

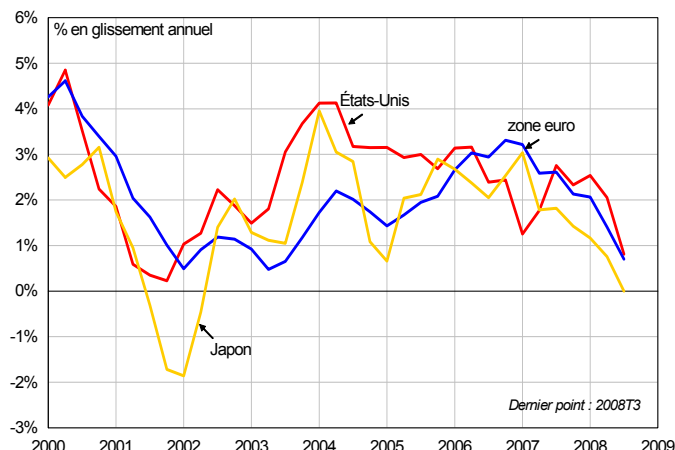
La situation économique mondiale à l'automne 2008

- L'économie mondiale se trouvait dans une situation dégradée à l'été 2008, avant même de subir les conséquences de l'aggravation brutale de la crise financière qui s'est produite depuis mi-septembre.
- Déjà, depuis l'été 2007, l'activité dans le monde avait ralenti, en raison des conséquences du retournement immobilier américain sur les marchés financiers mondiaux à partir d'août 2007, et de la hausse des prix des matières premières - le prix du baril de pétrole a atteint un niveau record de 147 \$ le baril en juillet 2008. En un an, l'activité a ralenti dans quasiment tous les pays industrialisés ; elle s'est même contractée au 2^{ème} et au 3^{ème} trimestre en zone euro et au Japon et au 3^{ème} trimestre aux États-Unis et au Royaume-Uni. Si elle s'est globalement montrée relativement résiliente dans les pays émergents, elle a toutefois ralenti au 3^{ème} trimestre en Chine.
- A partir de mi-septembre 2008, la crise financière s'est considérablement aggravée, notamment après la faillite de la banque Lehman Brothers, provoquant un durcissement des conditions d'offre de crédit et une chute des valeurs boursières. La situation de défiance généralisée pousse les institutions financières à réduire leur levier d'endettement et à restreindre le crédit aux ménages et aux entreprises. Grâce à des interventions massives de la part des autorités, en particulier sous la forme de recapitalisations d'institutions en difficulté, la situation de la sphère financière semble stabilisée mais demeure extrêmement fragile au début du mois de novembre.
- Les conséquences de la crise financière sur l'économie réelle sont multiples : restriction de crédit, baisse de la confiance et effets de richesse négatifs. Ainsi, les perspectives de croissance mondiale pour 2009 apparaissent très dégradées.
- La croissance des pays émergents devrait elle aussi ralentir dans le sillage des économies occidentales.
- Dans ce contexte de grande incertitude entourant les prévisions pour l'économie mondiale, la baisse des prix du pétrole et des matières premières intervenue depuis l'été et les réactions de politique économique devraient contribuer à atténuer le choc sur l'activité.

Source : comptes nationaux.

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, de l'Industrie et de l'Emploi.

Glissements annuels des PIB dans les principaux pays avancés



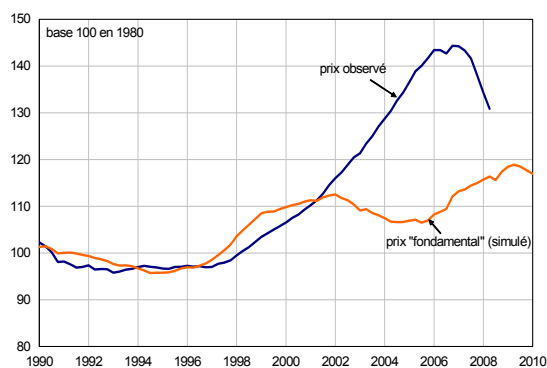
1. L'économie mondiale est entrée à partir de l'été 2007 dans une phase de ralentissement causée par les conséquences du retournement du marché immobilier américain et par le choc sur le prix des matières premières

1.1 Dans certains pays, l'abondance de liquidités avait nourri un excès d'endettement et l'émergence d'une bulle immobilière

L'abondance de liquidités dans l'économie mondiale, notamment en liaison avec l'accumulation de devises de plusieurs pays émergents (dont la Chine), a conduit à un assouplissement généralisé des conditions de crédit au cours de la dernière décennie. Dans certains pays, ces capitaux ont été utilisés pour soutenir la croissance de l'activité, finançant la consommation des ménages et les investissements privés.

Aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Irlande et en Espagne en particulier, la croissance a ainsi été tirée au cours des années 2000 par le développement des marchés immobiliers : stimulée par l'abondance du crédit, la demande de logement a augmenté, alimentant une forte hausse des prix qui a, à son tour, constitué un soutien important à la consommation *via* un effet richesse¹. Dans ces pays, des bulles immobilières se sont formées et les prix ont crû excessivement. L'éclatement de ces bulles est intervenu à partir de 2005 (en Espagne), puis en 2006 (aux États-Unis²) et en 2007 (au Royaume-Uni).

Graphique 1 : prix réels de l'immobilier (indice OFHEO)



Source : OFHEO, calculs DGTPE.

