



Ralentissement américain, crise des subprimes, hausse de l'euro : quelles conséquences sur l'économie européenne en 2008 ?

Alexandre Bourgeois,
Chef Économiste Adjoint chez Natixis
alexandre.bourgeois@natixis.fr

IFRI - Bruxelles
4 mars 2008

A. Etats-Unis : la crise des subprimes n'a pas fini de montrer toutes ses conséquences...

B. Le dilemme de la BCE.

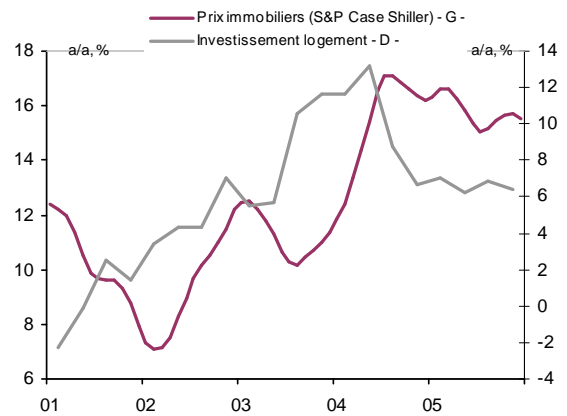
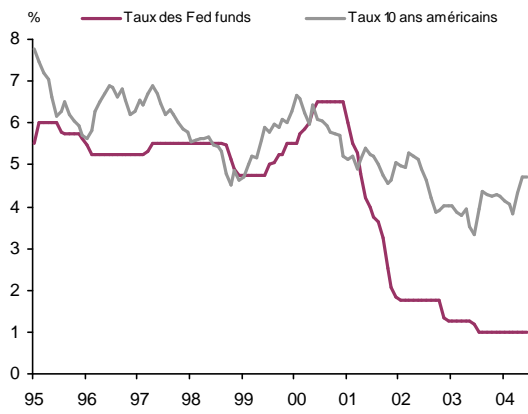
C. Euro / dollar : mais jusqu'où ira-t-il ?

D. Jusqu'à quel point l'euro fort est-il à l'origine des problèmes de compétitivité de l'industrie française ?

E. Annexes

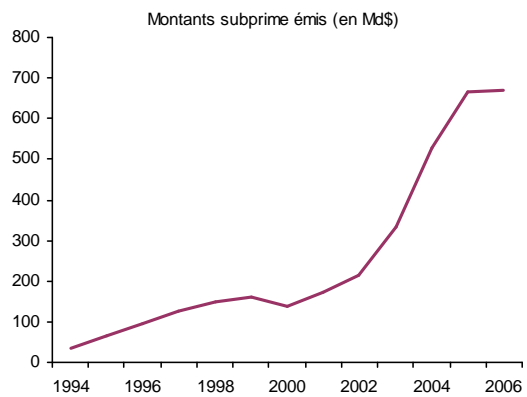
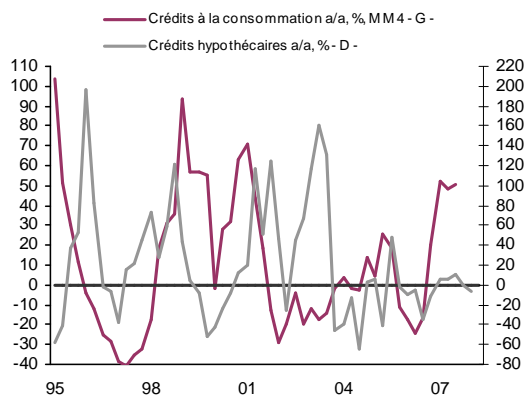
A. Etats-Unis : la crise des subprimes n'a pas fini de montrer toutes ses conséquences...

A.1 A l'origine de la crise, la faiblesse des taux d'intérêt et la vigueur du marché immobilier.



Sources : BEA, Standard and Poors', Datastream, Natixis

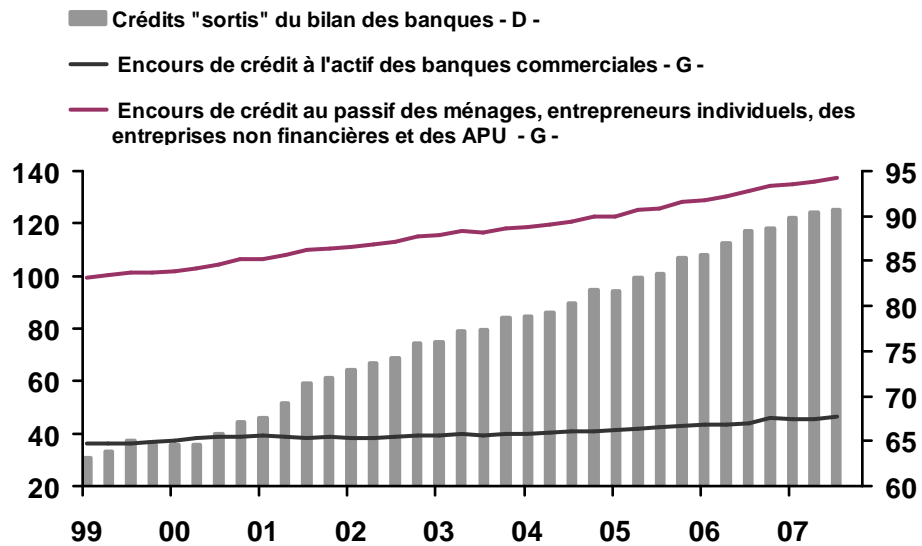
A.2 Les banques américaines profitent de l'aubaine pour distribuer des crédits. Même aux ménages les plus fragiles...



Sources : Federal Reserve, Datastream, Natixis

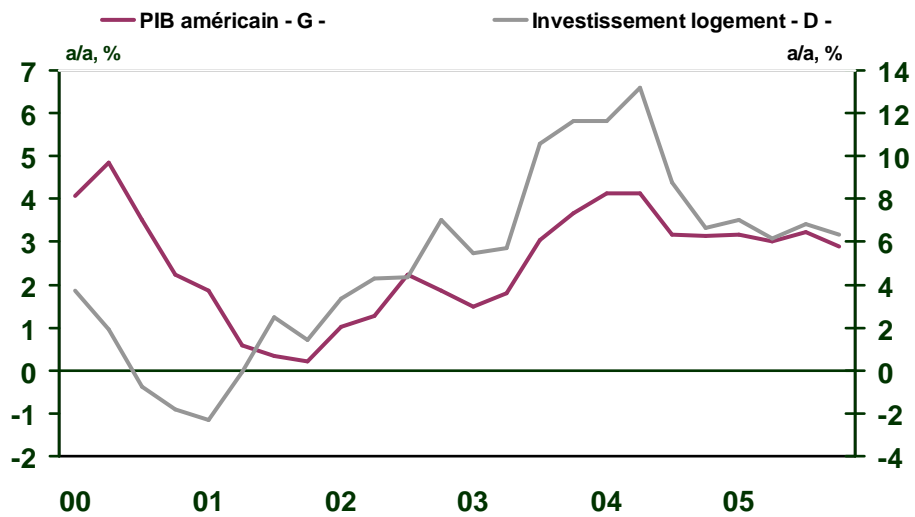
A.3 Le recours à la titrisation a permis aux banques américaines de distribuer beaucoup plus de crédits que ce que leurs fonds propres autorisaient.

Etats-Unis : crédits (en % du PIB)



Sources : BEA, DRI, Datastream, Natixis

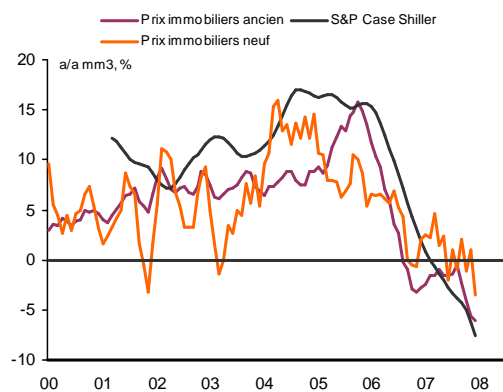
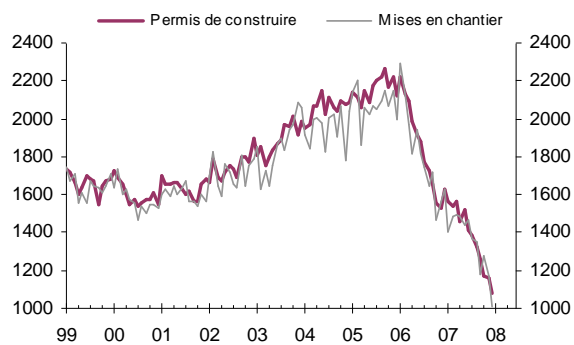
A.4 Grâce à ce moteur du crédit, les Etats-Unis ont connu une période de croissance soutenue.



Sources : BEA, Datastream, Natixis

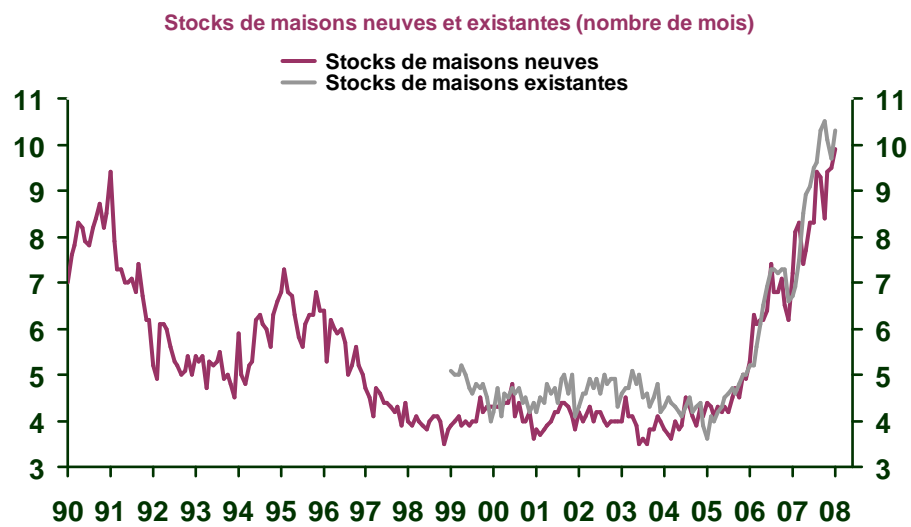
A.5 Le retournement du marché immobilier en a été d'autant plus violent.

