

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

15 juin 2011 – N° 448

Quelle combinaison de facteurs défavorables pourrait faire retomber les Etats-Unis et la zone euro en récession à partir du second semestre 2011 ?

Les perspectives consensuelles de croissance pour les Etats-Unis ont nettement baissé depuis le début de l'année, mais restent supérieures à 2,5% pour 2011 et à 3 % pour 2012 ; la prévision consensuelle de croissance pour la zone euro est stable, autour de 1,7% à la fois pour 2011 et 2012. Nous nous demandons quelle combinaison de facteurs devrait être réunie pour que ces prévisions consensuelles se révèlent complètement fausses, et qu'il y ait en réalité retour à la récession à partir du deuxième semestre 2011 aux Etats-Unis et en Europe.

Certains facteurs de ralentissement de la croissance sont déjà présents : la réduction des déficits publics, la récession au Japon après le tsunami, le fort ralentissement de la croissance au Royaume-Uni avec la nouvelle politique budgétaire, la fin du restockage, la prudence des entreprises, la poursuite du désendettement des ménages. Il faudrait qu'il s'y ajoute :

- *une forte hausse des taux d'intérêt à long terme après la fin du QE2, et ses effets sur les prix des actifs, la construction, l'investissement des entreprises ;*
- *le maintien de pressions inflationnistes (matières premières, prix des produits des émergents) et le maintien du freinage des salaires nominaux avec le chômage, donc le recul du pouvoir d'achat des salaires ;*
- *l'accélération du ralentissement de la croissance en Chine, au Brésil.*

Un défaut souverain en Europe générerait évidemment une épouvantable crise, mais ce n'est pas une hypothèse que nous examinons ici. Il faut aussi s'interroger sur la compatibilité de ces mécanismes : les pressions inflationnistes subsisteraient-elles s'il y avait fort ralentissement de la croissance ?

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

Patrick ARTUS

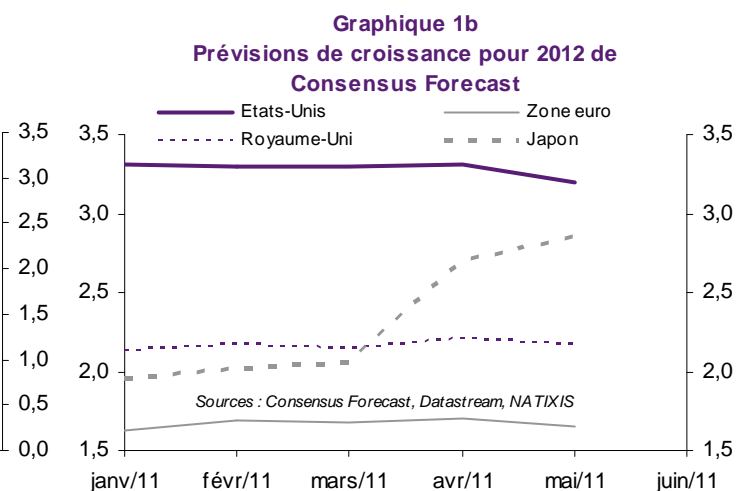
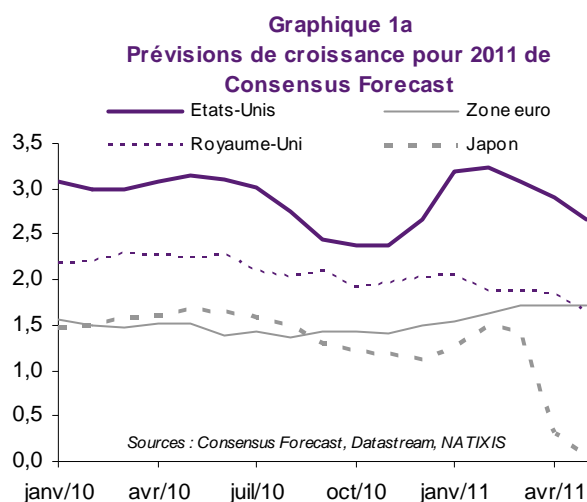
RECHERCHE ÉCONOMIQUE

Croissance anticipée assez forte en 2011 et 2012, même quand elle est révisée à la baisse

Nous nous intéressons aux perspectives de croissance en 2011 et 2012 aux États-Unis et dans la zone euro. Les graphiques 1a/b montrent les prévisions consensuelles de croissance pour les États-Unis et la zone euro, aussi pour le Royaume-Uni et le Japon.

La croissance anticipée a été révisée à la baisse aux États-Unis depuis le début de 2011, mais elle reste assez forte : 2,7% pour 2011 ; 3,2% pour 2012. La croissance anticipée de la zone euro est restée assez stable, autour de 1,7% pour 2011 et 2012.

Nous nous demandons quels facteurs pourraient conduire à une évolution très différente, un retour en récession à partir du second semestre 2011.



Quels facteurs déjà présents freinent la croissance des États-Unis et de la zone euro ?

