

Dégradation de l'économie : scénario en V ou en L ?

La conjoncture mondiale n'a plus connu un refroidissement d'une telle ampleur depuis des décennies. Tous les pays de l'OCDE ont glissé dans une sévère récession dans un laps de temps bref. En janvier, le volume des échanges commerciaux mondiaux avait reculé de plus de 17 % en une année. Alors que le ralentissement n'affectait encore l'automne dernier que certaines branches comme les sous-traitants de l'industrie automobile et l'industrie textile, il a depuis lors plongé dans la crise tous les secteurs d'exportation. Comment la situation a-t-elle pu se dégrader à ce point ?

Position d'economiesuisse

Notre propos est de comparer la situation d'un certain nombre de pays afin d'essayer d'identifier les conséquences sur l'économie réelle pour plusieurs groupes de nations. Nous distinguons trois types de pays : les pays frappés eux-mêmes par une crise immobilière ; ceux qui étaient très actifs sur les marchés financiers internationaux et les pays exportateurs qui ont profité de la demande de consommation mondiale. La Suisse doit se préparer à ce que les taux de croissance restent bas à moyen terme, c'est-à-dire pendant plus de deux ans.

17 avril 2009

Numéro 10

dossierpolitique

Dégradation de l'économie mondiale : scénario en V ou en L ?

Historiquement, nous sommes en présence d'une situation exceptionnelle. En l'espace de quelques mois seulement, tous les pays de l'OCDE ont glissé dans une sévère récession.

Le point de départ du marasme économique actuel est l'évolution du marché immobilier des États-Unis

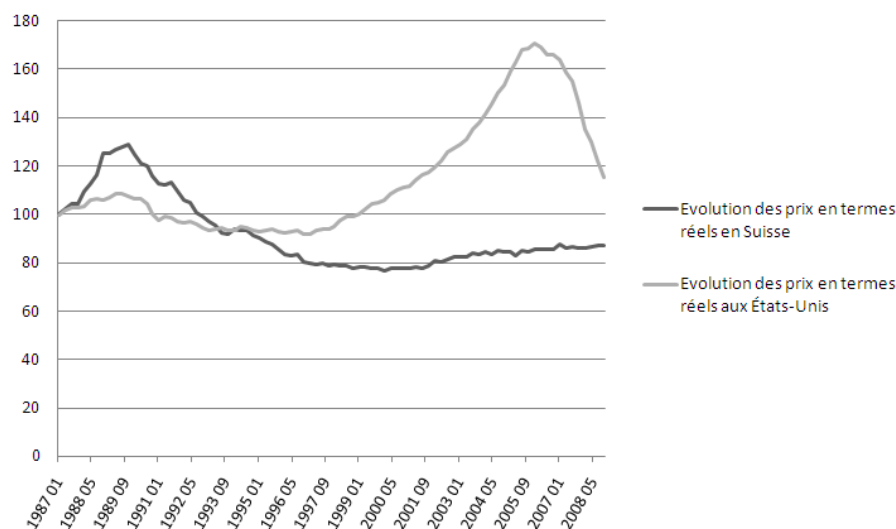
La situation qui prévaut actuellement sur les marchés mondiaux est préoccupante. La conjoncture mondiale n'a plus connu un refroidissement d'une telle ampleur depuis des décennies. En l'espace de quelques mois seulement, tous les pays de l'OCDE ont glissé dans une sévère récession. Les pronostics pour 2009 et 2010 sont sans cesse corrigés à la baisse. Le FMI prévoit pour l'année en cours un taux de croissance mondial moyen de -0,5%. Seules quelques économies émergentes comme la Chine et l'Inde maintiendront des chiffres positifs. Historiquement, nous sommes en présence d'une situation exceptionnelle. En janvier, le volume des échanges commerciaux mondiaux avait baissé de plus de 17% sur une année. Alors que le fort ralentissement n'affectait encore en automne 2008 que certaines branches comme les sous-traitants de l'industrie automobile et le textile, il a depuis lors plongé dans la crise tous les secteurs d'exportation.

Comment a-t-on pu en arriver là ? Le point de départ du marasme économique actuel est l'évolution du marché immobilier des États-Unis. Dès le début de ce nouveau millénaire, un certain nombre d'experts économiques et financiers mettaient pourtant en garde contre une surchauffe du marché immobilier américain. La crise actuelle offre d'étonnantes parallèles avec de précédentes explosions de bulles spéculatives dans les secteurs immobilier et bancaire. Fortes augmentations de prix dans le secteur économique considéré, énormes importations de capitaux, progression massive de la dette publique, envol du déficit de la balance des paiements, baisse de la croissance économique en termes réels : tous ces phénomènes observés un ou deux ans avant la crise sont des signes de surchauffe qui ne trompent pas¹.

Rétrospectivement, on constate qu'aux États-Unis, l'ensemble des indicateurs annonçaient clairement la catastrophe. Le graphique ci-dessous compare l'évolution des prix moyens des maisons familiales outre-Atlantique à celle des prix correspondants en Suisse depuis 1987. Dès l'an 2000, les prix ont fortement augmenté aux États-Unis, dessinant une courbe particulièrement abrupte dans les années 2004 et 2005. A partir de 2006, ils ont commencé à baisser, d'abord légèrement, puis brusquement, jusqu'à l'effondrement. La bulle immobilière venait d'éclater.

En Suisse, les prix de l'immobilier n'ont augmenté que légèrement depuis 2000, alors qu'aux États-Unis les prix ont pris l'ascenseur pour ensuite s'effondrer à partir de 2006.