US: Mises en chantier et permis de construire (milliers d'unités annualisées)



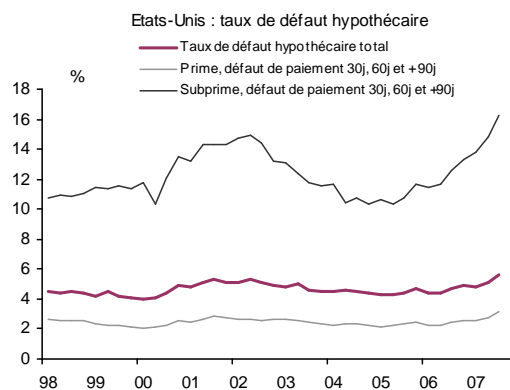
Sources : National Association of Realtors, Dept of Commerce Bureau, OFC of Fedl Housing Enterprise oversight, Datastream, Natixis

A.6 L'activité dans la construction restera déprimée tout au long de 2008.



Sources : NAR, Censur

A.7 La crise des subprimes est loin d'être terminée...



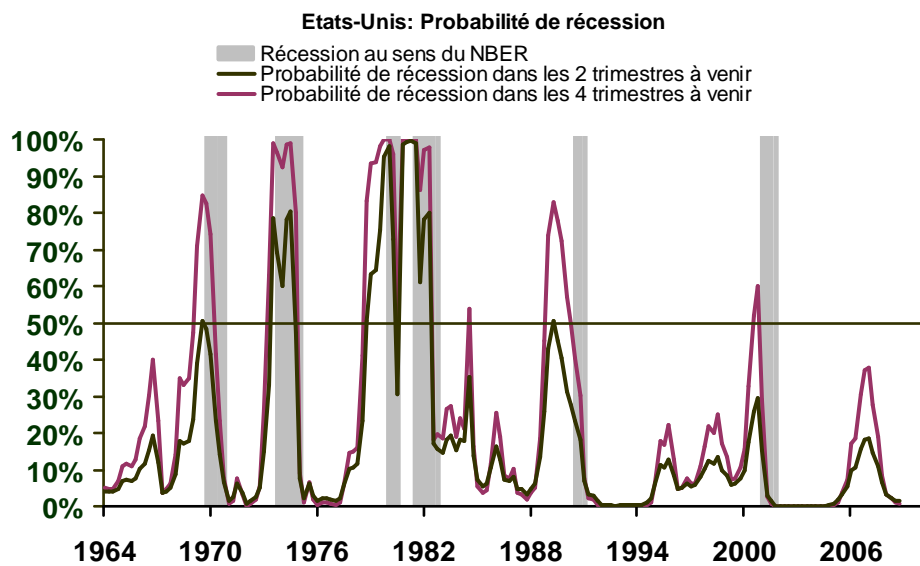
Montant de prêts subprimes dont le taux d'intérêt va être refixé (reset), en mds de dollars

T1 07	41	T1 08	56,7	T1 09	37,7
T2 07	57	T2 08	61,2	T2 09	14,7
T3 07	51,1	T3 08	68,8	T3 09	9,5
T4 07	62,3	T4 08	66,1	T4 09	10,3

Sources : Natixis

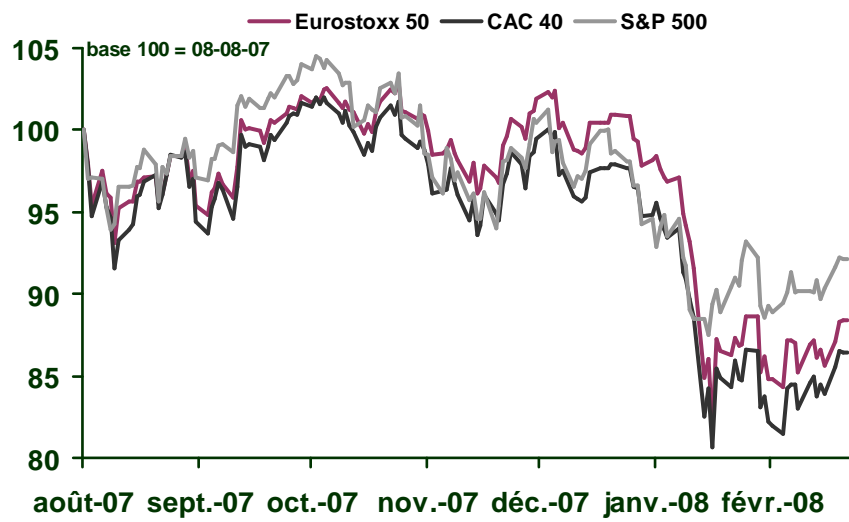
Sources : Mortgage Bankers Association of America, Datastream, Natixis

A.8 En conséquence, les craintes de récession aux Etats-Unis se renforcent, ...



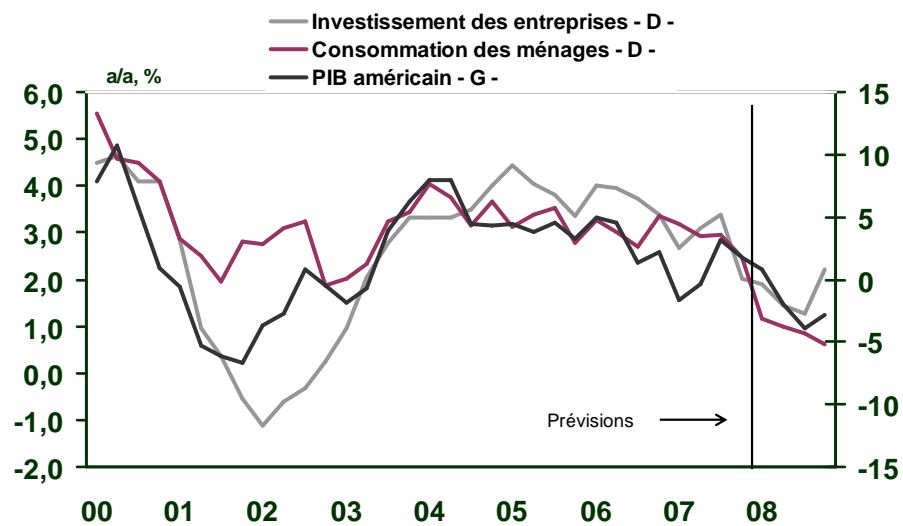
Source : Natixis

A.9 ..., faisant dévisser les marchés financiers.



Source : Datastream, Natixis

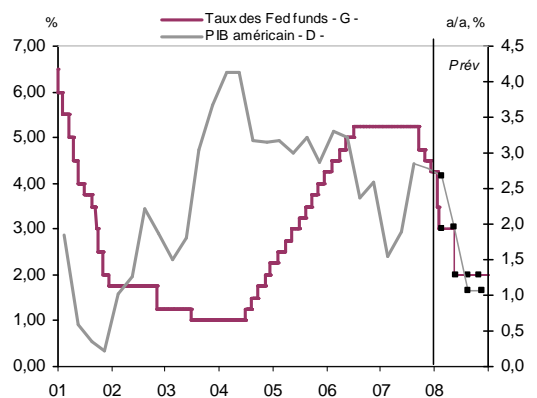
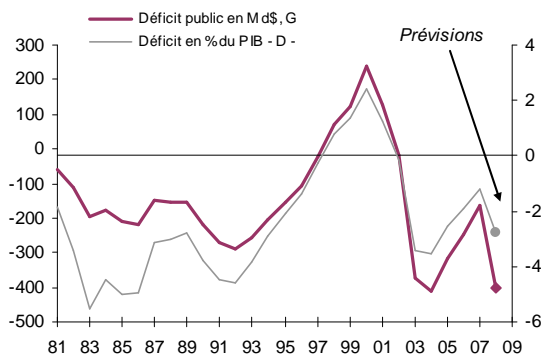
A.10 En fait, bien que faible, la croissance américaine ne reculera pas en 2008, ...



Sources : Bea, Datastream, Natixis

A.11 ..., grâce au soutien des politiques monétaire et budgétaire.

Etats-Unis : déficit public



Sources : CBO, Bea, Datastream, Natixis

B. Le dilemme de la BCE.

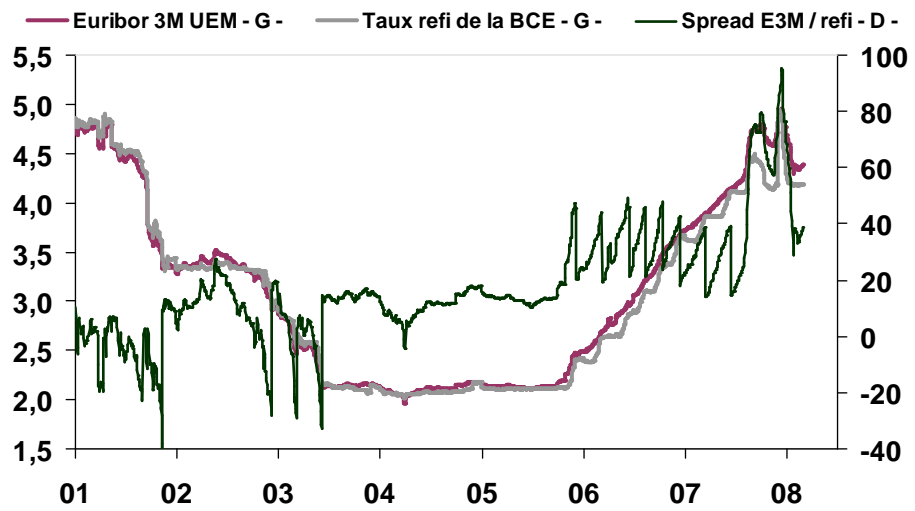
B.1 La BCE est confrontée à un triple conflit d'objectifs.

- En temps normal, les banques centrales ont au moins **trois objectifs**:
 - La stabilité des prix
 - Le plein emploi
 - La stabilité financière (rôle prudentiel, prêteur en dernier ressort.)

