

Pourquoi est-on plus pessimiste pour cette sortie de crise que pour celles du passé ?

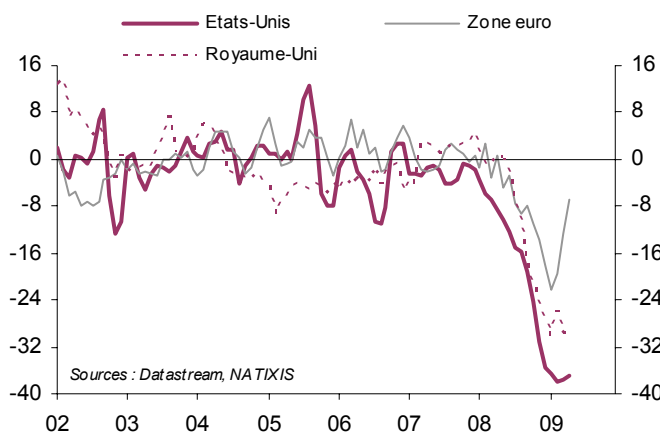
Beaucoup d'analystes sont pessimistes quant aux perspectives de croissance après la fin de la récession (pour 2010-2011-2012). Pourquoi ce pessimisme alors que, dans le passé, la croissance devient au contraire forte après les récessions ? Qu'est ce qui rend la situation présente différente de celle passée et qui justifie ce pessimisme ? Nous avons à l'esprit :

- le niveau beaucoup plus élevé d'endettement donc la faible probabilité du redémarrage du crédit et des dépenses associées ;*
- la situation dégradée des finances publiques qui nécessitera probablement le passage à une politique budgétaire restrictive ;*
- le risque de remontée des prix des matières premières avec la reprise de la croissance dans les pays émergents et le sous-investissement dans la production de matières premières ;*
- la perte de croissance potentielle avec la moindre immigration, le niveau durablement élevé du chômage et la perte associée de capital humain, de nouvelles délocalisations, et si, comme il est suggéré ci-dessus, il y a hausse de la pression fiscale et des prix des matières premières.*

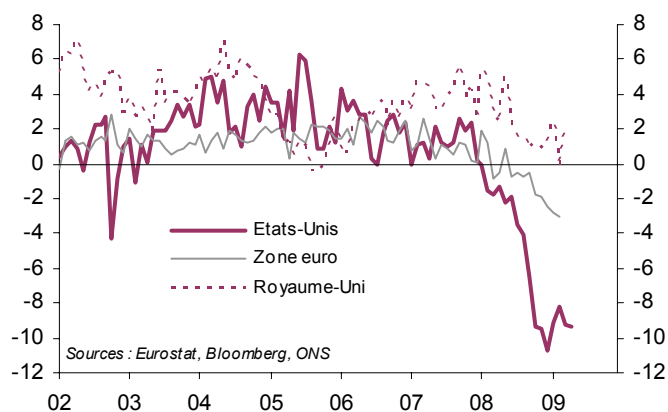
A court terme, le recul de la demande des entreprises succède à celui de la demande des ménages

La récession a débuté avec **la chute de la demande des ménages**, en particulier **des postes de la demande liés au crédit** (biens durables, immobilier résidentiel, graphiques 1a-b-c), ce qui résulte du désendettement des ménages (graphique 1d).

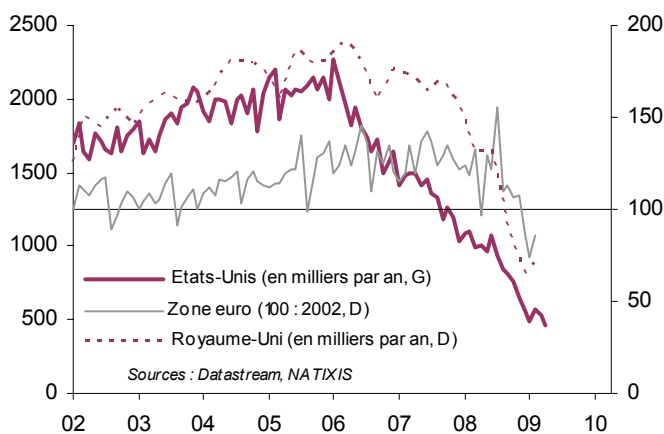
Graphique 1a
Ventes de voitures (GA en %)



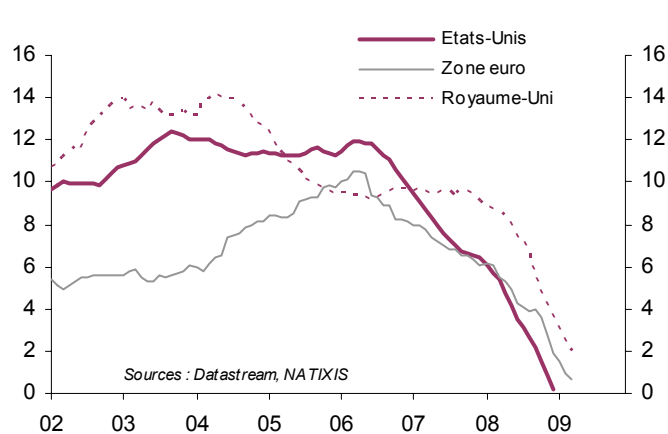
Graphique 1b
Ventes au détail (en volume, GA en %)