1.2 Du retournement de l'immobilier américain à la crise du crédit qui a débuté à l'été 2007

Ces mouvements ont été accompagnés du côté des banques par une multiplication des investissements dans un certain nombre de produits financiers qui se sont par la suite avérés «toxiques» : produits structurés et dérivés de crédit, liés notamment à des prêts *subprime* américains, dont les investisseurs n'avaient pas saisi jusque là à quel point ils étaient risqués.

Le retournement du marché immobilier américain a conduit à une explosion des défauts sur ces prêts *subprime*³ et, par l'intermédiaire des produits financiers détenus par les banques, à une crise financière à partir de l'été 2007 :

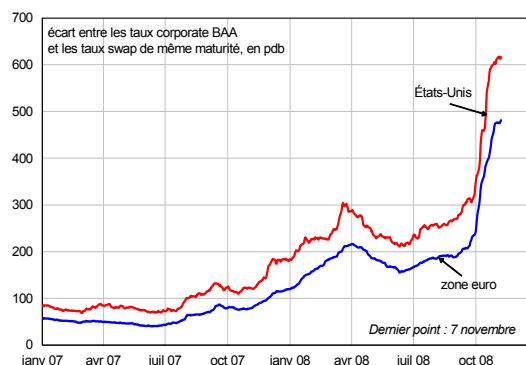
(1) Aux États-Unis, cet effet a été renforcé par l'extraction de capitaux du marché hypothécaire (*Mortgage Equity Withdrawal*).

(2) Cf. Sorbe S (2008) : «Eclatement de la bulle sur le marché immobilier américain», *Trésor-Éco* n°40.

(3) Taux de défaut de 18,8% au premier semestre 2008, le record depuis l'existence de ce type de prêts.

- les *spreads* de taux (écart entre les taux des obligations gouvernementales et les taux des obligations émises par les entreprises et notamment les banques) ont fortement augmenté et ont atteint des niveaux historiquement élevés (cf. graphique 2) ;

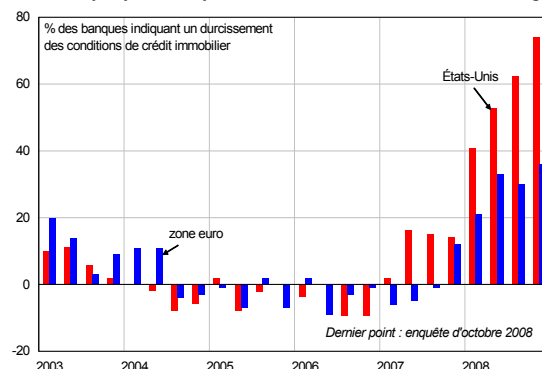
Graphique 2 : spread sur les taux corporate de notation BAA



Source : Datastream.

- la fragilisation de la situation financière des banques du fait des pertes en capital qu'elles ont subies a également conduit en 2008 à un ralentissement du crédit dans les pays les plus touchés y compris vis à vis des ménages (cf. graphique 3).

Graphique 3 : enquêtes sur le crédit immobilier aux ménages



Source : FED (*Senior Loan Officer Survey*), BCE (*Bank Lending Survey*).

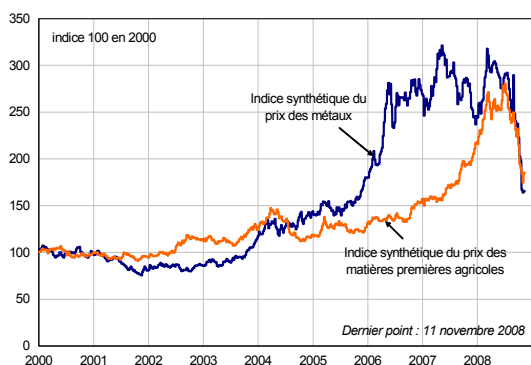
1.3 Les prix des matières premières, en particulier le pétrole, ont fortement augmenté entre l'été 2007 et l'été 2008

Entre août 2007 et juillet 2008, le prix du pétrole a plus que doublé, passant de 71\$ le baril (Brent de la mer du Nord) à 147\$ avant de refluer à partir du mois d'août 2008. Corrigé de l'inflation (les prix sont déflatés par l'indice des prix à la consommation aux États-Unis), le prix réel du pétrole a aussi atteint en moyenne en juillet un cours record (133 \$/baril contre 115 \$/baril lors du précédent sommet atteint avec le choc pétrolier de novembre 1979).

La rareté du pétrole suffit sans doute à expliquer l'essentiel des variations de prix enregistrées en 2007-2008, même si des phénomènes spéculatifs ont pu exacerber les choses. La demande de pétrole a en effet été très dynamique, sous l'effet notamment de la forte croissance des pays émergents⁴. Dans le même temps, la hausse des prix n'a guère freiné cette demande, notamment parce que dans certains pays émergents comme la Chine, les prix sont largement subventionnés⁵. Le pétrole étant une ressource rare épuisable, une telle situation ne pouvait qu'engendrer une hausse importante des prix.

Cette hausse des prix a touché l'ensemble des matières premières pour des raisons analogues : forte croissance de la demande mondiale dans un contexte d'offre limitée. Les prix des métaux ont ainsi fortement augmenté entre l'été 2007 et l'été 2008, tout comme les prix de nombreux produits agricoles (cf. graphique 4), que la hausse des prix de l'énergie et l'utilisation d'une part croissante des récoltes dans la production de biocarburants ont également pu entraîner à la hausse.

