NATIXIS

SPECIAL REPORT
RECHERCHE ÉCONOMIQUE

11 février 2010 - N° 48

Patrick ARTUS

Attention : les niveaux d'activité et de demande restent faibles

On peut parler de reprise économique, même s'il faut rester prudents (avec la poursuite du désendettement, le rôle des stocks, le rôle des déficits publics, la poursuite de la désindustrialisation…).
Mais il ne faut pas en conclure, ce que certains font, qu'il va y avoir une remontée rapide des salaires, de l'inflation des taux d'intérêt, des prix des matières premières…., régionalement ou mondialement.
En effet, les niveaux d'activité, d'emploi, de demande… restent extrêmement déprimés avec une vitesse de reprise économique qui ne corrige pas la perte d'activité de 2008 - 2009

1 – Reprise économique, avec des menaces

Il y a clairement **une reprise économique, de vigueur variable, dans toutes les régions,** à partir du second trimestre 2009 **(graphiques 1 a – b – c).**

Il faut bien sûr être prudents quant à là force de cette reprise, avec :

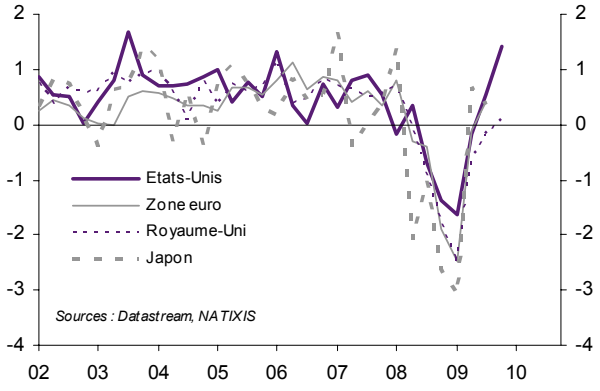
- **la poursuite du désendettement du secteur privé** dans les pays de l'OCDE **(graphique 2 a)** qui pourrait être durable avec la correction des excès antérieurs **(graphique 2 b)** et avec la perte de richesse **(graphique 2 c) ;**

- **le rôle des variations de stocks,** très important pour expliquer la réaccélération des économies à la fin de 2009, alors qu'elles avaient fortement réduit la croissance auparavant **(graphique 3).** Mais il s'agit **d'un facteur transitoire ;**

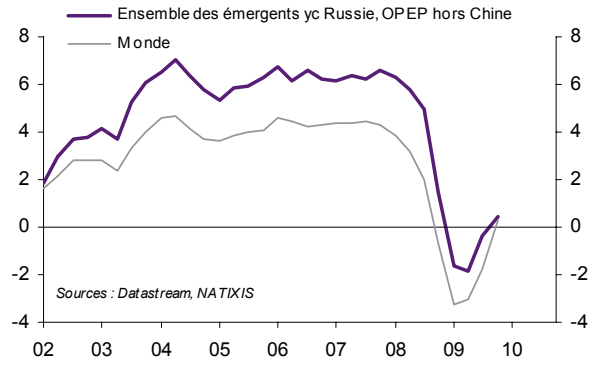
- **le rôle des déficits publics,** dont l'ouverture **(graphique 4 a)** a fortement stimulé les revenus des ménages **(graphique 4 b),** et qui va progressivement disparaître ;

- **la poursuite des délocalisations et de la désindustrialisation (graphique 5),** avec l'attrait des pays émergents en termes de perspectives de croissance, de coûts de production.

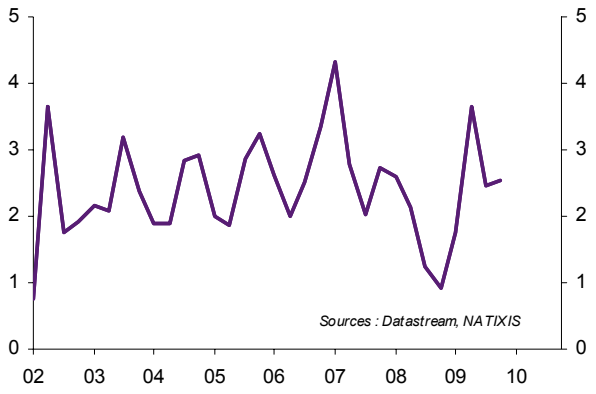
Graphique 1 a
PIB en volume (T/T en %)