- Il n'y a pas de **conflit d'objectifs** dans les situations suivantes :
 - Croissance forte et liquidité abondante / risque d'inflation et hausse du prix des actifs
 - Récession et recul du crédit / inflation faible et recul du prix des actifs

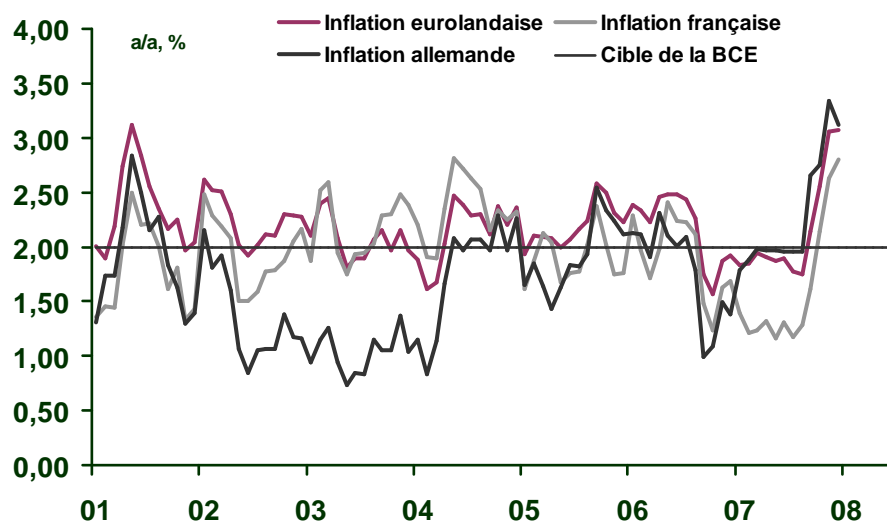
- Dans tous les autres cas de figure (stagflation par exemple), la Banque centrale fait face à un réel dilemme.

B.2 Le fonctionnement du marché monétaire laisse toujours à désirer.



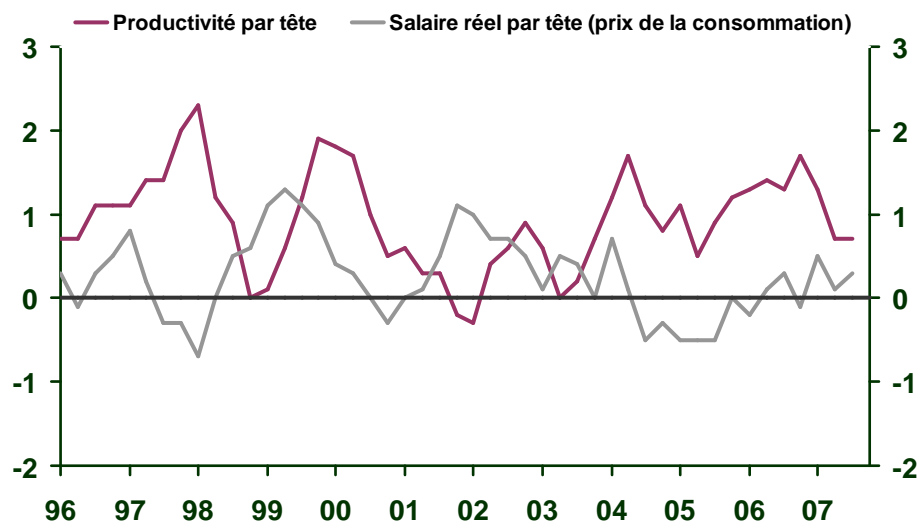
Sources : Datastream, Natixis

B.3 L'inflation a redressé la tête.



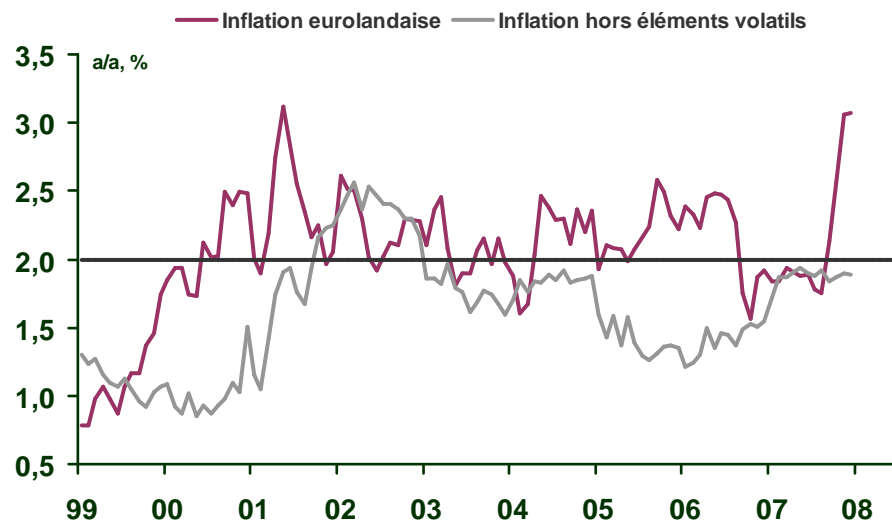
Sources : Eurostat, Datastream, Natixis

B.4 Pourtant, il n'y a pas de tensions inflationnistes endogènes en zone euro.



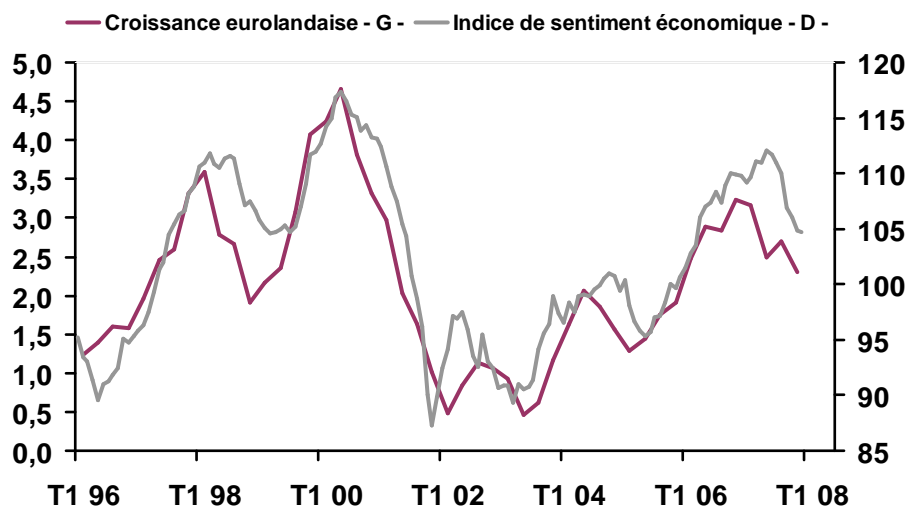
Sources : BCE, Datastream, Natixis

B.5 D'ailleurs, l'inflation sous-jacente reste extrêmement limitée.



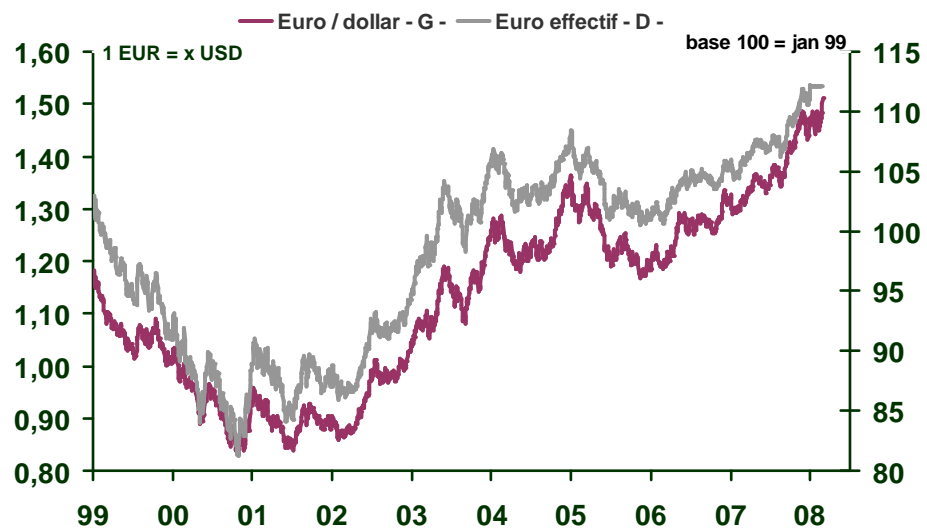
Sources : Eurostat, Datastream, Natixis

B.6 La croissance fléchit.



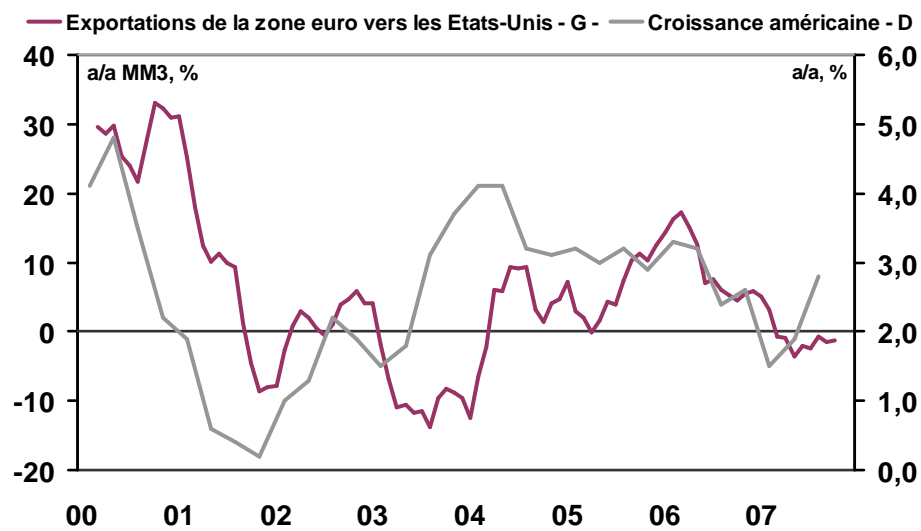
Sources : Eurostat, Datastream, Natixis

B.7 La hausse de l'euro, ...