Graphique 1 : Evolution des prix de l'immobilier en valeur réelle aux États-Unis et en Suisse



Source : Wüest&Partner, S&P Case-Shiller, Office fédéral de la statistique, Bureau of Labor Statistics, chiffres trimestriels

¹ Reinhart, Carmen et Kenneth Rogoff, 2009, The Aftermath of Financial Crises, NBER Working Paper n° 14656, janvier 2009

Le grand problème des bulles spéculatives est qu'on ne peut être vraiment sûr qu'elles sont désamorçées qu'à partir du moment où elles explosent

Le grand problème des bulles spéculatives, même identifiées, est qu'en général, on ne peut être vraiment sûr qu'elles sont désamorçées qu'à partir du moment où elles explosent. Lorsque les prix d'un bien progressent davantage que par le passé sur une période prolongée, ce dépassement est rationalisé par les analystes. On l'explique par des gains de productivité ou des avancées technologiques, ou encore par le fait qu'il prouve que les temps changent. Les explications de ce type ont aussi accompagné les fortes hausses de prix des maisons individuelles sur le marché américain. D'après leurs auteurs, le boom américain de l'immobilier n'était nullement une bulle spéculative, mais résultait de diverses innovations financières et d'un puissant afflux de capitaux en provenance d'économies émergentes d'Asie et de pays pétroliers. De plus, les flux internationaux des capitaux et des crédits permettaient de réduire au minimum les risques (de défaillance) du système. La faible volatilité observée sur les marchés financiers semblait d'ailleurs confirmer cette thèse. Même l'ahurissant déficit de la balance des paiements américaine qui, à son apogée, correspondait à peu près aux deux tiers de la balance des paiements excédentaire du monde entier, se trouvait justifiée par la souplesse économique, le boom technologique et la capacité d'innovation des États-Unis.

La hausse des taux d'intérêt a rapidement fait augmenter le nombre de défauts de remboursement d'emprunts hypothécaires à partir de 2006. De plus, les nouveaux produits structurés sont apparus fort opaques.

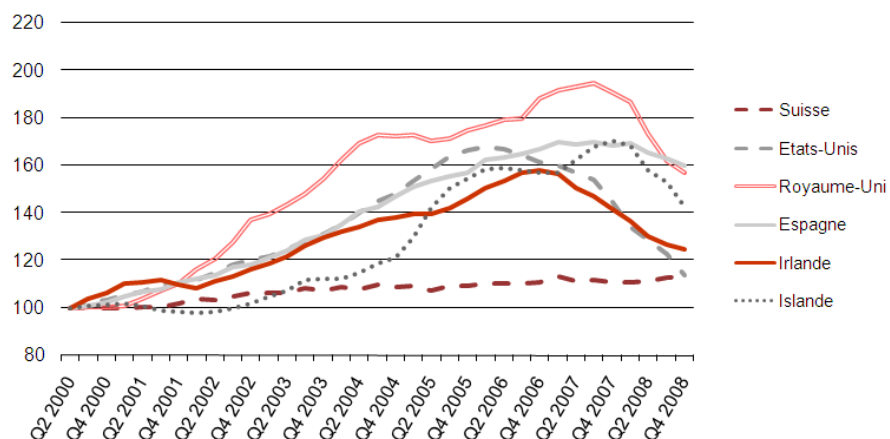
La banque centrale américaine a relevé plusieurs fois les taux d'intérêt depuis 2004. En conséquence, le nombre de défauts de remboursement d'emprunts hypothécaires a rapidement augmenté à partir de 2006, les primes de risques se sont envolées et les banques et institutions financières concernées ont dû provisionner d'énormes sommes pour amortir les crédits et dérivés correspondants. De plus, les nouveaux produits structurés mis sur le marché par des spécialistes financiers sont apparus fort opaques. Sur quoi non seulement les prix des objets immobiliers se sont rapidement effondrés, mais un manque de confiance très inquiétant s'est installé parmi les banques, puisqu'il n'était plus possible de savoir qui devait endosser les pertes en train de s'accumuler. La crise bancaire s'est ainsi aggravée jusqu'à la faillite de Lehmann Brothers en septembre 2008, pour se traduire ensuite par une crise générale des marchés financiers.

Plusieurs pays étaient aux prises avec une bulle immobilière en même temps

En dehors des États-Unis, cependant, plusieurs pays avaient aussi des indicateurs signalant clairement qu'une bulle spéculative était en train de se former sur leur marché immobilier, marché qui avait suivi une évolution semblable à celle des États-Unis ces dernières années. Le graphique 2 offre une comparaison pays par pays du marché des prix des maisons individuelles. Alors que ces prix n'ont pas bougé en Allemagne et n'ont que faiblement augmenté en Suisse, ils ont explosé en Grande-Bretagne, en Irlande et en Espagne, par exemple.

Au-delà des États-Unis, on a identifié des bulles spéculatives également sur les marchés immobiliers britannique, espagnol, irlandais et islandais. Toutefois, le ralentissement de l'activité économique est survenu avec un décalage par rapport aux États-Unis. Contrairement au marché américain, la consolidation des marchés de l'immobilier ne semble pas achevée en Europe.