Graphique 1c
Mises en chantier



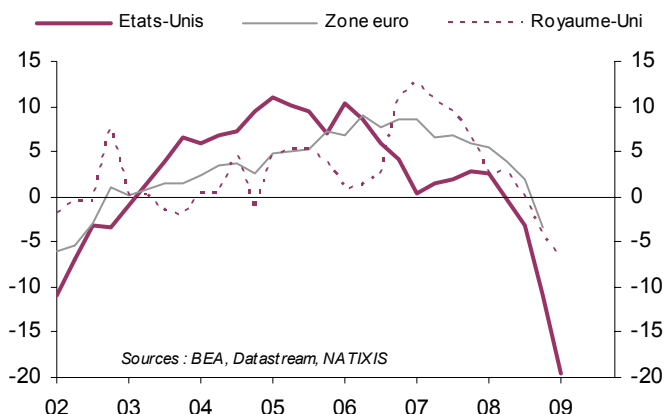
Graphique 1d
Crédits bancaires aux ménages (GA en %)



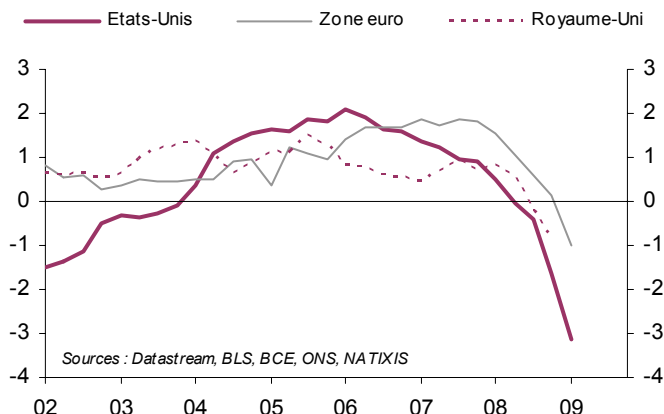
Mais la récession se prolonge maintenant par le recul de la demande des entreprises (graphiques 2a-b), lié au besoin de remontée du taux d'autofinancement et de réduction de l'endettement des entreprises (graphiques 2c-d).

La question que nous posons ici est celle du caractère raisonnable ou non du pessimisme portant sur la croissance au-delà de cette période de récession.

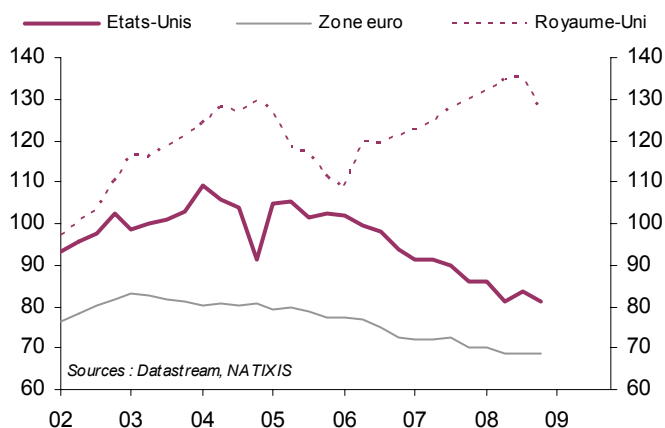
Graphique 2a
Investissement productif (en volume, GA en %)



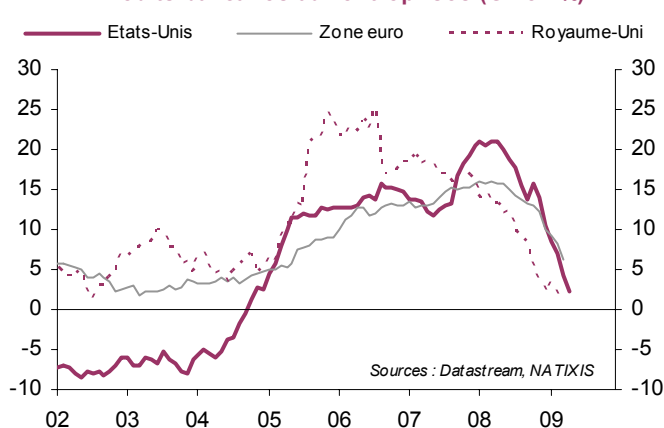
Graphique 2b
Emploi total (GA en %)



Graphique 2c
Taux d'autofinancement



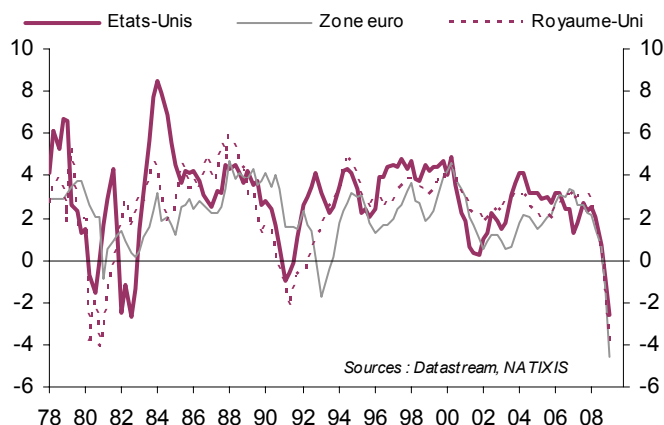
Graphique 2d
Crédits bancaires aux entreprises (GA en %)



Normalement
croissance forte après
les récessions

Dans les cycles du passé, la croissance devient forte, supérieure à la croissance de long terme, après la fin de la récession, et il y a donc rattrapage de la perte de croissance antérieure (graphique 3).

