

## Le désendettement freine la reprise

# CONJONCTURE INTERNATIONALE

Le désendettement devient le principal obstacle à la reprise. Dans de nombreux pays, les ménages s'efforcent de réduire une dette gonflée par leurs acquisitions immobilières. D'autre part, l'endettement trop important des entreprises conduit celles-ci à tailler fortement dans leurs dépenses.

Aujourd'hui, la dette publique est en première ligne. Depuis un an et demi, le déficit croissant des États, volontaire (plans de relance) ou involontaire (chute des recettes) assure la contrepartie du désendettement des agents privés, mais porte la dette des administrations à des ratios jugés inquiétants. À horizon de quelques années, nombre d'économies rejoindront le club jusqu'alors très fermé (Japon, Italie) des dettes supérieures au PIB. Les marchés s'inquiètent de la situation de la Grèce et d'autres pays d'Europe du Sud, mais n'ignorent pas que les déficits de plus de 10 % du PIB observés aux États-Unis et au Royaume-Uni conduiraient au même résultat en l'absence de mesures de rigueur.

Dans l'idéal, le durcissement des politiques budgétaires devrait intervenir après le déclenchement de la reprise auto-entretenu que les mesures de relance visaient précisément à obtenir. Or les économies développées, notamment européennes, entrent seulement dans une convalescence qui risque d'être longue. Ce dilemme pousse à prolonger les politiques monétaires accommodantes, malgré le risque associé à l'émergence de nouvelles bulles.

---

## LA SYNTHÈSE

L'activité mondiale demeure tirée par l'**Asie**, comme le souligne la progression de 40 % en glissement annuel des exportations américaines à destination de ce continent. Pratiquement tous les pays participent au mouvement, dont la principale impulsion est donnée par la Chine. Soutenue par un effort exceptionnel d'investissement, la production industrielle chinoise a retrouvé son rythme annuel de progression de 18 % antérieur à la crise. Cette croissance échevelée comporte de nombreux risques, notamment l'apparition de surcapacités. Des bulles pourraient éclater, affectant les secteurs bancaire et immobilier. En même temps, les capacités excédentaires constituent une menace pour les autres économies, d'autant que les exportateurs chinois continuent de bénéficier d'un yuan largement sous-évalué.

Les **États-Unis** retrouvent le chemin d'une croissance fondée sur les exportations et plusieurs composantes de la demande intérieure. La reprise comportera des à-coups, mais paraît bien étayée. Le véritable danger se situe

au niveau des finances publiques, dont le déficit est sensiblement plus important que dans les pays européens, Royaume-Uni et Grèce exceptés.

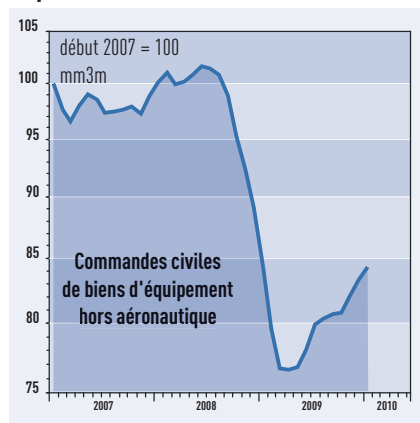
La **conjoncture européenne** reste marquée par l'hétérogénéité des performances en termes de croissance, de finances publiques et de préparation aux enjeux des prochaines décennies, notamment le financement des régimes de retraite. La poussée de fièvre des marchés à l'égard de l'endettement de la Grèce souligne les limites du fonctionnement actuel de l'Union européenne et remet au premier plan la question de la coordination des politiques économiques. Seule bonne nouvelle, la réduction de la surévaluation de l'euro, revenu vers 1,35 \$ contre 1,50 fin 2009.

Ainsi, l'**économie mondiale est confrontée à deux défis** : les difficultés de sortie d'une récession inédite, mais aussi la montée en puissance de déséquilibres futurs, via la probable baisse du potentiel de croissance des économies développées.