Graphique 2 : Evolution des prix de l'immobilier en valeur réelle



Source : Wüest&Partner, S&P Case-Shiller, Office fédéral de la statistique, Bureau of Labor Statistics, chiffres trimestriels, Halifax House Price Index (UK), ES House Price Index, ESRI & PERMANENT TSB Avg. House Prices (IR), IC House Price Index

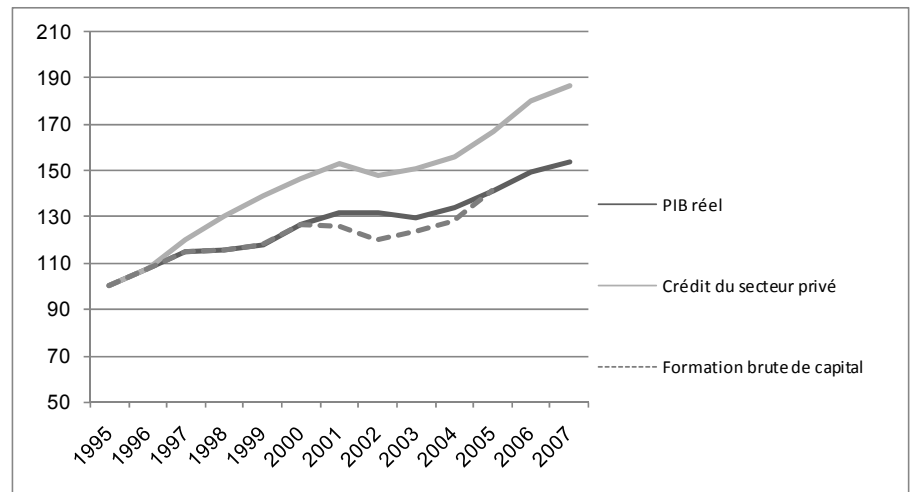
Flux croissant des crédits à l'échelle mondiale

Au cours de ces dernières années, la masse des crédits octroyés dans le monde a augmenté davantage que la création de valeur

Le principal facteur de la formation de bulles financières est l'augmentation de la masse des crédits octroyés dans le monde, elle-même favorisée par la baisse du niveau des taux d'intérêt et la forte liquidité qui en découle. Le volume des crédits n'a pas seulement progressé dans chaque pays de manière disproportionnée par rapport au PIB national. Il a également dépassé la création de valeur à l'échelle planétaire. Alors que la formation de capital brut dans le monde – c'est-à-dire la valeur du capital physique : ponts, chemins de fer, machines, usines, etc. – a évolué à peu près au même rythme que le PIB mondial, la ligne de progression des crédits s'est détachée de celle du PIB à partir de 1995. Si en 1995, le volume des crédits était supérieur de 13 % au PIB, les crédits alloués au secteur privé dépassaient ce PIB de 37 % en 2007 ! Le monde s'est donc endetté de plus en plus ces dernières années. Pour mémoire, signalons que, l'octroi de crédits avait fortement progressé jusqu'à l'éclatement de la bulle informatique, pour reculer ensuite et se remettre à progresser vigoureusement dès 2002.

La ligne de progression des crédits s'est détachée de celle du PIB à partir de 1995.

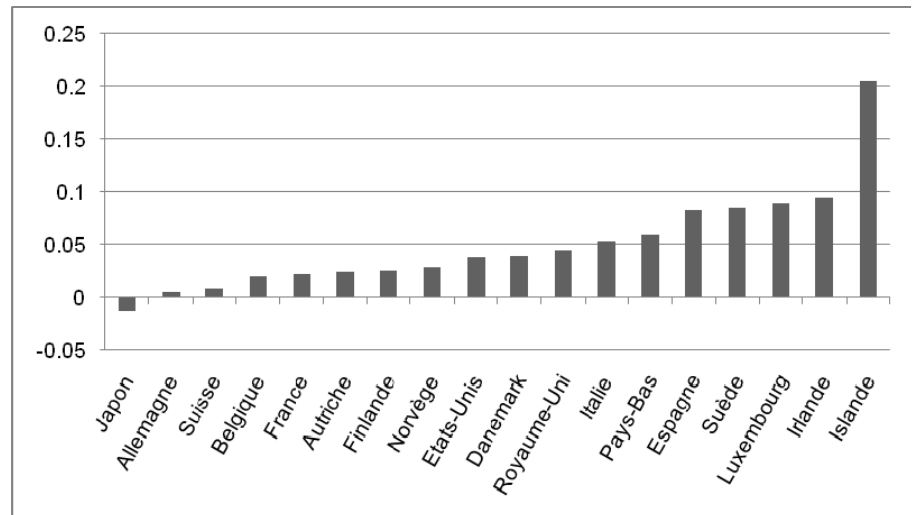
Graphique 3a : Evolution des crédits sur le marché domestique Evolution mondiale depuis 1995



Source : Banque mondiale et OCDE

Des pays comme l'Islande ou l'Irlande ont connu un véritable boom des crédits ces dernières années.

Graphique 3b : Evolution des crédits sur le marché domestique Croissance moyenne depuis 1995



Source : Banque mondiale et OCDE

L'augmentation des volumes de crédit est certes un phénomène mondial, mais on constate des différences considérables d'un pays à l'autre. Le graphique 3b indique la croissance des crédits internes des différents pays, rapportée à celle de leurs PIB respectifs. Une croissance nulle signifie que les crédits internes rapportés au PIB sont demeurés constants. Pour la quasi-totalité des pays représentés ici, les crédits internes ont augmenté plus que proportionnellement au PIB. La seule exception est le Japon qui a connu depuis 1995 une croissance négative. Un autre exemple frappant à cet égard est celui de l'Islande : ce pays a enregistré une croissance annuelle moyenne des crédits internes de plus de 20 %. Depuis 1995, leur volume s'est multiplié par six. Mais ce sont les États-Unis qui ont noté une évolution particulièrement significative pour l'économie mondiale. Des instituts de crédit y ont été créés, pour des raisons politiques, de financer précisément les ménages à faibles revenus. Cette volonté politique se manifeste depuis 1995 par un accroissement des crédits sur le marché immobilier. C'est également depuis le milieu des années 1990 qu'une multitude d'instruments dérivés à effet de levier extrême (« leverage ») ont fait leur apparition sur le marché, ce qui a facilité l'accès au capital².