Graphique 3
Croissance du PIB (volume, GA en %)



Ceci s'est vu de 1983 à 1985, de 1994 à 1998 et en 2003-2005.

La plupart des économistes pensent aujourd'hui que la croissance, au contraire, restera modeste après la fin de la récession (2011-2012).

Peuvent-ils justifier ce profil de l'activité si différent de celui du passé ?

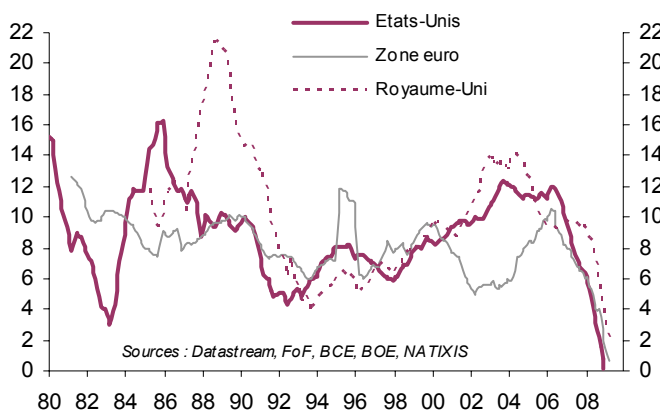
Nous pensons qu'il est raisonnable d'être pessimiste quant à la croissance post-récession en raison :

1. des taux d'endettement ;
2. de la situation des finances publiques ;
3. des prix des matières premières ;
4. de la perte de croissance potentielle.

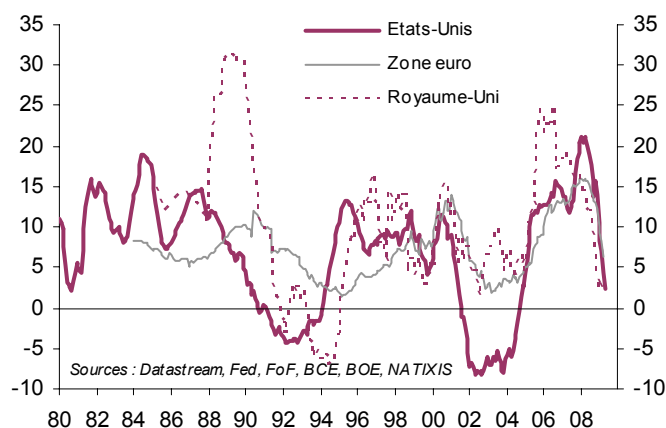
Très peu probable que le crédit redémarre

Dans les cycles du passé, la reprise économique est facilitée par le redémarrage du crédit, ce qui s'est observé (**graphiques 4a-b**) à partir de 1985-86, à partir de 1994, puis de 2002.

Graphique 4a
Crédits bancaires aux ménages (GA en %)



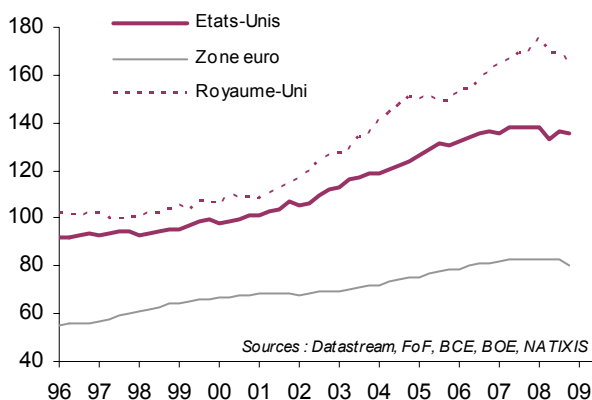
Graphique 4b
Crédits bancaires aux entreprises (GA en %)



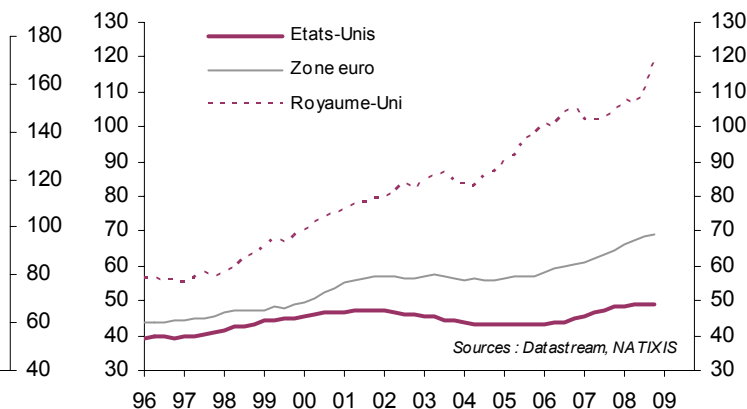
Pour que la croissance devienne supérieure à la croissance de long terme après une récession, il faut que la demande progresse plus vite que les revenus, donc il faut que les taux d'endettement progressent.