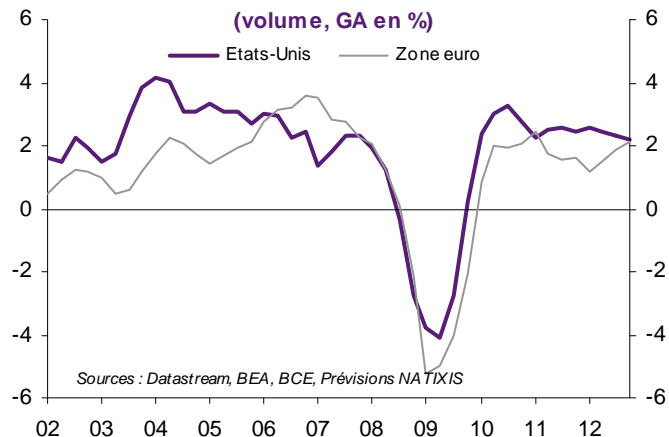
Un certain nombre de facteurs de freinage de la croissance sont déjà présents, et sont donc, normalement déjà pris en compte dans les prévisions.

Notons à ce stade que, prenant en compte ces facteurs, nous prévoyons une croissance 2012 nettement plus faible que le Consensus aux États-Unis (graphique 2).

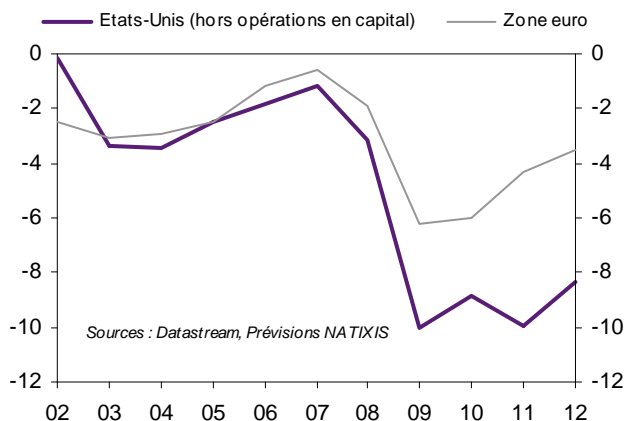
Les facteurs de freinage de la croissance déjà présents sont bien connus :

- surtout dans la zone euro (un peu aux États-Unis en 2012), **la réduction des déficits publics** (graphique 3) ;
- **la récession au Japon après le tsunami** (graphique 4), dont la durée est difficile à prévoir, comme la date du début de la reconstruction ;

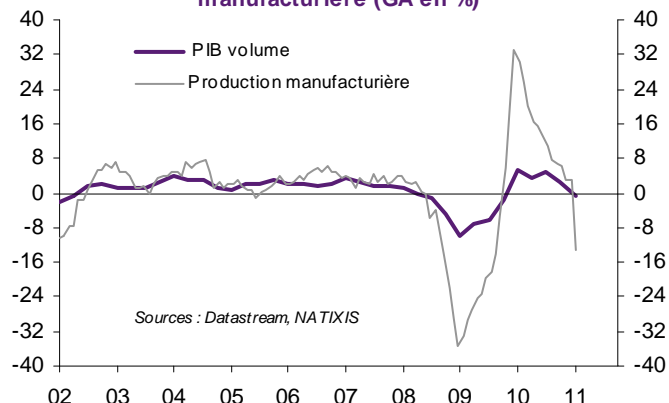
Graphique 2
Croissance du PIB
(volume, GA en %)



Graphique 3
Déficit public (en % du PIB)



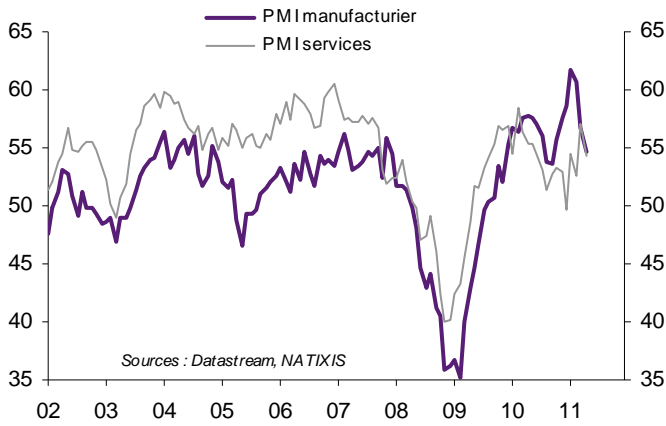
Graphique 4
Japon : croissance du PIB et production
manufacturière (GA en %)



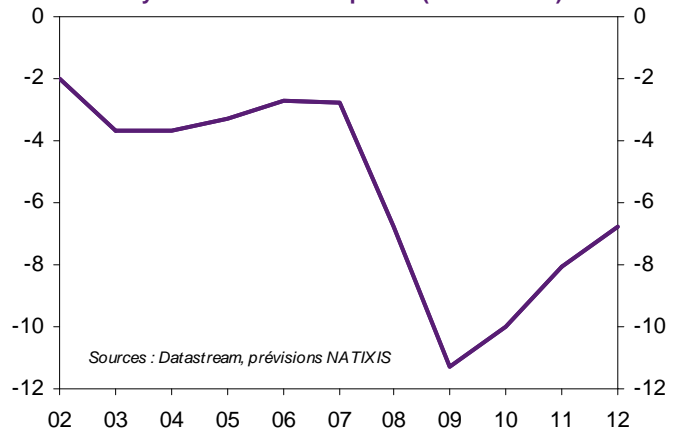
- **le fort ralentissement de la croissance au Royaume-Uni** avec la nouvelle politique budgétaire restrictive (graphiques 5a/b) ;
- **la fin du restockage** (graphiques 6a/b) ;
- **la poursuite du désendettement des ménages** (graphique 7a), donc de la faiblesse de l'immobilier résidentiel (graphique 7b) ;
- **la prudence des entreprises**, dont les taux d'investissement restent faibles (graphique 8).

