



Sous la crise, la croissance...

30 octobre 2007

La crise des *subprimes* et ses ricochets sur le système bancaire mondial ont jeté un froid sur les perspectives de croissance. Au départ du séisme financier se trouvent des prêts « exotiques » qui ont placé bien involontairement des ménages américains généralement peu fortunés en position spéculative sur le marché immobilier. Confortés par des hausses de prix à deux chiffres depuis quelques années, financés par des prêteurs sans scrupule, ils tentaient d'accéder à une vie meilleure en prenant sans le savoir des risques que des hausses futures des prix étaient censées couvrir. La hausse des taux courts pendant l'année 2006 et un premier ralentissement sur le marché immobilier ont eu raison de l'euphorie. Des ménages, insolubles depuis longtemps, mais sans le savoir, ont alors été précipités dans la spirale de la vente forcée et de la chute des prix. Les ventes renforçant la baisse des prix, la baisse des prix accélérant les ventes, le ralentissement initial s'est transformé en crise généralisée.

Les ménages américains modestes n'étaient pas les seuls spéculateurs. Les prêteurs, de l'« officine du coin de la rue » à de grandes institutions financières, se sont émerveillés pendant quelques années des rendements que procurait le financement du crédit à l'habitat. D'instruments sophistiqués en marchés financiers globalisés, le prêteur ne voyait jamais l'emprunteur et ignorait jusqu'au risque pris. Que la réalité rattrape aujourd'hui la finance et que ceux qui croyaient à la martingale des rendements sans risque soient déçus et sanctionnés ne chagriner personne. Cependant, le juste malheur des uns ne doit pas faire la tourmente de tous. L'impact de la crise des *subprimes* sur les banques de toutes les places financières du monde est suffisant pour plonger dans la défiance tous les acteurs économiques et compromettre le fonctionnement des principaux marchés interbancaires, piliers de l'activité. Il y a là les germes d'une crise systémique (voir [la lettre de l'OFCE n°289](#)).

Notre hypothèse est cependant que les interventions des banques centrales et la diffusion d'une information crédible sur les engagements bancaires ramèneront le calme. Les pertes apparaîtront au final contenues et diffuses, réparties sur suffisamment d'acteurs pour ne menacer que quelques bonus. Cet avertissement au système financier et bancaire mondial n'aurait donc que des conséquences limitées. Les pertes les plus lourdes échoiront en fait aux ménages américains infortunés, dessaisis de leurs maigres actifs. Il en découlera un problème social d'ampleur aux Etats-Unis, un rationnement quantitatif du crédit pour les ménages jugés risqués et une remontée du taux d'épargne moyen des ménages américains. Le ralentissement de l'économie américaine est donc inévitable. Sur cette base, nous prévoyons une croissance en 2008 de 1,8 % pour les Etats-Unis (voir [la lettre de l'OFCE n°290](#)). Circonscrite à moins de 3 millions de ménages, la crise des *subprimes* ne ferait pas basculer les Etats-Unis dans la récession, d'autant que l'on peut s'attendre à une vigoureuse réaction de politique économique (surtout monétaire) qui procurera de nouveau du carburant à la machine à croître américaine.

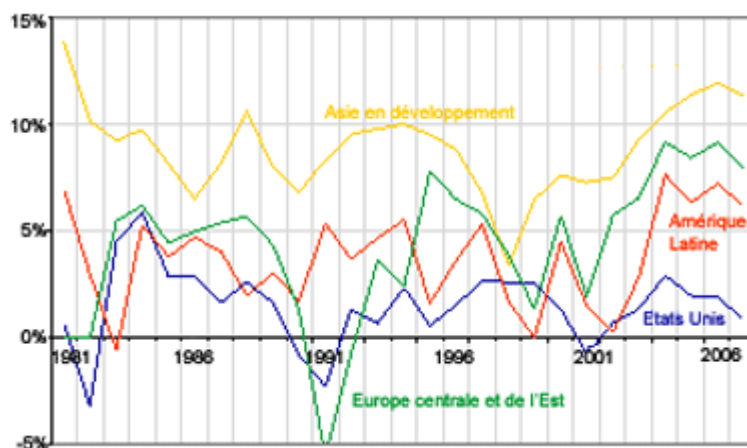
Du fait de la crise estivale, les primes de risques retrouveront un niveau plus approprié. En revanche, le crédit, aux ménages ou aux entreprises, ne sera pas rationné. Les banques qui ont des comptes à regonfler ne pourront imposer leurs conditions sur des marchés où la concurrence et l'excès d'épargne règnent. Notre deuxième hypothèse est du reste que le ralentissement américain ne pèsera pas sur la croissance des pays émergents. Le découplage entre Etats-Unis et monde émergent est déjà à l'œuvre depuis 2001 (voir graphique), parce que la demande

interne prend modestement de l'ampleur dans les pays émergents (au prix d'un peu d'inflation) et que la croissance perdurerait en Europe (et presque au Japon), si bien que l'économie mondiale continuerait à croître à plus de 4,5% par an en 2008.

En Europe, le cycle d'investissement se prolongerait à un rythme plus modéré, et l'évènement majeur serait la fin de la désinflation compétitive allemande dans la zone euro. On assisterait enfin à un dégel salarial sous la pression d'un marché du travail plus tendu. Le partage de la valeur ajoutée cesserait de se faire au détriment des salaires. Avec une croissance plus riche en importations et des gains de compétitivité moins nets sur ses partenaires, l'Allemagne jouerait le rôle de locomotive et la croissance européenne serait plus équilibrée.

Dans ce contexte européen, la France ne dénoterait pas : les contraintes qui bridaient la croissance ces dernières années se desserreraient. Un commerce extérieur à nouveau porteur, une inflation maîtrisée, un taux d'épargne des ménages élevé dont la baisse pourrait entretenir la consommation et l'entrée en vigueur du « paquet fiscal » seraient les ingrédients d'une conjoncture soutenue. L'investissement des entreprises pourvoirait alors les capacités nécessaires, une profitabilité record en étant l'accélérateur. En moyenne annuelle, l'économie française devrait croître de 2,6 % en 2008 après 1,9 % en 2007, le taux de chômage poursuivant sa décrue pour atteindre 7,8 % à la fin de 2008. Cependant, en allant à contre courant des politiques budgétaires menées dans la zone euro, la « relance isolée » de la France dégradera ses finances publiques. Le déficit public devrait dépasser très légèrement...mais pour la première fois depuis 2004, la barre des 3 % du PIB. Cette fois-ci esseulée, contrairement à 2003, la France aura du mal à échapper à la pression de ses pairs.

Graphique : Croissance par tête Etats-Unis et zones en développement



Evolution annuelle du PIB réel par tête, base parité de pouvoir d'achat, source : [FMI](#). Les classifications sont celle du FMI.

Eric Heyer et Xavier Timbeau