Compte tenu des niveaux atteints par l'endettement (**graphiques 5a-b**), de la hausse des primes de risque (**graphiques 6a-b**), de la perte de richesse (**graphiques 7a-b**), il nous paraît très improbable que le crédit puisse repartir, ce qui constitue donc une différence très importante par rapport aux cycles du passé.

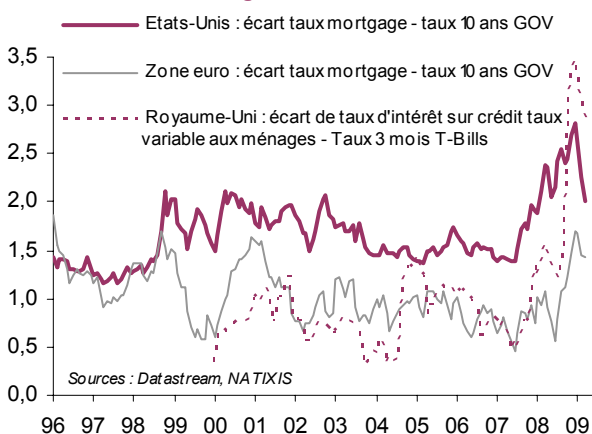
Graphique 5a
Dette des ménages (en % du RDB)



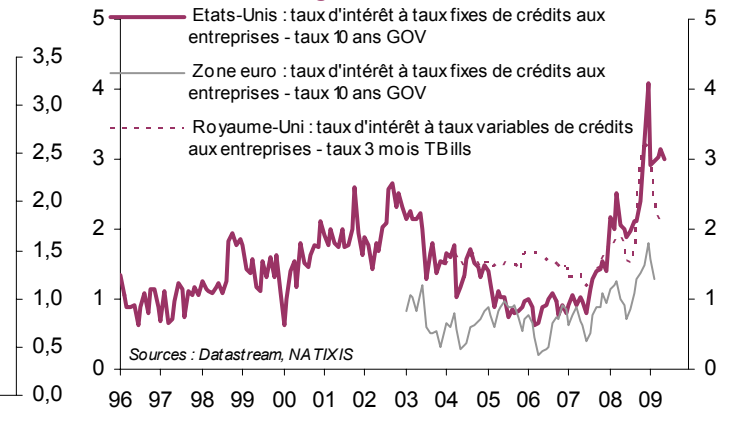
Graphique 5b
Dettes des entreprises (en % du PIB)



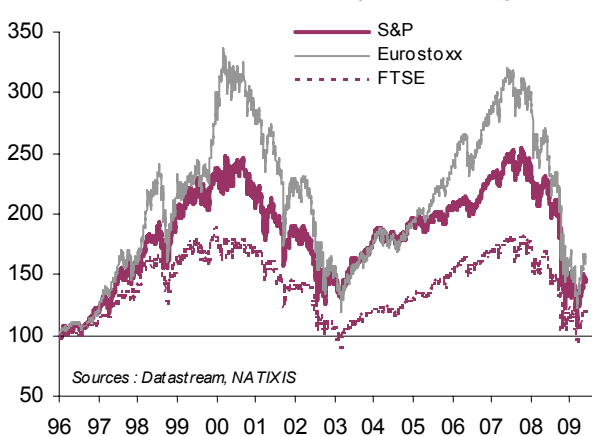
Graphique 6a
Marges de taux d'intérêt



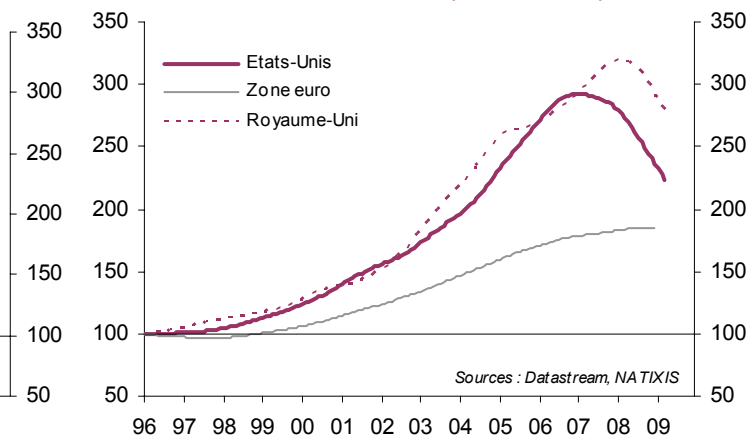
Graphique 6b
Marges de taux d'intérêt



Graphique 7a
Indices boursiers (100 en 1996:1)



