (malgré l'essor des prêts très risqués) et a contribué à un repli des achats de logement, ce qui a entraîné une hausse du stock de logements invendus (l'activité immobilière tardant à s'ajuster à la baisse de la demande) et une décélération des prix immobiliers. La construction résidentielle recule ainsi depuis le 2<sup>ème</sup> trimestre 2006.

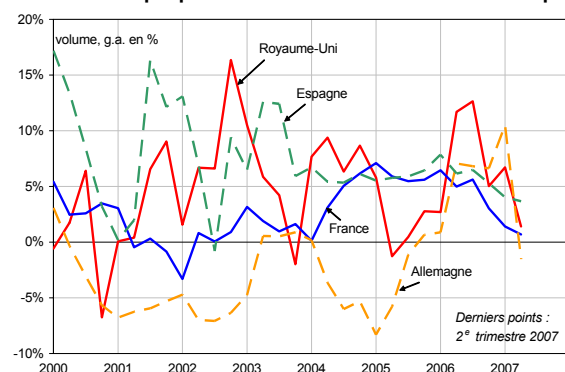
Une telle évolution n'a pas été observée dans les autres zones du monde (cf. graphique 1). L'investissement résidentiel a ainsi été un fort soutien à la croissance en zone euro en 2006 (notamment en Espagne, comme depuis plusieurs années, et en Allemagne plus ponctuellement en 2006). Au Royaume-Uni, les prix et les achats de logements restent toujours bien orientés en dépit des hausses du taux directeur de la Banque d'Angleterre. Malgré une tendance à la décélération dans le secteur de la construction en Europe au début de l'année 2007, en Allemagne notamment (cf. graphique 2), un retournement du secteur immobilier en zone euro à l'image de celui observé aux États-Unis semble peu probable compte tenu des spécificités de la crise immobilière américaine : la dégradation de la capacité d'achat des ménages et l'essor des prêts risqués sont des éléments que l'on ne retrouve pas en zone euro. Au Japon, le redressement des prix immobiliers, une des manifestations de sortie de la période de déflation, a stimulé à nouveau la construction résidentielle en 2006 (elle n'a plus été un frein à la croissance), mais elle est de nouveau en recul au 1<sup>er</sup> semestre 2007.

Graphique 1 : investissement résidentiel dans le monde



Source : BEA, Eurostat, Cabinet Office.

Graphique 2 : investissement résidentiel en Europe



Source : INSEE, INE, ISTAT, Destatis, UK ONS.

En Chine, la construction est demeurée en 2006 l'un des principaux moteurs de la croissance, malgré le resserrement du contrôle du crédit.

## 1.1 Le rebond de la croissance américaine au 2<sup>ème</sup> trimestre 2007 est probablement temporaire

Le rythme élevé de croissance des États-Unis au 2<sup>ème</sup> trimestre masque en réalité un fort ralentissement des principales composantes de la demande intérieure : fort ralentissement de la consommation, poursuite de la baisse de l'investissement résidentiel. En conséquence, les importations ont été atones. La forte croissance du 2<sup>ème</sup> trimestre est principalement liée à la contribution positive de l'extérieur (+1,3 point de PIB sur un total de 3,8% en rythme annualisé) et au rebond inattendu de la construction immobilière par les entreprises.

Les marchés obligataires, qui avaient revu à la hausse les anticipations de croissance et de taux d'intérêt entre la mi-mai et la mi-juin au fur et à mesure de la diffusion des informations conjoncturelles laissant présager le rebond au 2<sup>ème</sup> trimestre, ont ensuite révisé leurs anticipations à la baisse tout au long de l'été, avant même l'apparition des tensions sur les marchés financiers début août (cf. graphique 3).

Graphique 3 : taux des obligations d'état à 10 ans aux États-Unis en 2007



Sources : Datastream.

