

# endurance(s)

Lettre d'information de



Coe-Rexecode

www.coe-rexecode.fr

## Fin de cycle ou simple pause de croissance ?

Des indicateurs décevants sur l'économie mondiale s'accumulent : tassement des opinions sur le niveau d'activité, recul du PIB japonais au deuxième trimestre et surtout aux Etats-Unis nouvel approfondissement de la crise de la construction de logement et première baisse de l'emploi. La plupart de ces informations reflètent la situation économique d'avant la crise monétaire de l'été et cette crise, qui s'est atténuée mais se prolonge, ajoute aujourd'hui un facteur d'incertitude supplémentaire.

La croissance reste forte dans les pays émergents. En Europe, le pic de croissance a été dépassé il y a plus d'un an. La croissance sous-jacente de la zone euro reste tout de même supérieure à 2 % l'an sans grande menace de tomber au-dessous, sauf accident international. En revanche, les prémices d'une vraie spirale négative sont présentes aux Etats-Unis avec la baisse des prix des logements et la multiplication des défauts de paiement des ménages. La menace est que l'économie américaine bascule dans la récession comme le plus souvent lors des retournements du logement. Nous n'en sommes pas encore là.

La remontée de l'incertitude risque aussi de conduire le secteur bancaire à resserrer le crédit aux entreprises, notamment aux PME. Le niveau relativement élevé des trésoreries, la vigueur de la croissance des pays émergents et la perspective d'une baisse des taux d'intérêt des Banques Centrales plaident pour un simple ralentissement économique. Quoi qu'il en soit, c'est dans ce contexte un peu moins favorable que la France doit engager des réformes profondes qui sont la clé du retour à une meilleure compétitivité.

Michel Didier

## Perspectives 2008 : incertitude accrue

Les turbulences financières observées depuis cet été accroissent l'incertitude concernant la trajectoire que va suivre l'économie mondiale. La croissance américaine, après un sursaut au deuxième trimestre, devrait encore subir les effets négatifs de la contraction du marché immobilier. L'emploi continuerait à s'ajuster graduellement, ce qui limiterait la progression de la consommation. En revanche, la situation financière des entreprises, qui reste bonne, et une compétitivité-prix dopée par la faiblesse du dollar sont deux facteurs de soutien. Le PIB progresserait de 2,3 % en 2008 après 2 % cette année. Dans la zone euro, après avoir été proche de 3 % en 2006, la croissance est en train de revenir vers son potentiel de long terme, qui est de 2 % l'an. Un tassement du marché immobilier, sans commune mesure toutefois avec ce qui a été observé aux Etats-Unis, et la fermeté de l'euro, qui pèse sur les exportations, sont les deux principaux éléments à l'origine de cette décélération. Quant au Japon, l'absence d'un franc redémarrage de la consommation des ménages constitue toujours un obstacle à une croissance soutenue. En revanche, du côté des pays émergents, la croissance reste forte, en particulier en Chine (+11 % cette année).

### Des risques revisités

Avant l'été, l'inflation était le principal risque évoqué. Pourtant, peu de craintes sont à avoir à court terme. En zone euro, elle resterait contenue

“ Le principal risque serait que les ménages américains relèvent sensiblement leur taux d'épargne ”

sous les 2 % en 2008, sauf flambée des cours du pétrole. D'un point de vue macro-économique, le principal risque serait que les ménages américains relèvent sensiblement leur taux d'épargne, ce qui affaiblirait la consommation. Plus généralement, les incertitudes portent sur les conséquences de la crise financière en matière de distribution de crédit. L'hypothèse d'un rationnement brutal paraît peu probable. Mais, naturellement, il ne faudrait pas que l'agitation qui touche les marchés financiers se prolonge trop longtemps.