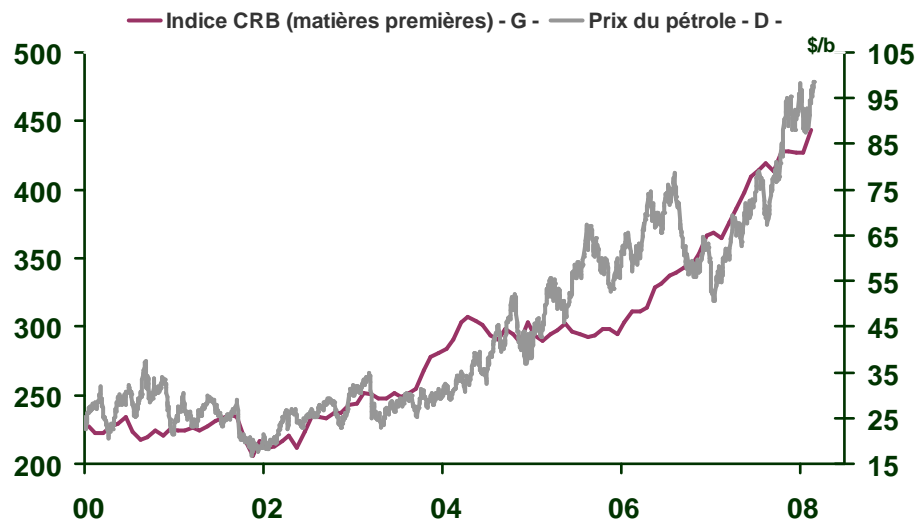
Sources : BCE, Datastream, Natixis

B.8 ..., le ralentissement américain, ...



Sources : Eurostat, BEA, Datastream, Natixis

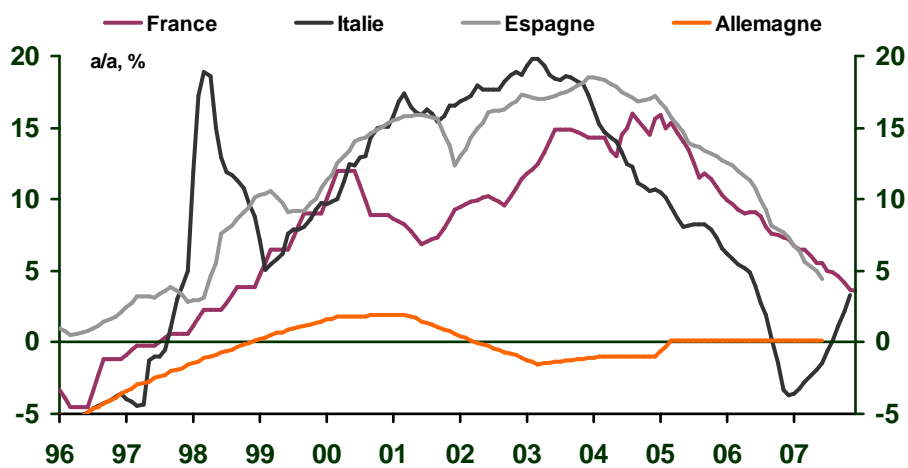
B.9..., la hausse des prix des matières premières, ...



Sources : Eurostat, BCE, Datastream, Natixis

B.10 ..., et le retournement du marché immobilier ont (et vont) pesé(er) sur la croissance.

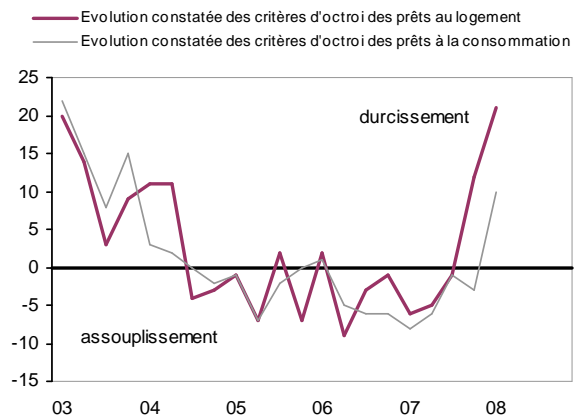
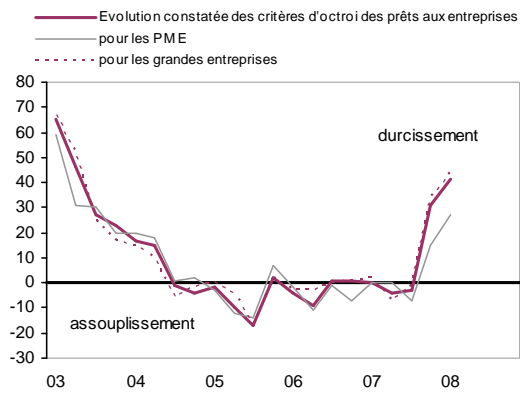
Prix immobiliers



Sources : Datastream, Bloomberg

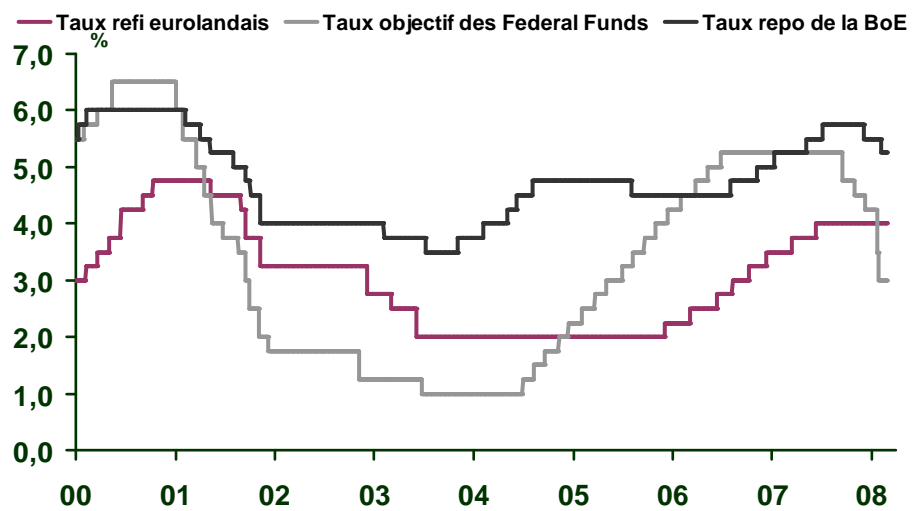
Sources : Bundesbank, INSEE, Datastream, Natixis

B.11 Et le durcissement des conditions d'attribution des prêts ne va pas arranger les choses...



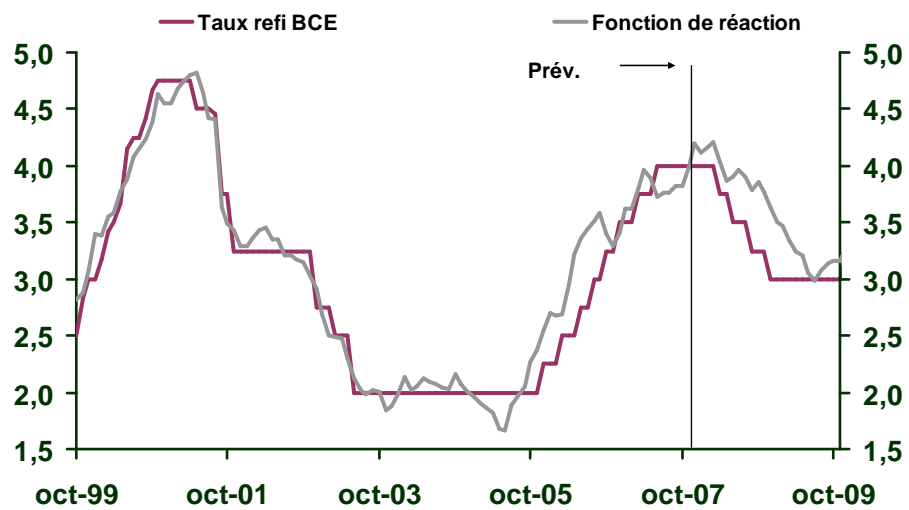
Sources : BCE, Datastream, Natixis

B.12 Dans ce contexte, à l'image de la Fed et de la BoE, ...



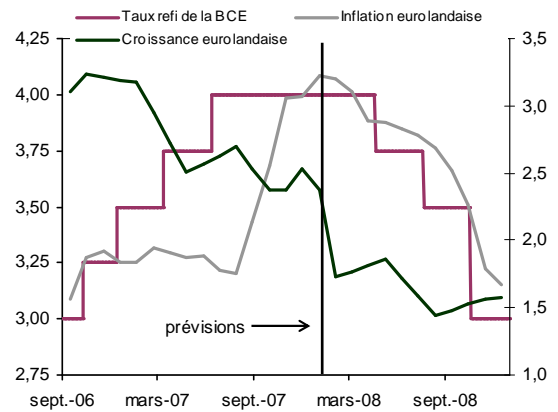
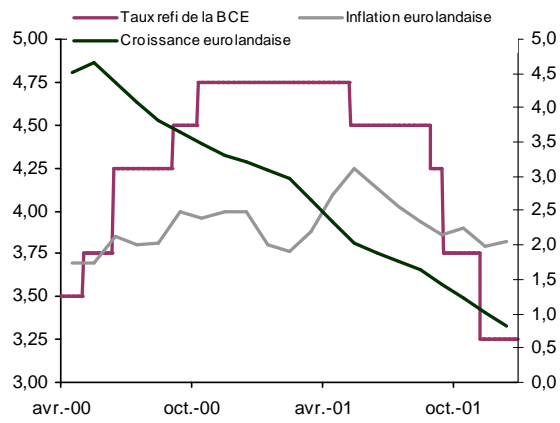
Sources : Datastream, Natixis

B.13 ..., la BCE devrait baisser ses taux plusieurs fois d'ici fin 2008.



Sources : Datastream, Natixis

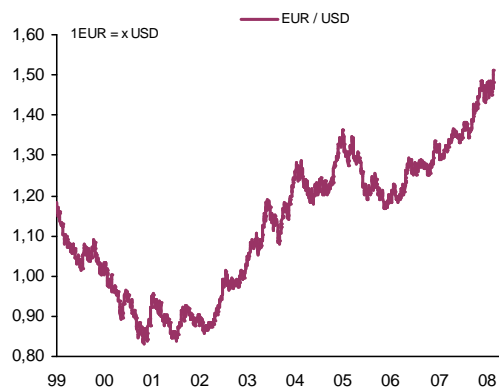
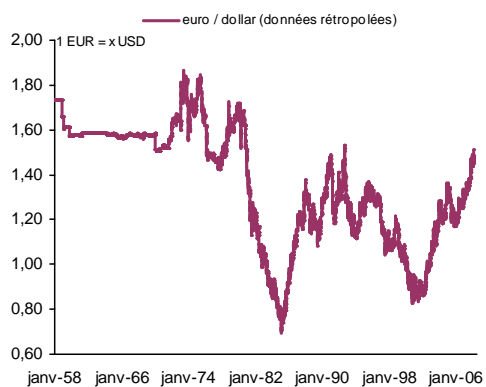
B.14 BCE : en 2008 comme en 2001 ?



