



I – A nouveau sur les rails

*Agnès Chevallier**¹

A la mi-2004, l'économie mondiale a retrouvé une croissance soutenue après la série de chocs intervenus depuis la fin de l'année 2000. Il a fallu attendre le second semestre 2003 pour que la reprise de l'investissement soit vraiment confirmée aux Etats-Unis et le printemps suivant pour que le rythme des créations d'emplois, confortant les perspectives de demande, finisse de dissiper les craintes de voir l'économie américaine dérapier dans un processus déflationniste. La consommation des ménages peut désormais se passer de la formidable stimulation monétaire et fiscale dont elle a bénéficié durant deux ans. Après les baisses successives qui, depuis janvier 2001, avaient porté les taux directeurs de 6.5% à 1%, la hausse de 25 points de base décidée par la Réserve fédérale au mois de juin a marqué l'entrée dans une nouvelle phase : la balance des risques s'est modifiée et il s'agit maintenant de revenir à une politique monétaire plus neutre.

Au cours des douze mois écoulés, les bonnes nouvelles sont aussi venues du Japon qui semble enfin sortir de la déflation. Les réformes lancées par le Premier ministre Koizumi portent leurs fruits. L'assainissement bancaire a progressé et la confiance se rétablit. Au premier semestre 2004, les prix à la consommation diminuaient encore, mais les prix de gros s'inscrivaient en hausse. Pour la

¹ * Agnès Chevallier est économiste senior au CEPII.

première fois depuis l'éclatement de la bulle financière au début des années 1990, la demande intérieure progresse sans incitation budgétaire marquée. L'investissement productif du secteur privé augmente de 9% en 2003 ; il n'est plus seulement le fait des grandes entreprises exportatrices mais aussi des PME sous-traitantes. Cependant, si la croissance acquiert davantage d'autonomie vis-à-vis de la demande extérieure, les exportations ont, cette fois encore, été à l'origine de la reprise. Le Japon a particulièrement bénéficié de la vigueur de la demande chinoise.

La croissance chinoise est forte (9% en 2003), tirée à la fois par l'investissement et les exportations. Les baisses de prix à la consommation enregistrées début 2003 et les inquiétudes créées par l'épidémie de SRAS ont incité le gouvernement à adopter des politiques monétaire et budgétaire de soutien à la demande. La rapide expansion du crédit a dopé l'investissement qui a atteint 47% du PIB. Les importations augmentent très rapidement pour servir à la fabrication des produits exportés et pour satisfaire la demande interne de produits primaires et de biens d'équipement.

On estime que les échanges extérieurs de la Chine en 2003 ont représenté 5.3% de la valeur des échanges mondiaux et jusqu'au quart de la progression de leur volume. Après deux années très médiocres, le commerce mondial progresse à nouveau en 2003 à un rythme plus élevé que la croissance mondiale (4.5% contre 3.9%) et qui devrait s'accélérer jusqu'à 10% en 2005. Le rebond de la demande de produits de haute technologie et le dynamisme chinois ont bénéficié aux économies émergentes d'Asie dont les taux d'investissement sont loin d'avoir retrouvé leurs niveaux antérieurs à la crise de 1997-1998. Au début de 2004, les pressions déflationnistes qui s'étaient manifestées l'année précédente à Hong-Kong et Taïwan se sont dissipées.

Le bas niveau des taux d'intérêt mondiaux explique pour une part l'augmentation du prix des actifs. Les marchés des actions ont été particulièrement dynamiques en 2003, enregistrant aussi l'amélioration de la situation des entreprises, notamment le redressement des profits et la réduction de l'endettement des entreprises américaines et japonaises ; les prix de l'immobilier résidentiel ont continué de progresser. La recherche de rendements plus élevés par les investisseurs a fait baisser les primes de risque sur les obligations d'entreprises comme sur les titres de dette souveraine

des pays émergents. Le Brésil et la Turquie en ont particulièrement bénéficié. La Banque des règlements internationaux estime à 171 milliard de dollars les entrées nettes de capitaux privés dans les 21 principales économies émergentes en 2003, plus de deux fois et demi le niveau de l'année précédente. Par ailleurs, on a noté aussi une augmentation sensible de l'aide publique au développement qui confirme le retournement observé en 2002 par rapport à la baisse des années antérieures.