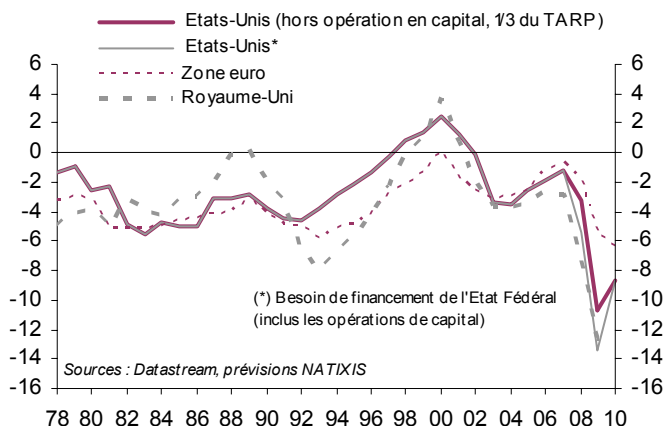
Graphique 7b
Prix de l'immobilier (100 en 1996:1)



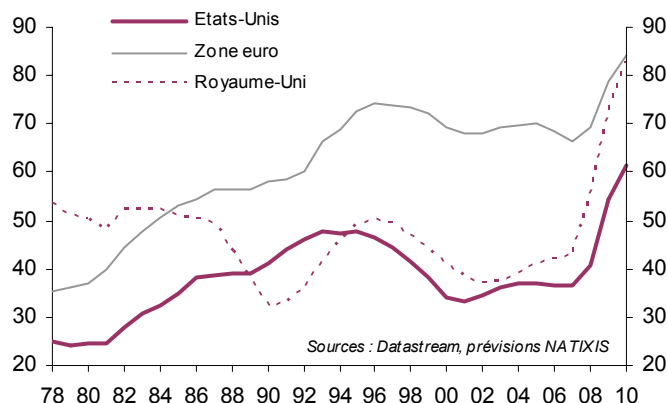
Situation dégradée des finances publiques

En réaction à la crise, les gouvernements ont mis en place des politiques budgétaires beaucoup plus expansionnistes que dans les récessions du passé (graphique 8a), ce qui va conduire à des niveaux extrêmement élevés de dettes publiques (graphique 8b), bien plus élevés que dans les sorties de récession précédentes (1986, 1994, 2004).

Graphique 8a
Déficit public (en % du PIB)



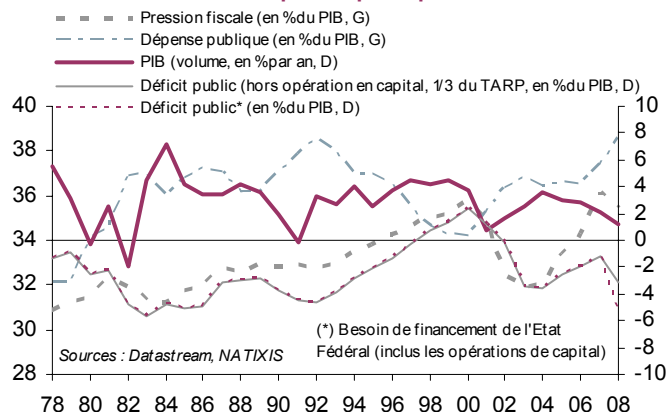
Graphique 8b
Dettes Publiques (en % du PIB)



Puisque le crédit ne va probablement pas redémarrer (voir plus haut), la croissance va rester modeste et ne réduira pas beaucoup les déficits publics après la fin de la récession. Ceci implique, probablement, que les États devront passer à des politiques budgétaires volontairement restrictives pour stabiliser les taux d'endettement publics. Dans le passé, le plus souvent, la croissance réduisait les déficits publics sans que des politiques volontaristes de réduction des déficits aient à être mises en place.

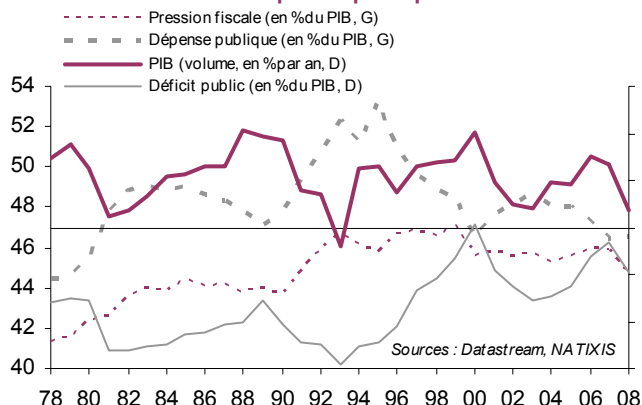
Les graphiques 9a-b-c montrent la réduction des déficits publics de 1992 à 1999, de 2003 à 2006 aux États-Unis et dans la zone euro, de 1984 à 1989, de 1993 à 2000 au Royaume-Uni.