Sources : Eurostat, Datastream, Natixis

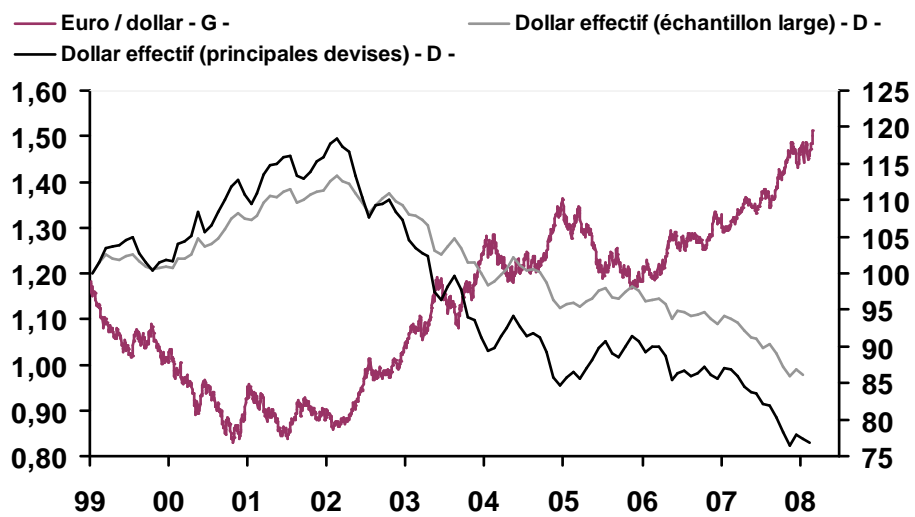
C. Euro / dollar : mais jusqu'où ira-t-il ?

C.1 L'euro se trouve à des sommets de quinze ans face au dollar.



Sources : Datastream, Natixis

C.2 Une hausse de l'euro ? Non, une baisse du dollar...



Sources : Réserve fédérale, Datastream, Natixis

C.3 En 2007, le dollar s'est déprécié face à quasiment toutes les devises...

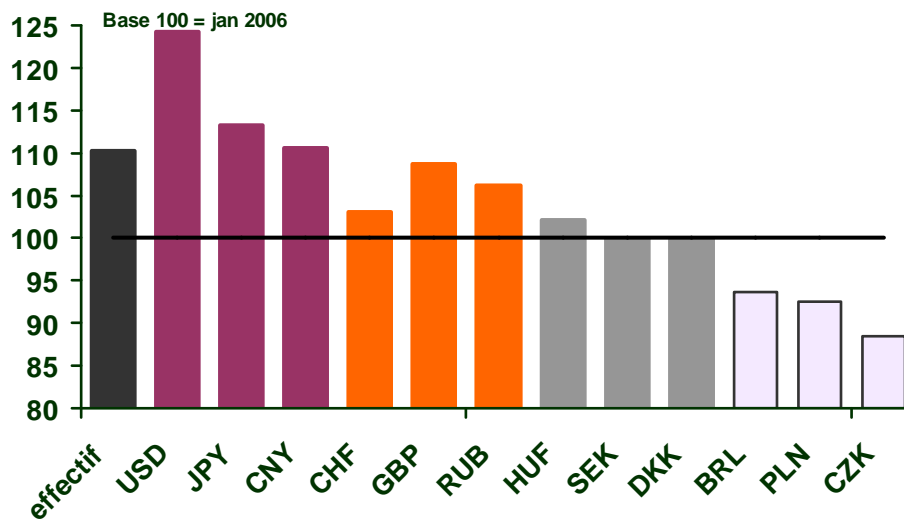
Liste exhaustive des devises contre lesquelles le dollar s'est apprécié de plus de 2 % en 2007.

Code ISO	Devise	Appréciation du dollar face à la devise en 2007 (%)	Continent
ZWD	Nouveau Dollar du Zimbabwe	11 900	Afrique
SCR	Roupie des Seychelles	38,0	Océan indien
LRD	Dollar libérien	10,6	Afrique
STD	Dobra de Sao Tomé	9,9	Afrique
BIF	Franc du Burundi	7,3	Afrique
NIO	Cordoba oro du Nicaragua	5,0	Amérique du Sud
JMD	Dollar jamaïquain	5,0	Caraïbes
GHS	Nouveau Cedi ghanéen	4,9	Afrique
IDR	Rupiah indonésienne	4,4	Asie
UZS	Soum d'Ouzbékistan	4,0	Asie
ETB	Birr éthiopien	3,8	Afrique
CDF	Franc congolais	3,1	Afrique

Sources : Natixis Multidevises

N.B. : la base de Natixis Multidevises comprend 161 taux de change

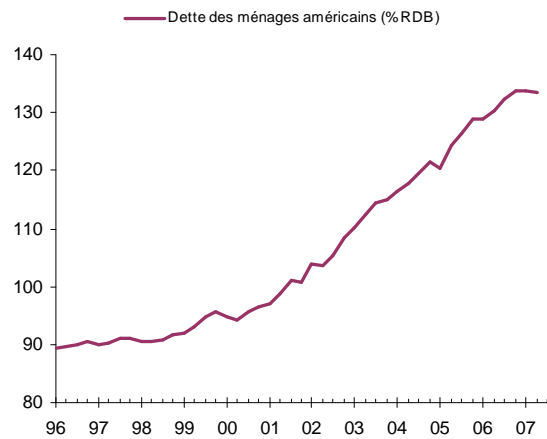
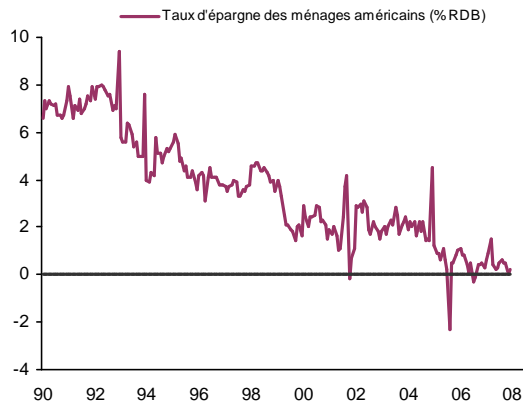
C.4 A l'inverse, l'euro ne s'est pas apprécié face à l'ensemble des devises.



N.B. : valeur supérieure à 100 = appréciation de l'euro face à la monnaie étrangère au 06/02/08

Sources : BCE, Datastream, Natixis

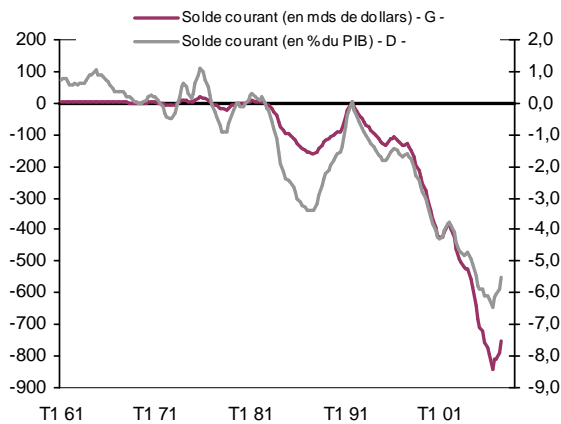
C.5 Paradoxalement, les énormes déséquilibres de l'économie américaine, ...



Sources : BEA, Datastream, Natixis

C.6 ... doivent peu à l'Europe.

NATIXIS

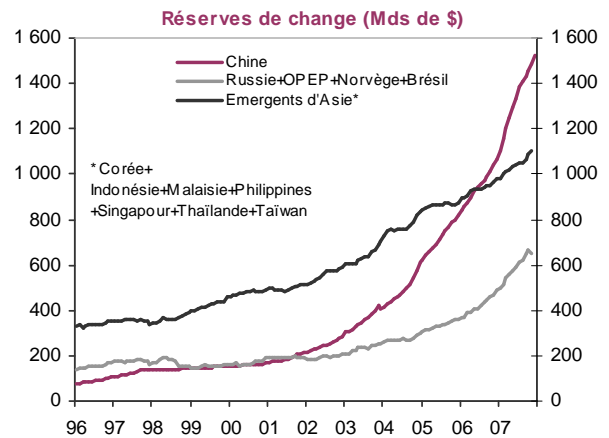
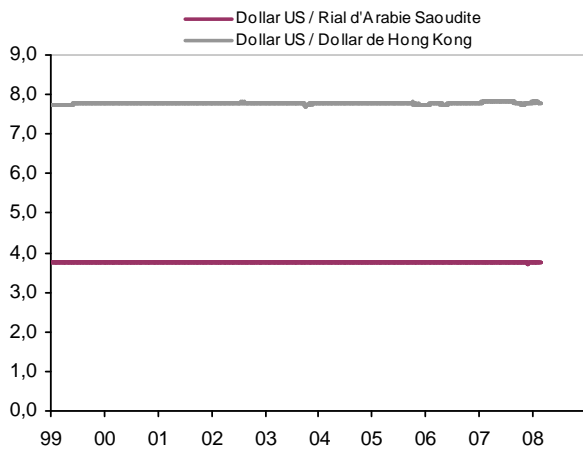


Contribution au déficit de la balance américaine des biens en 2007

UE-25	12,6%
dt Allemagne	5,2%
dt France	1,7%
dt Royaume-Uni	0,8%
Amérique du Nord	16,2%
Amérique du Sud	3,2%
OPEP	14,5%
Asie	49,9%
dt Chine	30,0%
dt Japon	9,7%

Sources : BEA, Datastream, Natixis

C.7 Mais, au niveau mondial, tous les régimes de change ne sont pas aussi flexibles que celui de l'euro...

