

L'ALPHABET DE LA REPRISE

ALAIN HENRIOT

Directeur délégué de COE-Rexecode

L'économie mondiale est sortie de récession à la mi-2009. La contraction ayant été d'une ampleur inconnue depuis la Seconde Guerre mondiale, le niveau de l'activité reste encore très faible au regard de celui qui prévalait avant que la crise n'éclate. Ce qui suscite de nombreuses interrogations sur l'après.

En cette fin d'année 2009, le monde reprend son souffle ! Les marchés financiers et de matières premières se sont redressés, les échanges mondiaux ont repris, les États-Unis et la zone euro sont sortis de la récession.

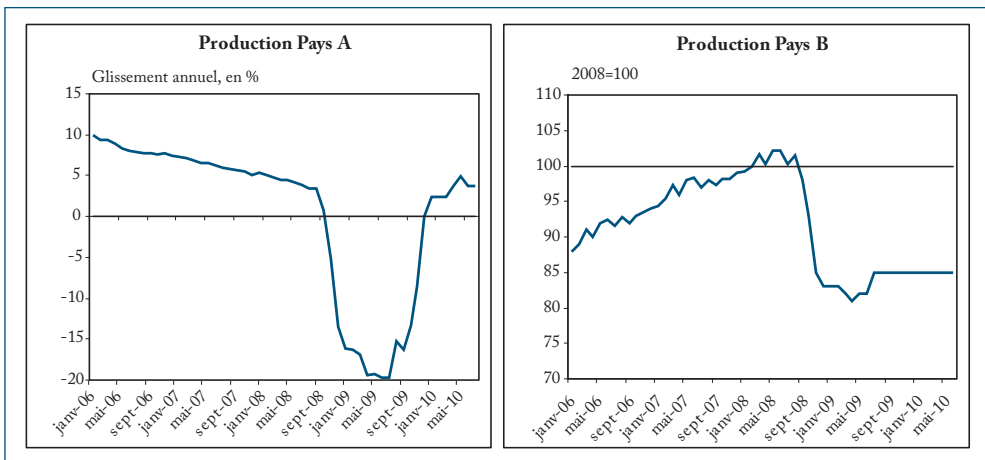
Si les signes de revitalisation de l'économie mondiale se sont multipliés depuis le printemps dernier, il ne faut cependant pas oublier que l'on vient de vivre la plus grave crise économique depuis la Seconde Guerre mondiale. Dès lors, de nombreuses questions surgissent. Comment la cicatrisation s'effectuera-t-elle, va-t-elle laisser des traces durables sur les systèmes économiques ? De la réponse à ces questions dépendra la forme de la reprise qui vient de s'enclencher : doit-on s'attendre à un rebond progressif qui gagnerait graduellement en intensité une fois un certain nombre de freins levés (une reprise en U) ? Peut-on au contraire espérer un mouvement ascendant vigoureux, par symétrie avec l'intensité exceptionnelle de la récession (une reprise en V) ? Risque-t-on plutôt de subir un *double dip*, un scénario dans lequel le rebond actuel n'aurait pas assez de fondements solides et serait suivi en conséquence

par une nouvelle récession (le scénario du W) ? Ou bien faut-il encore entendre les plus pessimistes qui, au-delà d'un court rebond temporaire, voient la dynamique de l'économie mondiale cassée pour un long moment, ce qui déboucherait sur une stagnation prolongée (le scénario en L) ?

Encore faut-il s'entendre sur la façon d'observer les faits et de voir sur quels chiffres se basent les commentaires et l'analyse.

Avant d'entrer plus dans le détail du diagnostic conjoncturel, prêtons-nous à un petit exercice. Parmi les deux pays ci-dessous, pour lequel la reprise de la production aura-t-elle été la plus vigoureuse ?

QUESTION DE POINT DE VUE Graphiques 1 et 2



Source : illustration de l'auteur

Si vous avez regardé ces deux graphiques d'un œil distrait, vous avez assurément répondu que la reprise avait été plus rapide et plus marquée dans le pays A que dans le pays B. Et, pourtant, ces deux graphiques décrivent en fait l'évolution de la production d'un seul et même pays. Dans le premier cas, celle-ci est exprimée en glissement annuel, où l'on compare l'activité courante à celle qui prévalait le même mois de l'année précédente, tandis que le deuxième graphique décrit simplement le niveau de la production. Les pays développés étant en croissance de manière quasi continue depuis plus d'un demi-siècle (hormis quelques épisodes récessifs rares et brefs), les économistes se focalisent habituellement sur les taux de croissance. Mais, dans le cas présent, la crise a été si profonde qu'il faut aussi être attentif au niveau de

l'activité. Ceci a d'importantes implications en termes d'emploi, d'investissement ou encore de normes de dépenses publiques. Lorsque des chiffres de croissance sont et seront annoncés, il ne faudra pas oublier de regarder le niveau de la variable concernée et le comparer au niveau d'avant-crise.