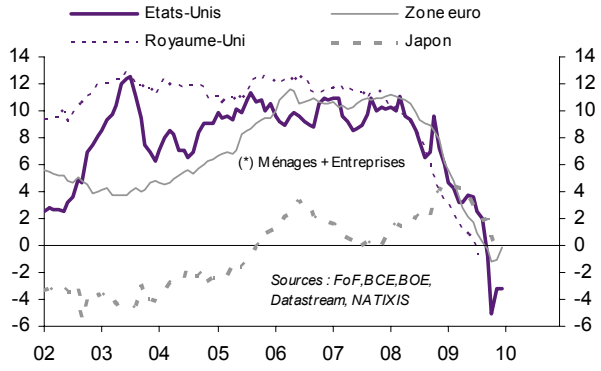
Graphique 1 b
Croissance du PIB en volume (GA en %)



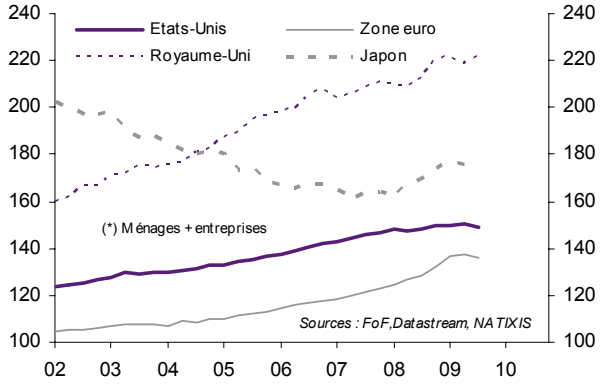
Graphique 1 c
Chine : PIB en volume (T/T en %)



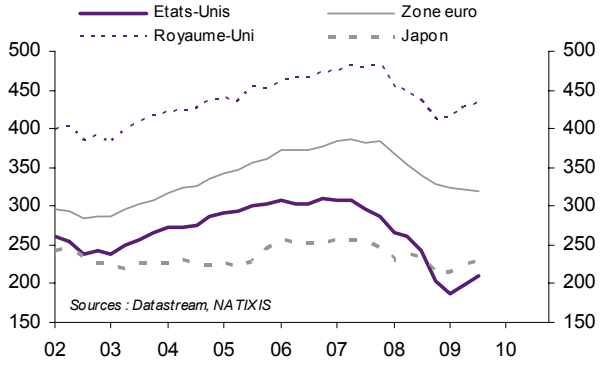
Graphique 2 a
Crédit bancaire au secteur privé *
(GA en %)



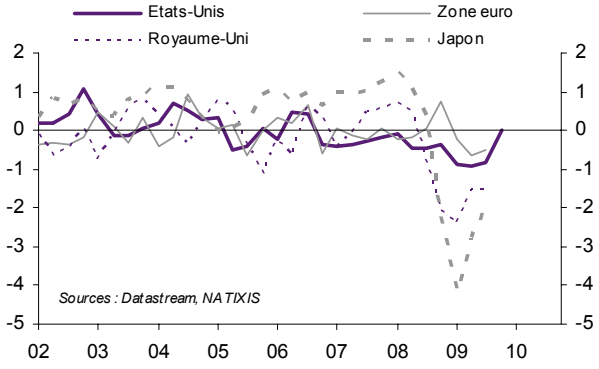
Graphique 2 b
Dette du secteur privé* (en % du PIB)



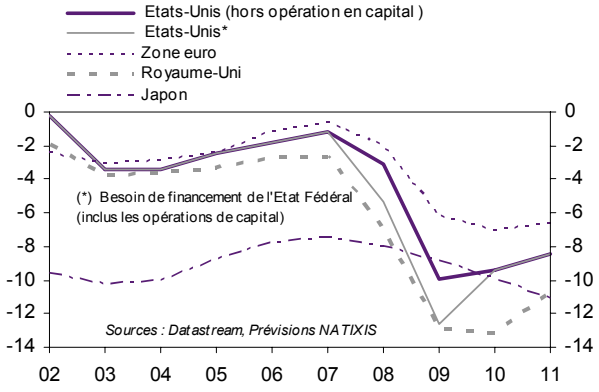
Graphique 2 c
Capitalisation boursière et richesse immobilière des ménages (en % du PIB)