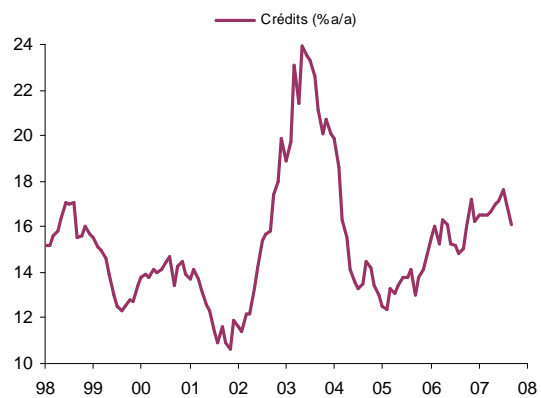
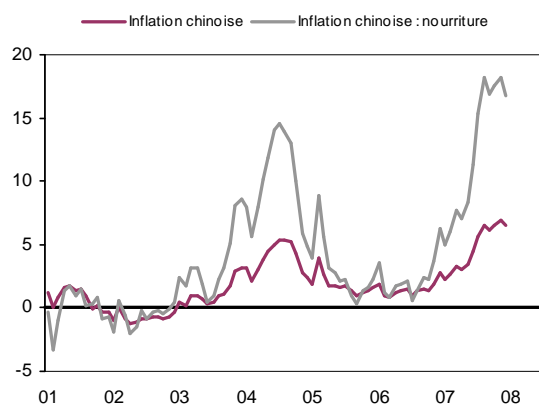


Sources : FMI, Datastream, Natixis

C.8 La « manipulation » des taux de change n'a toutefois pas que des avantages... (1/2)

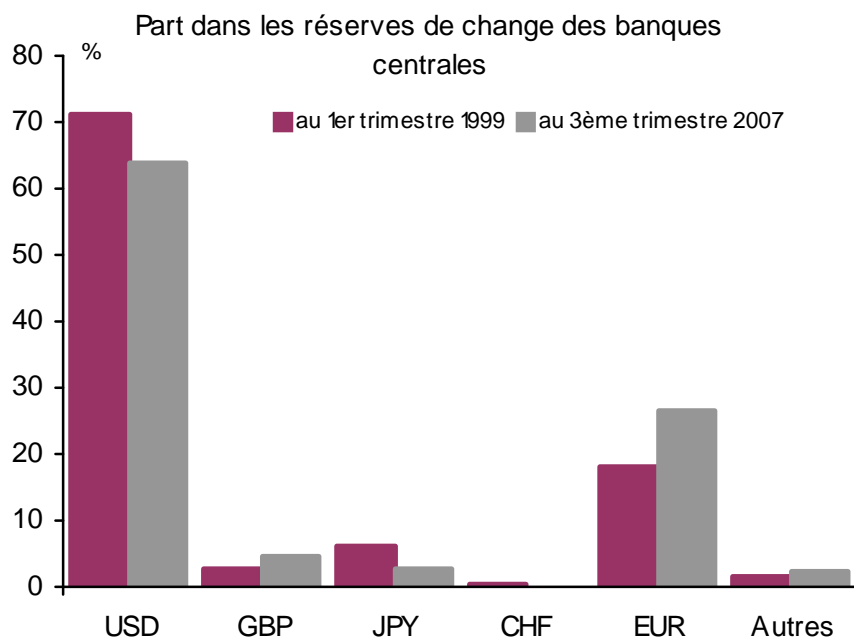
- Elle entraîne une accumulation de réserves de change qui, en plus d'être peu rentable en moyenne, accroît la liquidité sur le marché national.
- Le crédit progresse en conséquence à un rythme difficilement soutenable que la politique monétaire ne peut juguler.
 - Impossibilité de donner à la fois un objectif interne et un objectif externe à la politique monétaire.
 - Une part non-négligeable de ces crédits en libellée en dollars, accentuant en outre l'instabilité.
- L'inflation s'accélère dangereusement, créant des tensions sociales.
- Contrairement à l'objectif de compétitivité recherché par l'affaiblissement du change, les pays pourraient désormais rechercher une appréciation de leur devise afin de limiter le coût de la hausse du prix des matières premières.

C.9 La « manipulation » des taux de change n'a toutefois pas que des avantages... (2/2)



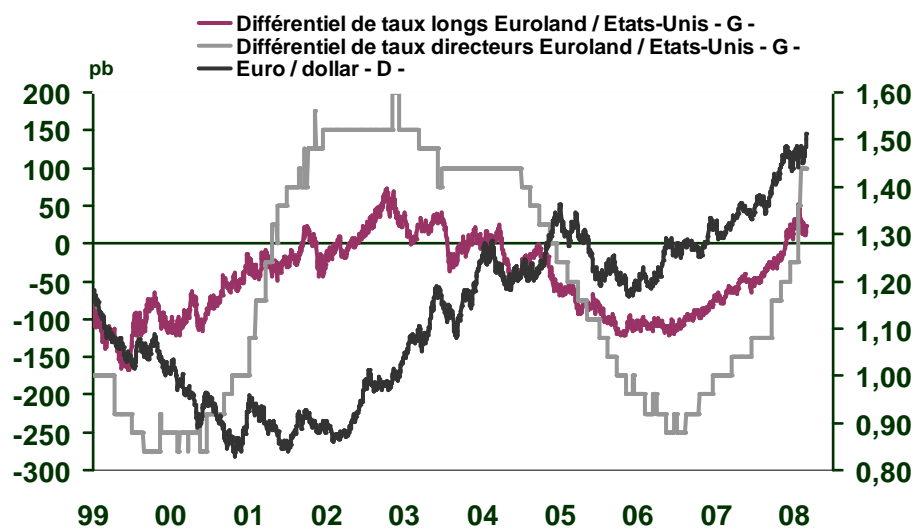
Sources : CEIC, National Bureau of Statistics of China, Datastream, Natixis

C.10 Par défaut, l'euro acquiert progressivement un statut de monnaie de réserve



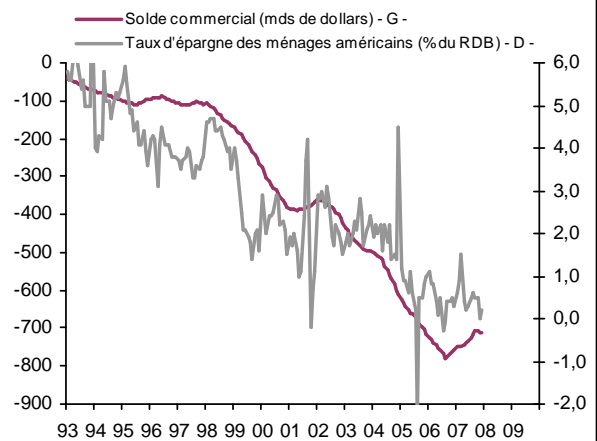
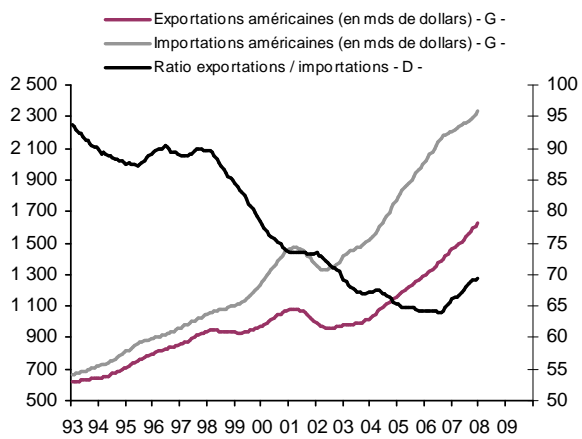
Sources : FMI, Datastream, Natixis

C.11 La réduction des différentiels de taux d'intérêt devrait confirmer la tendance récente.



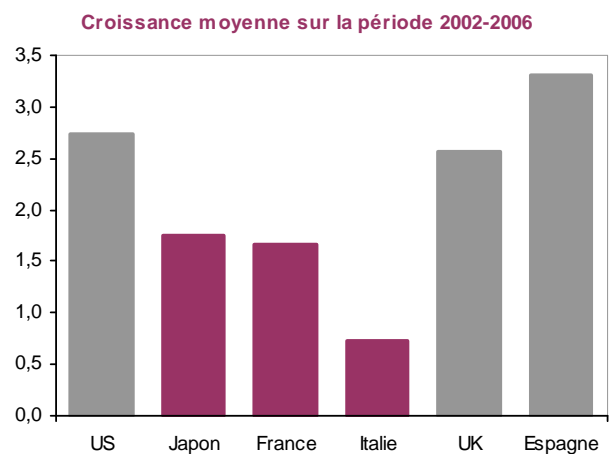
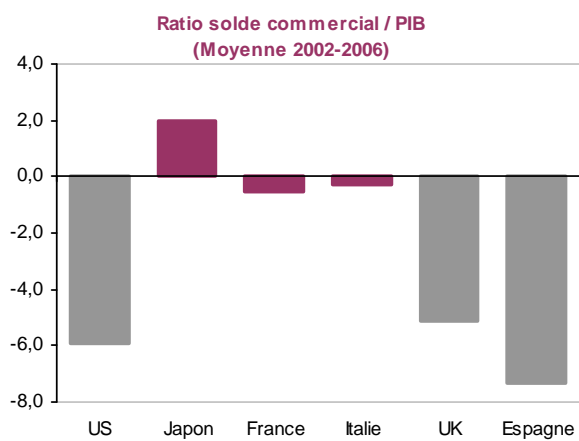
Sources : Datastream, Natixis

C.12 A long terme, la solution passe nécessairement par un ajustement de la demande intérieure américaine.



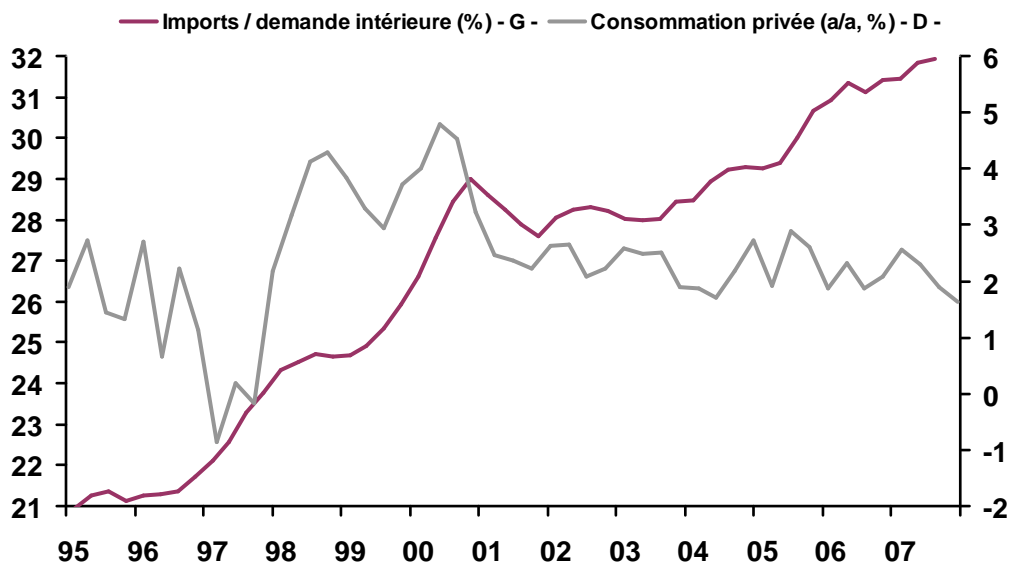
D. Jusqu'à quel point l'euro fort est-il à l'origine des problèmes de compétitivité de l'industrie française ?