Graphique 4 : prix des matières premières



Source : The Economist.

Les entreprises ont du faire face à une augmentation de leurs coûts de production, qui sont en partie liés aux prix de l'énergie et aux autres matières premières (« choc d'offre »). Les entreprises peuvent à court terme :

- augmenter leur prix de vente pour répercuter leurs coûts de production (ce qui va peser sur la demande) ;
- absorber la hausse des coûts de production dans leurs marges. Ceci conduit à dégrader leur rentabilité et débouche sur de moindres investissements ou embauches.

En outre, la forte hausse des prix du pétrole et des matières premières enregistrée ces dernières années a affecté les comportements des ménages *via* une baisse de

leur pouvoir d'achat. Ainsi, la consommation des ménages dans son ensemble diminue lorsque les prix du pétrole augmentent (« choc de demande »).

Ces chocs d'offre et de demande ne sont que partiellement compensés par le recyclage du surcroît de revenu des pays producteurs de pétrole.

1.4 L'activité mondiale a nettement ralenti au premier semestre 2008, essentiellement en raison des conséquences des retournements immobiliers (notamment aux États-Unis) et de la hausse des prix des matières premières

Alors que dans un premier temps, les entreprises semblent avoir principalement absorbé ce choc dans leurs marges, ce sont les effets du choc de demande qui expliquent en grande partie le ralentissement observé de l'économie mondiale au cours du premier semestre 2008 : la forte hausse des cours du pétrole a en effet conduit à des niveaux très élevés d'inflation (en juillet 2008 : 5,6% aux États-Unis, contre 2,4% en juillet 2007 ; en zone euro : 4,0% contre 1,8%) qui ont fortement pesé sur le pouvoir d'achat des ménages, et en conséquence sur la consommation.

Dans les pays directement affectés par une crise du secteur immobilier (États-Unis, Royaume-Uni, Espagne...), la croissance a également été handicapée par une contribution négative de l'investissement logement des ménages (contribution à la croissance entre l'été 2007 et l'été 2008 : -0,7 pt de PIB aux États-Unis, -0,3 pt au Royaume-Uni, -0,3 pt en Espagne). La baisse des prix de l'immobilier a également contribué à déprimer la consommation à travers des effets de richesse immobilière, surtout dans les pays anglo-saxons⁶.

À la fin de l'été 2008, la situation économique mondiale apparaît donc significativement dégradée par rapport à l'année précédente (cf. graphiques 5 et 6). En un an, le taux de chômage a ainsi nettement augmenté aux États-Unis (6,1% en août 2008 contre 4,7% un an plus tôt) et au Japon (4,2% contre 3,8%), et s'il a peu évolué en zone euro (7,5% contre 7,4%), c'est essentiellement grâce à une baisse de ce taux en Allemagne et en France.

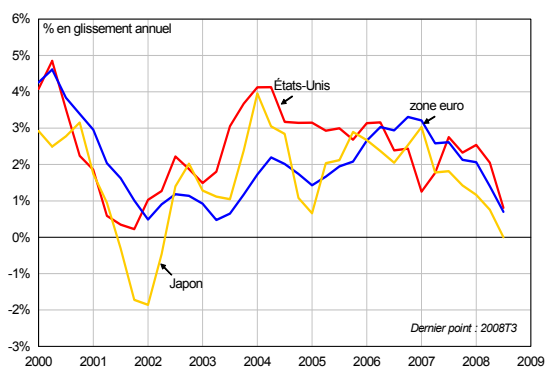
Les pays directement touchés par des crises immobilières apparaissent les plus en difficulté : la consommation des ménages américains a ainsi diminué de 0,8% au 3^e trimestre 2008, malgré le supplément de revenu apporté par le plan de relance budgétaire voté en février 2008. Au Royaume-Uni, le PIB a nettement reculé au 3^e trimestre (-0,5% après 0,0% au 2^e trimestre). En Espagne, le taux de chômage a atteint 11,3% au 3^e trimestre (contre 8,0% un an plus tôt).

(4) La consommation de pétrole des pays émergents a en effet augmenté de façon spectaculaire depuis 2003. Dans ces régions la croissance est intensive en énergie et leur développement accéléré a entraîné un accroissement rapide et non anticipé des besoins en combustibles et carburants. L'augmentation du niveau de vie permet notamment d'accroître le taux d'équipement en véhicule par habitant. Cette demande a plutôt été satisfaite par la croissance de l'offre OPEP grâce à ses marges de capacités disponibles, mais cette offre reste cependant contrainte et ajustée en fonction d'objectifs complexes et variables. Au final, une progression globale insuffisante de l'offre a entraîné un prélèvement sur les stocks devenu problématique en 2008.

(5) Dans les pays industrialisés, au contraire, la hausse des prix du pétrole a bien conduit à une baisse de la demande.

(6) Pour l'Espagne : ensemble du secteur de la construction.

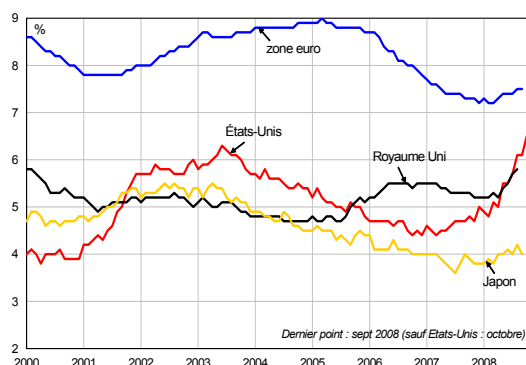
Graphique 5 : croissance du PIB



Source : comptes nationaux.