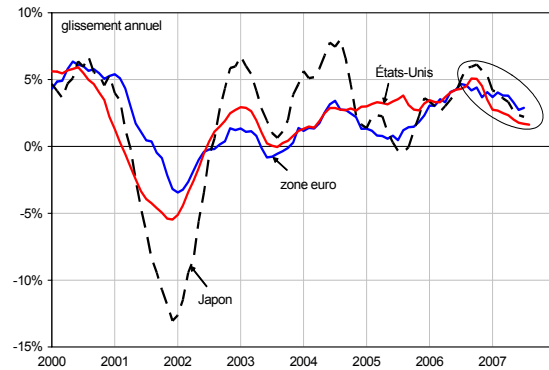
## 1.2 Le ralentissement de l'activité industrielle et des importations dans de nombreux pays développés, y compris en zone euro, semble passer et ne devrait pas empêcher l'investissement de se raffermir au second semestre de 2007

Aux États-Unis, au Japon et dans une moindre mesure en zone euro, l'activité industrielle et les échanges commerciaux ont perdu en dynamisme par rapport au rythme atteint mi 2006 (cf. graphiques 4 et 5).

Cependant, les enquêtes de conjoncture ne semblent pas indiquer une décélération cyclique de l'activité (cf. graphique 6). Aux États-Unis, l'investissement en biens d'équipement devrait ainsi revenir progressivement en 2008 à des rythmes de croissance plus conformes au niveau de long terme, en raison de fondamentaux toujours bien orientés (profits élevés, taux d'utilisation des capacités de production à haut niveau, taux longs réels peu élevés...). C'est ce que laisse présager le maintien depuis mars 2007 du niveau du climat des affaires dans l'industrie au dessus du seuil marquant une contraction. En zone euro et au Japon, les perspectives d'activité sont également

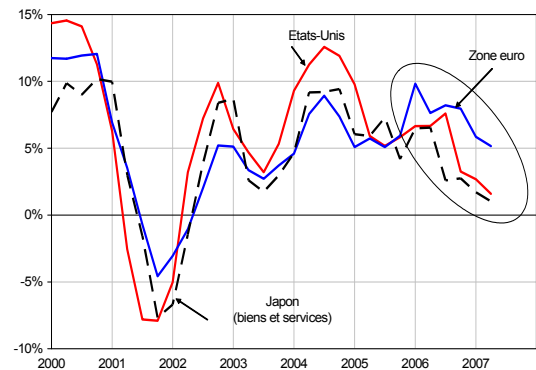
au-dessus de leur niveau de long terme : l'investissement des entreprises se raffermirait ainsi au second semestre.

Graphique 4 : production industrielle, hors construction



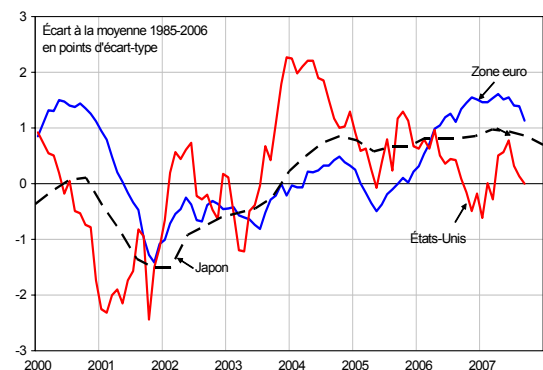
Sources : Eurostat, Fed, Japan Statistics Bureau.

Graphique 5 : importations de biens dans le monde



Sources : BEA, Eurostat, Chinet Office.

Graphique 6 : climat des affaires dans le monde (industrie manuf.)



Sources : Commission Européenne, NAPM, TANKAN.

## 1.3 La décélération de la construction et de la consommation en Europe et au Japon au 1<sup>er</sup> semestre résulte de facteurs temporaires

En zone euro et au Japon, outre les décélération des échanges extérieurs et de la production industrielle décrites précédemment, le ralentissement de l'activité au 1<sup>er</sup> semestre 2007 renvoie à des évolutions dans le secteur de la construction et dans la dynamique de consommation. Au Royaume-Uni également, même si la croissance du PIB a été encore forte au 2<sup>ème</sup> trimestre, l'investissement résidentiel et la consommation ont également été moins dynamiques.