Mondialisation et commerce mondial

Beaucoup de pays tournés vers l'exportation ont profité de la hausse de la consommation mondiale

Des crédits supplémentaires ont été contractés, aux États-Unis notamment, non seulement à des fins d'investissement, mais aussi de consommation. De nombreux particuliers se sont surendettés. Le taux d'épargne des ménages a diminué et la consommation agrégée s'est accrue. On a pu observer le fait suivant : non seulement la consommation a progressé, mais également sa part au PIB. Les économies nationales fortement reliées entre elles ont participé à la constitution de bulles spéculatives à l'étranger et ont profité d'un accroissement des exportations ou du volume de crédits accordés. La demande étrangère excessive a amené les économies à déplacer, dans le monde entier, leurs activités dans ces secteurs à forte création de valeur à court terme. Si la crise actuelle revêt un caractère mondial et qu'elle frappe la quasi-totalité des nations, c'est que toutes les économies ont participé ces dernières années à la constitution de la bulle spéculative ; elles l'ont fait de manières différentes, chacune selon son orientation. La mondialisation financière et celle de l'économie réelle présentent un avantage essentiel : celui de transférer le capital, mais aussi les biens et les services, dans les secteurs et les économies qui rémunèrent le mieux ces valeurs. Mais cette évolution comporte le risque que les prix les plus élevés soient précisément offerts là où se forme une bulle spéculative. A la recherche de rendements supérieurs, les « liquidités vagabondes » renforcent la bulle et accroissent les importations de biens et de services³.

Le volume des échanges mondiaux a fortement augmenté à partir de 2002

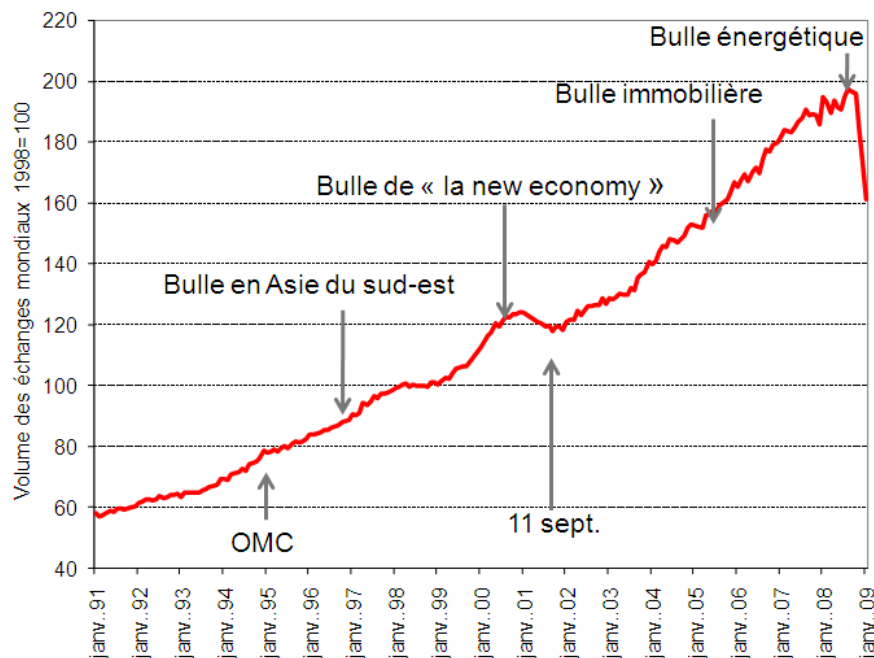
Le graphique suivant montre l'évolution du volume du commerce mondial depuis 1991. Dès la création de l'OMC en 1995, il a connu une expansion marquée. Le niveau des exportations et des importations réelles a été influencé positivement par la formation de bulles : après l'explosion de chaque bulle, le volume du commerce mondial s'est quelque peu réduit pour reprendre de plus belle avec la constitution d'une nouvelle bulle. La croissance exponentielle du commerce mondial à partir de 2002 est particulièrement impressionnante. En janvier 2009, le commerce a connu une chute abrupte. La croissance et le recul du volume du commerce mondial rappellent fortement l'évolution d'une bulle. Assistons-nous actuellement à l'éclatement d'une bulle de l'économie mondiale ?

² Les CDS ont été créés en 1997, les CDOs ont connu un boom en 2001 avec le modèle de copula.

³ Schnabl, Gunther et Andreas Hoffmann, 2007, Monetary Policy, Vagabonding Liquidity and Bursting Bubbles in New and Emerging Markets, MPRA Paper 4019

Plusieurs événements mondiaux ont influencé l'évolution du commerce mondial. Le recul net du commerce mondial met en évidence l'ampleur du ralentissement.

Graphique 4 : L'évolution du commerce mondial



Source : CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

Les facteurs de récession dans les différents pays

La croissance disproportionnée enregistrée par les économies suite à l'attribution de crédits supplémentaires dans le monde nécessite des corrections elles aussi disproportionnées

Comme il ressort des considérations ci-dessus, les causes de la crise actuelle remontent aux années 1990. L'évolution des marchés immobiliers et financiers n'a pas été sans conséquences sur les structures économiques qui se sont beaucoup modifiées dans de nombreux pays depuis 1995. Après l'explosion de la bulle, ces pays sont maintenant particulièrement exposés : comme il fallait s'y attendre, la croissance disproportionnée enregistrée par les économies suite à l'attribution de crédits supplémentaires dans le monde nécessite des corrections elles aussi disproportionnées. Ainsi, les facteurs de croissance deviennent des facteurs de récession.