Les partenaires commerciaux de ces pays sont également affectés, avec un léger retard, du fait du ralentissement de leurs exportations. Ainsi, les exportations allemandes sont passées d'un rythme de croissance trimestrielle de 2,8% au 3^e trimestre 2007 à un rythme de 0,0% au 3^e trimestre 2008. Les exportations japonaises ont également ralenti (+1,6% au 3^e trimestre 2008, contre +5,1% au 3^e trimestre 2007).

Graphique 6 : taux de chômage



Source : Instituts nationaux.

2. L'aggravation de la crise financière depuis septembre 2008 contribue à dégrader sensiblement les perspectives de croissance

2.1 La crise financière qui a débuté en août 2007 s'est nettement aggravée depuis septembre 2008

Dans un contexte économique déjà dégradé, la crise financière s'est nettement aggravée à partir de mi-septembre 2008. Alors que jusqu'ici les institutions financières semblaient traverser majoritairement des problèmes de liquidité, la solvabilité de plusieurs grandes institutions a alors été mise en doute.

Le 7 septembre, Freddie Mac et Fannie Mae, les deux géants américains du refinancement hypothécaire ont dû être mis sous tutelle par les autorités - soit une quasi-nationalisation - pour éviter la faillite. Le 15 septembre, la banque d'affaires américaine Lehman Brothers, mise en difficulté par les pertes accumulées au cours des trimestres précédents, a fait faillite, n'ayant pas réussi à trouver de repreneur. Les autorités américaines, qui étaient déjà intervenues précédemment, notamment dans le sauvetage de Bear Stearns (racheté en mars par JP Morgan avec un soutien financier de la FED), ont cette fois considéré que la faillite de Lehman Brothers était acceptable du point de vue du risque systémique.

Cette faillite a marqué le début d'un mouvement de panique sur les marchés, avec une hausse spectaculaire de l'aversion au risque, un quasi-assèchement du crédit interbancaire et une chute des cours boursiers (cf. graphiques 7 et 8). Dans la foulée, le 16 septembre, le premier assureur mondial, American International Group (AIG ; actifs estimés à 1050 Mds\$, soit 7,3% du PIB américain), également au bord de la faillite, a été mis sous tutelle publique. Ces évolutions ont précipité les difficultés d'autres grandes institutions :

– les 20 et 21 septembre, Morgan Stanley (actifs estimés à 780 Mds\$, soit 5,5% du PIB américain) et Goldman

Jusqu'en septembre 2008, les pays émergents ont dans leur ensemble affiché une résilience étonnante, continuant d'afficher des taux de croissance élevés et contribuant ainsi à soutenir le commerce mondial. Ils ont toutefois commencé à montrer des signes de ralentissement : la croissance en Chine a par exemple ralenti au 3^e trimestre, passant de 11,9% en glissement annuel au 2^e trimestre à 9,0% au 3^e trimestre.

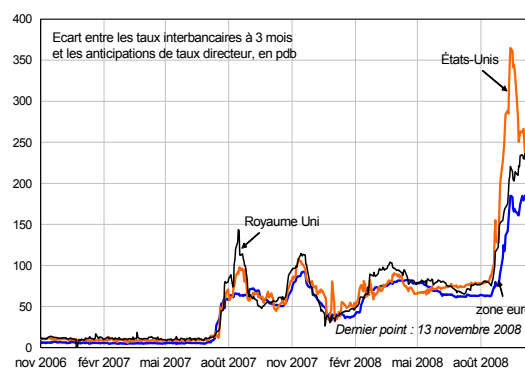
Sachs (actifs estimés à 690 Mds\$, soit 4,8% du PIB américain) ont abandonné le statut de banques d'affaires pour celui de holdings bancaires, plus protecteur juridiquement, et donnant directement accès à la liquidité de la banque centrale ;

– le 26 septembre, Washington Mutual, première caisse d'épargne américaine (actifs estimés à 330 Mds\$, soit 2,3% du PIB américain), a été rachetée par JP Morgan ;

– le 28 septembre, la banque britannique Bradford & Bingley (actifs estimés à 21 Mds£, soit 1,5% du PIB britannique) a été nationalisée, avant d'être finalement partiellement rachetée par le groupe espagnol Banco Santander ;

– le même jour, les gouvernements néerlandais, belge et luxembourgeois sont entrés au capital de Fortis (actifs estimés à 450 Mds €, soit 50% du PIB du Benelux) pour éviter sa faillite.

Graphique 7 : spreads interbancaires



Source : Reuters.

Encadré 1 : évolutions des principaux taux de change.

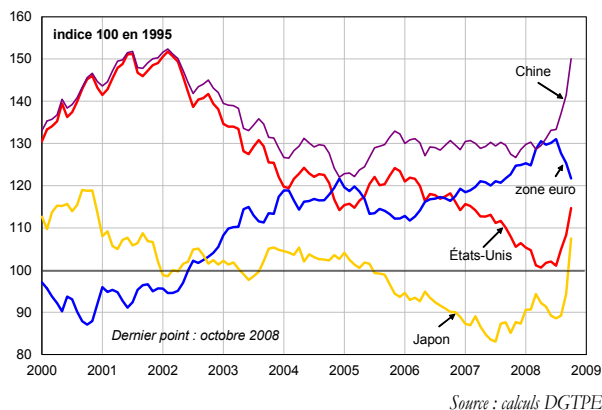
Depuis la mi-septembre, les différents taux de change traversent une période de forte volatilité, en lien avec l'aggravation de la crise financière.