La forte demande de produits primaires, de la part de la Chine et des Etats-Unis notamment, a été un facteur de hausse des prix du pétrole et des autres produits primaires. En mars 2004, ils étaient respectivement à 82% et à 57% au-dessus de leurs cours de décembre 2001. Ces niveaux de prix ont favorisé la croissance en Russie, au Moyen-Orient et en Afrique.

Au total, la croissance de l'ensemble des économies émergentes ou en développement a dépassé 6% en 2003 et pourrait, selon les prévisions du FMI, se maintenir proche de ce rythme en 2004 et 2005, le ralentissement dans les zones les plus dynamiques étant compensé par une reprise plus nette en Amérique latine et en Afrique (tableau I).

De ce tableau positif, l'Europe est singulièrement absente et, parmi les grands pays européens, le Royaume-Uni fait figure de cavalier seul. Selon l'OCDE en 2004, la croissance de la consommation privée sera au Royaume-Uni 2.5 points au-dessus. Le taux de chômage, à moins de 5%, est au plus bas niveau enregistré depuis presque trente ans. En France et en Italie, la croissance a été particulièrement faible en 2003, tandis que l'Allemagne était en récession. Les perspectives pour 2004 et 2005 sont meilleures, notamment pour la France, mais restent assez médiocres. Au Royaume-Uni comme aux Etats-Unis les marchés des créances hypothécaires ont apporté un soutien très important aux dépenses des ménages. Dans la plupart des pays d'Europe continentale, ces marchés sont beaucoup moins développés ; de ce fait, la consommation est plus sensible à l'évolution des revenus et à celle de l'emploi. L'inquiétude face au niveau élevé et persistant du chômage (9% au printemps 2004 en moyenne dans la zone euro) est l'une des explications de la tendance à la hausse du taux d'épargne des ménages.

TABLEAU I – Croissance du PIB par zone

	2002	2003	2004	2005
Monde	3.0	3.9	4.6	4.4
Economies avancées	1.7	2.1	3.5	3.1
Etats-Unis	2.2	3.1	4.6	3.9
Union européenne	1.1	0.8	2.0	2.4
...dont Zone euro	0.9	0.4	1.7	2.3
Japon	-0.3	2.7	3.4	1.9
NPI asiatiques	5.1	3.0	5.3	5.0
Economies émergentes ou en développement	4.6	6.1	6.0	5.9
Asie en développement	6.4	7.8	7.4	7.0
Amérique latine	-0.1	1.7	3.9	3.7
Moyen-Orient & Afrique du Nord	4.1	5.6	4.2	4.9
Afrique sub-saharienne	3.5	3.5	4.2	5.7
Europe centrale et orientale	4.4	4.5	4.5	4.4
CEI	5.1	7.6	6.0	5.2

Source : FMI, World Economic Outlook, avril 2004

Les incertitudes sur l'issue des différents chantiers de réformes, le sentiment que celles-ci vont conduire à davantage d'insécurité économique, renforcent aussi l'épargne de précaution. Enfin, la réticence à consommer s'explique par le fait que les ménages ont le sentiment que l'inflation est forte : deux ans après le passage à l'euro, le décalage entre l'inflation perçue et l'inflation observée commence seulement à se résorber. Du côté des entreprises, en France et en Italie, la rentabilité ne s'est pas progressée, l'endettement continue à restreindre l'investissement. En Allemagne, les profits se sont améliorés du fait des licenciements et de la modération des salaires, mais le redressement de l'investissement est encore très timide. A tous ces éléments à l'origine de la faiblesse de la demande interne, s'ajoute l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar : au cours de l'année 2003, celle-ci explique que la zone euro n'ait pas tiré meilleur parti de la reprise mondiale.