Selon l'orientation économique, on peut répartir les pays dans trois groupes différents

Selon l'orientation de l'économie et la participation à la bulle immobilière des États-Unis, on peut distinguer trois groupes différents : le premier englobe les pays qui sont eux-mêmes touchés par une crise immobilière. Ils sont en quelque sorte les épicycles de la crise. Le deuxième groupe est constitué des pays qui étaient fortement engagés sur les marchés financiers internationaux et dans l'octroi de crédits à l'échelle mondiale et qui le sont toujours ; ce sont les « financiers » de la crise. Le troisième groupe est formé des pays exportateurs. Ils ont bénéficié ces dernières années d'une demande en provenance de l'étranger qui s'est accrue à l'échelle mondiale⁴.

Les activités économiques ont évolué de manière différente selon les pays

Les activités économiques ont évolué différemment dans les trois groupes et y ont aussi connu divers degrés de concentration. Les pays du premier groupe se sont fortement exposés dans les secteurs de l'immobilier et de la construction. Ceux du deuxième groupe ont massivement développé leur secteur financier ces dernières années. Le graphique suivant présente pour ces pays une comparaison de la croissance annuelle moyenne dans ces deux branches par rapport au produit intérieur brut. Les pays situés au centre de l'image avec des taux de croissance nulle dans les deux branches sont ceux dont la croissance des deux branches s'est réalisée en harmonie avec celle de l'ensemble de l'économie.

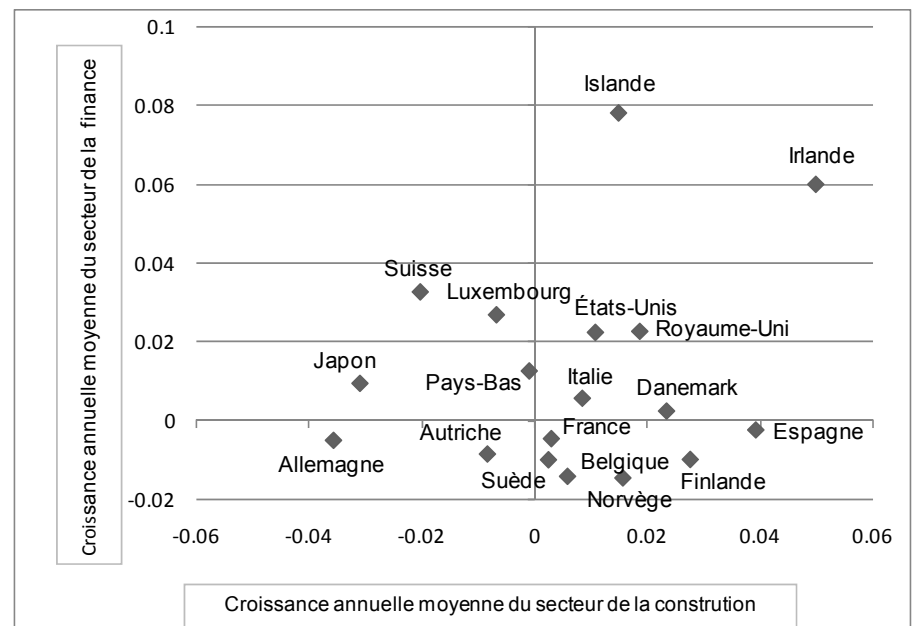
⁴ Enfin, on peut y ajouter un quatrième groupe, celui des marchés émergents qui ont pu investir grâce à l'offre surabondante de capital.

Une croissance supérieure à la moyenne nécessite des corrections sévères

L'Irlande, actuellement l'un des pays les plus touchés, a connu une énorme croissance dans les deux branches. Ainsi, le miracle économique irlandais avait son origine dans une croissance disproportionnée de l'industrie financière et de celle de la construction. En Islande aussi, le secteur bancaire et les activités de construction représentaient une part très importante de la croissance du PIB. L'Espagne a connu une croissance rapide dans le secteur de la construction, mais toutefois inférieure à la moyenne dans le secteur financier. C'est peut-être l'une des raisons pour lesquelles le secteur bancaire espagnol a été relativement moins touché par la crise dans ce pays. Les États-Unis et la Grande-Bretagne ont également enregistré une croissance supérieure à la moyenne tant dans le domaine de la construction que dans celui de la finance, même si cette tendance y était beaucoup moins marquée qu'en Islande ou en Irlande. Si les pays anglo-saxons ont présenté une croissance prononcée dans les deux secteurs, des pays comme la Suisse ou le Luxembourg ont certes beaucoup développé la part de leur secteur financier au PIB depuis 1995, mais ont au contraire réduit la part de leurs activités de construction. On peut dire que les bulles immobilières ont beaucoup modifié la structure économique de plusieurs pays. Ceux qui ont enregistré une croissance supérieure à la moyenne dans les deux branches sont les plus exposés à de sévères corrections ces prochains mois et trimestres.

L'Islande, l'Irlande, les États-Unis et la Grande-Bretagne étaient très actifs dans la finance et la construction. Le secteur de la construction espagnol a connu une croissance rapide.

Grafique 5: Evolution moyenne annuelle depuis 1995 dans la finance et dans le secteur de la construction



Source : OCDE, évolution depuis 1995

Les gagnants du commerce mondial sont de plus en plus sous pression

La bulle immobilière a également modifié un peu partout dans le monde l'évolution des balances courantes des économies. Dans les pays directement touchés par une bulle immobilière, la part des importations a progressé plus vite que la création de valeur des économies. L'Islande, les États-Unis, l'Espagne, le Royaume-Uni et l'Irlande ont importé beaucoup plus de biens et services qu'ils n'en ont exporté.