Ainsi, le yen s'est notamment fortement apprécié par rapport à toutes les autres monnaies, son taux de change effectif nominal gagnant 20% entre août et octobre. Cela semble s'expliquer par la montée de l'aversion au risque des investisseurs, qui ont largement dénoué leurs opérations de carry trade (investissement consistant à s'endetter dans une monnaie sur laquelle les taux d'intérêts sont faibles, comme le yen, pour investir dans une monnaie où ces taux sont plus intéressants^a).

Dans le même temps, l'euro s'est fortement déprécié par rapport au dollar, inversant la tendance à l'œuvre depuis plusieurs mois. Cela pourrait s'expliquer en partie par une dégradation de la situation économique en zone euro, et des anticipations de baisses de taux de la BCE plus importantes qu'avant l'été.

Enfin, la livre sterling a été très affectée par la crise financière et ses conséquences sur l'économie britannique : depuis août 2007, son taux de change effectif s'est déprécié de près de 15% (-19% face au dollar).

Graphique 8 : taux de change effectifs nominaux



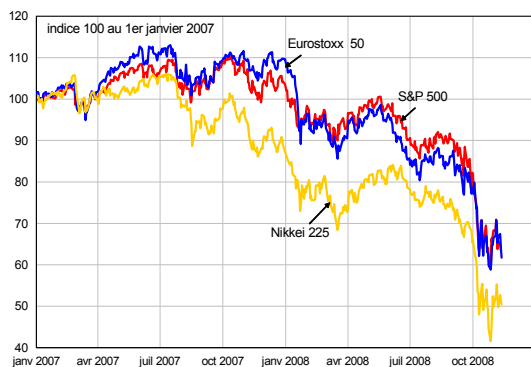
Source : calculs DGTPE.

Le yuan chinois s'est fortement apprécié depuis l'été, mais cela semble essentiellement lié aux évolutions du dollar : son cours est en effet resté quasiment stable par rapport au dollar ces trois derniers mois, interrompant même la légère tendance à l'appréciation depuis 2005.

a. Cf. Grislain N., Jaquet-Saillard F. (2008) : « Carry trades et évolutions récentes du yen », *Trésor-Éco* n° 33.

Entre la mi-septembre et la fin octobre, le fonctionnement des marchés a été extrêmement perturbé par le niveau élevé de l'aversion au risque. La volatilité des cours boursiers a atteint des sommets - l'indice SP500 a gagné 11,6% en une journée le 13 octobre, il a perdu 9% le 15 octobre.

Graphique 9 : principaux indices boursiers



Source : Reuters.

La réaction des autorités publiques à la crise a été vigoureuse, pour restaurer la confiance sur les marchés et éviter des faillites en chaîne d'institutions financières.

- De nombreux États ont réaffirmé leur garantie des dépôts bancaires, et relevé le plafond de ces garanties : aux États-Unis, le plafond garanti a ainsi été porté de 100 000 \$ à 250 000 \$ dans le cadre du plan Paulson (adopté le 3 octobre) ; dans l'Union Européenne, le minimum de ce plafond a été fixé à 50 000 €⁷.
- Face aux problèmes de solvabilité des institutions financières, plusieurs États ont décidé d'injecter des capitaux dans les banques en difficulté. Entre le 12 et le 14 octobre, le Royaume-Uni a injecté environ

40 Mds £ dans ses principales banques, les États-Unis 250 Mds \$ (sur les 700 Mds\$ débloqués dans le cadre du plan Paulson).

- Les autorités monétaires ont poursuivi leurs efforts d'injections de liquidités, et les principales banques centrales ont abaissé conjointement leurs taux directeurs de 50 pbs le 8 octobre.

À la suite de ces réactions des autorités, la situation semble se stabiliser quelque peu sur les marchés dans les derniers jours d'octobre et les premiers jours de novembre, avec un retour partiel de la confiance. Les spreads interbancaires sont légèrement redescendus, bien que restant à des niveaux élevés. Les cours boursiers, toujours très volatils, semblent tendanciellement stabilisés depuis la mi-octobre. Toutefois, la situation reste particulièrement fragile, et les risques de rechute du système financier restent significatifs.

2.2 Les canaux de transmission de la crise financière à l'économie réelle sont multiples : canal du crédit, effets de richesse, canal de la confiance.

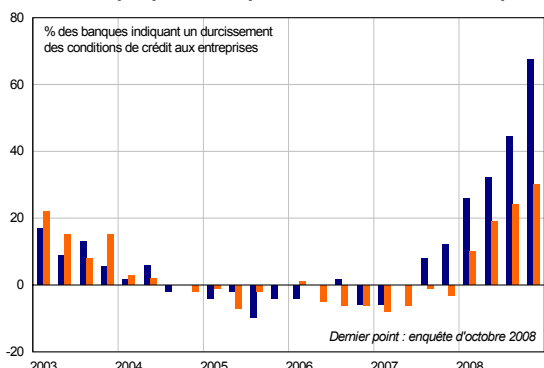
La crise financière devrait affecter l'économie réelle par plusieurs canaux :

- **Le durcissement de l'accès au crédit**, à la fois en direction des ménages et des entreprises s'est amplifié au cours des derniers mois. C'est notamment ce qu'indiquent les enquêtes auprès des banques, à la fois en Europe (Bank Lending Survey de la BCE) et aux États-Unis (Senior Loan Officer de la FED). Ainsi, entre août et octobre, 65% des banques européennes et environ 80% des banques américaines rapportent avoir durci leurs conditions de crédit aux entreprises. Ce durcissement du crédit affecterait à la fois l'inves-

(7) Les États-membres ont le droit d'avoir des plafonds de garantie plus élevés, c'est par exemple le cas de la France.

tissement et l'emploi du côté des entreprises, la consommation et l'investissement résidentiel du côté des ménages.