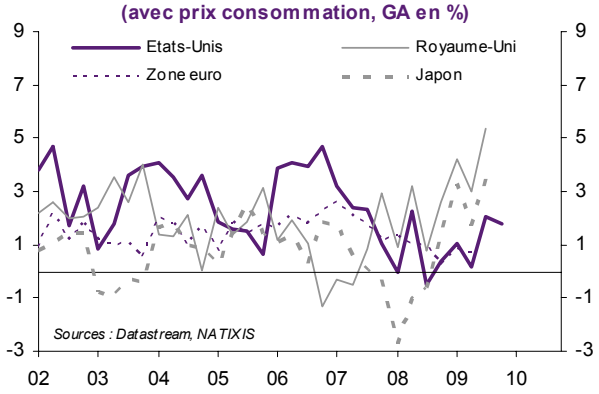
Graphique 3
Contribution des stocks à la croissance (volume, GA en %)



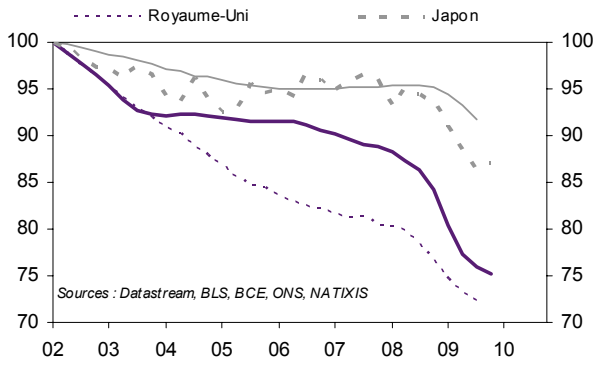
Graphique 4 a
Déficit public (en % du PIB)



Graphique 4 b
Revenu disponible réel (avec prix consommation, GA en %)



Graphique 5
Emploi manufacturier (100 en 2002 : 1)

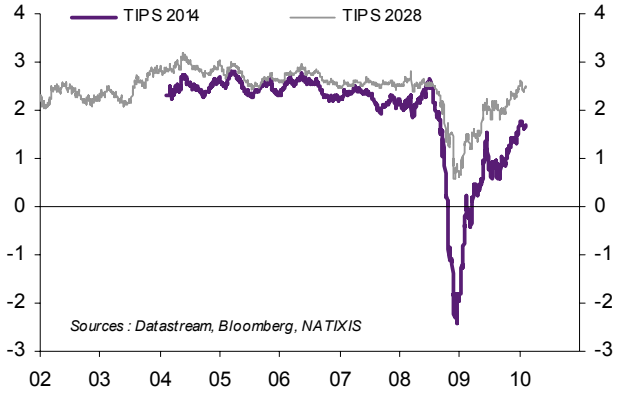


2 – La reprise économique à conduit a une modification des anticipations (inflation, taux d'intérêt…)

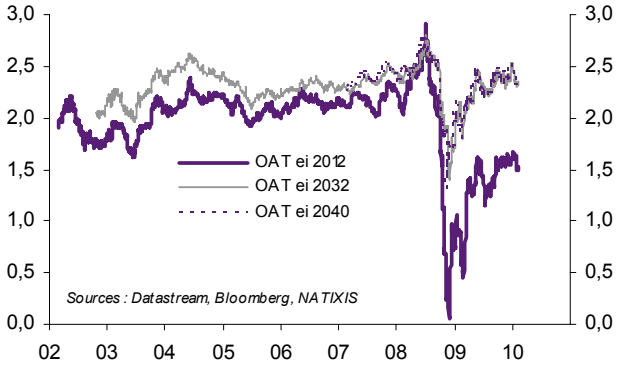
La reprise économique a fait apparaître rapidement le retour :

(a) **d'anticipation d'inflation,** ce qu'on voit par exemple aux **inflations de break-even (graphiques 6 a – b – c – d),** particulièrement au Royaume-Uni, et pas au Japon.