Alain Henriot  
Tél. 01 53 89 20 80 – ahenriot@coe-rexecode.fr

Bloc-notes

**Coe-Rexecode organisera le 30 octobre prochain de nouvelles « Rencontres de la croissance »**

**10 000 milliards de dollars : l'encours des crédits hypothécaires aux Etats-Unis (dont 14 % de *subprime*)**

**- 40 % : la baisse des permis de construire aux Etats-Unis entre septembre 2005 à juillet 2007**

**Les rachats d'entreprises avec effet de levier par endettement (LBO) ont été multipliés par 10 en cinq ans (570 milliards de dollars au premier semestre 2007 contre 113 milliards pour toute l'année 2002)**

## Radioscopie d'une crise

**Après la crise asiatique de 1997 et l'éclatement de la bulle Internet en 2000, l'été 2007 a été marqué par de fortes secousses sur les marchés financiers. L'originalité de cette crise est de partir d'un fait très localisé (la crise des *subprime* aux Etats-Unis) qui a contaminé l'ensemble des marchés financiers dans le monde. Ses conséquences sur l'économie mondiale sont encore incertaines.**

L'été 2007 a été marqué par une crise financière, qui va au-delà des corrections sporadiques qu'ont connues les marchés financiers depuis trois ans. L'indice agrégé des 39 principaux marchés boursiers a ainsi baissé de 10,5 % entre son point haut du 19 juillet 2007 et la mi-août. Il s'est ensuite un peu repris par à-coups, mais sans retrouver, à la mi-septembre, son niveau d'avant-crise. Il faut cependant observer que, globalement, le niveau des Bourses dans le monde se situe encore aujourd'hui au-dessus de celui atteint début 2007 et surtout, après plus de quatre ans de forte hausse, est très supérieur au niveau qui prévalait avant l'éclatement de la bulle Internet début 2000.

### Décrypter les enchaînements

Cette crise ne trouve pas son origine dans des excès boursiers. L'épicentre se situe aux Etats-Unis, avec la crise des « *subprime* ». Moyennant une prime de risque élevée, ces prêts ont été consentis aux ménages américains les moins solvables (à faible revenu ou ayant déjà été confrontés à des défauts bancaires), en particulier pour des achats immobiliers. Dans un marché haussier, les gains réalisés par ces nouveaux propriétaires leur permettaient de rembourser leurs prêts. Mais avec le retournement du marché immobilier, la machine s'est grippée, d'autant que ces prêts étaient à taux variable, ce qui a renchéri le coût du crédit lorsque la Banque centrale américaine a remonté ses taux directeurs. Les banques se sont ainsi trouvées confrontées à des défauts de remboursements.

Pour se prémunir contre les risques afférant à ces créances, elles avaient procédé à une « titrisation » de leurs prêts. Elles les avaient revendus à d'autres opérateurs : des fonds monétaires dynamiques, attirés par des rendements plus élevés dans un contexte de taux d'intérêt à long terme faibles, et des « *hedge funds* » qui ont ainsi subi d'importantes pertes de valeur lorsque certains ménages n'ont pu honorer leur dette. Comme les investisseurs ont souhaité récupérer leur mise dans ces fonds risqués, ces derniers ont donc été obligés de vendre des actifs « de bonne qualité » pour faire face à cette contrainte de liquidités, d'où a résulté une baisse des cours boursiers. Face à cette situation, l'ensemble des primes de risque ont été revues



**L'épicentre se situe aux Etats-Unis, avec la crise des « *subprime* »**

à la hausse. Ceci correspond d'ailleurs plutôt à une normalisation, les écarts de rendements entre les placements les plus sûrs (obligations du Trésor américain) et ceux plus risqués (pays émergents, obligations aux entreprises privées) étant tombés à des niveaux anormalement bas début 2007. Les banques centrales ont dû injecter des liquidités, notamment pour faciliter les transactions interbancaires, les taux auxquels se prêtent les banques s'étant brutalement tendus avec la crise. Cette situation est d'ailleurs quelque peu paradoxale, puisque les liquidités sont abondantes dans le monde. Mais elles sont concentrées dans les pays à forts excédents commerciaux, notamment la Chine qui accumule les réserves de change.