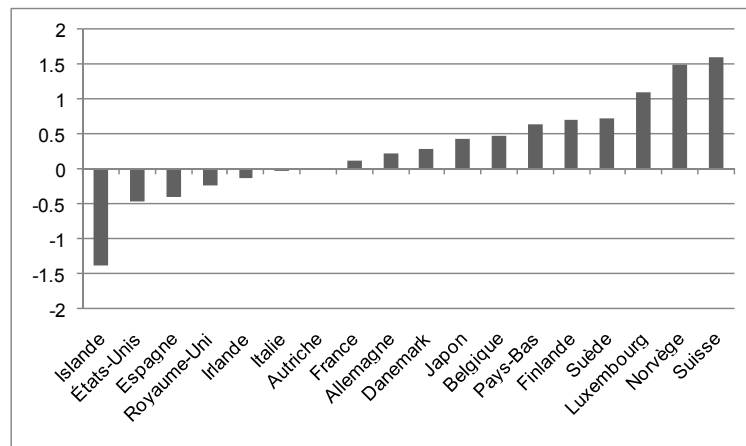
La Suisse, la Norvège et le Luxembourg ont beaucoup profité de la demande mondiale⁵. Leurs exportations ont progressé beaucoup plus fortement que leurs importations, d'où une forte progression de la balance des transactions courantes de ces pays depuis 1995. Par conséquent, ils sont particulièrement exposés à la chute de la demande déclenchée par la crise des marchés financiers.

⁵ Il est difficile de comparer la Norvège aux autres pays dans la mesure où elle enregistre de forts excédents de sa balance courante, principalement en raison de ses exportations de pétrole.

Suivant les pays, c'est soit l'économie intérieure, soit l'économie extérieure qui est à l'origine de la récession. Le graphique 7 indique le degré d'affectation par la crise, en fonction de l'origine, intérieure et étrangère. Le groupe de pays affectés par la bulle immobilière souffre surtout des conséquences de la crise d'origine intérieure. L'Espagne, les États-Unis, l'Islande, la Grande-Bretagne et l'Irlande ont été propulsés dans la crise économique actuelle à partir de l'évolution de l'industrie financière et de celle de la construction. Ces pays se caractérisent aussi par le fait qu'ils sont beaucoup moins affectés par le ralentissement à l'étranger (via les exportations). Les pays exportateurs (et en partie les places financières) sont en revanche précipités dans la crise par l'étranger. Des pays comme la Suisse, le Luxembourg, l'Autriche, la Suède et l'Allemagne sont confrontés à un fort recul de leurs exportations. Pour l'Allemagne et la Suisse, les causes sont avant tout externes.

Le déficit de la balance des opérations courantes s'est passablement creusé ces dernières années dans des pays comme l'Islande, les États-Unis ou l'Espagne.

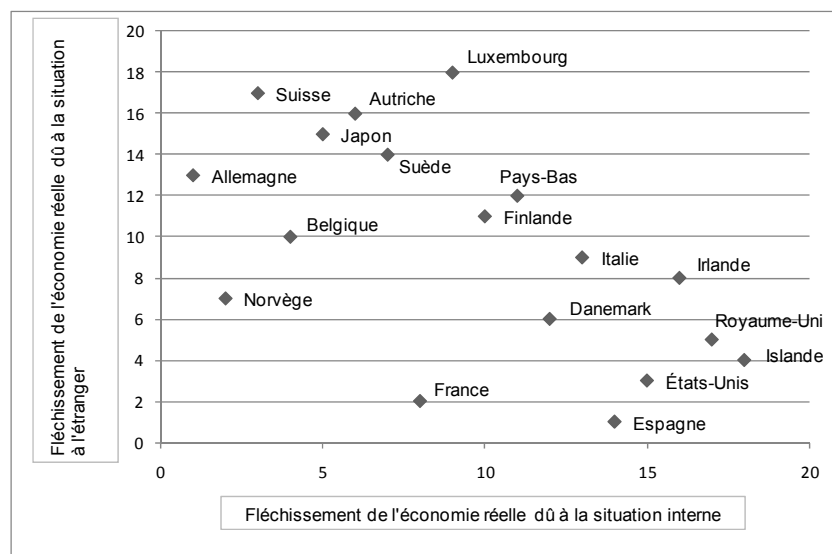
Graphique 6 : Evolution annuelle moyenne de la balance des opérations courantes⁶ depuis 1995



Source : OCDE, évolution depuis 1995

Le graphique 7 montre les sources de la crise. Ce résultat est obtenu grâce à la consolidation d'une multitude de variables et indique les taux de croissance rapportés au BIP depuis 1995. Une distinction a été établie entre les facteurs internes (secteur de la construction, consommation, etc.) et externes (balance des opérations courantes, exportations, octroi de crédits, etc.). Ces facteurs ont été évalués pour chaque pays. Le graphique présente le résultat consolidé de toutes les variables.

Graphique 7 : D'où vient la crise ? Affectation des pays selon l'origine, interne et externe



Source : OCDE, évolution depuis 1995

⁶ Contrairement à d'autres pays, la BNS utilise le terme de balance des transactions courantes. Un résultat négatif signifie que les importations ont augmenté davantage que les exportations. Dans le cas de la Suisse, les excédents importants de la balance des opérations courantes s'expliquent en grande partie par les revenus des capitaux et les services financiers des banques. Nos exportations ont augmenté davantage que les importations.

Plusieurs éléments parlent en faveur d'un redressement rapide de l'économie

Il existe schématiquement deux scénarios possibles pour l'évolution à venir

La crise actuelle présente des similitudes étonnantes avec des crises précédentes

Les crises financières présentent un schéma que l'on reconnaît aussi dans la crise actuelle.