L'économie mondiale sort de récession

Les marchés financiers et de matières premières ont été les premiers à donner des signes de raffermissement dès le début 2009. Le « rallye » boursier est d'ailleurs impressionnant, puisque après avoir perdu 49,4 % de sa valeur entre le pic de mai 2008 et le creux de février 2009, l'indice des 39 principales places boursières dans le monde a progressé de 52 % entre février 2009 et octobre 2009. Les marchés de matières premières se sont retournés au même moment et ont suivi une tendance similaire.

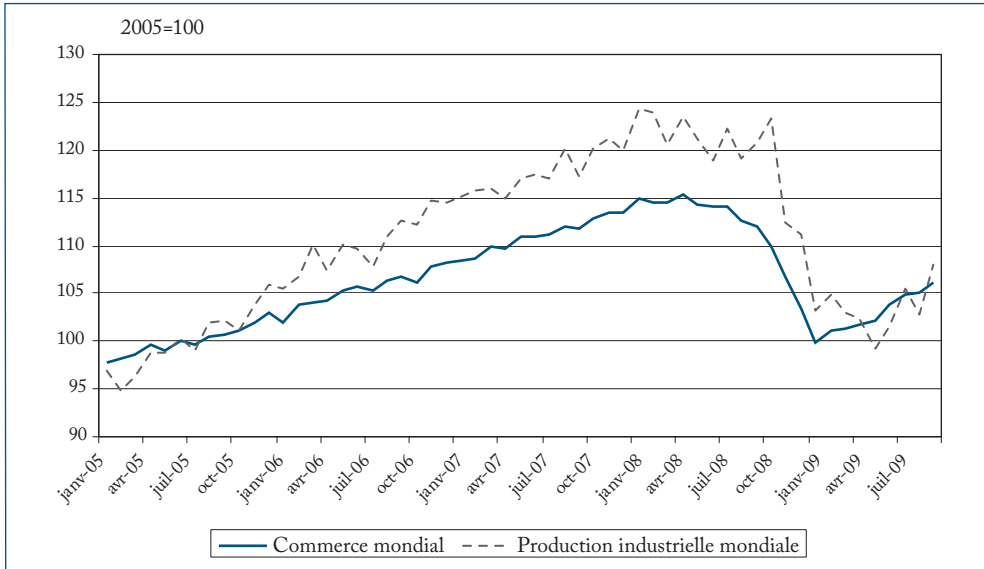
AU RYTHME ACTUEL, LE NIVEAU DE PRODUCTION INDUSTRIELLE MONDIALE D'AVANT-CRISE NE SERA PAS REJOINT AVANT 2011.

Du côté de l'économie réelle, les signes de reprise se sont également multipliés au cours des derniers mois. La production industrielle mondiale a subi un recul cumulé de 13,6 % entre le pic d'avril 2008 et le creux de janvier 2009. Elle semble renouer avec une croissance sensiblement identique à celle qui prévalait avant la crise, mais en se situant sur un palier plus bas. Au rythme actuel, le niveau d'avant-crise ne sera pas rejoint avant 2011. Il en est de même pour les échanges mon-

diaux. Le commerce international a été en chute libre entre octobre 2008 et janvier 2009, d'une part du fait de la concomitance de la récession dans toutes les régions du monde et, d'autre part, de la restriction sur les crédits à l'exportation. Après une période de stabilisation sur une grande partie de la première moitié de l'année 2009, le commerce mondial a donné des signes de reprise au cours de l'été, avec une progression de près de 5 % au troisième trimestre 2009 par rapport au deuxième trimestre, selon l'indicateur mensuel de COE-Rexecode.

EN CONVALESCENCE

Graphique 3 • Production industrielle et commerce mondiaux



Source : COE-Rexecode

Synchronisation conjoncturelle ou découplage ?