## 1. ÉTATS-UNIS : FINANCES PUBLIQUES PRÉOCCUPANTES

La **croissance** de 5,9 % l'an observée au cours du quatrième trimestre 2009 ne sera probablement pas rééditée au début de cette année, mais les indicateurs mensuels disponibles témoignent de l'affermissement de la reprise, en particulier dans le secteur industriel.

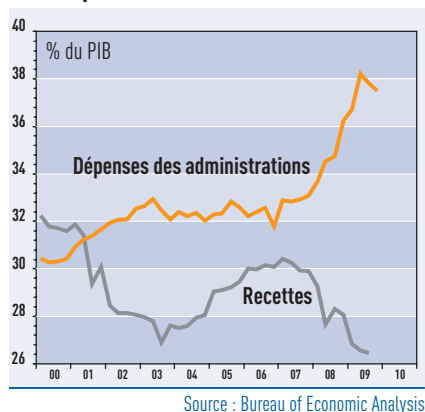
### Reprise de l'investissement



Comme le suggérait le haut niveau de l'indice des directeurs d'achat, la **production manufacturière** s'est redressée de 1 % en janvier. Le rebond par rapport au point bas de juin 2009 atteint désormais 5,5 %. Le retournement est plus tardif qu'en Europe mais il apparaît plus régulier. La reprise commence à se diffuser aux services, comme le montre la montée de l'indice des directeurs d'achat à 53 contre 56,5 pour le secteur manufacturier.

L'expansion américaine est tirée par la forte **atténuation du déstockage** mais aussi par les exportations et plusieurs composantes de la demande intérieure. Les **ventes à l'étranger** ont progressé au rythme annuel de 20 % au second semestre 2009, soutenues par les ventes à l'Asie et la sous-évaluation du dollar envers de nombreuses devises, dont au premier rang l'euro.

### Les mesures de relance ont creusé le déficit public



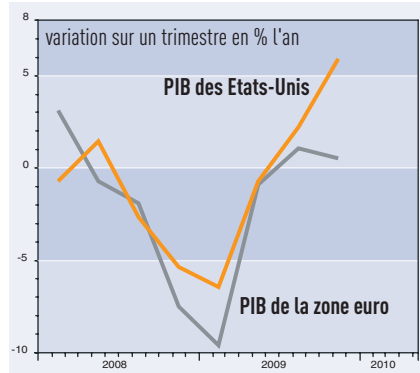
Du côté de la demande interne, la première satisfaction vient des dépenses des ménages. La **consommation**, qui s'était effondrée au second semestre 2008, est en passe de retrouver son record antérieur grâce à une bonne performance en janvier. Le redressement des **investissements** en logements est plus lent et incertain, malgré l'ampleur de la chute qui a précédé. Enfin, les perspectives plus favorables tant aux États-Unis qu'à l'étranger entraînent un rebond des **investissements en biens d'équipement**, appelé à se poursuivre compte tenu de la meilleure orientation des commandes.

Ce sentiment plus positif sur la croissance américaine, illustré par la révision en hausse des perspectives de la Réserve fédérale, n'entraîne pas d'inquiétudes sur une résurgence de la hausse des prix. L'**inflation sous-jacente**, qui se situe actuellement à 1,4 %, ne devrait pas rejoindre la barre des 2 % d'ici à fin 2011.

En revanche, la dégradation des **comptes publics** constitue un vrai défi. La perspective d'un déficit des administrations encore proche de 10 % du PIB en 2011 (9,4 % selon l'OCDE) ne peut qu'entraîner une dérive rapide de la dette publique. La prise de conscience de cet enjeu se manifeste dans de nombreux domaines, comme dans celui de la santé où les dernières propositions gouvernementales mettent l'accent sur la réduction des coûts pour le budget fédéral.