Dans la construction, une partie du repli de l'activité en zone euro est liée à des facteurs ponctuels. Le ralentissement de l'activité dans la construction au 2<sup>ème</sup> trimestre (en Allemagne, en Italie et en France notamment) s'explique en partie par le contrecoup d'un hiver doux qui avait soutenu l'activité les trimestres précédents. En Allemagne s'est ajouté le contrecoup de la forte croissance de l'activité résidentielle en 2006, conséquence des nombreux permis de construire signés l'année précédente (avant la fin de mesures fiscales de soutien à la construction résidentielle en décembre 2005). Seul le moindre dynamisme de la construction résidentielle observé en Espagne au 2<sup>ème</sup> trimestre, en lien avec les effets négatifs retardés de la hausse des taux d'intérêts de

la Banque Centrale Européenne, était attendu et devrait se poursuivre. Au total, l'investissement résidentiel pourrait ainsi se redresser au 2<sup>ème</sup> semestre comme l'indique la bonne tenue de la confiance des entrepreneurs dans le BTP en zone euro et la meilleure orientation des permis de construire en Allemagne. Il resterait cependant en deçà du rythme de croissance passé du fait de conditions de crédit moins favorables. Au Royaume-Uni également (où la construction a été très dynamique ces dernières années) et au Japon, le secteur de la construction a nettement décéléré au 1<sup>er</sup> semestre. Au Royaume-Uni, il resterait toutefois soutenu par la bonne orientation des prix immobiliers, en lien avec une demande toujours supérieure à l'offre.

## Encadré 2 : la zone euro est peu touchée directement par un ralentissement des importations américaines

Le ralentissement actuel de l'économie américaine a été initié par un choc spécifique aux États-Unis, et dans le secteur immobilier, dont la production nécessite relativement peu d'importations (principalement bois et produits métalliques). Un ralentissement américain concentré sur le secteur immobilier, pour peu qu'il ne s'élargisse pas à d'autres composantes de la demande (investissement des entreprises, consommation des ménages) s'accompagne d'un ralentissement modéré des importations.

Un ralentissement des importations américaines pèse sur l'activité des pays qui exportent vers les États-Unis. Il y a ainsi par exemple une corrélation entre la croissance américaine et les exportations européennes vers les États-Unis, comme l'illustre le cas allemand (cf. graphique 7). Malgré cette corrélation apparente, la zone euro est *a priori* peu touchée par cet effet direct : les exportations de biens vers les États-Unis ne représentent que 15% des exportations de biens de la zone euro, et les exportations de biens de la zone euro ne pèsent que 15% du PIB de la zone euro.

**En incluant les services, les exportations de la zone euro vers les États-Unis ne représentent ainsi que 3% du PIB de la zone euro.** Ainsi, l'effet direct d'un ralentissement des États-Unis sur la zone euro, (i.e. celui lié à un ralentissement des exportations vers les États-Unis) est faible comparé à celui sur le Canada, le Mexique et l'Asie dont les degrés d'ouverture, mesurés avec la part des exportations dans le PIB, sont beaucoup plus élevés. Un calcul complet de l'effet par le canal commercial d'un ralentissement des importations américaines nécessite cependant de tenir compte :

- du bouclage macroéconomique interne à chaque pays :

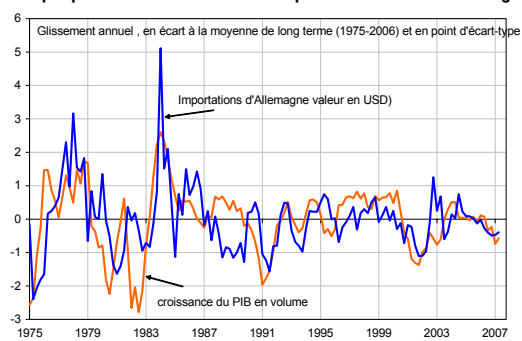
- la réduction des importations des pays qui exportent vers les États-Unis (qui peut être importante pour les pays qui ne créent qu'une faible part de la valeur ajoutée des produits exportés) tendent à réduire l'impact négatif sur leur croissance,

- les effets induits sur la demande intérieure du pays (ralentissement des investissements et de la consommation en lien avec le ralentissement initial du PIB) tendent au contraire à accroître l'impact négatif ;

- des effets d'écho sur l'ensemble du commerce mondial : les réductions des importations des pays qui subissent directement le ralentissement américain accentuent le ralentissement du commerce mondial, de sorte que les pays sont touchés non seulement par de moindres exportations vers les États-Unis mais également par celles vers les pays liés commercialement aux États-Unis.

Une analyse de ces effets à partir de la structure du commerce mondial (cf. tableau 1) montre que l'impact total par le canal commercial d'un ralentissement américain d'1 point de PIB serait d'environ ¼ de point de PIB pour la zone euro à l'horizon de quelques trimestres. Pour les pays d'Asie émergente, l'impact total est estimé à environ ½ point de PIB.