Economie mondiale, où vas-tu ?

La question essentielle est la suivante : combien de temps va durer la récession et quel sera son degré de gravité ? Aujourd'hui, la plupart des observateurs s'attendent à un redressement de l'économie mondiale pour l'année prochaine. Face à cette estimation, un certain scepticisme est toutefois de mise.

Il existe en gros deux scénarios d'évolution de l'économie mondiale pour ces prochaines années. Le premier prévoit une chute vertigineuse de la création de valeur jusqu'à un niveau plancher ; une fois ce point atteint, l'économie se redresse rapidement. La récession est rattrapée en peu de temps par une nouvelle croissance rapide. L'évolution du PIB aurait ainsi une forme en V. Si c'est ce modèle qui se réalise, la crise serait surmontée en 2010. Dans le deuxième scénario, l'évolution est aussi rapidement négative, mais reste assez longtemps à bas niveau, avant qu'une reprise modérée ne se manifeste. Dans ce cas, la reprise ne s'amorcerait qu'en 2012 au plus tôt et de manière modérée. Une plus longue phase de stagnation est aussi possible. L'évolution prendrait alors la forme d'un L. Lequel de ces deux scénarios est le plus probable ?

La crise immobilière a pris en septembre 2008 des allures de crise bancaire et financière systémique. L'histoire nous le montre, les conséquences d'une telle crise sur l'économie réelle sont graves. Reinhart et Rogoff (2008) en ont analysé les conséquences sur les économies des pays développés de manière empirique : les prix réels des maisons baissent en moyenne pendant six ans à la suite de l'éclatement d'une bulle. Le recul moyen des prix réels des maisons atteint alors 35,5 %. Les prix des actions continuent de chuter, mais pendant environ trois ans et demi, soit un peu moins longtemps que le prix des maisons. Le recul des prix sur les marchés immobiliers et des actions entraîne des coûts économiques élevés : le PIB réel baisse de près de 10 % dans les deux premières années qui suivent la crise et le taux de chômage s'accroît de 7 % pendant cinq ans. Ces coûts économiques ont aussi de fortes répercussions sur l'endettement des collectivités publiques. Dans les pays qui ont connu une crise des marchés financiers, les dettes (réelles) de l'État ont progressé de 86 % dans les trois ans qui ont suivi la crise.

Tableau 1 : Les conséquences économiques de la crise financière

	Variation moyenne	Durée moyenne
Prix réel de l'immobilier	-35,5 %	6 ans
Prix réel des actions	-55,9 %	3,4 ans
PIB réel	-9,3 %	1,9 ans
Chômage	7,0 points de pourcentage	4,8 ans
Endettement de l'État dans les trois ans suivant la crise	86,3 %	

Source : Reinhart et Rogoff (2008)⁷

Faut-il maintenant partir de l'idée que les conséquences de la crise des marchés financiers aux États-Unis sont comparables à celles des crises antérieures ? En admettant que la récession dure environ deux ans comme la moyenne des crises passées, elle prendrait fin en automne 2010⁸. Compte tenu d'un certain décalage entre les deux continents, la reprise pourrait arriver en Europe en 2011.

La consommation américaine, le moteur de cette économie, est en panne

Par rapport aux crises bancaires et financières précédentes, deux facteurs aggravent la situation. D'une part, en touchant les États-Unis, la crise affecte l'économie qui est de loin la première du monde et d'autre part, de nombreux pays importants sur le plan économique sont impliqués en même temps. Même si l'importance du marché américain pour le commerce international a quelque peu reculé ces dernières années, les États-Unis, qui représentent une part de 20 % des importations mondiales, demeurent la locomotive

⁷ Reinhart, Carmen M. et Kenneth Rogoff, 2008, Banking Crises: An Equal Opportunity Menace, NBER WP 14587 et The Aftermath of Financial Crises, Paper prepared for the American Economic Association Meetings in San Francisco, 3 janvier 2009

⁸ Si on se fonde sur la définition du National Bureau of Economic Research (NBER) selon laquelle la récession a commencé en décembre 2007 aux États-Unis, la reprise devrait avoir lieu un an plus tôt.

conjoncturelle de la planète. Bien que l'économie mondiale se soit diversifiée ces dernières années, la croissance économique dans les pays émergents tels que la Chine, la Russie ou l'Inde ne s'est pas dissociée de celle des pays industrialisés. Aucun pays ou région ne semble actuellement en mesure de prendre le relais de la locomotive conjoncturelle mondiale qu'est l'Amérique. La durée et la profondeur de la crise dépendent donc, pour la Suisse également, de la rapidité avec laquelle les États-Unis vont surmonter la récession. L'étincelle de la prochaine reprise doit partir d'Amérique.

Scénario en V ou en L aux États-Unis ? L'économie américaine est sans doute toujours la plus capable d'adaptation dans le monde, ce qui parle en faveur d'une évolution en V. En outre, les programmes étatiques d'impulsion massifs qui ont été adoptés apportent un ballon d'oxygène à l'économie. Si les ménages privés se sont fortement endettés ces dernières années, l'État apparaît maintenant comme un demandeur qui se finance lui-même par l'endettement. Il semble que le gouvernement américain s'efforce aujourd'hui de corriger le déséquilibre manifeste qui s'est instauré ces dernières années. En cas d'augmentation subite de la demande, nous pourrions faire face à des problèmes de capacité à court terme en raison de la diminution des stocks, ce qui provoquerait des hausses de prix. L'énorme expansion des liquidités et la politique des taux d'intérêt nuls constituent d'autres arguments en faveur du scénario en V. Ce sont aussi autant d'éléments constitutifs de la prochaine bulle. Une évolution en V reposerait sur les mêmes piliers que la dernière phase de haute conjoncture : augmentation de l'endettement et évolution déséquilibrée de certains marchés. La reprise permettrait aux États-Unis et au monde de souffler un peu et la nécessaire adaptation structurelle serait renvoyée à une période plus lointaine. Mais l'évolution en V comporte le risque d'une nouvelle détérioration encore plus forte à l'avenir.