### Quelles conséquences ?

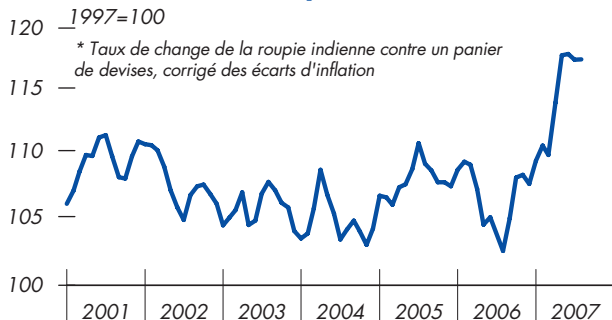
Cette crise a pour première conséquence de rétablir une certaine échelle du risque, ce qui veut dire *a priori* des taux d'intérêt plus élevés, en particulier pour les emprunteurs jugés les moins sûrs. Mais les cycles monétaires, en Europe et aux Etats-Unis, vont être un peu avancés, avec une baisse des taux aux Etats-Unis dès la mi-septembre 2007 et une stabilisation en zone euro. Par ailleurs, la recherche de placements plus sûrs s'est traduite par une baisse des taux d'intérêt des emprunts publics. Les conséquences sur l'économie mondiale restent, à ce jour, incertaines. Les financements alternatifs (LBO), qui avaient connu un essor spectaculaire ces dernières années, vont probablement être plus limités. Les banques vont aussi se montrer plus sélectives. Tout ceci devrait se traduire par des perspectives économiques revues un peu à la baisse par rapport à ce que l'on pouvait escompter avant l'été.

# Inde :

## Vigilance

**Le dynamisme de la croissance indienne ne s'est pas démenti au deuxième trimestre 2007. Pourtant, l'appréciation de la roupie indienne, en lien avec les entrées massives de capitaux étrangers et le durcissement anticipé de la politique monétaire, fragilisent le pays.**

### Taux de change effectif réel de la roupie indienne \*



Sources : Teleco - Coe-Rexecode

L'économie indienne semble n'avoir rien perdu de son dynamisme en ce début d'année. La croissance est en effet ressortie à 9,3 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2007 après 9,1 % au premier. Cependant, le financement de l'économie semble devoir reposer de plus en plus sur l'endettement extérieur. Au-delà des défaillances structurelles dont souffre le pays, celui-ci fait actuellement

face à des entrées massives de capitaux qui non seulement alimentent l'appréciation réelle de la roupie mais génèrent également un endettement extérieur important.

### L'endettement extérieur fragilise le pays

Sur l'année 2007-2008, le surplus du compte capital s'est élevé à 47 milliards de dollars, dont 67 % s'est révélé générateur de dette. Face au coût élevé du crédit domestique, de nombreuses entités locales se sont en effet tournées vers des emprunts en devises étrangères. Leur montant a ainsi atteint un niveau record en 2006 : 16 milliards de dollars après 2,7 milliards en 2005. La dérive des prix et l'appréciation réelle de la devise (+7,5 % depuis le début de l'année) placent les autorités face à un sérieux dilemme. Si le durcissement des conditions monétaires est nécessaire pour freiner l'inflation, il alimente en retour les entrées de capitaux et l'appréciation réelle de la roupie, renforçant très certainement le déséquilibre extérieur et les risques d'une crise de change. Dans ces conditions, la Reserve Bank of India pourrait pourtant n'avoir d'autre choix que de resserrer à nouveau sa politique monétaire, ce qui finirait par peser sur l'investissement indien, déjà faible comparativement à d'autres pays émergents.

Leila Ali

Tél. 01 53 89 20 88 - lali@coe-rexecode.fr

# France :

## Coup d'arrêt de l'investissement ?

**Les entreprises ont lentement repris le chemin de l'investissement à partir de 2004. La stagnation de ce poste de dépense au printemps marque un coup d'arrêt brutal tout autant que surprenant. Si ce coup d'arrêt était confirmé, il serait à mettre en relation avec la dégradation des résultats des entreprises en France.**

Le chiffre décevant de la croissance française au cours du deuxième trimestre (1,3 % l'an) s'explique en premier lieu par la stagnation de l'investissement des sociétés non financières au cours du printemps. Sous réserve que cette première estimation ne soit pas fortement corrigée, le principal élément d'explication est à rechercher probablement dans la situation dégradée des comptes des entreprises installées sur le territoire. Connus jusqu'au premier trimestre, leurs profits bruts (avant distribution) reculent de 6,4 % sur un an et leur taux d'endettement a inscrit de nouveaux records. Par ailleurs, les flux entrants d'IDE en capital social ont reculé de 19 % au premier semestre 2007 par rapport à la même période de l'année précédente quand dans le même temps les flux sortants ont été quasiment multipliés par deux. Le potentiel de redressement des dépenses d'investissement productif apparaît ainsi des plus modestes.