Graphique 7 : croissance du PIB et importations venant d'Allemagne



Source : BEA, Census.

Tableau 1 : impact à court terme d'une baisse de 1 point de PIB américain

Classement des pays par ordre décroissant de l'impact total (en point de PIB)	Effet total (y compris effet d'écho) avec bouclage macro des importations		Effet direct (sans effet d'écho), avec bouclage macro des importations	
	avec effets induits sur la demande intérieure	sans effet induit sur la demande intérieure	avec effets induits sur la demande intérieure	sans effet induit sur la demande intérieure
États-Unis	-1,2	-1,1	-1,0	-1,0
Canada	-1,2	-0,6	-0,9	-0,6
Hong-Kong	-0,7	-0,4	-0,3	-0,3
Chine	-0,6	-0,3	-0,4	-0,2
Taiwan	-0,6	-0,3	-0,3	-0,2
Singapour	-0,6	-0,4	-0,3	-0,2
Corée	-0,6	-0,3	-0,2	-0,2
<b>Asie émergente</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>
Japon	-0,4	-0,1	-0,2	-0,1
Allemagne	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Royaume-Uni	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1
Pays-Bas	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Inde	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1
<b>Zone euro</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>
Italie	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1
France	-0,2	-0,1	-0,1	-0,0
Espagne	-0,2	-0,1	-0,1	-0,0

Source : FMI et Chelem (juillet 2006), calculs DGTPE.

S'agissant de la consommation, le profil observé en Allemagne entre le 4<sup>ème</sup> trimestre 2006 et le 2<sup>ème</sup> trimestre 2007, correspond à celui qui était attendu (achats par anticipation au dernier trimestre de 2006, fort recul au 1<sup>er</sup> trimestre et rebond au 2<sup>ème</sup> trimestre) mais le recul au 1<sup>er</sup> trimestre a été plus important qu'anticipé. Le redressement des salaires observé au 1<sup>er</sup> semestre et la baisse du chômage pourraient permettre un rebond au cours des prochains trimestres.

Au Japon et au Royaume-Uni également la consommation a ralenti. Au Royaume-Uni, cette tendance pourrait ne pas s'inverser, en lien avec de moindres effets de richesse immobilière et une hausse du coût des charges d'intérêt des prêts à taux variables. Au Japon, malgré le ralentissement du 2<sup>ème</sup> trimestre, la consommation demeure sur une tendance plus dynamique qu'en 2006 et serait soutenue en prévision par un redressement du salaire par tête.

## 2. Les tensions financières de l'été 2007 devraient avoir un impact modéré sur l'économie, surtout en zone euro

Des craintes de sous-évaluation des risques de défaut des prêts immobiliers américains risqués (*subprime*) associées à l'incertitude sur les titres ayant ces prêts comme sous-jacent ont entraîné une hausse des primes de risque sur les marchés financiers mondiaux. Or celle-ci, si elle s'était avérée durable, aurait constitué un choc commun à l'ensemble des zones.

### 2.1 La réévaluation du risque de défaut sur les crédits subprimes américains est à l'origine des tensions financières

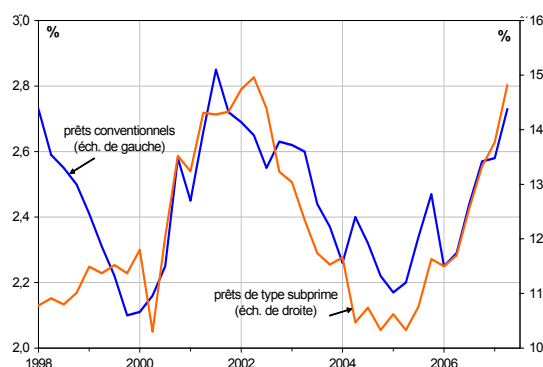
Au cours de l'année 2005, sous l'effet de la forte hausse des prix de l'immobilier, la capacité d'achat des ménages américains semblait atteindre un minimum. Les institutions financières ont alors développé les prêts de type *subprime*. Ils étaient destinés aux segments de la population habituellement exclus de l'achat immobilier pour cause principalement de ressources insuffisantes.