Le déficit et le dollar

L'écart de croissance entre la demande interne des Etats-Unis et celle du reste du monde creuse le déficit commercial américain d'autant plus que l'élasticité des importations américaines au revenu est nettement plus élevée que celle des exportations. En 2003, le

déficit courant dépassait 540 milliard de dollars, soit 5% du PIB. Dans le même temps, la faiblesse de la demande au Japon et en Europe et la baisse de l'investissement dans les économies émergentes d'Asie alors que le taux d'épargne augmentait ont fourni à l'ensemble de ces régions un excédent d'épargne qui a permis au déficit américain d'être financé sans tension sur les taux d'intérêt mondiaux. Il n'en a pas été de même sur les marchés des changes. L'émission de dettes en dollar liée au déficit américain, les taux d'intérêt plus élevés en Europe qu'aux Etats-Unis, l'ambiguïté des déclarations des autorités monétaires du G7, ont fait passer l'euro de 1 dollar début 2003 à 1.30 dollar en fin d'année. Face à ce mouvement, la Banque centrale européenne n'est pas intervenue, laissant le marché des changes trouver seul son équilibre. Cependant, les déclarations du G7 début 2004 et la perspective d'une remontée des taux américains ont conduit à une nette correction du mouvement : mai 2004, l'euro s'était stabilisé un peu au-dessus de 1.20 dollar.

En revanche, jusqu'au printemps 2004, les Banques centrales du Japon et des économies émergentes d'Asie sont intervenues pour contrecarrer l'appréciation de leurs monnaies. Elles ont acheté les dollars que leurs résidents avaient acquis à la suite d'opérations commerciales ou financières et qu'ils ne voulaient pas conserver pour ne pas supporter de risque de change. La Banque centrale du Japon a ainsi augmenté ses réserves de 316 milliard de dollars entre janvier 2003 et mars 2004. Les effets d'une appréciation du yen auraient en effet pu être dangereux sur une économie peinant à sortir de la déflation. Les interventions japonaises visaient à maintenir la compétitivité et donc l'activité des secteurs soumis à la concurrence internationale, à préserver la situation financière des entreprises, à éviter les pressions à la baisse des prix qui auraient résulté d'une concurrence accrue ou de la baisse des prix des biens importés.

Quant aux économies émergentes d'Asie, leurs monnaies sont ancrées sur le dollar par des régimes de change fixe (Chine, Hong-Kong, Malaisie) ou de flottement administré (Corée, Inde, Taïwan, Thaïlande). Dans certains pays, pour freiner l'appréciation, les autorités monétaires ont assoupli les réglementations sur les sorties de capitaux et ont durci les conditions d'entrées. Surtout, les Banques centrales sont intervenues sur les marchés des changes : leurs réserves ont augmenté de 359 milliard de dollars entre fin 2002 et mars 2004. La Chine, à elle seule, a accru ses réserves d'un montant de 154

milliard de dollars (son stock de réserves atteignait 440 milliard en mars 2004). L'objectif essentiel des autorités chinoises était de préserver la compétitivité des entreprises exportatrices comme le développement des entreprises locales, au moment où l'abaissement de la protection, dans le cadre des engagements pris à l'OMC, confronte celles-ci à une concurrence accrue sur le marché intérieur. Par ailleurs, une partie des réserves a été utilisée pour entamer la restructuration du système bancaire : 95 milliard de dollars de capitaux ont été consacrés à la recapitalisation de quatre grandes banques publiques. Enfin, le contexte financier international n'était guère propice à un changement du régime de change chinois. La Chine, accusée de pratiquer un dumping monétaire responsable de son excédent commercial sur les Etats-Unis, a enregistré d'importantes entrées de capitaux spéculatifs révélant à cette occasion que son compte financier est plus perméable qu'on ne le pense aux entrées de capitaux. Cependant, l'accumulation de réserves de change a conduit à une augmentation de l'offre de monnaie centrale et à une surabondance de liquidité au sein du système bancaire chinois car la Banque centrale a tardé à stériliser les effets de ses interventions. La très forte progression du crédit domestique est devenue préoccupante. Elle a alimenté un boom de l'investissement et une hausse des prix immobiliers qu'il faut maintenant calmer.

Ralentir sans coup de frein

Au début de l'été 2004, les perspectives mondiales apparaissent sensiblement meilleures qu'un an auparavant. L'un des principaux risques qui menaçaient alors – celui de voir l'économie américaine glisser dans la déflation – a été évité. Après avoir été tirée par les demandes américaine et chinoise, on peut imaginer, comme l'a fait l'OCDE dans ses perspectives économiques de printemps, que la croissance mondiale devienne mieux distribuée.