Graphique 10 : enquêtes sur le crédit aux entreprises



Source : FED (Senior Loan Officer Survey), BCE (Bank Lending Survey).

- **La chute des cours boursiers affectera à la fois ménages et entreprises** : partout dans le monde, les ménages font face à une diminution significative de leur richesse financière. Ainsi, aux États-Unis, une baisse de 10% de l'indice SP500 fait baisser la richesse financière des ménages de l'ordre de 4,3%, soit une baisse de 3,4% de leur richesse totale. On estime qu'une telle baisse entraînerait une réduction de la consommation des ménages américains de l'ordre de 0,7% à long terme. Dans le même temps, la diminution de la valorisation boursière des entreprises peut être perçue comme une diminution de la rentabilité anticipée par le marché des investissements futurs : elle devrait donc conduire à une baisse de l'investissement des entreprises.
- **L'accroissement de la volatilité**, notamment en ce qui concerne les taux de change (cf. encadré 1) pourrait également contribuer à déprimer l'activité. Par exemple, dans un contexte de forte volatilité, le coût pour les entreprises de s'assurer contre les variations de change a tendance à augmenter.
- Enfin, la confiance des différents acteurs économiques a été fortement affectée par la crise (cf. graphiques 11 et 12) : cela pourrait contribuer à la remontée du taux d'épargne des ménages, surtout dans les pays où il est le plus bas (États-Unis, Royaume Uni) ou à une plus grande frilosité dans les décisions d'investissement ou d'embauche (de la part des entreprises).

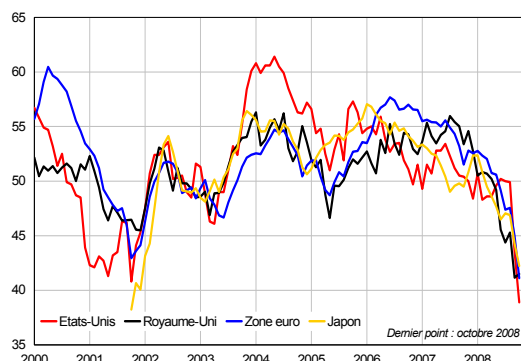
Les effets directs de l'aggravation de la crise financière devraient différer de façon importante d'un pays à l'autre pour des raisons internes : par exemple, les effets richesse sont généralement plus importants dans les pays anglo-saxons.

2.3 Dans ce contexte, les perspectives de croissance apparaissent dégradées :

Dans les pays développés, les enquêtes de conjoncture les plus récentes suggèrent une nouvelle détérioration de la situation par rapport à septembre. Ainsi, les indices PMI ont encore chuté en octobre, tant

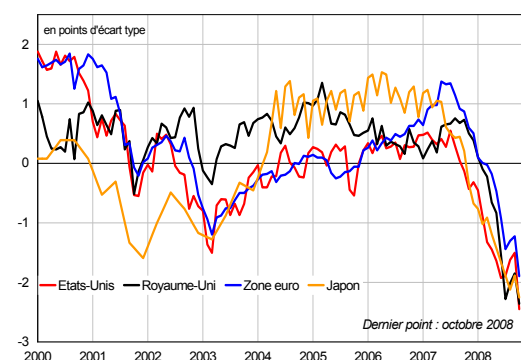
aux États-Unis qu'en zone euro, et se situent maintenant à un niveau inférieur à 50 qui indique une contraction de l'activité.

Graphique 11 : indices PMI de confiance des industriels



Source : ISM, Reuters.

Graphique 12 : confiance des ménages



Source : sources nationales et calculs DGTPE.

Avec l'effet de l'aggravation de la crise financière, mais également la poursuite des crises immobilières (États-Unis, Royaume-Uni, Espagne) les perspectives d'activité pour 2009 sont très dégradées.

Les incertitudes pesant sur les prévisions sont particulièrement importantes, à la fois du fait de la difficulté d'anticiper l'évolution de la crise financière, et de celle d'évaluer précisément ses conséquences sur l'économie réelle.

La crise financière pèsera sur la croissance des pays émergents. Ceux-ci seraient touchés par le fort ralentissement mondial *via* plusieurs canaux. Le retournement du commerce mondial affecterait les économies qui ont fait reposer ces dernières années leur croissance sur les exportations (Chine, Brésil) ou dont les cycles économiques sont fortement corrélés avec ceux des États-Unis (Mexique, Singapour). En outre, le ralentissement de l'économie mondiale s'accompagne d'une baisse des cours des matières premières qui, tout en soutenant l'activité globale, pèse sur l'activité des pays producteurs. De plus, le ralentissement marqué des pays développés devrait aussi réduire les transferts des travailleurs émigrés, notamment vers le Mexique et l'Inde. Enfin le renchérissement du crédit pourrait peser sur le financement des entreprises et des ménages ; ainsi l'éventualité d'un retournement du marché immobilier fait peser des

risques supplémentaires sur la croissance de certains pays émergents (Chine, Inde, Corée, Singapour...).