Le plus frappant dans la crise que nous venons de traverser a été le fait que quasiment toutes les économies du monde ont été touchées, et ce de manière simultanée. De même, l'amélioration observée récemment concerne presque tous les pays. Ceci laisse penser qu'il y a bien désormais un cycle économique mondial qui fait que les inflexions sont largement partagées par les grands acteurs économiques. De notre point de vue, ceci est la conséquence de trois éléments.

Le premier facteur d'intégration de l'économie mondiale est la globalisation financière, qui fait que les capitaux peuvent très facilement se déplacer d'un pays à l'autre, ce qui tend à générer une forte corrélation entre les principales variables financières (Bourses, taux d'intérêt...).

IL Y A BIEN
DÉSORMAIS UN
CYCLE ÉCONOMIQUE
MONDIAL.

CONJONCTURE

Le deuxième facteur a trait à la décomposition des processus de production et à l'internationalisation des flux de biens intermédiaires, qui fait qu'un choc de demande localisé se diffuse à plusieurs lieux de production disséminés à travers le monde.

Enfin, ces deux premiers éléments conduisent à une synchronisation des chocs sur l'économie mondiale, conséquence des déséquilibres du système économique. Ainsi l'insuffisance d'épargne aux États-Unis et, au contraire, l'excès d'épargne en Chine au cours de la première partie de cette décennie ont-ils généré des déséquilibres commerciaux, source de création de liquidité. Ceci a artificiellement maintenu les taux d'intérêt à un niveau bas, suscitant une bulle d'endettement et de prix des actifs (notamment dans l'immobilier). Par ricochet, l'éclatement de cette bulle a touché toute la planète finance et a débouché sur une crise économique mondiale. Devant l'ampleur de cette crise, les autorités ont mis en place des politiques de relance qui ont permis d'éviter de passer de la « grande récession » à la « grande dépression » et

LA THÈSE
DU DÉCOUPLAGE
PARFOIS ÉVOQUÉE
ENTRE LES PAYS
ÉMERGENTS ET LES
PAYS DÉVELOPPÉS
N'A PAS ÉTÉ
VALIDÉE PAR LES
FAITS AU
COURS DES
DERNIÈRES
ANNÉES, BIEN AU
CONTRAIRE.

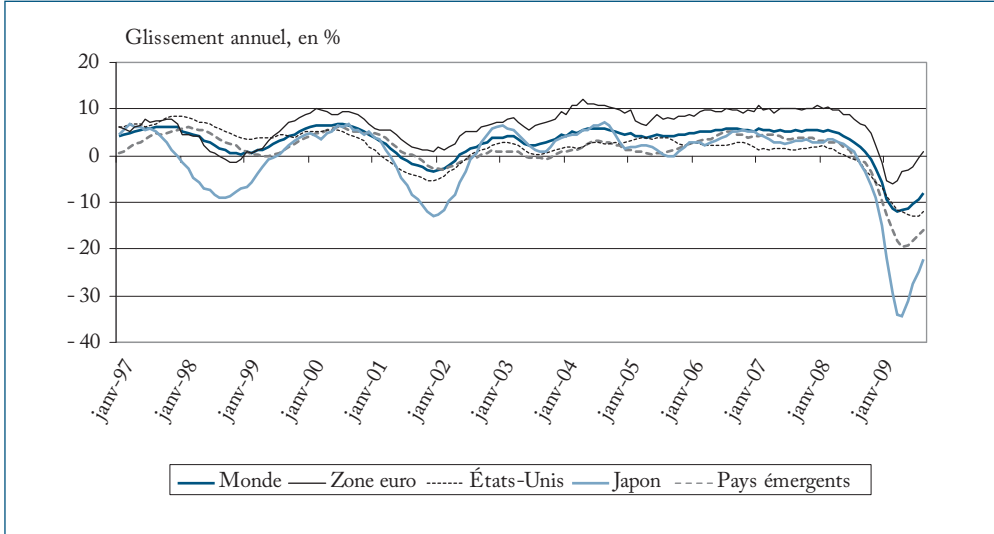
dont nous commençons à voir les premiers effets. Tout cela crée les conditions pour une synchronisation des mouvements économiques. Autrement dit, la thèse du découplage parfois évoquée entre les États-Unis et le reste du monde ou encore entre les pays émergents et les pays développées n'a pas été validée par les faits au cours des dernières années, bien au contraire.