Mais ces facteurs de faiblesse de l'économie sont connus, et normalement (?) pris en compte dans les prévisions.

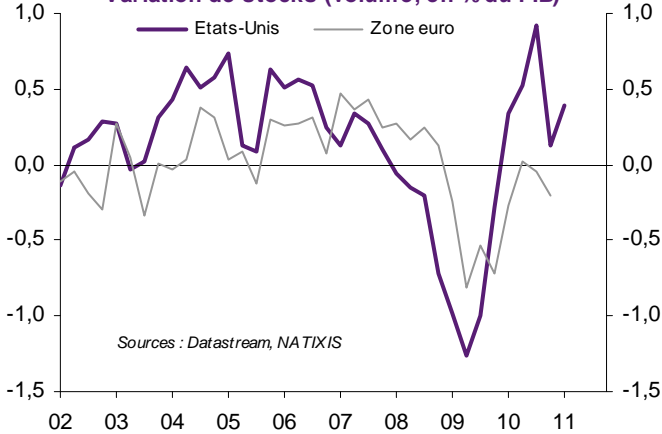
Graphique 5a
Royaume-Uni : PMI



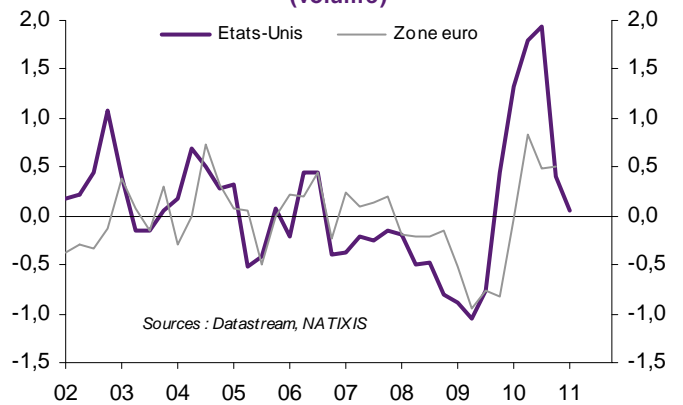
Graphique 5b
Royaume-Uni : déficit public (en % du PIB)



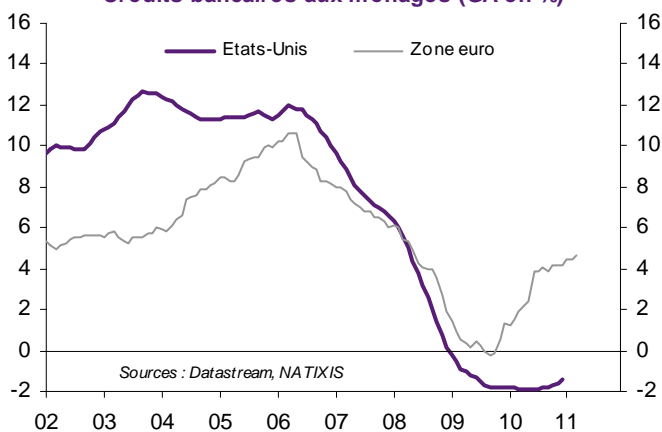
Graphique 6a
Variation de stocks (volume, en % du PIB)



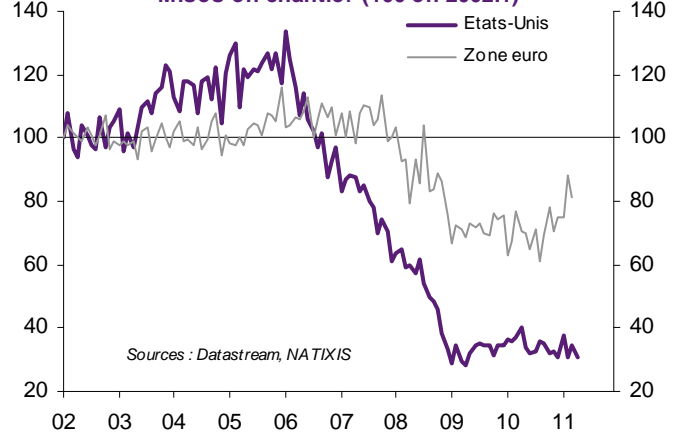
Graphique 6b
Contribution des stocks à la croissance (volume)



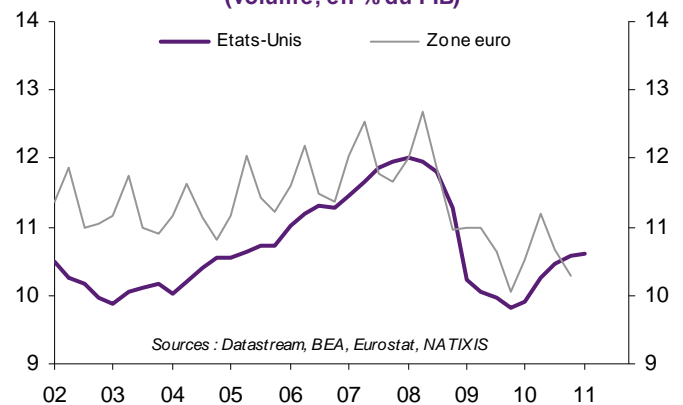
Graphique 7a
Crédits bancaires aux ménages (GA en %)