## 2. ZONE EURO : REPRISE DÉCEVANTE

### L'Europe distancée par les Etats-Unis



Source : Eurostat

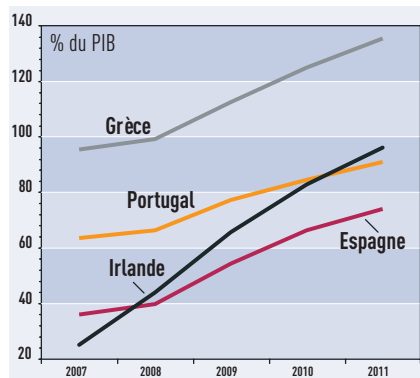
Le **PIB** de la zone euro, qui avait chuté de 5,2 % entre le premier trimestre 2008 et le printemps 2009, s'est modestement redressé de 0,4 % au second semestre. De ce fait, la baisse de l'activité en moyenne annuelle ressort à 4,1 %, nettement plus que les 2,4 % observés aux États-Unis mais un peu moins que les 5,1 % constatés au Japon.

L'annonce d'une croissance faible (0,1 %) au quatrième trimestre 2009 est intervenue à la mi-février, au moment où la crise de confiance envers les comptes publics grecs battait son plein. De ce fait, la sclérose européenne est revenue en pleine lumière.

En réalité, **la situation conjoncturelle diffère sensiblement selon les économies**. Parmi les grands pays, la France et l'Allemagne engagent une reprise, leur PIB augmentant de respectivement 0,8 et 0,7 % au cours du second semestre. La progression atteint seulement 0,4 % en Italie, qui a connu une rechute en toute fin d'année. La situation espagnole devient franchement inquiétante puisque l'activité s'est encore contractée de 0,4 %.

**L'activité est seulement soutenue par l'atténuation du déstockage et le redressement des comptes extérieurs**. Malgré l'impact des mesures d'incitation à l'achat d'automobiles mises en œuvre dans plusieurs pays au second semestre, la consommation des ménages continue d'osciller autour d'une horizontale. D'autre part, les investissements sont seulement stabilisés à l'issue d'une contraction de près de 15 %.

### Explosion de la dette publique



Source : Commission européenne

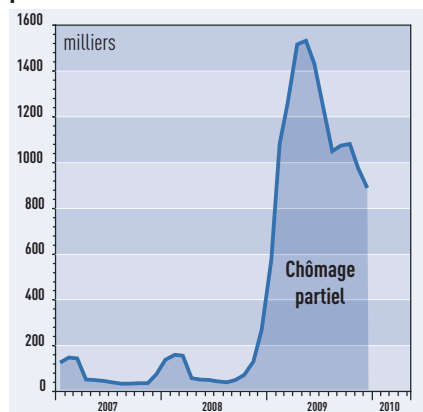
Les **enquêtes auprès des chefs d'entreprise** suggèrent que la reprise s'affirmera au premier semestre 2010, mais l'hétérogénéité persistante entre les performances nationales suscite des craintes, car le retard de certains pays pourrait différer l'émergence d'une reprise auto-entretenue.

La faiblesse de l'activité européenne rend d'autant plus difficile l'assainissement des **finances publiques**. Selon les dernières perspectives de la Commission européenne, l'endettement de la zone euro s'établirait à 88,2 % du PIB en 2011 en regard de 66 % avant la crise. Plusieurs économies sont confrontées à de fortes dérives, notamment la Grèce dont la dette atteindrait 135 % du PIB à la fin de l'année prochaine. Mais aussi l'Irlande où la situation s'inverse à une vitesse stupéfiante : 96 % du PIB en 2011 contre 25 % en 2007. Sans oublier l'Espagne et le Portugal, ni l'Italie dont la dette dépasse le PIB depuis longtemps.

Ces situations imposent de sévères mesures d'austérité, mais leur mise en œuvre est délicate car susceptible de mettre à mal des reprises naissantes.