Faut-il en déduire que tous les pays du monde se trouvent dans une situation économique similaire ? De toute évidence, il n'en est rien. D'une part, il peut exister de brefs décalages temporels liés à des spécificités nationales, mais ceux-ci n'excèdent pas quelques mois. De même, la spécialisation internationale, le degré de

développement ou encore l'orientation des politiques mises en œuvre sont source de divergences importantes des rythmes de croissance. Il n'en reste pas moins qu'il existe une grande similitude dans la datation des inflexions conjoncturelles.

DE CONCERT

Graphique 4 • Production industrielle



Source : COE-Rexecode

La Chine en tête, l'Europe en retrait

Le premier grand pays à connaître une reprise est la Chine. Après être passée au bord de la récession, l'économie chinoise a bénéficié d'un plan de relance vigoureux et d'une croissance impressionnante dans la distribution de crédits. Le glissement annuel du PIB est ainsi ressorti à 8,9 % au troisième trimestre 2009. Cette performance s'appuie davantage sur la demande interne que sur les exportations, qui viennent tout juste de redémarrer.

D'autres pays émergents, comme le Brésil, ont aussi rapidement renoué avec la croissance dès le deuxième trimestre 2009. En outre, la forte hausse des importations chinoises (avec un pic à plus de 30 % sur un an en septembre 2009 en volume) a fini par entraîner les autres pays émergents d'Asie, ainsi que le Japon.

Du côté américain, la progression du PIB au troisième trimestre (+ 3,5 % par rapport au deuxième en rythme annualisé) témoigne de la sortie de crise. Toutefois, toutes les sources de fragilité n'ont pas disparu. La consommation des ménages a été soutenue par une prime pour les achats d'automobiles dont les effets sont en train de s'estomper. Il faudra que l'économie américaine trouve de nouveaux relais de croissance, ce qui ne sera pas facile dans un contexte où le marché du travail continue encore à se dégrader.

CONJONCTURE

Enfin, en Europe, l'amélioration de la situation économique annoncée par les enquêtes de conjoncture dès le printemps 2009 s'est matérialisée avec une progression du PIB de 1,5 % en zone euro au troisième trimestre par rapport au trimestre précédent, après cinq trimestres consécutifs de recul. Le redressement est modeste. En France, où les comptes sont déjà disponibles de manière détaillée, l'essentiel de la croissance du troisième trimestre (+ 1,2 % en rythme annualisé) s'est appuyée sur un redressement des exportations, en liaison avec le redémarrage de l'économie mondiale, et sur une atténuation du déstockage. L'investissement des entreprises a continué à faiblir, tandis que la consommation des ménages s'est stabilisée, le revenu des ménages pâtissant de la dégradation du marché du travail et ne bénéficiant plus de la désinflation liée à la baisse des prix du pétrole. Tous les pays européens ne sont d'ailleurs pas encore sortis de récession ; l'Espagne et le Royaume-Uni notamment ont encore enregistré une contraction de leur PIB au troisième trimestre.

Interrogations sur l'après-crise

Un assez large consensus se dégage sur l'évolution de l'économie mondiale au cours des prochains mois. L'activité devrait continuer à se raffermir, le déstockage cessant de peser sur la croissance, l'ajustement de l'emploi et du capital se faisant sans doute un peu moins pénalisant. En outre, la composante investissement public des plans de relance n'a pas encore donné sa pleine mesure dans beaucoup de pays.


Mais, au-delà de quelques mois, de nombreuses interrogations sont soulevées sur l'après-crise. Nous analysons trois d'entre elles ci-après.

L'activisme des politiques économiques est-il en train de générer de nouvelles bulles ?


On peut considérer que les marchés ont anticipé la reprise et qu'ils ont corrigé le pessimisme excessif dans lequel ils étaient tombés fin 2008. Mais l'amélioration des marchés financiers est si spectaculaire qu'elle peut laisser craindre que ce redressement soit excessif. Pour que le scénario émis par les marchés soit validé, il faudrait que l'économie mondiale connaisse une reprise forte qui permette d'effacer rapide-

ment la récession, dans le schéma d'un cycle traditionnel. Mais il n'est pas certain que la sortie de crise soit aussi radieuse.

De la même manière, le redressement de l'économie chinoise est source d'incertitude. Il s'est appuyé en partie sur une distribution généreuse de crédits qui ne peut se prolonger. De même, la hausse de 50 % des achats d'automobiles en 2009, en partie induite par des incitations fiscales, ne pourra être renouvelée l'an prochain. On peut donc se demander si l'économie chinoise n'a pas connu dans le courant de l'année 2009 une phase de surchauffe qui pourrait déboucher sur une période plus ou moins longue d'accalmie, ce qui ne manquera pas de conduire à un ralentissement des importations.