Graphique 7b
Mises en chantier (100 en 2002:1)



Graphique 8
Investissement total des entreprises
(volume, en % du PIB)



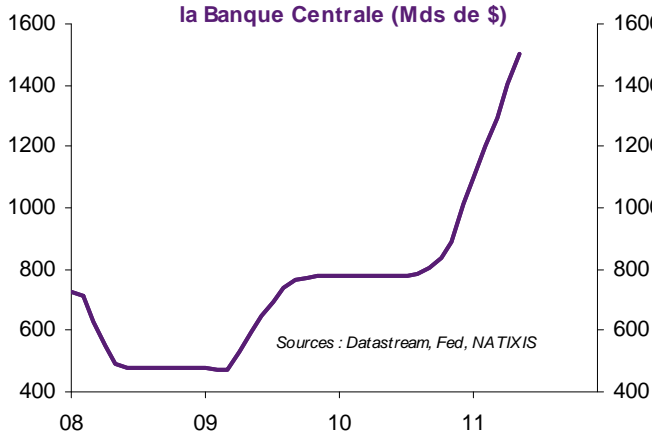
Les facteurs supplémentaires qui, se cumulant, ramèneraient en recession

1 - Une forte hausse des taux d'intérêt à long terme après la fin du QE2

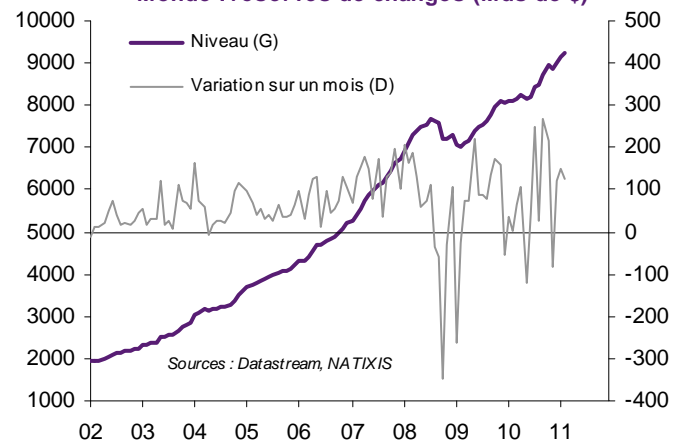
L'arrêt à la fin de juin 2011 des achats de Treasuries par la Réserve Fédérale (graphique 9a), va normalement aussi entraîner une baisse de l'accumulation de réserves de change et des achats de Treasuries par les banques centrales des pays émergents (graphique 9b), avec la réduction de la taille des flux de capitaux allant des États-Unis vers les pays émergents.

Si cette chute de la demande de Treasuries entraîne une forte hausse des taux d'intérêt à long terme (graphique 10a), il en résulterait des effets très négatifs sur les prix de l'immobilier (graphique 10b), l'activité de construction (graphique 7b plus haut), l'investissement des entreprises (graphique 8 plus haut), la valorisation des actions (graphique 10c).

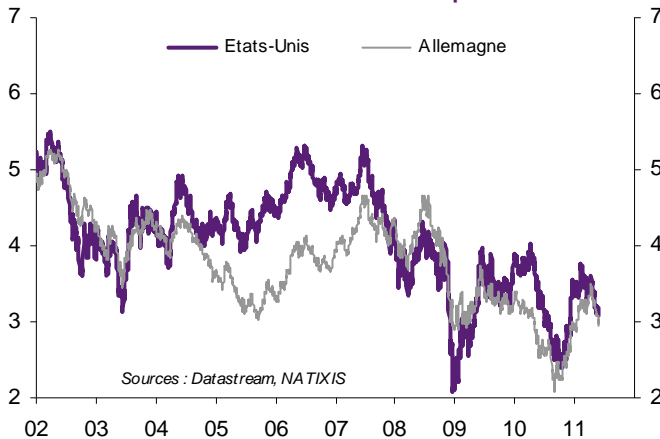
Graphique 9a
États-Unis : encours de treasuries détenu par la Banque Centrale (Mds de \$)



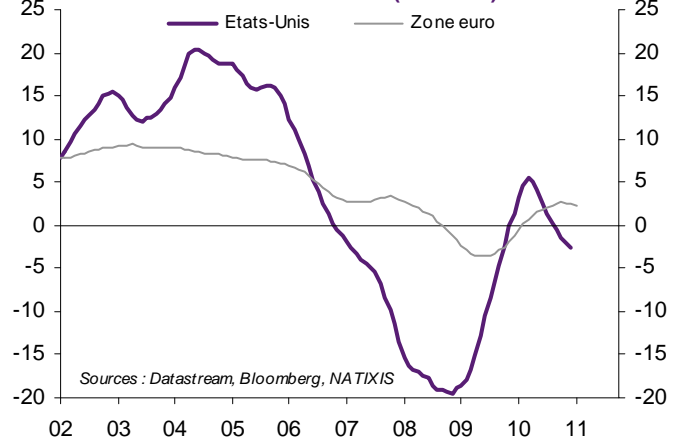
Graphique 9b
Monde : réserves de changes (Mds de \$)