Leur fort développement a permis pendant un temps de relancer la demande de logements, jusqu'à ce que ces nouveaux arrivants eux-mêmes ne soient plus suffisants pour compenser la dégradation continue de la capacité d'achat des ménages sous l'effet de la forte hausse des prix. A ce moment, l'offre est devenue beaucoup plus importante que la demande, les entreprises de construction n'ayant pas anticipé ce risque, et la crise immobilière s'est déclenchée au milieu de l'année 2006, conduisant à un net ralentissement des prix immobiliers.

En parallèle à la décélération des prix immobiliers, les taux de défaut sur les prêts immobiliers ont augmenté (cf. graphique 8). Ceci a pu être accentué pour les ménages ayant emprunté à taux variable par le relèvement des taux directeurs de la FED. Mais un autre effet a dû s'ajouter, spécifique aux prêts *subprime* : les emprunteurs comptaient fortement sur la hausse des prix immobiliers pour assurer les remboursements. A titre d'exemple, la possibilité pour les ménages de repousser le début du remboursement du prêt à un ou deux ans après l'achat a conduit certains à se porter acquéreur d'un bien avec pour unique but de le revendre avant de commencer à le rembourser, espérant même ainsi bénéficier d'une plus-value importante grâce à l'augmentation de prix qui aurait eu lieu sur la période (en 2005, les prix de l'immobilier connaissaient une croissance de plus de 10% en rythme annuel). Dans les zones où les prix ont baissé, cette

revente a été rendue impossible et certains ménages ont été incapables d'assurer leurs remboursements.

Graphique 8 : taux de défaut selon le type de prêt hypothécaire



Source : Mortgage Bankers Association.

### 2.2 L'incertitude sur l'exposition des différents acteurs financiers au risque de défaut sur les *subprime* a affecté les marchés interbancaires

Fin 2006 et début 2007, les taux de défaut sur les prêts hypothécaires - notamment de type *subprime* - ont fortement augmenté. Ces prêts ayant été titrisés et vendus à des investisseurs financiers, le risque de défaut s'est retrouvé réparti dans un grand nombre de produits financiers complexes. Le risque pouvant affecter potentiellement de nombreux fonds d'investissement, cette augmentation des taux de défaut - non anticipée bien qu'historiquement non extraordinaire - a amorcé un mouvement de défiance chez les investisseurs. Ceci a conduit à une première hausse des primes de risque. Il est à noter que si les pertes potentielles sont relativement faibles (estimées à environ 130 milliards de dollars, sur un encours total de prêts subprimes d'environ 1300 milliards de dollars), le problème provient du manque de confiance dans la valorisation des risques, les marchés ayant soudainement réalisé que ces titres étaient peut-être plus risqués qu'anticipé (et donc surévalués) au moment de l'achat.

Les tensions financières à la mi-août correspondent à une généralisation de cette méfiance des investisseurs à l'ensemble des marchés de crédit, ayant conduit à une nouvelle revalorisation des primes de risque, touchant cette fois des titres non liés directement aux prêts immobiliers (titres reposant sur des «papiers commerciaux», actions, prêts aux pays émergents...). De plus, ceci a alors «classiquement» entraîné des problèmes de liqui-

dités et une «fuite vers la qualité», c'est-à-dire vers les bons du trésor, dans un contexte d'asymétrie d'information sur le degré d'exposition aux risques et de doute sur les notations des agences spécialisées, avec pour conséquence une hausse des taux interbancaires.

### 2.3 L'impact d'un resserrement du crédit sur les entreprises serait limité compte tenu de leur bonne situation financière

Ces tensions financières pourraient conduire à un durcissement des conditions d'octroi de crédit (hausse des taux mais aussi exigences plus importantes en matière de garantie ou d'apport personnel...) susceptible de freiner l'investissement et la consommation.

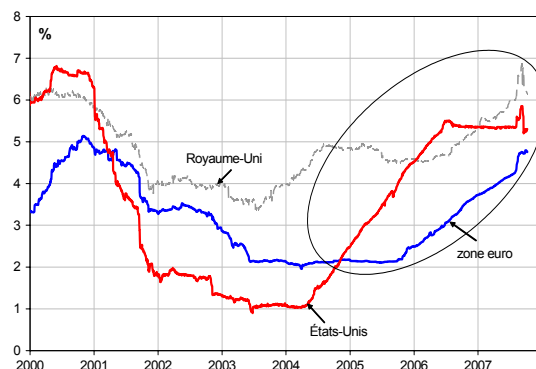
Du côté des entreprises, les risques paraissent toutefois limités : leur situation financière semble en effet globalement bonne (notamment en Allemagne, au Japon et au Royaume-Uni), ce qui laisse présager une dynamique d'investissement relativement peu affectée par un éventuel durcissement des conditions de crédit.