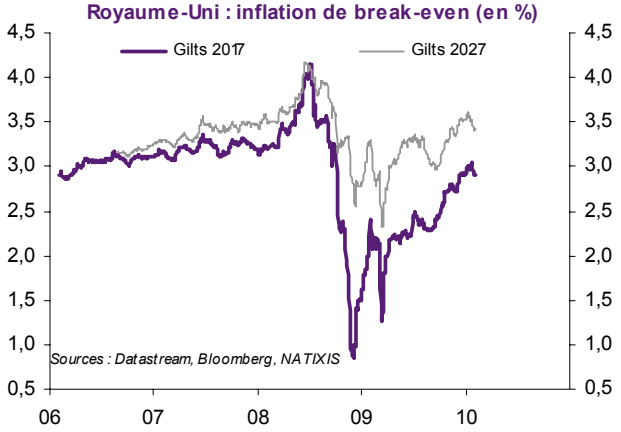
Graphique 6 a
Etats-Unis : inflation de break-even (en %)



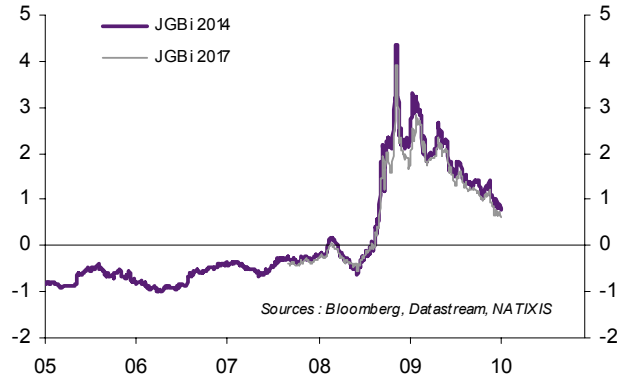
Graphique 6 b
Zone euro : inflation de break-even (en %)



Graphique 6 c
Royaume-Uni : inflation de break-even (en %)



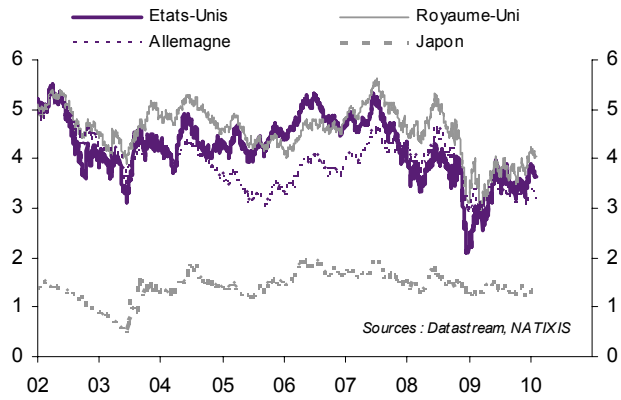
Graphique 6 d
Japon : inflation de break-even (en %)



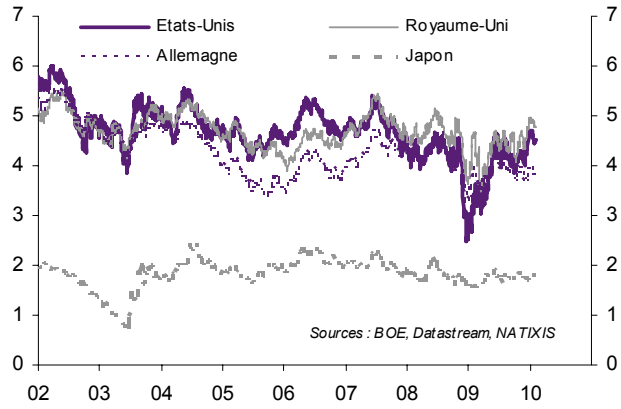
(b) **d'anticipations de hausse des taux d'intérêt**

Les taux d'intérêt à 10 ans dans 2 ans sont beaucoup plus élevés que les taux d'intérêt à 10 ans aujourd'hui **(graphiques 7 a – b),** les marchés financiers prévoient une remontée des taux d'intérêt des banques centrales, surtout en 2011, sauf au Japon **(graphiques 7 c – d).**