D.1 En soi, un déficit commercial n'est pas forcément un problème à l'ère de la mondialisation des échanges.



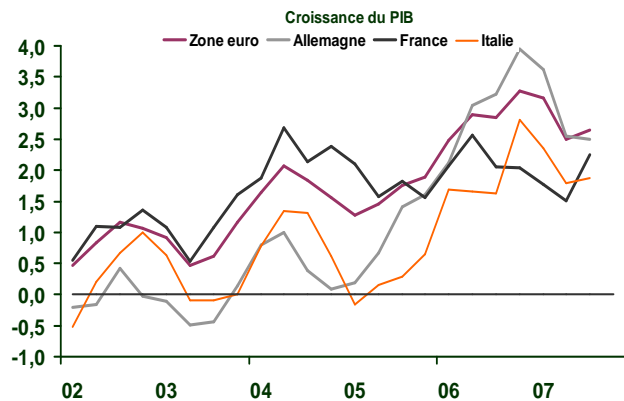
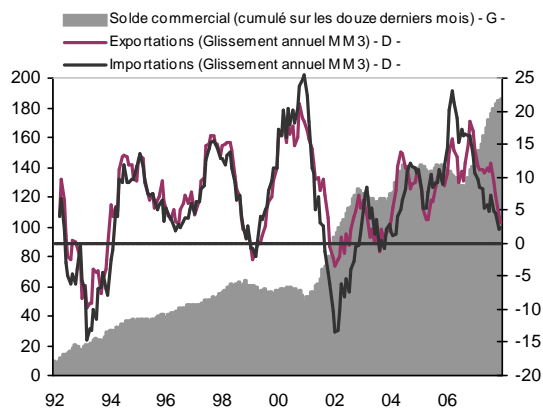
Sources : BEA, Eurostat, Datastream, Natixis

D.2 En effet, il reflète pour partie une demande intérieure dynamique.



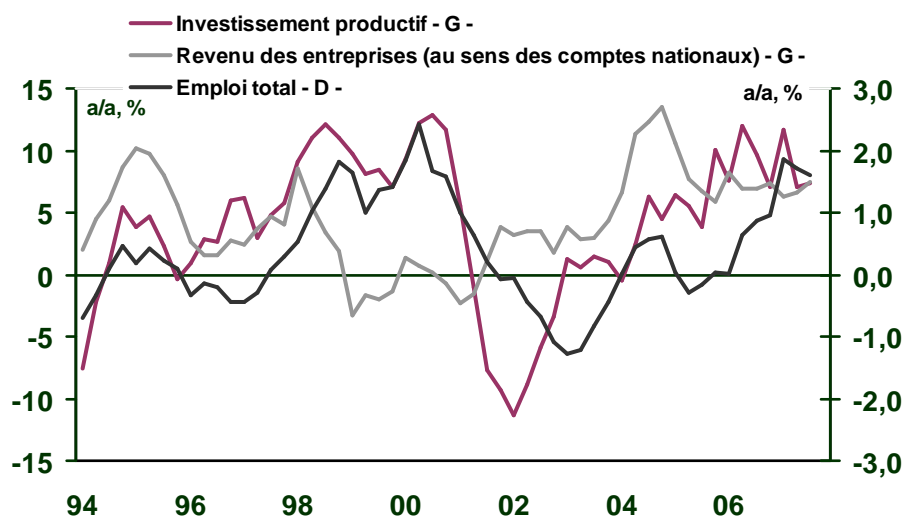
Sources : INSEE, Datastream, Natixis

D.3 Mais l'exemple de l'Allemagne pourrait toutefois nous inspirer...



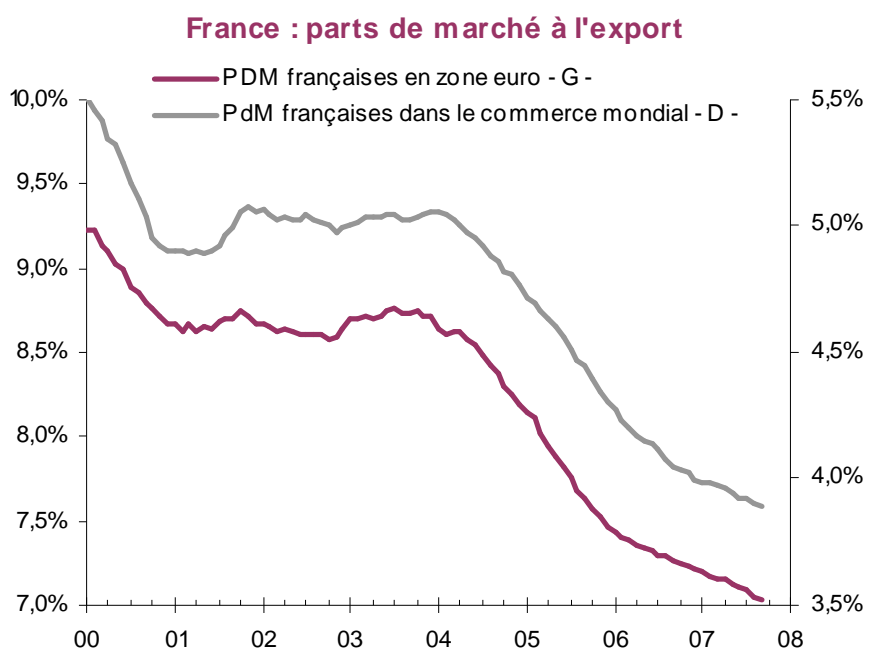
Sources : Eurostat, Bundesbank, INSEE, Istituto Nazionale di Statistica, Datastream, Natixis

D.4 Grâce au moteur externe, l'économie allemande a en effet retrouvé une croissance vertueuse.



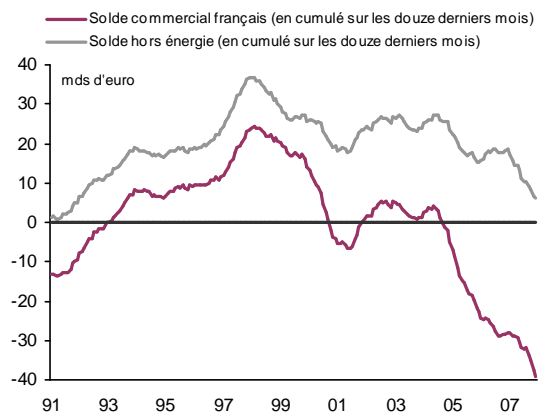
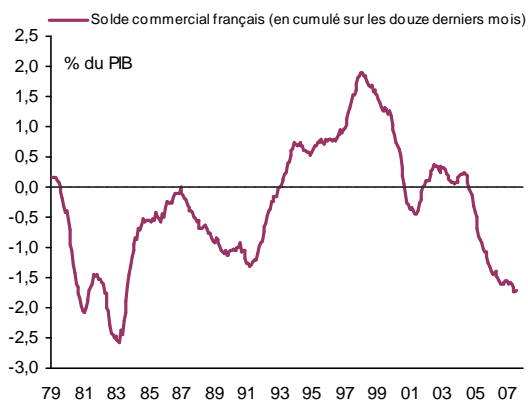
Sources : Bundesbank, Datastream, Natixis

D.5 A l'inverse, en France, la dégradation rapide du solde commercial traduit une perte de compétitivité (1/2).



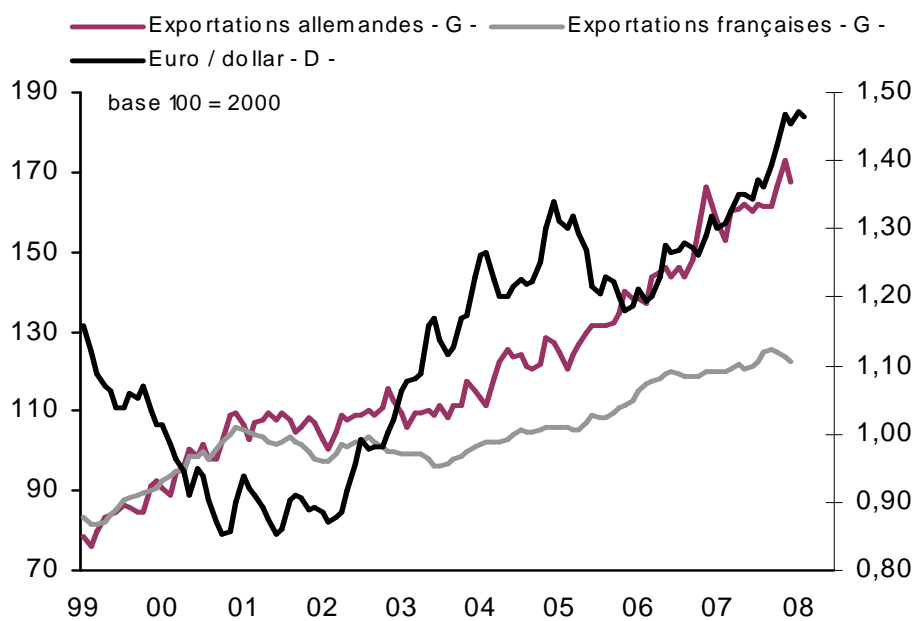
Sources : FMI, Datastream, Natixis

D.6 A l'inverse, en France, la dégradation rapide du solde commercial traduit une perte de compétitivité (2/2).



Sources : INSEE, Datastream, Natixis

D.8 La moindre différenciation des produits français rend notre commerce extérieur plus sensible aux variations de l'euro.



Sources : Bundesbank, INSEE, Datastream, Natixis

D.9 Les causes de cette carence sont multiples : faiblesse des dépenses en R&D, ...