### 2.4 En revanche, la situation des ménages paraît fragile dans certains pays, ce qui limite les perspectives de soutien de la croissance par la construction résidentielle et la consommation

S'agissant des effets potentiels des tensions financières sur les ménages, l'investissement résidentiel serait surtout

pénalisé aux États-Unis où il a été soutenu récemment par le développement des prêts risqués (dont l'octroi se tarifierait) et où les prix de l'immobilier n'augmentent plus, ce dernier facteur pénalisant par ailleurs la consommation via l'effet richesse. Des risques sont également présents dans les pays où les ménages cumulent un fort endettement et un poids relativement important du service de la dette dans le revenu, d'autant plus si les prêts sont assis sur des taux d'intérêt variables (qui ont fortement augmenté depuis 3 ans, cf. graphique 9) : Espagne et Royaume-Uni principalement.

Graphique 9 : taux d'intérêt à 3 mois



Source : Datastream.

## 3. L'environnement international de la France serait plus porteur en 2008 qu'en 2007

Sous l'hypothèse raisonnable d'un apaisement des tensions sur les marchés financiers, l'environnement international de la France serait plus porteur en 2008, avec une croissance américaine qui se redresserait progressivement. Ce scénario est soumis à deux aléas principaux, l'un négatif pour l'ensemble de l'économie mondiale (aggravation de la crise de confiance sur les marchés financiers), l'autre positif pour la zone euro (accélération de la productivité en lien avec les réformes structurelles).

### 3.1 L'activité se redresserait aux États-Unis et dans une moindre mesure en zone euro, sans pour autant entraîner l'apparition de tensions inflationnistes

En dépit des tensions sur les marchés financiers mondiaux, le découplage de la zone euro se poursuivrait jusqu'à la fin de l'année 2007, les États-Unis restant pénalisés par le repli de l'investissement résidentiel et le ralentissement de la consommation des ménages (effet richesse immobilière négatif, hausse du chômage). Compte tenu des acquis de croissance pour 2007 à l'issue du 1<sup>er</sup> semestre, plus importants en zone euro (2,1%) qu'aux États-Unis (1,6%), la croissance annuelle moyenne américaine en 2007 serait nettement inférieure à celle de la zone euro (1,8% contre 2,6%).

En 2008, avec une construction résidentielle américaine reculant de moins en moins fortement et une poursuite du redressement de l'investissement des entreprises, l'activité aux États-Unis accélérerait pour atteindre un rythme de

croissance d'environ 2,5% en rythme annualisé au dernier trimestre 2008. Dans le même temps, la zone euro poursuivrait une croissance proche de son rythme potentiel : l'accélération de la consommation allemande (en lien avec un redressement des salaires) serait en partie compensée par le ralentissement du commerce mondial induit par la faible croissance américaine, par les effets retardés de l'appréciation de l'euro depuis 2006, par un *policy mix* légèrement restrictif et par de moindres effets positifs liés à l'évolution de la richesse immobilière en Espagne. Sous l'hypothèse d'une stabilisation des cours des matières premières, l'inflation resterait contenue en zone euro en 2007 et 2008, proche de 2%. Elle poursuivrait sa baisse outre-Atlantique du fait d'une décélération des loyers.

### 3.2 La croissance mondiale pourrait être affectée si la crise financière s'aggravait. A l'inverse, la croissance en zone euro pourrait être supérieure si l'accélération de la productivité observée s'avérait structurelle

#### 3.2.1 Un resserrement des conditions d'accès au crédit au niveau international pèserait sur la croissance

Les tensions sur les marchés intervenus cet été se sont traduites par une réévaluation des risques. Dans le scénario central retenu, ces fluctuations sont supposées ne pas modifier sensiblement la politique de crédit des institutions financières, notamment en raison du niveau élevé de leur capitalisation et de leur haut niveau de profitabilité.