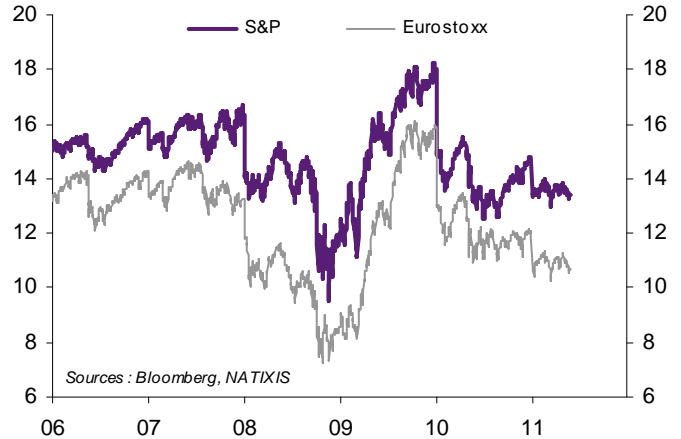
Graphique 10a
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Graphique 10b
Prix de l'immobilier (GA en %)



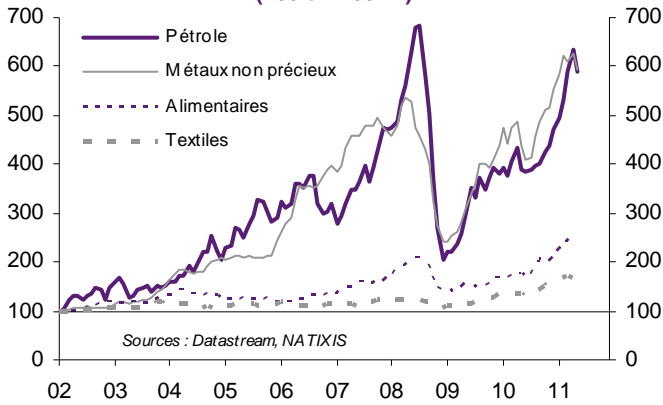
Graphique 10c
PER sur les résultats futurs



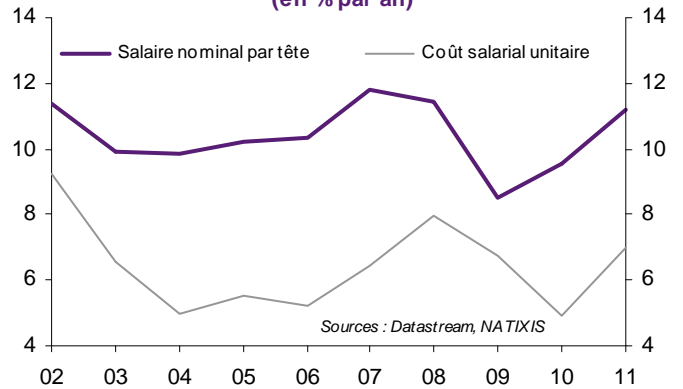
2 – Le maintien de pressions inflationnistes et du freinage des salaires nominaux

Si à la fois l'inflation reste assez élevée (ce qui nécessite que les prix des matières premières ne se retournent pas à la baisse, graphique 11a, et vient aussi de la hausse des coûts de production dans les pays émergents, graphique 11b), et les salaires nominaux continuent à ralentir (avec le niveau élevé du chômage, graphique 12a, et la volonté des entreprises d'accroître leur profitabilité, graphique 12b), alors ce contraste entre l'inflation et hausse des salaires nominaux conduit à **une baisse des salaires réels** (graphiques 13a/b) et au retournement à la baisse de la consommation (graphique 14).

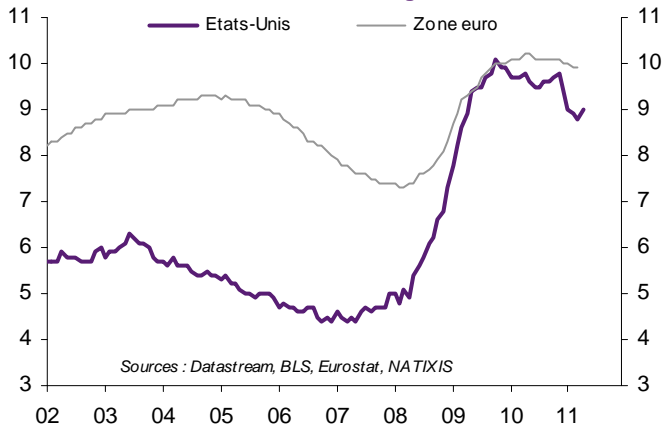
Graphique 11a
Prix spot des matières premières en dollars
(100 en 2002:1)



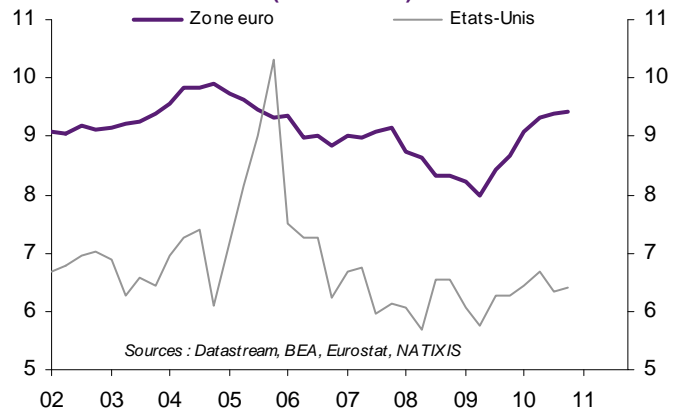
Graphique 11b
Ensemble des émergents yc Russie et OPEP :
salaire par tête et coût salarial unitaire
(en % par an)