IL N'EST PAS
IMPOSSIBLE QUE
L'ÉCONOMIE
CHINOISE AIT
CONNU DANS
LE COURANT DE
L'ANNÉE 2009
UNE PHASE DE
SURCHAUFFE
QUI POURRAIT
DÉBOUCHER SUR
UNE PÉRIODE PLUS
OU MOINS LONGUE
D'ACCALMIE.



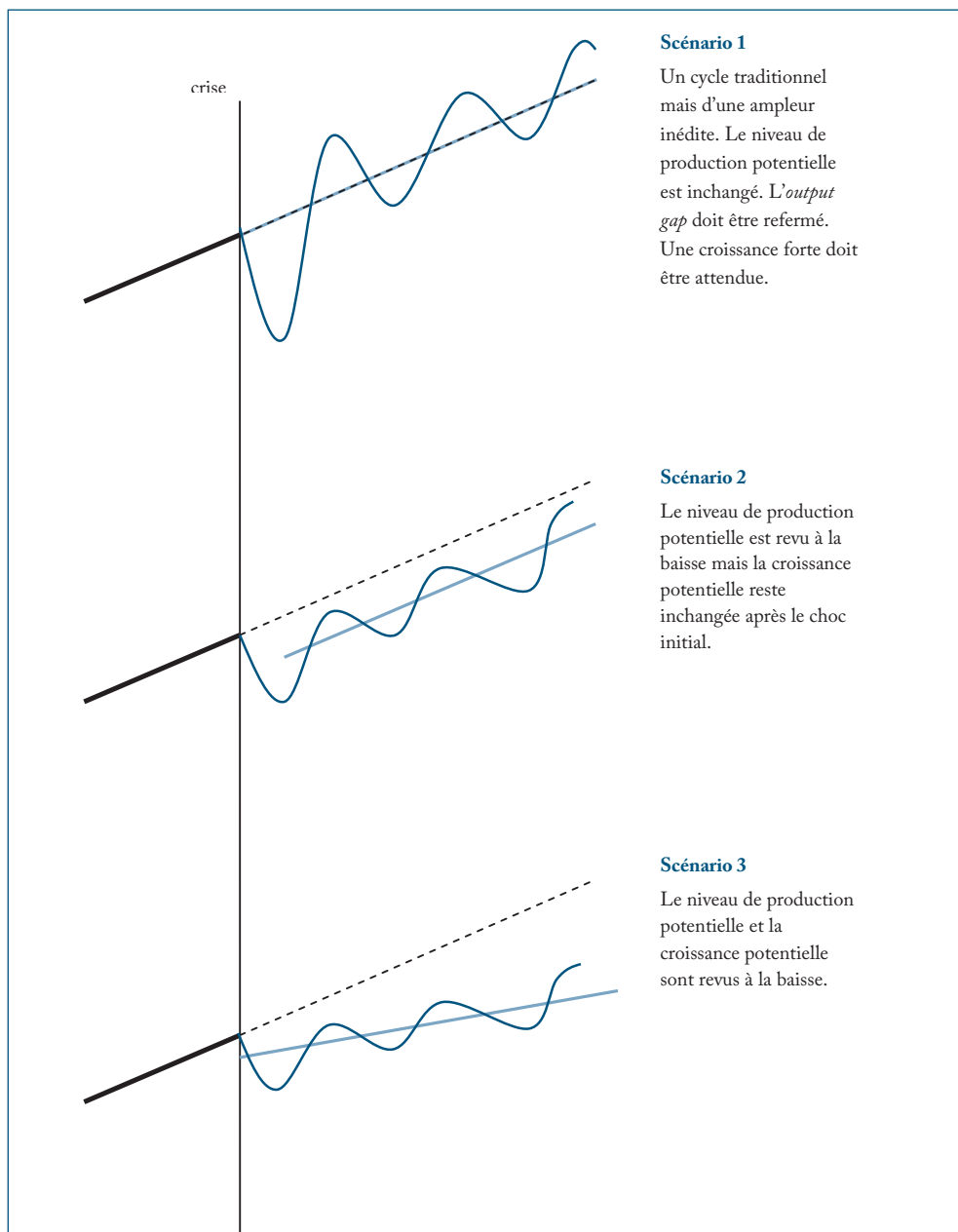
De fait, c'est toute la question de la stratégie de sortie de crise qui reste posée aux banques centrales : un durcissement trop rapide des politiques monétaires risque de mettre à mal la reprise, mais une normalisation trop tardive pourrait déboucher sur de nouveaux déséquilibres générateurs de crise.