Graphique 9a
Etats-Unis : PIB, déficit public, pression fiscale et dépense publique



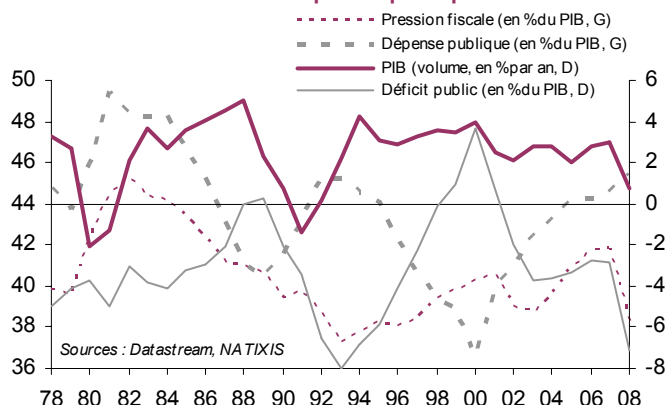
Graphique 9b

Zone euro : PIB, déficit public, pression fiscale et dépense publique



Graphique 9c

Royaume-Uni : PIB, déficit public, pression fiscale et dépense publique



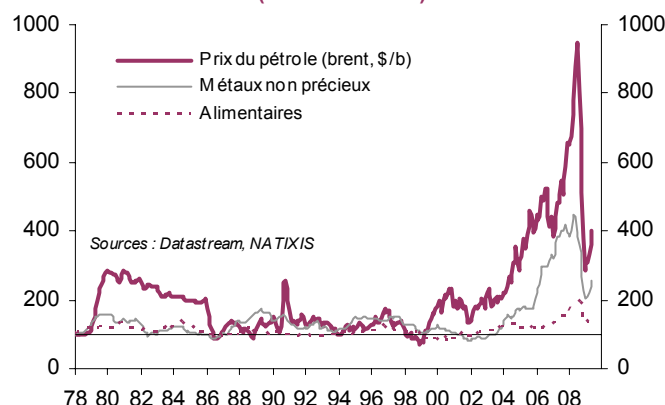
Dans le futur, on peut craindre qu'il soit nécessaire de mettre en place de telles politiques, soit en accroissant la pression fiscale, soit en réduisant les dépenses publiques. Ceci vient de la moindre croissance avec l'absence de reprise du crédit et, puisque les taux d'endettement publics sont plus élevés, du besoin d'avoir un excédent budgétaire primaire (hors intérêts sur la dette publique) plus élevé pour stabiliser le taux d'endettement public.

Risque de remontée des prix des matières premières

Dans le passé, après la fin des récessions (voir plus haut graphique 3), les prix des matières premières (graphique 10) restaient stables ou même baissaient (1980-1986 ; 1990-1994 ; 1997-1999 ; 2000-2003).

Graphique 10

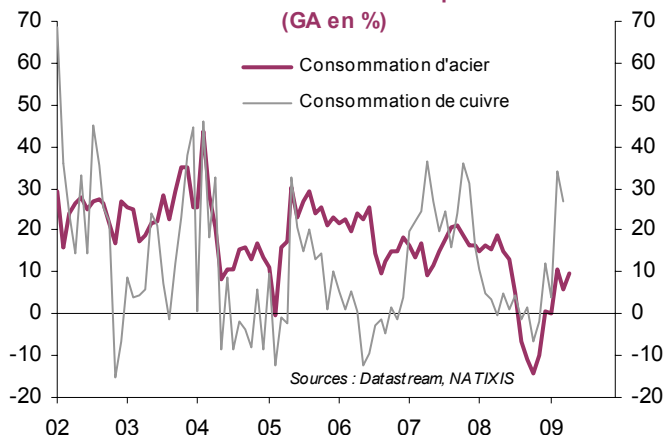
Prix des matières premières en dollars (100 en 1978 : 1)



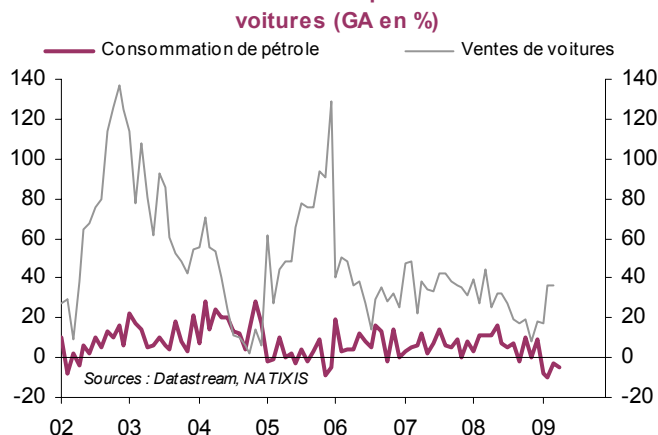
La situation après la récession présente pourrait être caractérisée :

- par une remontée rapide de la demande de matières premières dans les pays émergents, en particulier en Asie, où la reprise de la croissance va probablement être rapide et assez forte. On voit déjà la reprise de la consommation de métaux en Chine (graphique 11a), pas encore celle de pétrole malgré celle des achats de voitures (graphique 11b) ;

Graphique 11a
Chine : demande de matières premières (GA en %)

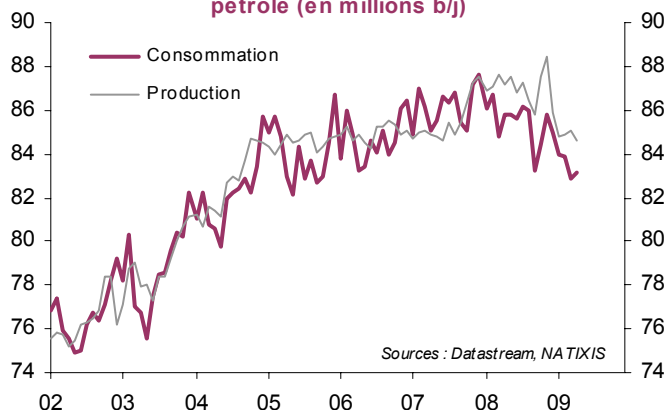


Graphique 11b
Chine : consommation de pétrole et ventes de voitures (GA en %)

