

# LES MARDIS D'IFRI



## Une analyse de la crise financière : subprime, Euro-Dollar, Banque centrale européenne

Alexandre BOURGEOIS  
Chef Economiste Adjoint, NATIXIS

Déjeuner Débat, 4 mars 2008

## **Un fort ralentissement de l'économie américaine en prévision**

La banque Natixis table sur un fort ralentissement de la croissance américaine dans les mois à venir, plutôt que sur une récession. Alexandre Bourgeois, Chef Economiste Adjoint à Natixis, a montré dans sa présentation que les deux crises majeures auxquelles l'économie américaine est aujourd'hui confrontée allaient se poursuivre en 2008. D'une part, la crise immobilière, qui a commencé dès le début de 2006 et qui a provoqué en deux ans un recul de plus de 50% des mises en chantier, n'est pas terminée car un large stock de maisons neuves demeure et le marché immobilier américain devrait connaître une longue période d'atonie. D'autre part, la crise des subprimes va se prolonger dans la mesure où les ménages américains, auxquels les banques ont prêté de l'argent dans un contexte de forte croissance des prix immobiliers et de niveau extrêmement bas des taux d'intérêt, ne peuvent plus désormais rembourser leurs prêts et vendre leurs biens dans le nouveau contexte de hausse des taux d'intérêts et de chute des prix sur le marché immobilier. La Réserve Fédérale Américaine adopte une politique monétaire très agressive face à ces deux crises et réduit fortement ses taux directeurs.

## **Quelle réponse de la Banque Centrale Européenne ?**

La BCE fait face à un dilemme : doit-elle réduire ou augmenter ses taux directeurs pour répondre au risque de récession ? Suivant les Traités européens, la BCE ne dispose que d'un seul instrument de politique monétaire (les taux d'intérêt) pour remplir trois objectifs principaux : la stabilité des prix, le plein emploi (objectif qui est moins connu), et la stabilité financière. Le niveau record de l'inflation en Europe (3,2%) pencherait pour une hausse des taux d'intérêt. Cette inflation est avant tout liée à la hausse du prix des matières premières (« une inflation importée »). Le deuxième objectif de plein emploi va dans le sens d'une baisse des taux d'intérêt pour stimuler la croissance. Entre fin 2006 et fin 2007, l'Europe a perdu plus d'un point de croissance. Ceci s'explique par le niveau très élevé de l'Euro qui affaiblit la compétitivité des économies européennes et le niveau de demande en provenance de la Grande-Bretagne et des Etats-Unis. Quant à l'objectif de stabilité financière, les marchés financiers européens sont aujourd'hui en mauvaise posture. Les banques américaines ont titrisé les crédits qu'elles avaient faits aux ménages américains fragiles et les ont vendus ensuite aux banques internationales, dont les banques européennes. Le marché monétaire ne fonctionne plus correctement car les banques exigent désormais une prime pour les prêts interbancaires et elles durcissent leurs conditions de prêt aux ménages et aux entreprises.

Depuis un mois, la BCE semble plus craindre le ralentissement économique réel de la zone Euro que l'inflation. C'est pourquoi Alexandre Bourgeois a tablé sur un assouplissement progressif et mesuré de la politique monétaire européenne (moins brutal

qu'aux USA). La BCE devrait réduire ses taux d'intérêt dans un avenir proche (peut-être dès le printemps).

### **L'impact sur l'Euro-Dollar**

L'orateur a ensuite examiné la situation de la parité entre Euro et Dollar. Il a souligné que c'était plus le niveau du Dollar qui était extrêmement faible actuellement et non l'Euro qui était particulièrement fort.

La hausse de l'Euro s'explique tout d'abord par le déséquilibre de l'économie américaine. A la différence d'autres monnaies qui bénéficient de taux de change fixes, l'Euro a un taux de change flottant par rapport au Dollar, c'est pourquoi son niveau s'ajuste automatiquement à celui du Dollar. Il serait envisageable de modifier le système de taux de change en Europe, mais cela risquerait de générer un trop plein de liquidités et d'aggraver l'inflation (la Chine par exemple a décidé récemment de laisser sa monnaie s'apprécier pour tenter de réduire son inflation, quitte à perdre un peu de sa compétitivité).

Une autre raison à la hausse du niveau de l'Euro est que la monnaie européenne joue de plus en plus le rôle d'une monnaie de réserve, à la place du Dollar. La part de l'Euro dans les systèmes de taux de change mondiaux croît. Les marchés financiers se méfient aujourd'hui du Dollar.

Pour ces raisons, le niveau de l'Euro devrait rester élevé dans les années à venir.

### **Une comparaison France-Allemagne**

L'Allemagne connaît un excédent commercial très important depuis 2002, alors que la France est en situation de déficit.

En 2003 les réformes structurelles entamées par le Chancelier Schröder (l'Agenda 2010) ont généré une croissance vertueuse outre-Rhin par l'amélioration de la compétitivité des entreprises dans l'économie mondiale et la transformation des profits en investissements puis en nouveaux emplois (stimulation du levier de la demande externe). Il reste encore aujourd'hui à augmenter le niveau des salaires en Allemagne pour assurer la croissance de la demande interne.

A l'inverse le déficit commercial français apparaît problématique. Tout déficit commercial ne pose pas nécessairement de problème de croissance économique, comme le prouvent les exemples des Etats-Unis, de la Grande-Bretagne et de l'Espagne, qui allient déficits commerciaux importants et taux de croissance élevés. En effet, un déficit commercial important implique souvent un haut niveau de demande intérieure. Le déficit commercial

français traduit à l'inverse une perte de compétitivité de la France. Les parts de marché de la France reculent en Europe et dans le monde. A la différence de l'Allemagne, la France n'a pas su tirer parti de la très forte croissance de l'économie mondiale ces quatre dernières années. Elle n'exporte pas assez. Ceci s'explique par un niveau de R&D moins élevé qu'en Allemagne (surtout pour ce qui est de la recherche privée), la trop petite taille des PME françaises qui ont du mal à exporter, un processus productif plus pertinent en Allemagne en termes d'outsourcing (avec le maintien des activités de R&D en Allemagne et la délocalisation des activités productrices, qui ont permis de gagner en compétitivité-coût), et enfin l'exportation allemande de produits plus hauts de gamme et donc moins fragilisés par la compétition mondiale.

La présentation d'Alexandre Bourgeois a été suivie par un débat avec la salle. Les questions posées ont abordé un vaste éventail de sujets, dont : l'évaluation des banques, le problème de leur opacité, la nature de la zone euro (n'est-ce qu'un agrégat statistique ?), le rôle de l'Euro comme monnaie de réserve, les responsabilités à attribuer à l'ancien président de la Réserve Fédérale Américaine Alan Greenspan, la politique de change ou encore le statut de la BCE dans les Traités européens.