Certains arguments ne vont pas dans le sens d'un rebond rapide aux États-Unis

Pourtant, certains arguments ne vont pas dans le sens d'un rebond rapide aux États-Unis : résoudre les problèmes structurels américains, à savoir stabiliser le secteur bancaire, apporter les corrections nécessaires aux marchés immobiliers, augmenter le taux d'épargne des ménages privés, réduire le déficit de la balance courante et le taux de consommation, tout ce travail a un coût économique élevé. La forte augmentation de l'endettement de l'État amenuise la marge de manœuvre dont il dispose pour intervenir. Il se peut que nous allions au-devant d'une assez longue période de taux de croissance négatifs ou bas. Mais s'il est possible de venir à bout des problèmes structurels, on peut s'attendre, au vu de la capacité d'adaptation de l'économie américaine, à une croissance durable. Au lieu de former un L, l'économie américaine suivrait alors plutôt une évolution en U.

Les conséquences sur l'économie réelle risquent d'être durables

De nombreux éléments donnent à penser qu'il faudra attendre encore longtemps une forte impulsion de croissance en provenance des États-Unis. Les anciens facteurs de croissance qu'étaient l'industrie de la construction, la finance et la consommation privée sont devenus des facteurs de récession. La dimension globale de la crise laisse augurer de conséquences plus durables sur l'économie réelle qu'on ne pouvait attendre dans la moyenne historique des crises. Dans la phase de fléchissement actuel, les déséquilibres qui se sont formés depuis des années sont en train de se résorber à grande vitesse. Après la crise immobilière et celle des finances, c'est à une crise économique mondiale que nous avons aujourd'hui affaire.

Les thèses en résumé

Au cours de ces dernières années, certaines branches ont largement profité des excès commis sur les marchés immobiliers et les marchés financiers. La croissance disproportionnée de ces branches a alimenté la croissance de l'ensemble de l'économie, mais ces effets ont été variables selon les pays. Les facteurs de croissance du passé deviennent les facteurs de récession d'aujourd'hui. L'analyse qui précède permet de dégager les thèses suivantes :

- L'industrie financière va au-devant d'importantes corrections. L'effondrement actuel de la création de valeur dans le secteur financier revêt en bonne partie un caractère permanent. Ce sont surtout les pays dans lesquels la croissance de l'industrie financière représente normalement une forte part du PIB tels la Suisse, l'Irlande, le Luxembourg ou les États-Unis qui vont ressentir durement la perte d'emplois.
- La suppression des surcapacités dans l'économie à forte intensité de main-d'œuvre qu'est la construction débouche sur une forte progression du chômage dans les pays où le secteur immobilier est important. L'Espagne et l'Irlande sont particulièrement touchées à ce titre.
- Le recul de la consommation sera le plus fort dans les pays qui ont fait progresser la consommation par le crédit. Outre les États-Unis et la Grande-Bretagne, cela concerne aussi l'Espagne et certains pays d'Europe de l'Est.
- L'éclatement de la bulle de l'économie mondiale frappera le plus fortement les pays dont l'excédent de la balance des paiements a nettement progressé au cours de ces dernières années.
- Comme par le passé, le moment de la reprise mondiale dépendra de l'évolution aux États-Unis. Les facteurs de croissance qu'étaient l'industrie de la construction et celle de la finance ainsi que la consommation privée pèsent sur la conjoncture. Il ne faut donc pas s'attendre à une reprise rapide et durable aux États-Unis, mais à une période assez longue d'assainissement structurel. Toutefois, des feux de paille engendrés par des impulsions conjoncturelles, la diminution des stocks et le degré important de liquidités ne sont pas exclus.
- Les facteurs de récession vont affecter aussi les branches situées en amont et en aval des secteurs touchés et la croissance du chômage pèsera sur la consommation d'une manière générale. Cette évolution à son tour va réduire les exportations mondiales. L'économie suisse d'exportation ne peut donc s'attendre à un redressement rapide et durable des marchés mondiaux et par conséquent ne peut pas non plus tabler sur une reprise durable des exportations à un niveau correspondant à celui qui a précédé la crise.
- En raison de réactions en chaîne, la crise économique mondiale actuelle va durer plus longtemps que ne le prévoient de nombreux experts. La correction économique ne sera pas achevée dans les quelques mois suivant l'éclatement de la bulle. À défaut d'innovations ou de progrès technologiques, des années seront nécessaires à la consolidation, jusqu'à ce que les économies retrouvent un équilibre et une croissance durable. Au lieu d'une évolution en V ou en L, de nombreux éléments militent en faveur d'une courbe en U.
- La Suisse doit se préparer à ce que les taux de croissance restent bas à moyen terme, c'est-à-dire pendant plus de deux ans. La récession importée ne va pas laisser la place à une reprise conjoncturelle importée du jour au lendemain. Après le net ralentissement de l'activité économique qui s'est produit cette année en lien avec la baisse des exportations, l'économie nationale (consommation, investissements immobiliers) est progressivement contaminée. En conséquence, le chômage connaîtra une forte augmentation pendant plus de deux années.

Pour toutes questions :

rudolf.minsch@economiesuisse.ch

philipp.bauer@economiesuisse.ch