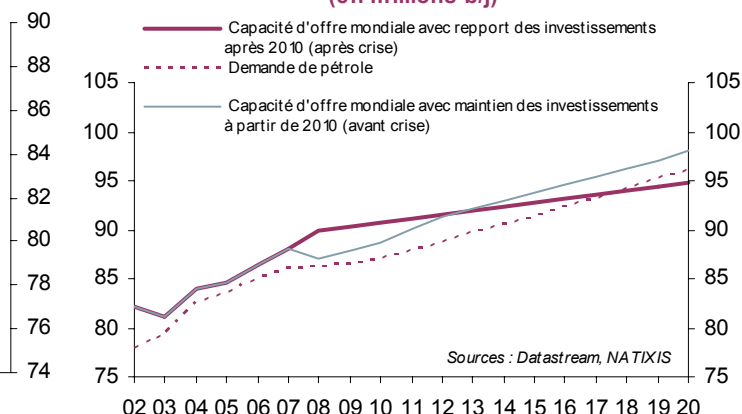


- aujourd'hui, il y a encore situation d'excès d'offre sur les marchés de matières premières, comme on le voit pour le pétrole (graphique 12). Mais pendant la crise, il y a eu sous-investissement dans la recherche et la production de matières premières. Le graphique 13 montre les estimations de la capacité de production mondiale de pétrole faites avant la crise et faites aujourd'hui.

Graphique 12
Consommation et production mondiale de pétrole (en millions b/j)



Graphique 13
Capacité mondiale de production de pétrole (en millions b/j)



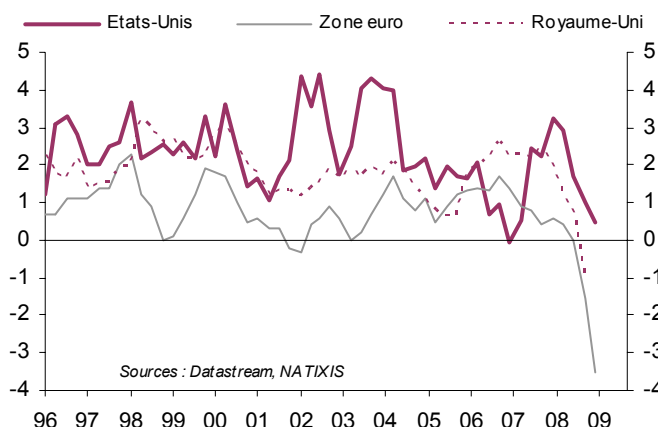
On voit le risque : qu'avec une capacité de production réduite par le sous-investissement dû à la crise, la remontée de la demande de matières premières dans les pays émergents conduite à une remontée rapide des prix des matières premières alors que la croissance est encore faible aux Etats-Unis et en Europe.

Perte de croissance potentielle

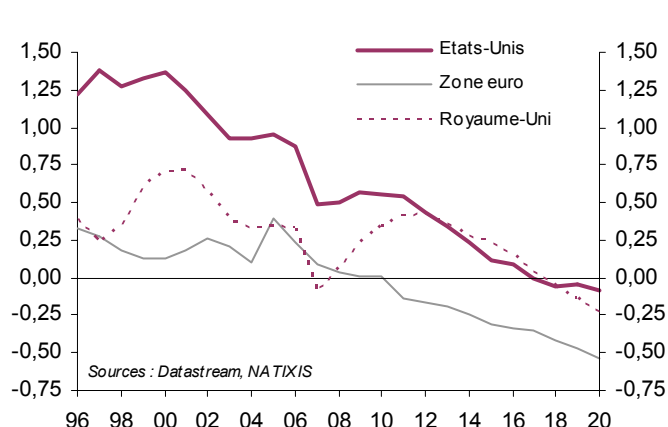
Si le crédit ne peut pas redémarrer, comme on l'a vu plus haut, la croissance converge vers la croissance potentielle et ne peut pas devenir supérieure à cette dernière après la fin de la récession.

On peut estimer la croissance potentielle en ajoutant la tendance des gains de productivité (graphique 14a) à la croissance de la population en âge de travailler (graphique 14b).

Graphique 14a
Productivité par tête (GA en %)



Graphique 14b
Population de 20 à 60 ans (en % par an)

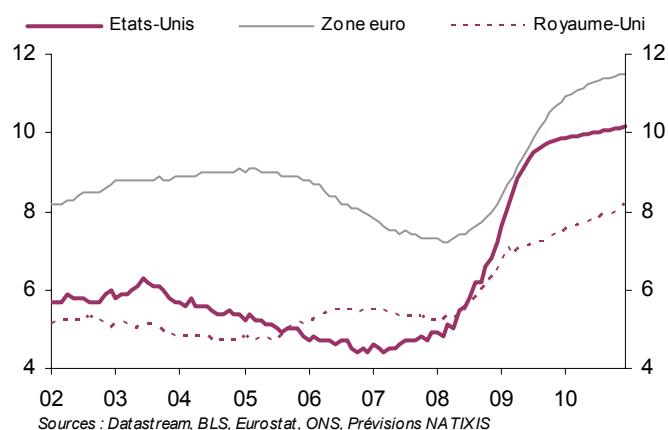


Ceci conduit à une estimation de la croissance potentielle de 2,25 % aux Etats-Unis, 1,25 % dans la zone euro, 1,75 % au Royaume-Uni.