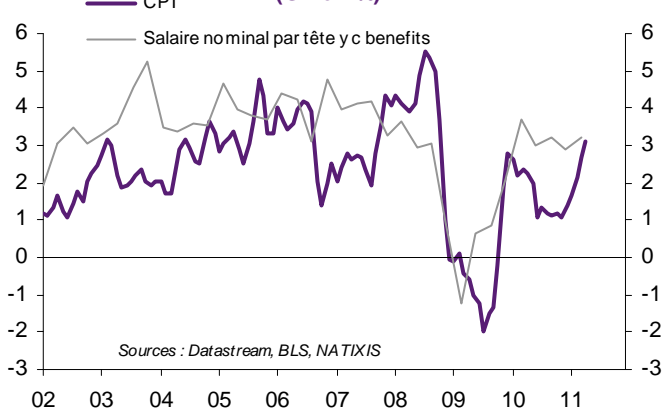
Graphique 12a
Taux de chômage



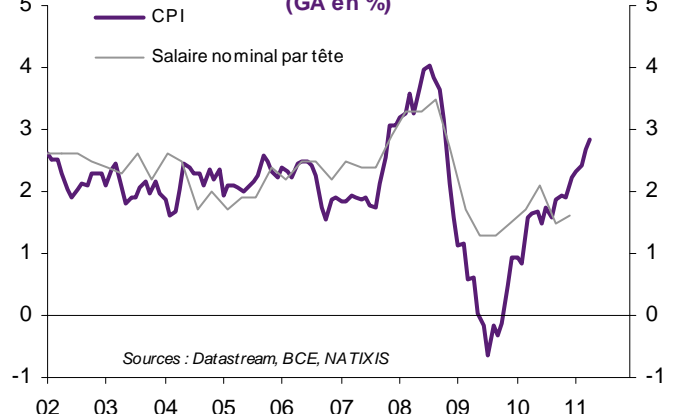
Graphique 12b
Profits après taxes, intérêts et dividendes
(en % du PIB)



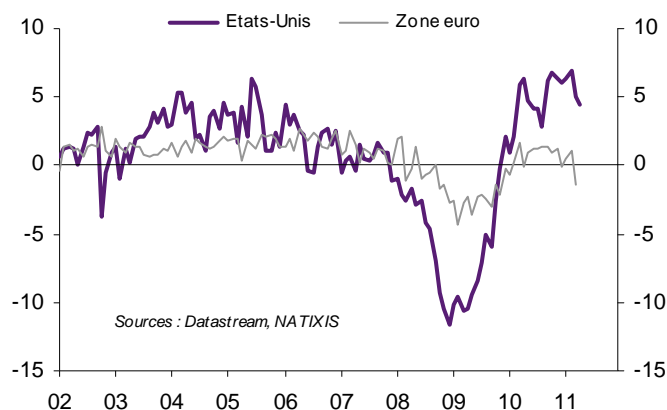
Graphique 13a
Etats-Unis : salaire nominal par tête et inflation
(GA en %)



Graphique 13b
Zone euro : salaire nominal par tête et inflation
(GA en %)



Graphique 14
Ventes au détail (en volume, GA en %)



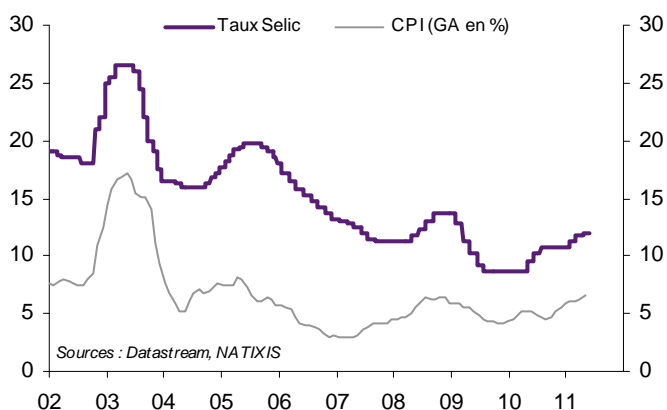
3 – Poursuite du freinage de la croissance dans de grands pays émergents

Même si les politiques monétaires restent expansionnistes et la croissance forte dans l'ensemble des pays émergents et exportateurs de pétrole, **de grands pays émergents (en particulier Brésil et Chine) connaissent un ralentissement net de leur croissance en raison des politiques monétaires restrictives de lutte contre l'inflation :**