Le resserrement monétaire ralentirait l'activité aux Etats-Unis et en Chine, mais la croissance mondiale resterait suffisamment dynamique pour entraîner les économies européennes. Au Japon, la confiance des entreprises et des ménages se confirmerait ; jointe à l'amélioration du marché du travail, elle favoriserait la reprise de la demande intérieure. Le rapprochement des rythmes de croissance des Etats-Unis et du reste du monde contribuerait à maintenir le déficit courant américain

légèrement en deçà de son niveau actuel. Les pressions structurelles à la baisse du dollar persisteraient, mais la remontée des taux d'intérêt aux Etats-Unis modérerait leur impact en attirant à nouveau les investisseurs vers les titres américains. Favorable à la croissance européenne, cette modération permettrait aussi aux Banques centrales asiatiques d'infléchir progressivement leur stratégie. Le contexte financier et monétaire international qui se formerait alors pourrait permettre à la Chine de s'orienter vers le système de change un peu plus flexible qu'elle annonce comme étant son objectif. Le passage d'un ancrage du yuan sur le dollar à un ancrage sur un panier de monnaies dans lequel entreraient le yen et l'euro face au dollar réduirait le potentiel d'appréciation du yuan par rapport au panier. Du côté de la dette américaine, la dépréciation du dollar, qui augmente mécaniquement la valeur en dollar des actifs en devises détenus par les Américains, ferait baisser le ratio de la dette extérieure nette au PIB comme ce fut le cas en 2003 où ce ratio a atteint en fin d'année 24.1% du PIB.

Ainsi, dans ce scénario de croissance mieux distribuée, les tensions provenant d'un déséquilibre persistant des paiements courants resteraient maîtrisées. Elles ne disparaîtraient pas pour autant. Et on ne peut exclure que des circonstances économiques ou politiques particulières déclenchent une spéculation contre le dollar. La dévalorisation des réserves en dollar des Banques centrales aurait alors dans les économies émergentes d'Asie un coût financier tel qu'il se traduirait par un ralentissement de la croissance ; la reprise au Japon et en Europe serait aussi compromise ; un scénario de récession générale pourrait s'enclencher. A côté de ce scénario extrême, les incertitudes quant aux impacts réels et aux mouvements financiers qui vont accompagner un retour à des politiques monétaires plus neutres aux Etats-Unis et en Chine permettent d'imaginer bien des trajectoires. Les risques semblent cependant plus importants pour les économies dont la croissance est aujourd'hui fragile que pour celles qu'il s'agit de faire atterrir en douceur.

Certes les Etats-Unis, comme la Chine, vont devoir suivre une voie étroite. Côté américain, les effets récessifs de la déflation financière démarrée en 2000 n'ont pu être évités qu'au prix d'un endettement très élevé des ménages et de l'Etat. Il faut maintenant parvenir à ralentir les dépenses des ménages ; mais il faut aussi que leur revenu se maintienne pour qu'ils puissent assumer les charges de leur dette

sans avoir à réduire trop brutalement leurs dépenses, ce qui risquerait de déprimer l'activité... et de rendre la charge de leur dette plus difficile à soutenir. Pour cela, l'économie américaine ne devra pas trop s'écarter du plein-emploi. Côté chinois, du fait du rôle encore très important de l'Etat et des pouvoirs locaux dans les décisions d'investir, le moyen privilégié pour agir sur la conjoncture a souvent été de jouer sur l'investissement. Mais, l'allocation de l'investissement n'étant pas effectuée selon des critères de rentabilité, le système bancaire se trouve surchargé de prêts non performants. Il s'agit maintenant de parvenir à ce que la consommation prenne le relais de l'investissement tout en évitant que la croissance ne ralentisse trop et que le chômage ne s'aggrave.

Bien sûr, pour régler leurs conjonctures, les deux économies ne sont pas armées des mêmes instruments. Le contraste ne peut être plus saisissant. D'un côté, la sophistication américaine où la communication entre la Fed et les marchés est devenue un art, où les instruments financiers sont parvenus à un niveau élevé de spécialisation, et où, en fin de compte, le jeu des différents amortisseurs a réduit la volatilité de la croissance. De l'autre, un mélange d'interventions administratives souvent efficaces mais non sélectives et d'instruments de marché embryonnaires. En 1994, la surchauffe chinoise avait été calmée de façon brutale ; on peut penser que le mouvement sera cette fois mieux maîtrisé. Cependant, dans un cas comme dans l'autre, il s'agit d'économies dynamiques, aux forts gains de productivité et qui semblent capables d'amorcer les virages nécessaires.