Mais on peut se demander **si la croissance potentielle ne va pas être plus faible après la crise avec :**

- la possible hausse de la pression fiscale ;
- la possible remontée des prix des matières premières ;
- la perte de capital humain avec le niveau très élevé atteint par le chômage (graphique 15).

Graphique 15
Taux de chômage (en %)

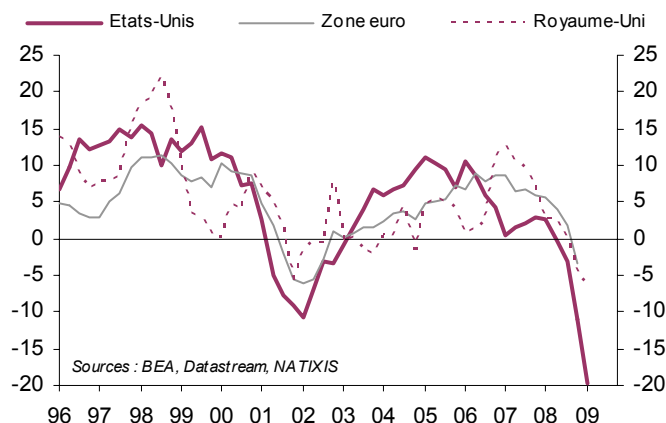


Nouvelles délocalisations

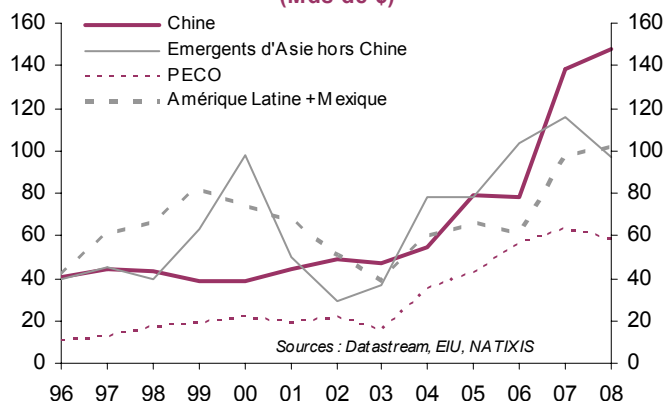
La perte de croissance potentielle pourrait être amplifiée par **la perte de capital productif due :**

- au recul de l'investissement productif durant la crise (graphique 16), mais ce recul est habituel ;
- à une nouvelle vague de délocalisations vers les pays émergents (graphique 17), donc à une perte irréversible de capacité de production industrielle (graphique 18) due à l'anticipation de la faiblesse à venir des débouchés aux Etats-Unis et en Europe.

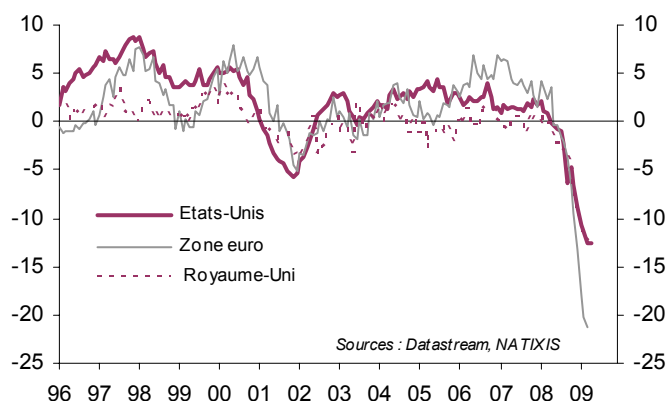
Graphique 16
Investissement productif (en volume, GA en %)



Graphique 17
Investissements directs : flux entrants
(Mds de \$)



Graphique 18
Production manufacturière (GA en %)



Synthèse : il nous semble bien que ce cycle est différent de ceux du passé

Pour pouvoir affirmer que la croissance sera très modeste en 2011-2012 (2010 sera encore une année de récession marquée par le recul des dépenses des entreprises), il faut démontrer que le cycle présent est différent des cycles du passé.

Nous pensons que c'est le cas, avec :

- le niveau plus élevé de l'endettement du secteur privé ;
- la dette publique plus élevée imposant le retour à un excédent budgétaire primaire important ;
- le risque de remontée des prix des matières premières avec le retour à la croissance des pays émergents et le sous-investissement en recherche et production de matières premières pendant la crise ;
- le risque de baisse de la croissance potentielle s'il y a hausse de la pression fiscale, prix des matières premières plus élevés, perte de capital humain, nouvelles délocalisations.

Le **schéma** ci-dessous résume alors ces hypothèses, avec le profil de la croissance dans un cycle habituel et le profil de la croissance que nous attendons dans ce cycle.