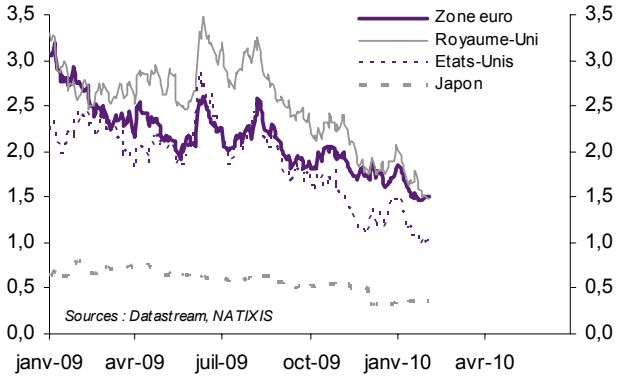
Graphique 7 a
Taux d'intérêt 10 ans



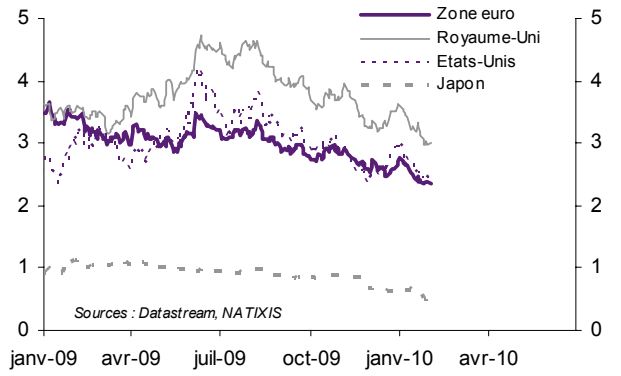
Graphique 7 b
Taux d'intérêt 10 ans dans 2 ans



Graphique 7 c
Contrats futures à 3 mois
(échéance décembre 2010)

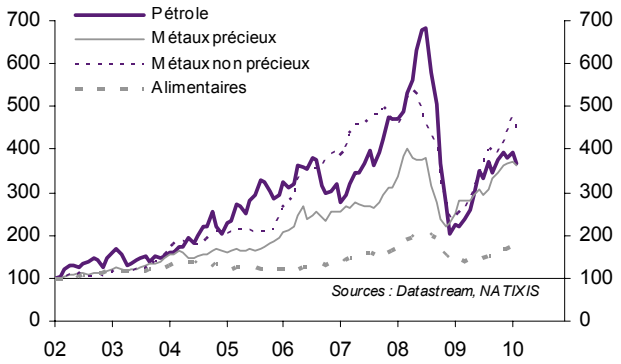


Graphique 7 d
Contrats futures à 3 mois
(échéance décembre 2011)



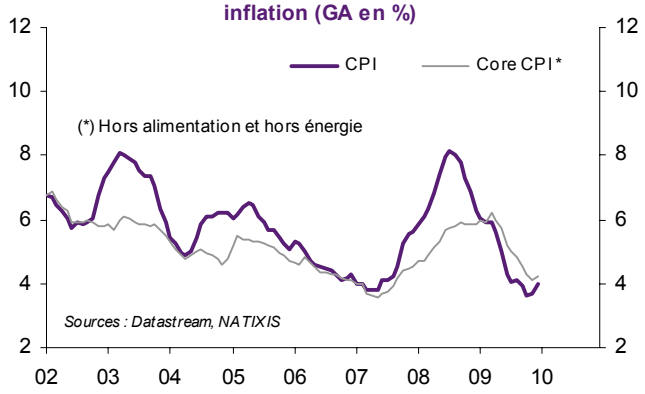
(c) **d'anticipation de hausse des prix des matières premières,** qu'implique **un stockage spéculatif qui fait monter les prix au comptant des matières premières (graphique 8).**

Graphique 8
Prix spot des matières premières en dollars
(100 en 2002 : 1)

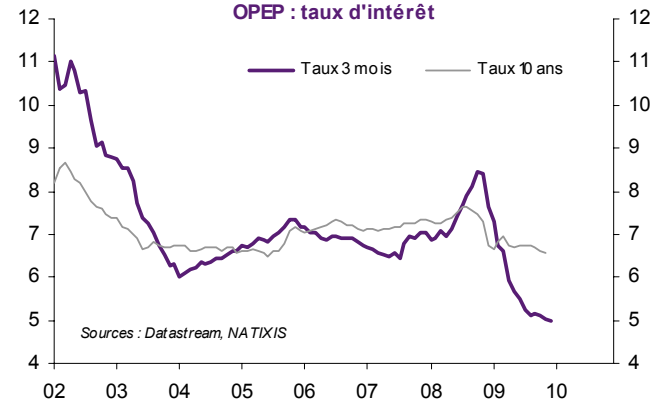


Beaucoup d'observateurs pensent qu'il s'agit d'un phénomène mondial, et que l'inflation et les taux d'intérêt vont augmenter aussi dans les pays émergents **(graphiques 9 a – b).**