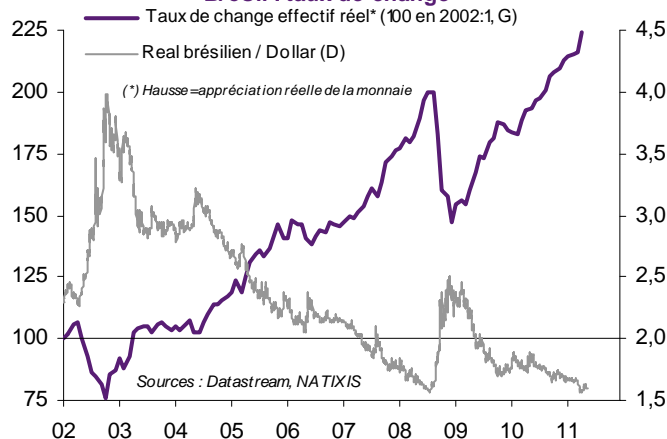
- **au Brésil**, la hausse des taux d'intérêt et l'appréciation induite de la devise (**graphiques 15a/b**) sont telles que **l'activité réelle ralentit fortement (graphiques 15c/d)** ;
- **en Chine**, la politique monétaire utilise la hausse des taux de réserves obligatoires des banques **pour freiner le crédit (graphique 16a)** ; il en résulte un freinage de la consommation des ménages (**graphique 16b**), tandis que l'inflation et la hausse des salaires commencent à pénaliser les industries de main d'œuvre (**graphique 16c**), **d'où le freinage de l'activité manufacturière (graphique 16d)**.

Si ce ralentissement se poursuivait, **le commerce mondial serait affecté (graphique 17)**.

Graphique 15a
Brésil : inflation et taux directeur

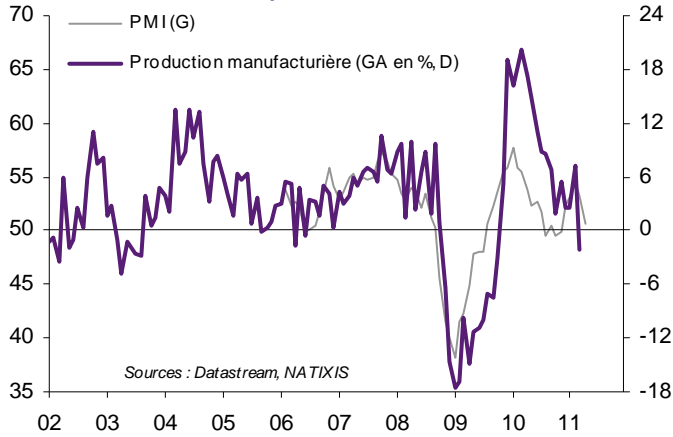


Graphique 15b
Brésil : taux de change



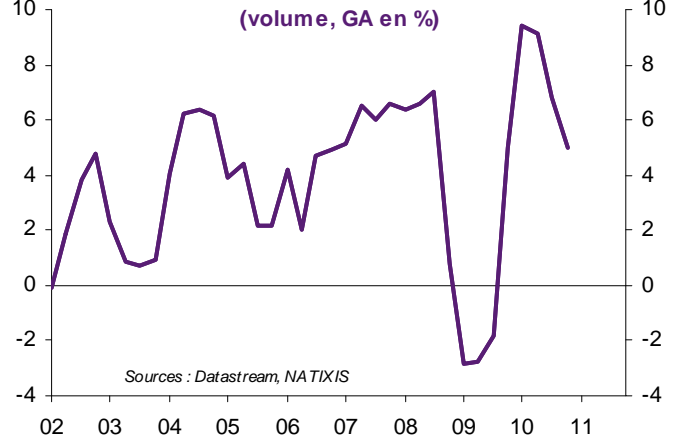
Graphique 15c

Brésil : PMI et production manufacturière



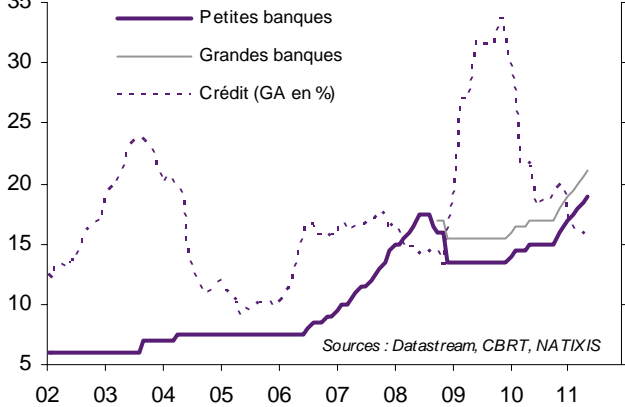
Graphique 15d

Brésil : croissance du PIB (volume, GA en %)