En revanche, ces virages pourraient mettre en difficulté des économies plus fragiles parce qu'elles ont une croissance plus faible, qu'elles sont très dépendantes de leur environnement international ou qu'elles ont peu de marges de manœuvre pour y réagir.

Ainsi, la remontée des taux américains pourrait stopper l'afflux de capitaux dans les économies émergentes. Déjà, en avril 2004, on a observé un net élargissement des primes de risque. Dans ces conditions, les fragilités des économies les plus endettées réapparaîtraient. Quant au ralentissement de l'investissement chinois, il se transmettra aux importations de produits de base et de biens d'équipement. Responsable des récents pics des cours mondiaux de matières premières, l'inflexion de la croissance chinoise pourrait, cette fois, être durement ressentie par les pays producteurs. Le Japon risque

quant à lui de souffrir d'un ralentissement des dépenses d'équipement chinois.

Déséquilibres européens

Surtout, le Japon comme l'Europe ont aujourd'hui des marges de manœuvre extrêmement restreintes pour agir sur leur conjoncture, tant sur le plan monétaire que budgétaire. Le niveau de la dette publique japonaise est extrêmement élevé, les taux directeurs sont toujours proches de zéro. En Europe, le Pacte de stabilité n'a pas résisté à la pression des déficits des grands pays et les conditions dans lesquelles un soutien budgétaire pourrait être mis en œuvre sont loin d'être claires.

Or, l'année écoulée a amplement illustré l'impact sur l'économie mondiale de l'émergence de puissances en développement de premier plan et les inquiétudes que celle-ci pouvait faire naître. Certes le phénomène n'est pas nouveau et les progrès de la Chine sur les marchés mondiaux n'ont rien d'exceptionnel comparés à ceux réalisés en leur temps par le Japon d'abord, puis par les NPI et les économies émergentes d'Asie. Mais le potentiel de développement de la Chine, la diversité de la composition sectorielle de ses exportations, sont impressionnants. La percée de l'Inde dans des activités de services qui, du fait des progrès des techniques de communication, ne sont plus « abritées », étend aussi le champ de la concurrence. Ces échanges avec des pays qui vont longtemps garder des salaires très inférieurs à ceux des pays riches sont une source potentielle de gains réciproques. Encore faut-il qu'ils s'accompagnent de progrès suffisants de la demande. A défaut, ils risquent de ne provoquer que des pertes d'emplois et d'exacerber les tentations protectionnistes.

De ce point de vue, les politiques européennes apparaissent singulièrement déséquilibrées. Les efforts accomplis pour parvenir au marché unique puis à la monnaie unique, ceux qui sont consacrés à la définition de politiques européennes de l'offre, contrastent avec la faiblesse des instruments capables de maintenir l'économie près de son potentiel. Ils contrastent aussi avec l'absence de vision à long terme et de cohérence des processus de réformes nationaux. En particulier, faute de les concevoir dans le cadre de systèmes sociaux cohérents, il y a peu de chance pour que les réformes des marchés du

travail conduisent au processus dynamique de destructions-créations d'emplois que l'Europe envie aux Américains et qui permettent de tirer parti des possibilités qu'offrent le progrès technique et la division internationale du travail.

Bibliographie

- Aglietta M. et Rzepkowski B. (2004), « Les Banques centrales asiatiques et le dollar », La Lettre du CEPII, n° 230, janvier
- Bénassy-Quéré A., Lahrèche-Révil A. et Lemoine F. (2003), « Le yuan doit-il être réévalué ? », La Lettre du CEPII, n° 227, octobre
- Brender A. et Pisani F. (2004), La nouvelle économie américaine, *Economica*
- BRI (2004), 74ème Rapport annuel, www.bis.org.
- FMI (2004), World Economic Outlook, avril, www.imf.org.
- OCDE (2004), Perspectives économiques de l'OCDE, n° 75, mai
- Rzepkowski B. (2004), « Spéculations sur le yuan », La Lettre du CEPII, n° 234, mai