Graphique 9 a
Ensemble des émergents y c Russie et OPEP : inflation (GA en %)



Graphique 9 b
Ensemble des émergents y compris Russie et OPEP : taux d'intérêt



Ces analyses qui voient le retour de tensions sur les marchés du travail et des biens oublient assez rapidement, nous semble-t-il, que s'il y a reprise économique, les niveaux d'activité, d'emplois…, restent très déprimés.

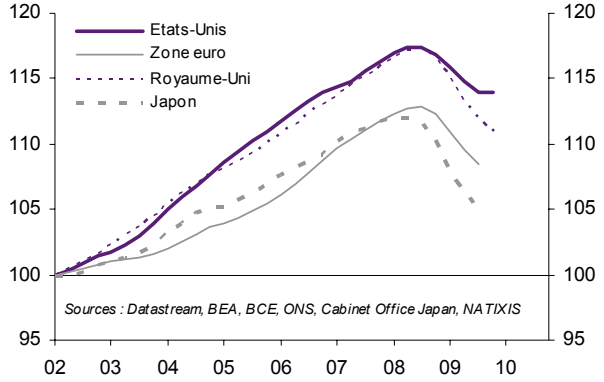
3 – Les « niveaux » restent déprimés

Les hausses de salaires, l'inflation, les prix des matières premières, les taux d'intérêt, dépendent en effet des niveaux d'activité, d'emploi, de demande, et non des taux de croissance.

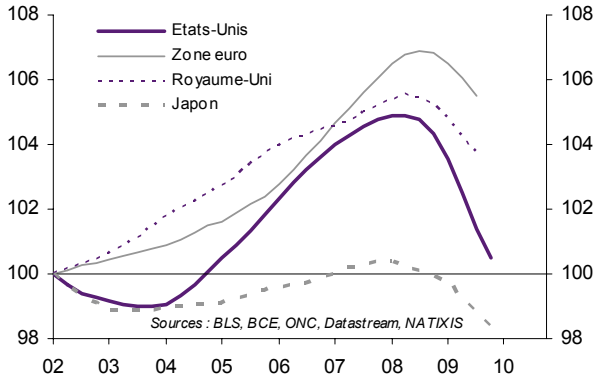
Or, les niveaux restent extrêmement déprimés, la reprise ne pouvant pas effacer la chute antérieure en 2008 – 2009 :

- **de la production (graphiques 10 a – b)** sauf en Chine ; **(graphiques 11 a – b) ;**
- **de l'emploi (graphiques 12 a – b) ;** sauf à nouveau en Chine ;
- **de la demande de matières premières (graphiques 13 a – b).**

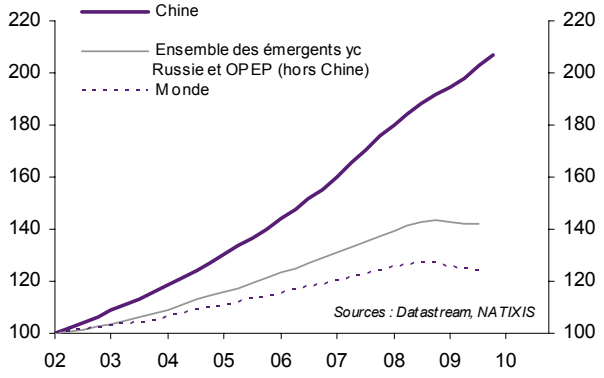
Graphique 10 a
PIB en volume (100 en 2002 : 1)



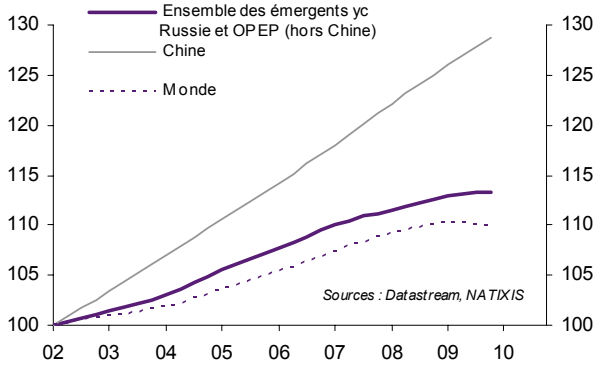
Graphique 12 a
Emploi total (100 en 2002 : 1)