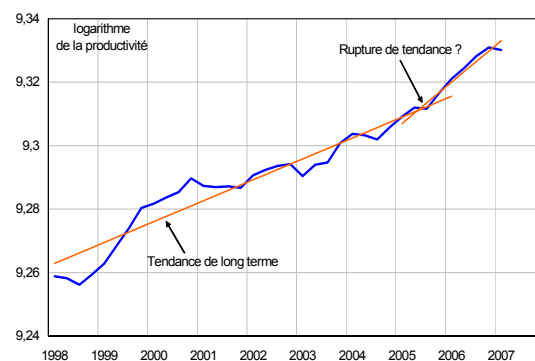
L'hypothèse d'une dégradation de grande ampleur des conditions d'accès au crédit généralisée au plan international, pour les ménages comme pour les entreprises, n'est pas aujourd'hui considérée comme la plus probable. Cependant, un scénario «bas» a été construit à partir de cette hypothèse. Dans ce scénario, la croissance aux États-Unis pourrait redescendre à 1,5% l'an prochain. La croissance de la zone euro serait ralentie d'environ 0,5 point sous l'effet à la fois du ralentissement de la demande interne et du ralentissement intervenant outre-Atlantique.

### 3.2.2 A l'inverse, une croissance plus soutenue est possible en zone euro du fait d'une accélération plus marquée de la productivité

Les prévisions du scénario central font l'hypothèse que la croissance potentielle de la zone euro reste globalement inchangée. On observe pourtant depuis plusieurs trimestres

une accélération de la productivité du travail en zone euro (cf. graphique 12). cette accélération a certainement une dimension cyclique, l'activité repartant en général plus rapidement que l'emploi.

**Graphique 12 : productivité apparente du travail en zone euro**



Source : Eurostat.

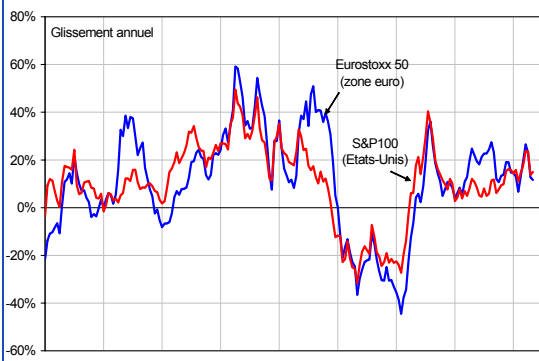
### Encadré 3 : Les canaux financiers et les climats de confiance

Les cycles économiques de part et d'autre de l'Atlantique ont souvent été proches par le passé, comme on peut le voir sur le graphique 11. Au-delà des effets directs via le commerce extérieur, ce phénomène résulte aussi en partie des anticipations des agents et des interactions entre les marchés financiers. Pourtant, dans la période récente, les climats des affaires ont clairement évolué différemment, comme le montre toujours le graphique 11, ce qui conforte l'hypothèse d'un découplage des cycles.

La proximité des évolutions des marchés boursiers (cf. graphique 10) peut s'expliquer en partie par le caractère multinational des grandes entreprises cotées. Ces dernières souffriraient de moindres profits de leurs filiales américaines en cas de ralentissement américain. Par ailleurs, une décélération des flux de capitaux américains sur les marchés européens pénaliserait aussi les bourses européennes. Mais cette proximité des indices boursiers porte aussi la trace des chocs globaux qui touchent l'économie mondiale. Empiriquement, la corrélation des marchés financiers d'actions est élevée, surtout si la bourse américaine baisse fortement ; ce phénomène est cependant moindre depuis 2005. Des évolutions similaires des marchés boursiers peuvent constituer un facteur de diffusion du ralentissement américain vers les autres économies, principalement avec la hausse de la volatilité qui renchérit le coût du crédit, et un effet de richesse négatif sur la consommation des ménages qui possèdent des actions. Une baisse de 10% du prix des actions en zone euro se traduirait par une moindre activité de 0,1 point de PIB à l'horizon de deux ans (cf. DPAE n°76, juin 2005)

Les climats de confiance des consommateurs (cf. graphique 11) et des entreprises de part et d'autre de l'Atlantique connaissent également sur longue période des évolutions proches, en raison des liens entre les marchés financiers mais aussi du fait de la dimension internationale des entreprises et de la diversification géographique des placements des ménages. Ce phénomène a été particulièrement net à la fin des années 1990, avec un retard de 3 trimestres de la zone euro sur les États-Unis. Il a en revanche fortement diminué depuis début 2006.

**Graphique 10 : indices boursiers**



Source : Datastream.