Dépenses de R&D (en % du PIB)

	Allemagne		France		Italie	
	Totale	Entreprises	Totale	Entreprises	Totale	Entreprises
2000	2,49	1,73	2,18	1,34	1,07	0,52
2001	2,46	1,72	2,20	1,39	1,09	0,53
2002	2,49	1,72	2,23	1,41	1,13	0,54
2003	2,52	1,76	2,17	1,36	1,11	0,52
2004	2,49	1,74	2,14	1,34	1,10	0,52
2005	2,46	1,71	2,13	1,32	1,09	0,55
2006	2,43	1,72	2,12	1,31	1,09	0,55

Nombre de chercheurs (pour 10 000 emplois)

Pays	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Allemagne	39,12	40,15	39,76	41,83	41,74	42,51
France	33,57	36,09	38,61	40,77	43,12	46,00
Italie	12,50	12,46	12,96	12,31	12,46	12,69

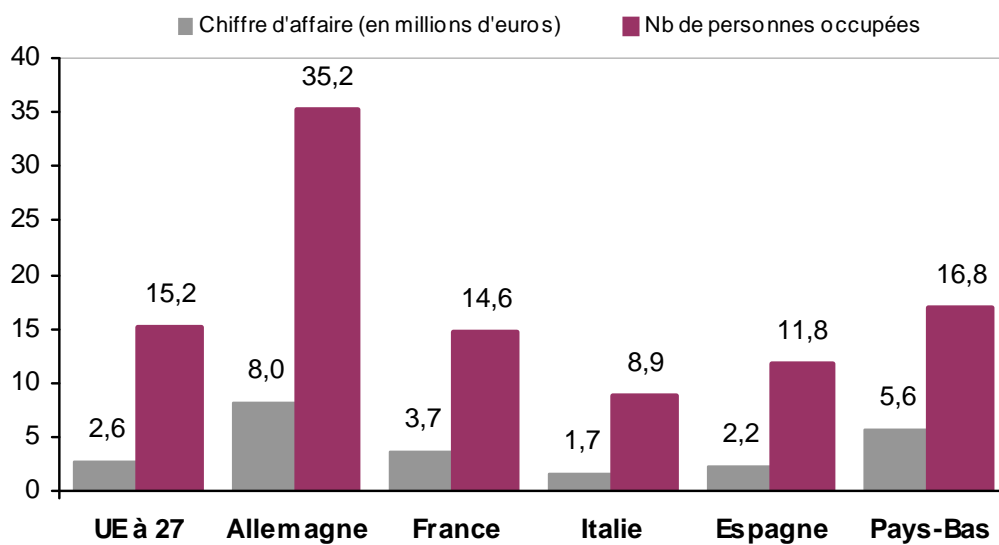
Nombre de brevets triadiques (par million d'habitants)

Pays	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Allemagne	75,87	75,63	74,22	74,95	76,23	76,01
France	37,50	36,93	38,26	38,87	39,15	39,28
Italie	11,47	11,98	11,45	12,12	12,16	12,32

Sources : OCDE, Principaux indicateurs de la science et de la technologie, Natixis

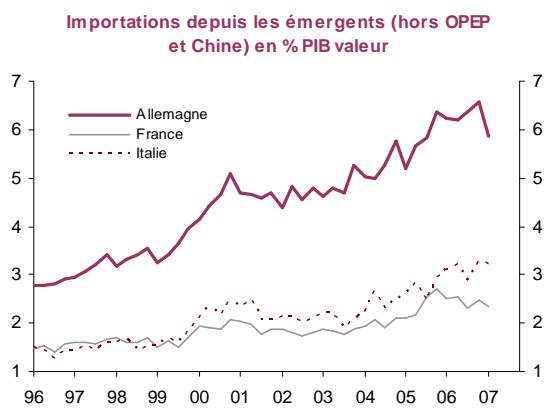
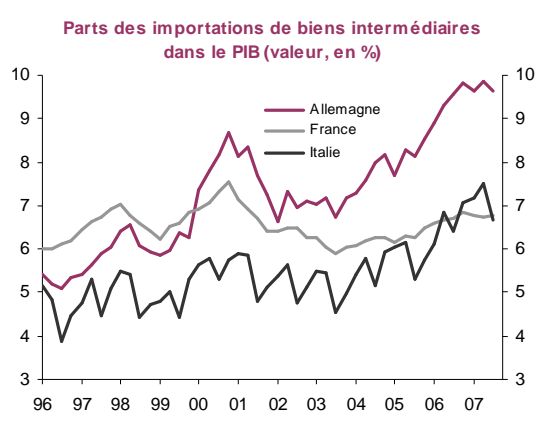
D.10 ..., moindre capacité des entreprises françaises à se projeter à l'étranger via la faible taille des PME, ...

Statistiques des entreprises européennes en 2005



Sources : Eurostat, Natixis

D.11 ..., moindre outsourcing, ...



Sources : FMI, Datastream, Natixis

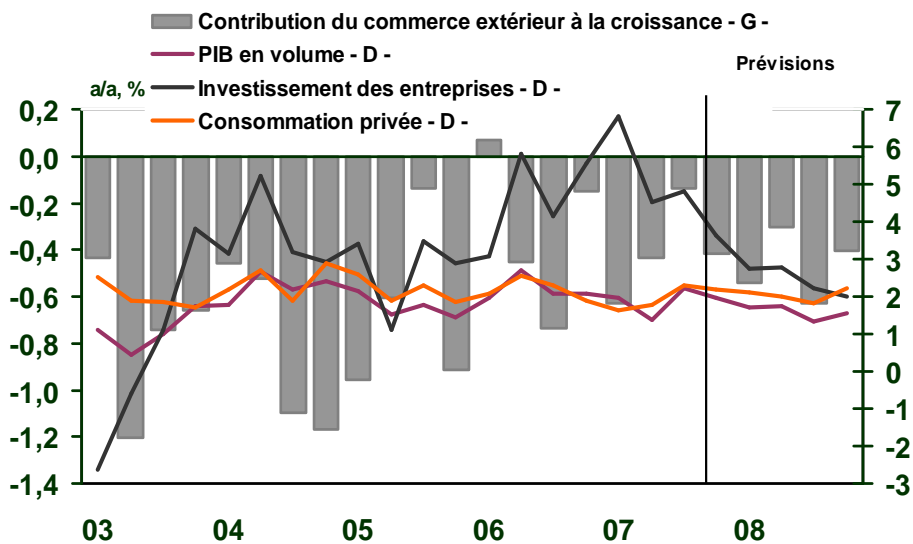
D.12 ..., faiblesse dans les produits haut de gamme...

Composition sectorielle des exportations haute gamme (2003, %)

%	Chimie et produits chimiques	Mécanique	Informatique	Machine électrique	Equipement		Autre industrie	
					radio, télécom et TV	Instruments de précision		
France	11,3	2,3	1,5	1,0	6,5	7,4	68,8	1,3
Allemagne	18,5	9,6	4,0	5,9	20,6	16,8	24,0	0,7
Italie	35,1	13,8	17,7	0,9	14,4	7,4	9,5	0,2

Sources : Rapport CAE, Natixis

D.13 En conséquence, une fois de plus, la croissance française va être pénalisée en 2008 par les mauvaises performances de son commerce extérieur.



Sources : INSEE, Datastream, Natixis

E.1 Annexe 1 : Résumé de nos prévisions économiques.

	Croissance du PIB (%)			Inflation (%)			Solde budgétaire (% PIB)		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Etats-Unis	2,2	1,5	1,9	2,9	2,8	2,1	-1,2	-2,8	-2,7
Japon	1,7	1,4	1,9	0,1	0,2	0,0	-7,4	-7,4	-7,4
Zone euro	2,6	1,6	1,8	2,1	2,6	2,0	-1,0	-1,2	-1,1
<i>Allemagne</i>	2,6	1,6	1,9	2,3	2,3	1,8	0,0	-0,5	-0,4
<i>France</i>	1,9	1,6	1,9	1,6	2,6	1,7	-2,8	-3,2	-3,2
<i>Italie</i>	1,7	1,1	1,1	2,0	2,5	2,0	-2,4	-2,3	-2,0
<i>Espagne</i>	3,8	2,3	2,3	2,8	3,6	2,9	1,1	0,9	0,4
Royaume-Uni	3,1	2,0	2,2	2,3	2,3	1,6	-2,7	-2,8	-3,1
Europe Centrale*	5,9	5,0	4,8	4,1	4,5	3,8	-2,7	-2,7	-2,7
Russie	7,5	7,0	7,0	8,7	7,7	7,3	6,0	4,0	3,5
Amérique Latine	5,3	4,5	4,5	6,1	5,7	5,1	-0,5	-0,3	-0,8
Asie hors Chine et Japon**	6,5	6,1	6,3	3,6	4,0	3,6	-0,9	-1,4	-1,3
Chine	11,4	10,1	10,0	4,8	5,4	4,1	0,3	-0,5	-1,0
Monde (PPA)	5,3	4,7	4,8	-	-	-	-	-	-

* Pologne, Hongrie, République Tchèque, Slovaquie, Slovénie, Estonie, Lettonie, Lituanie

** Corée, Thaïlande, Malaisie, Singapour, Hong-Kong, Indonésie, Philippines

E.2 Annexe 2 : Résumé de nos prévisions financières.

	Taux d'intérêt directeurs				Taux d'intérêt des obligations d'Etat à 10 ans			
	28-févr	à 3 mois	à 6 mois	à 1 an	28-févr	à 3 mois	à 6 mois	à 1 an
Etats-Unis	3,00	2,00	2,00	2,00	3,78	3,46	3,51	3,69
Euroland	4,00	3,75	3,50	3,00	4,06	3,85	3,78	3,78
Royaume-Uni	5,25	5,00	4,75	4,50	4,64	4,29	4,32	4,45
Japon	0,50	0,50	0,50	0,75	1,44	1,71	1,75	1,84
Suisse	2,75	2,75	2,25	2,00	3,05	2,64	2,62	2,59

	Taux de change				Bourses internationales				
	28-févr	à 3 mois	à 6 mois	à 1 an	28-févr	à 3 mois	à 6 mois	à 1 an	
EUR/USD	1,51	1,51	1,48	1,52	S&P 500	1 530	1 405	1 472	1 605
USD/JPY	106	106	106	112	Nikkei	13 926	14 000	14 500	15 500
EUR/JPY	161	160	157	170	Cac 40	4 910	5 100	5 400	6 000
EUR/GBP	0,76	0,78	0,77	0,80	Dax 30	6 935	6 910	7 380	8 320
EUR/CHF	1,60	1,61	1,60	1,59	Euro stoxx 50	3 825	3 843	4 105	4 630