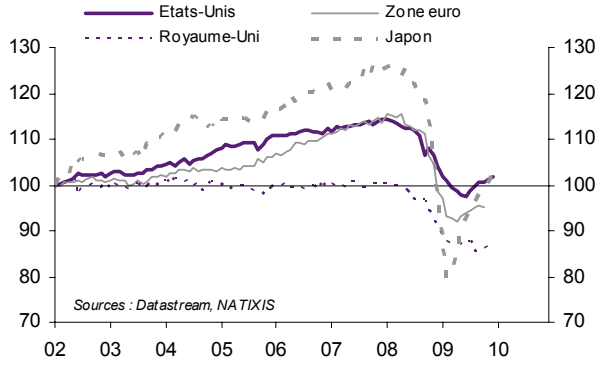
Graphique 10 b
PIB en volume (100 en 2002 : 1)



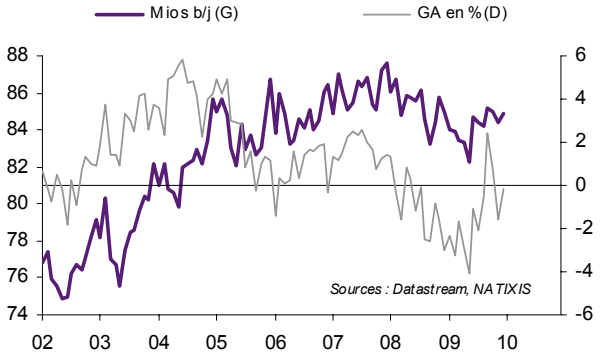
Graphique 12 b
Emploi total (100 en 2002 : 1)



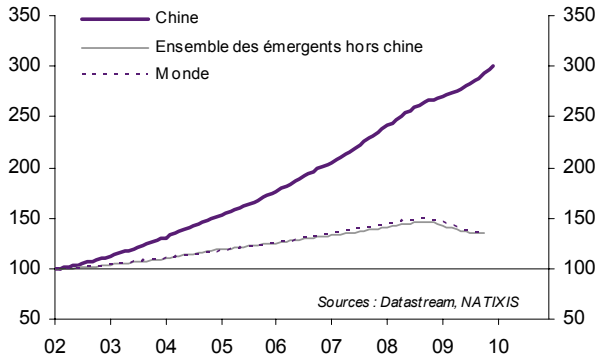
Graphique 11 a
Production manufacturière (100 en 2002 : 1)



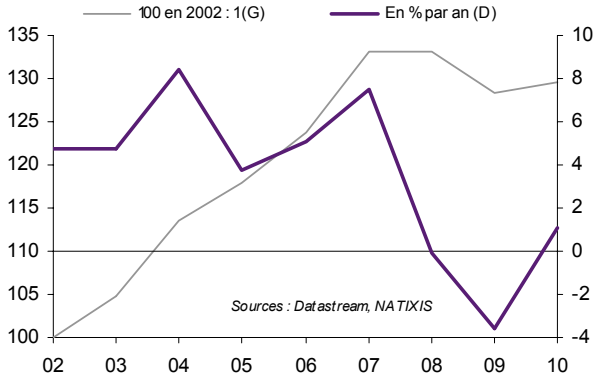
Graphique 13 a
Monde : consommation de pétrole (mios b/j)



Graphique 11 b
Production manufacturière (100 en 2002:1)



Graphique 13 b
Monde : Consommation de métaux



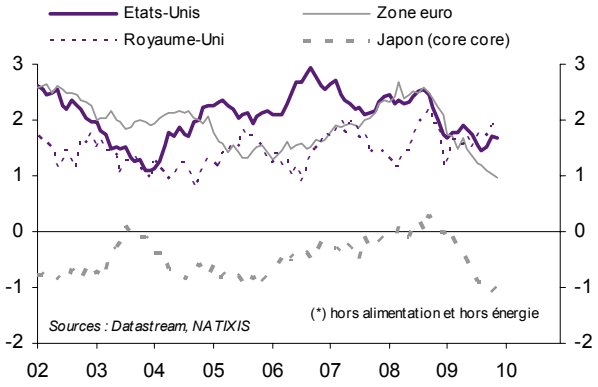
Au total, tant que la production et la demande de matières premières ne seront pas revenues au niveau de la capacité de production, tant que le chômage ne sera pas revenu au niveau du chômage structurel, même s'il y a reprise, il ne peut pas y avoir hausse des prix **(graphiques 14 a – b),** des salaires **(graphique 15) ;** ou des matières premières (graphique 8 plus haut), dans le dernier cas une fois le stockage spéculatif stabilisé.