**Graphique 11 : confiance des consommateurs**



Source : Conference Board, Commission Européenne.

Au delà, nombre de réformes menées ces dernières années chez nos partenaires vont dans le sens d'une accélération de la productivité structurelle du travail en zone euro. Il s'agit notamment des réformes favorisant la concurrence dans le secteur des biens et services, de celles qui visent à accroître l'effort en R&D et des réformes qui permettent de faire progresser la qualification de la main d'oeuvre (notamment pour les études supérieures).

Une croissance potentielle plus forte permettrait à la politique monétaire d'être plus accommodante afin que l'activité rejoigne plus rapidement son niveau tendanciel. La baisse des taux

stimulerait l'investissement en abaissant le coût d'usage du capital. Par ailleurs, une anticipation de profits plus élevés provoquerait une hausse du prix des actifs, que soutiendrait également une baisse des taux longs. La richesse financière des ménages augmenterait, ce qui stimulerait leur consommation. En 2008, l'effet positif sur la croissance pourrait être de +0,5 point en zone euro par rapport au scénario central.

**Aurélien FORTIN, Fabrice MONTAGNÉ  
et William ROOS**

**Tableau 2 : principaux résultats du scénario international**

Évolution annuelle (en %)	2005	2006	2007 (p)	2008 (p)
Croissance du PIB (données brutes)				
<b>États-Unis</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>
<b>Japon</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>
<b>Royaume-Uni</b>	<b>1,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>2,3</b>
<b>Zone Euro</b>	<b>1,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>
Allemagne	0,8	2,9	2,6	2,3
France	1,7	2,0	2-2,5	2-2,5
Italie	0,1	1,9	1,7	1,5
Espagne	3,6	3,9	3,8	2,8
Pays-Bas	1,5	3,0	2,3	2,2
Belgique	1,1	3,2	2,7	2,3
<b>PECO</b>	<b>4,2</b>	<b>5,6</b>	<b>4,8</b>	<b>4,5</b>
<b>Russie</b>	<b>6,4</b>	<b>6,7</b>	<b>6,5</b>	<b>6,2</b>
<b>Amérique Latine</b>	<b>4,5</b>	<b>5,2</b>	<b>4,6</b>	<b>4,2</b>
<b>Asie émergente</b>	<b>8,3</b>	<b>9,0</b>	<b>8,6</b>	<b>8,2</b>
<b>.... dont Chine</b>	<b>10,2</b>	<b>11,1</b>	<b>11,2</b>	<b>11,6</b>
<b>Monde</b>	<b>4,5</b>	<b>5,1</b>	<b>4,6</b>	<b>4,4</b>
Demande mondiale adressée à la France	6,8	9,3	4,7	6,4
Commerce mondial	8,0	9,7	5,7	7,4
Prix du pétrole (Brent, en \$)*	55	65	68	73
Taux de change euro-dollar*	1,24	1,26	1,35	1,37

\* Les prévisions de prix du pétrole et de taux de change sont bâties sur l'hypothèse de gel le 22 août 2007 à 73\$ pour le pétrole et au niveau moyen des 15 jours précédents pour le change.

(p) : prévisions DGTPÉ.

**Éditeur :**

Ministère de l'Économie,  
des Finances et de l'Emploi  
Direction générale du Trésor  
et de la Politique économique  
139, rue de Bercy  
75575 Paris CEDEX 12

**Directeur de la Publication :**

Philippe Bouyoux

**Rédacteur en chef :**

Philippe Gudin de Vallerin  
(01 44 87 18 51)  
tresor-eco@dgtpé.fr

**Mise en page :**

Maryse Dos Santos  
ISSN 1777-8050

**Derniers numéros parus**

**Octobre 2007**

**n°20 .** Faut-il s'inquiéter des déséquilibres de balances courantes en union monétaire  
Thibault Guyon

**Septembre 2007**

**n°19 .** Les instruments économiques au service des politiques environnementales  
Christophe Wendling

**n°18 .** La coordination internationale des politiques macroéconomiques  
Benjamin Carton, Fabrice Montagné

**Juillet 2007**

**n°17 .** La France s'est-elle adaptée aux tendances récentes du commerce mondial ?  
Nicole Madariaga

**n°16 .** Les variables financières permettent-elles de mieux connaître l'état de l'économie en temps réel ?  
Othman Bouabdallah, Stélios Tselikas