La forte remontée de l'aversion pour le risque depuis mi-septembre a fortement ébranlé les places boursières asiatiques, *via* une baisse des cours boursiers et une augmentation de la prime de risque sur les émergents. En effet, les anticipations de profits des entreprises dans ces pays sont revues en baisse avec le ralentissement attendu de la demande américaine ; par ailleurs, les maisons mères des filiales cotées dans ces pays sont enclines à rapatrier leurs profits ; enfin les besoins de liquidités des investisseurs des pays développés ont conduit ces derniers à liquider en partie leurs portefeuilles investis dans les pays émergents, entraînant des retraits de capitaux massifs et une dépréciation des monnaies émergentes (Corée, Brésil). Ainsi la poursuite des turbulences financières mondiales rendrait de plus en plus difficile le financement des comptes courants pour les économies présentant des déficits élevés, et pèserait sur les marchés financiers locaux, ce qui contribuerait à faire croître le coût du capital dans ces pays (Afrique du Sud, Turquie, Inde). Un certain nombre de pays ont dû recourir à l'aide du FMI au cours des dernières semaines (Hongrie, Ukraine, Pakistan).

2.4 Les réactions de politique économique et le reflux des prix des matières premières depuis l'été atténuent les effets négatifs de la crise financière

2.4.1 Les prix des matières premières et du pétrole ont fortement diminué depuis l'été

Le prix du baril de Brent de la mer du Nord est ainsi passé de 147\$ en juillet à moins de 60 \$ en novembre. Ce reflux s'explique essentiellement par une diminution (constatée et anticipée) de la demande de matières premières. Si l'ampleur et la rapidité de la baisse sont aussi spectaculaires, c'est principalement pour les mêmes raisons qui avaient expliqué la rapidité de la hausse : une forte rigidité de l'offre à court terme et une faible élasticité de la demande aux prix, notamment dans de nombreux pays émergents où les produits énergétiques sont subventionnés.

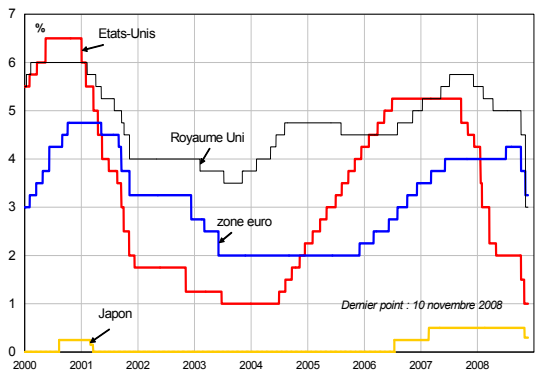
Du fait de la baisse des prix des matières premières, l'inflation a déjà diminué, passant de 5,6% en juillet à 3,7% en octobre aux États-Unis, et de 4,0% à 3,2% en zone euro et cette tendance devrait se poursuivre. En effet, suite au pic d'inflation de l'été 2008, il n'y a pas eu « effet de second tour », de l'inflation sur les salaires, contrairement à ce qui s'était notamment passé lors des chocs pétroliers des années 1970. Ainsi, malgré la forte hausse de l'inflation entre l'été 2007 et l'été 2008, l'enclenche-

ment de boucles prix-salaires semble avoir été évité, notamment parce que les salaires sont dans l'ensemble moins indexés sur les prix que dans les années 1970⁸.

Cette diminution de l'inflation permettrait de restaurer en partie le pouvoir d'achat des ménages ainsi que les marges des entreprises, et contribuerait donc à soutenir l'activité au cours des trimestres à venir.

2.4.2. Cette diminution de l'inflation contribue également à dégager des marges de manœuvre pour les banques centrales, leur permettant de faire face aux risques pesant sur l'activité

Graphique 13 : taux directeurs des principales banques centrales



Source : FED, BCE, BoE, BoJ.

La FED a ainsi abaissé son taux directeur jusqu'à 1% le 29 octobre, soit un niveau 425 pdb inférieur à celui de l'été 2007 (5,25%). La BCE, qui avait procédé à une dernière hausse de 25 pdb de son taux directeur en juillet 2008 (le portant à 4,25%) a abaissé ses taux à deux reprises depuis : de 50 pdb le 8 octobre, lors d'une action conjointe des principales banques centrales du monde, et de nouveau de 50 pdb le 6 novembre. La Banque d'Angleterre a également réagi vigoureusement, en abaissant son taux directeur de 150 pdb le 6 novembre, le portant à 3% (contre 5,75% en août 2007).

De nouvelles baisses de taux sont actuellement anticipées par les marchés, notamment pour la BCE (75 pdb de baisses d'ici début 2009). Aux États-Unis et au Japon, les marges d'action restantes sur les taux sont toutefois plus limitées, car les taux sont déjà proches de zéro (1% aux États-Unis, 0,3% au Japon) et l'impact de la politique monétaire passe en partie par des mesures d'assouplissement quantitatif.