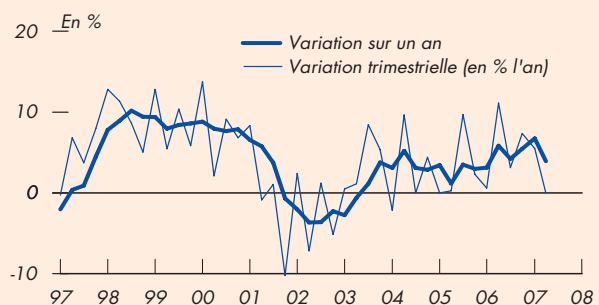
Pourtant, cette stagnation de l'investissement productif se marie mal avec des intentions de commandes de la part des commerçants de gros de biens d'équipement qui restent bien orientées. Elle est également contredite par le niveau élevé auquel s'inscrivent les mises en chantier de bâtiments non résidentiels depuis le début de l'année. Une progression modeste des dépenses

d'investissement en 2007 reste le scénario le plus probable sous réserve que les conditions de crédit ne se durcissent pas.

Denis Ferrand

Tel. 01 53 89 20 86 - dferrand@coe-rexecode.fr

### France : investissement productif en volume

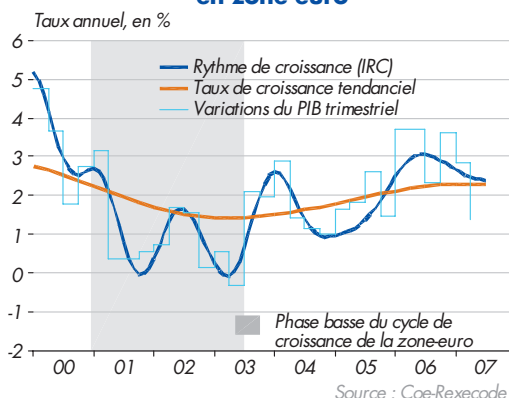


Source : INSEE

# Indicateurs **cycliques**

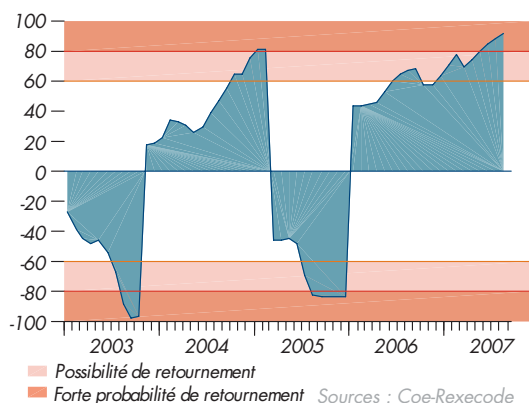
## Ralentissement cyclique ou trou d'air en Europe ?

### Indicateur du rythme de croissance en zone euro



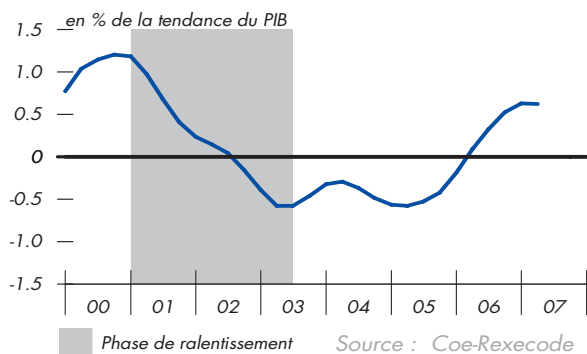
Mesurée par l'indicateur du rythme de croissance de Coe-Rexecode (IRC), la croissance mensuelle sous-jacente du PIB de la zone euro s'est stabilisée autour de 2,4 % en août 2007. Elle est pratiquement au niveau du taux de croissance tendanciel, réestimé à 2,3 %.