Il faut bien sûr tenir compte, dans cette approche :

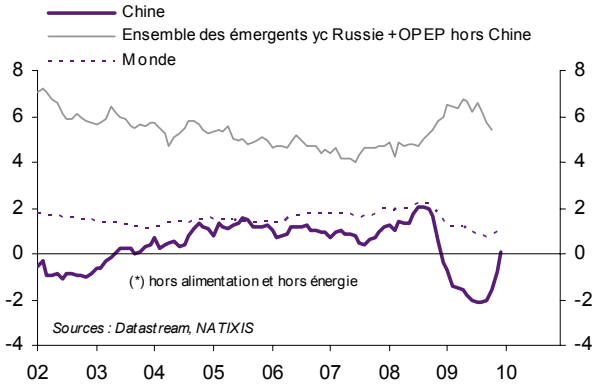
- **des destructions de capacités ;**
- **des retraits du marché du travail ;**

mais, ils sont très loin d'avoir compensé la baisse des niveaux d'activité et d'emploi **(graphiques 16 a – b).**

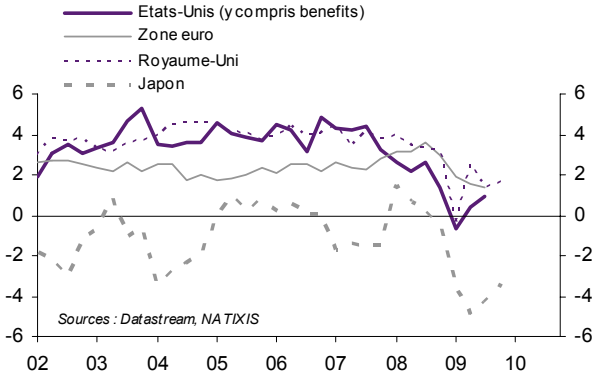
Graphique 14 a
Inflation sous-jacente* (GA en %)



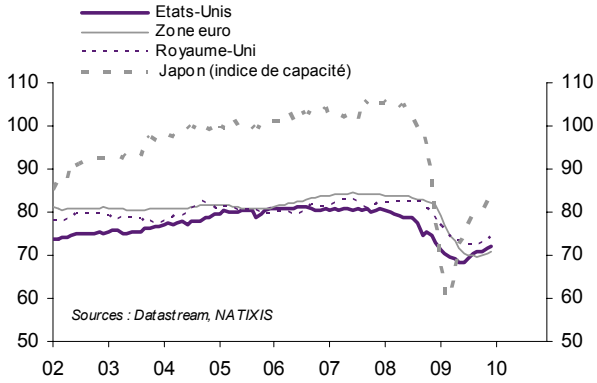
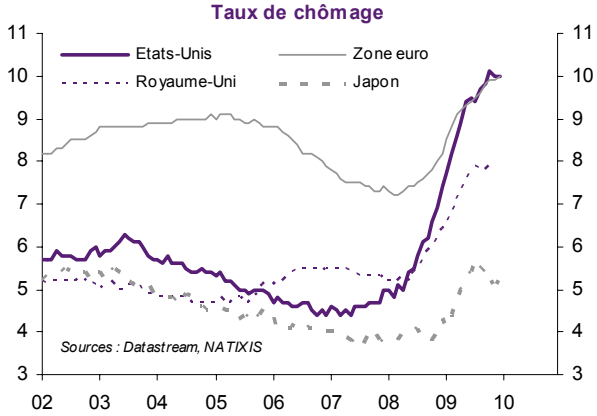
Graphique 14 b
Inflation sous-jacente* (GA en %)



Graphique 15
Salaire nominal par tête (GA en %)



Graphique 16 a
Taux d'utilisation des capacités (en %)



Graphique 16 b
Taux de chômage