Le potentiel de croissance doit-il être revu à la baisse ?

Au-delà du rebond technique qui s'engage, le débat va inévitablement porter sur l'impact de la crise sur le potentiel de croissance des économies dans les années à venir. Trois schémas peuvent être avancés : un rebond conjoncturel marqué qui efface rapidement la perte d'activité, ce qui donnerait à la crise actuelle un schéma classique de cycle conjoncturel, simplement plus accentué qu'à l'accoutumée ; une reprise sur une pente de tendance similaire à celle qui prévalait avant la crise, mais un cran plus bas du fait qu'une partie de la perte d'activité liée à la crise ne sera jamais récupérée ; enfin, une croissance durablement plus faible que celle observée avant la crise.

AVANT/APRÈS

Trois schémas d'évolution de la production (du PIB) après la crise



Lecture : le trait noir épais représente la tendance de l'économie avant la crise, le trait fin pointillé prolongeant cette tendance. Le trait bleu clair représente la tendance de l'économie après la crise. Le trait bleu foncé représente l'évolution observée de l'économie après la crise, qui incorpore la tendance et le cycle.

Hormis quelques pays, dont la Chine et peut-être le Brésil, les évolutions constatées ces derniers mois plaident plutôt pour la mise en place du scénario 2, voire du scénario 3.

*Quelles seraient les implications
d'une croissance potentielle durablement plus faible ?*

De nombreux mécanismes peuvent conduire à une croissance potentielle plus faible dans les années à venir, en comparaison des « quatre bouillonnantes » (2004 à 2008), période pendant laquelle la croissance mondiale a caracolé autour de 5 % l'an. D'une part, du côté de la demande, une partie de la croissance de la première moitié de cette décennie s'est appuyée sur une montée de l'endettement des agents privés, surtout des ménages, qui ne pourra être renouvelée. Du côté de l'offre, la crise a conduit à un rétrécissement de l'appareil productif, qu'il s'agisse du capital (recul de l'investissement) ou du travail (montée du chômage). En outre, l'hypertrophie de la sphère financière avait contribué à un gonflement artificiel de la croissance dans certains pays anglo-saxons.

Si la croissance potentielle devait être révisée à la baisse, les implications seraient nombreuses. En matière de finances publiques par exemple, si le niveau PIB devait être plus faible qu'escompté, les dépenses devraient être ajustées à la baisse à due proportion. Dans un contexte de déficit élevé, cela signifie que les politiques budgétaires prendront une tournure restrictive pendant un long moment. Les perspectives de croissance du capital productif à moyen terme (donc de l'investissement) devraient être ajustées aussi à cette nouvelle tendance de la production.

**Après une phase de rebond,
modération de la croissance courant 2010**

En résumé, après la phase de rebond que nous sommes en train de vivre, la croissance de l'économie mondiale devrait se modérer en 2010 pour plusieurs raisons : durcissement des politiques économiques, effets décalés de la crise sur le marché du travail (en particulier dans des pays comme l'Allemagne où l'emploi n'a encore que faiblement réagi à la perte d'activité du fait d'un recours massif au chômage partiel), renchérisse-

CONJONCTURE

ment du coût du capital en raison de l'augmentation des primes de risque par rapport aux années d'avant-crise où celles-ci étaient tombées à un niveau trop bas.

LA CRISE N'A PAS
EFFACÉ TOUS LES
DÉSÉQUILIBRES
MONDIAUX.

En outre, la crise n'a pas effacé tous les déséquilibres mondiaux : l'excédent chinois, même s'il s'est réduit, n'a pas disparu, tandis que le déficit américain reste important. Cela laisse toujours planer un doute sur la capacité de résilience du dollar.

Il y a six mois, on s'interrogeait encore sur la durée de la récession qui venait de s'engager. De ce point de vue, on peut être rassuré. Mais c'est désormais autour des conséquences de la crise en termes de configuration du système économique mondial que les questions se concentrent. Le spectre des scénarios possibles est encore très large et les politiques économiques auront un rôle crucial dans la détermination des sentiers de croissance.