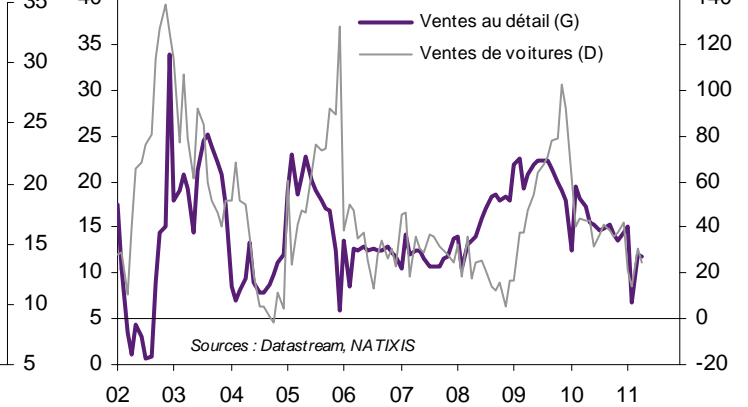
Graphique 16a

Chine : crédit et taux de réserves obligatoires des banques



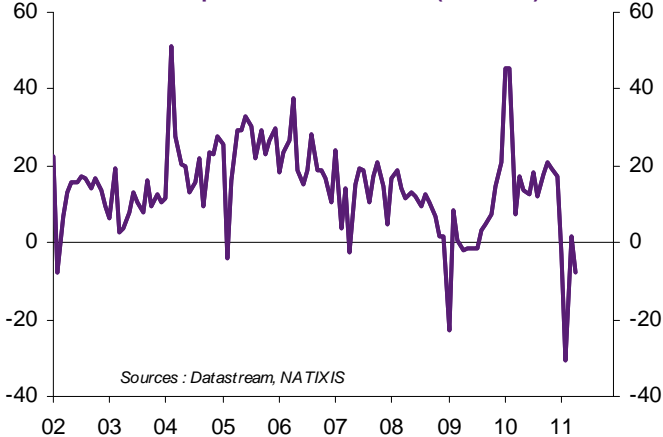
Graphique 16b

Chine : ventes au détail et de voitures (en volume, GA en %)



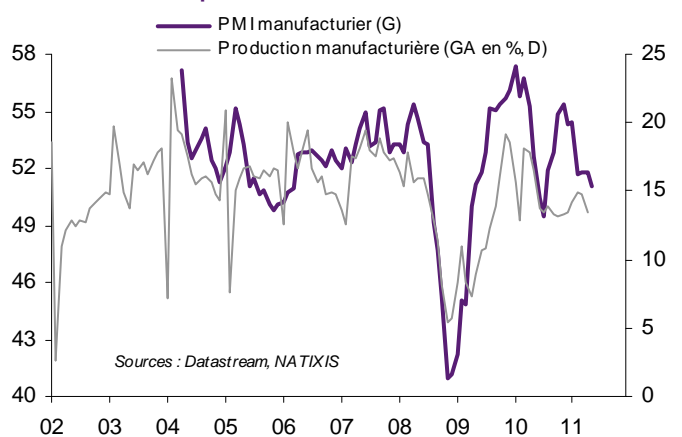
Graphique 16c

Chine : production de textile (GA en %)

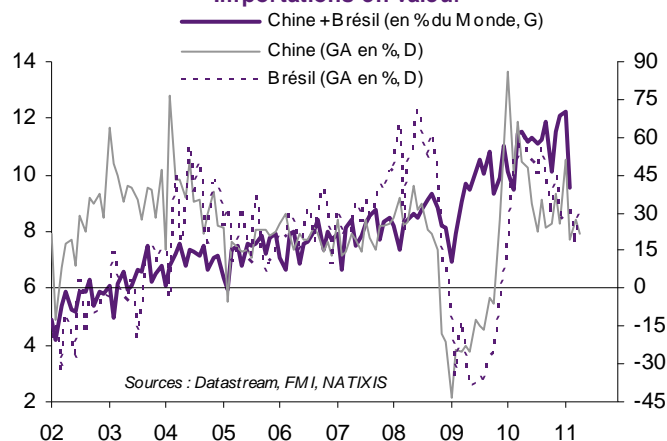


Graphique 16d

Chine : production et PMI manufacturiers



Graphique 17
Importations en valeur



Synthèse : peut-on retourner en récession aux Etats-Unis et dans la zone euro ?

Nous avons volontairement omis de mentionner le risque de défaut d'un pays périphérique de la zone euro. Si un tel défaut se présentait, la crise bancaire qui en résulterait (compte tenu des détentions de dette publique et bancaire, tableau 1) conduirait à une récession du type de celle qui a suivi la faillite de Lehman.

Certains facteurs de freinage de l'activité sont déjà présents : politiques budgétaires restrictives, récession japonaise, fin du restockage, prudence des entreprises, désendettement des ménages...

Pour qu'il y ait récession il faudrait aussi :

- une forte hausse des taux d'intérêt à long terme après la fin du QE2 ;
- la poursuite de la baisse des salaires réels ;
- la poursuite du freinage de la croissance dans les émergents où la politique monétaire est devenue restrictive (Brésil, Chine).

Il faut aussi s'interroger sur la compatibilité (la cohérence) de ces évolutions : si les croissances s'affaiblissent trop aux Etats-Unis, dans la zone euro, en Chine, les prix des matières premières vont reculer et les salaires réels seront soutenus.

Tableau 1
Détention par les banques de la dette totale des pays (Mds d'euros, 2010 Q4)

Banques							
Pays	Pays Bas	Portugal	Espagne	Suède	Suisse	Royaume-Uni	Etats-Unis
Grèce	3	8	1	0	2	10	6
Irlande	14	17	8	4	11	115	49
Portugal	4	-	65	0	2	18	4
Espagne	58	20	-	3	11	84	31

Banques									
Pays	Autriche	Belgique	Danemark	France	Allemagne	Grèce	Irlande	Italie	Japon
Grèce	2	1	0	40	26	-	1	3	1
Irlande	2	34	13	28	89	0	-	11	20
Portugal	1	1	0	20	27	0	2	3	2
Espagne	5	15	2	107	137	0	10	22	17

Source: BRI