### IARC de la zone euro



En mai 2007, l'indicateur avancé IARC pour la zone euro a franchi le seuil de 80 qui signale avec une forte probabilité un ralentissement économique dans les trois mois. Ce signal a été confirmé ensuite, le IARC atteignant même 92,2 en août. Cela implique, avec un certain délai, un retour de la croissance en zone euro en dessous de son taux de croissance tendanciel estimé actuellement à 2,3 %. Cela peut être un trou d'air passager comme en 2005 ou une nouvelle phase plus durable de ralentissement.

### Cycle de croissance de la zone euro



Jacques Anas

01 53 89 20 72 - janas@coe-rexecode.fr

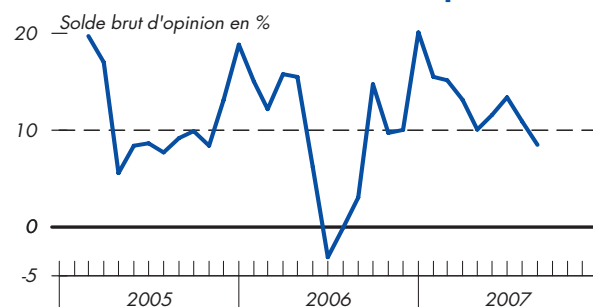
# Indicateur du mois

## Trésorerie des grandes entreprises : risques élevés de tension

D'après l'enquête AFTE/Coe-Rexecode réalisée début septembre 2007 auprès des trésoriers des grandes entreprises, la plupart des facteurs qui déterminent la trésorerie tournent au rouge. Cela ne se voit pas encore au niveau des trésoreries actuelles qui, selon l'enquête, demeurent encore à des niveaux « aisés » même si les résultats de l'enquête laissent entrevoir l'amorce d'un mouvement de dégradation. En effet, le solde sur la trésorerie d'exploitation fléchit à 8,5 %, soit le niveau le plus bas depuis un an. Cette baisse touche essentiellement l'industrie et le commerce mais ne concerne pas le secteur des services.

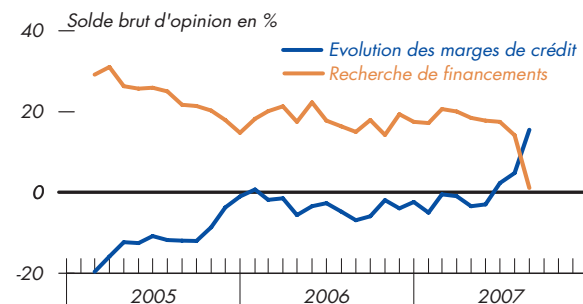
### France

#### Situation de la trésorerie d'exploitation



L'influence des taux de change et du prix du pétrole est évidemment jugée très négative par les trésoriers, en corrélation avec le vif raffermissement de l'euro et la flambée des prix du Brent. L'amélioration des soldes d'opinion sur ces variables fin 2006 aura donc été de courte durée. Les délais de paiements accordés aux clients semblent aussi se rallonger à nouveau après l'amélioration perçue fin 2006. Mais ce qui ressort le plus de l'enquête est l'impact de la crise financière que les trésoriers d'entreprises ont déjà perçu sur les conditions de financement.

### France : évolution des marges de crédit et recherche de financements



L'effet de ciseaux sur les deux questions relatives aux marges bancaires et à la recherche de financements est frappant. L'assèchement des marchés et des liquidités en général a multiplié par quatre ou cinq les marges sur les billets de trésorerie émis par les grandes entreprises et durci (ou durcira) sans doute les conditions de crédit bancaires. Corrélativement, la recherche de financement est devenue beaucoup plus difficile pour nombre d'entreprises.

Jacques Anas

01 53 89 20 72 - janas@coe-rexecode.fr