L'efficacité du soutien monétaire pourrait se montrer moins grande qu'à l'accoutumée, notamment parce que les canaux de transmission de la politique monétaire semblent aujourd'hui partiellement inefficaces. En effet,

(8) Les craintes d'enclenchement d'une boucle prix/salaires en Allemagne ont été présentes jusqu'au début de l'automne. La pente ascendante des salaires (depuis 2006) était renforcée par la position offensive des syndicats. Mais ces craintes s'estompent aujourd'hui avec l'atténuation des tensions inflationnistes et la prise de conscience dans les négociations salariales du ralentissement économique. L'accord du 12 novembre dans la métallurgie (3,5 millions de personnes) en offre une bonne illustration : alors que les syndicats réclamaient initialement des hausses de 8%, l'accord final prévoit une hausse limitée, entre 3% et 4% en 2009. Compte tenu du fait que les accords de branches conduisent généralement à des hausses moindres en moyenne (car toutes les entreprises n'appartiennent pas au système de négociation collective) et que la métallurgie a traditionnellement des salaires élevés par rapport aux autres branches industrielles, il semble probable que les hausses réelles seront faibles, voire nulles en 2009.

le canal du crédit, à la fois aux ménages et aux entreprises, est largement perturbé à cause de la crise financière et de la volonté des banques de réduire leur levier d'endettement. De plus, le canal du change, c'est-à-dire les gains de compétitivité associés à la dépréciation d'une monnaie résultant généralement de baisses de taux, pourrait cette fois jouer un rôle relativement limité à cause du caractère mondial du ralentissement de l'activité et donc du caractère généralisé de la tendance à pratiquer une politique monétaire plus accommodante.

* * *

Face à la dégradation des perspectives, il existe des mécanismes stabilisateurs : baisse des prix du pétrole et des matières premières qui devraient redonner du pouvoir d'achat aux consommateurs, et assouplissement des politiques monétaires notamment.

Les Chefs d'État et de gouvernement de la zone euro ont, le 12 octobre, mis en place un cadre commun destiné à coordonner l'action des États membres, endossé par le Conseil européen des 15 et 16 octobre, essentiellement autour de mesures de recapitalisation des établissements financiers et de garantie des financements bancaires de moyen terme⁹. Les États membres ont depuis très largement mis en place des plans nationaux qui s'inscrivent dans ce cadre. Les montants mobilisés pour ces deux dispositifs sont substantiels : pour la zone euro, les États-Membres se sont engagés à recapitaliser le système finan-

cier jusqu'à plus de 200 Md€ et à garantir jusqu'à près de 1300 Md€ de financements bancaires (par exemple, jusqu'à 40 Md€ de recapitalisations et 320 Md€ de garanties pour la France, 80 Md€ et 400 Md€ pour l'Allemagne, 20 Md€ et 200 Md€ pour les Pays-Bas). Pour l'ensemble de l'Union, les montants mobilisés sont respectivement environ 280 Md€ et 1800 Md€ (dont 65 Md€ et 325 Md€ pour le Royaume-Uni).

Par ailleurs, la BCE a élargi ses modalités d'actions et continue à offrir des liquidités importantes aux établissements financiers pour pallier la défaillance du marché interbancaire. Elle a annoncé en particulier qu'elle procéderait à de nouvelles injections de liquidité en euros à 3 et 6 mois sans limitation de montants, qu'elle ferait de même pour des injections en dollar et qu'elle élargirait la liste des collatéraux éligibles.

Les autorités monétaires et les gouvernements ont affiché leur détermination à agir rapidement et en mettant en oeuvre des mesures d'une ampleur sans précédent, pour permettre dans un premier temps une stabilisation de la situation financière, puis un soutien macro-économique. La volonté des principaux pays d'assurer une coordination des actions menées, tant au niveau de l'Union européenne que du G7 et du G20, constitue aussi un facteur très encourageant.

Aurélien FORTIN, Stéphane SORBE

(9) Les principes posés par le plan d'action concertée sont les suivants : assurer des liquidités adéquates aux institutions financières, faciliter le financement des banques qui est actuellement contraint, apporter aux institutions financières les ressources en capital pour qu'elles continuent à financer correctement l'économie, apporter une recapitalisation efficace aux banques en difficulté, assurer assez de flexibilité dans la mise en oeuvre des règles comptables dans les circonstances exceptionnelles actuelles de marché, renforcer les procédures de coopération entre pays européens, et demander à la Commission d'appliquer avec célérité et flexibilité les décisions en matière d'aides d'État.

Éditeur :

Ministère de l'Économie,
de l'Industrie 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@dgtp.e.fr

Derniers numéros parus

Octobre 2008

n°46. Rattrapage économique et convergence des niveaux de prix dans les PECO
Marc GÉRARD

n°45. La présence des entreprises françaises dans le monde
Raphaël CANCÉ

n°44. La rentabilité des entreprises a-t-elle pu justifier le dynamisme de l'investissement ?
Stéphanie PAMIES-SUMNER

Septembre 2008

n°43. L'industrie automobile française s'adapte à la mondialisation
Othman BOUABDALLAH, Guillaume GILQUIN, Marie-Alberte PINÇON

n°42. Mode de rémunération des médecins
Valérie ALBOUY, Muriel DEPRez

Juillet 2008

n°41. Le rôle des facteurs financiers dans la hausse des prix des matières agricoles
William ARRATA, Bertrand CAMACHO, Catherine HAGEGE, Pierre-Emmanuel LECOCO,
Ivan ODonnat

n°40. Éclatement de la bulle sur le marché immobilier américain
Stéphane SORBE