### 3. ALLEMAGNE : RÔLE MOTEUR DES EXPORTATIONS

#### Toujours près d'un million de chômeurs partiels



Source : Bundesbank

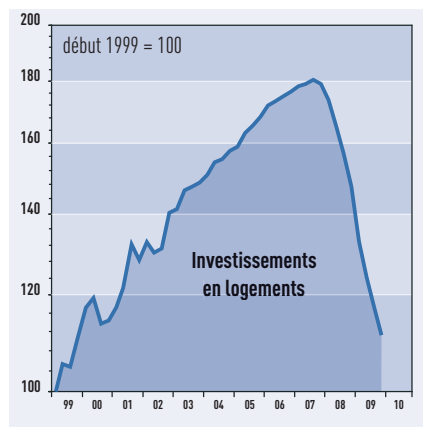
La situation économique en Allemagne reste fragile. La reprise des échanges internationaux a permis le retour de la croissance du PIB dès le deuxième trimestre 2009. En fin d'année toutefois, l'expansion a marqué une pause, seules les exportations ayant apporté une contribution positive au PIB. L'investissement en biens d'équipement a notamment reculé au dernier trimestre. L'évolution des stocks a également pesé négativement à hauteur de 1,2 point à la croissance.

L'amélioration engagée depuis avril 2009 du **climat des affaires**, mesuré par l'indice **Ifo**, s'interrompt en février, en raison d'une moindre confiance dans la situation courante. En revanche, l'indice des anticipations des chefs d'entreprise sur la situation à six mois demeure bien orienté.

Le gouvernement allemand a pris rapidement des mesures de soutien à l'emploi, qui a peu diminué au regard de la dégradation de l'activité. Le nombre de **demandeurs d'emploi** atteint 3,433 millions en février, en augmentation de seulement 2,8 % en un an. Cette faible progression a été permise grâce à un large recours au **chômage partiel**. Cette mesure a connu une montée en puissance fin 2008-début 2009. Elle a concerné jusqu'à un million et demi de salariés au printemps. Elle constitue encore un réel soutien au marché du travail : près d'un million de personnes en bénéficiaient en fin d'année dernière. Ces dispositions, associées à l'acceptation d'un quasi-gel des rémunérations par le syndicat IG Metall, sont des atouts majeurs pour l'industrie allemande.

### 4. ESPAGNE : TOUJOURS EN RÉCESSION

#### Poursuite de l'effondrement de la construction résidentielle



Source : Ine

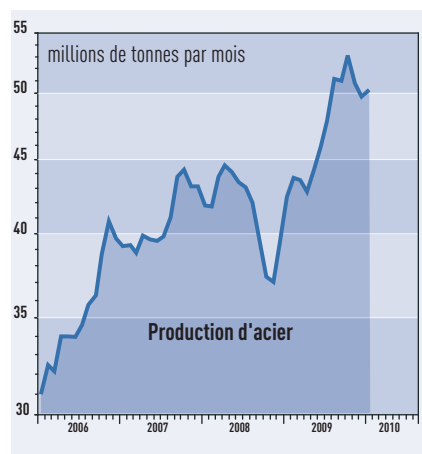
Le volume du **PIB** a diminué de 0,6 % l'an fin 2009 après 1,1 % pendant l'été, de sorte qu'il est inférieur de 4,7 % à son niveau d'avant crise. Ce mouvement s'explique à la fois par la poursuite de la chute de l'activité dans le secteur de la construction ainsi que par le repli de la consommation publique, le premier depuis 1997.

Les **investissements en logements** continuent de se contracter (- 18 % l'an au quatrième trimestre). La correction des deux dernières années a été si brutale qu'elle a effacé la progression enregistrée tout au long de la décennie passée. En revanche, la consommation des ménages s'est redressée de 1,4 % l'an en dépit de conditions toujours difficiles sur le marché du travail. L'**emploi total** a ainsi fléchi de 0,9 % chacun des deux derniers trimestres, notamment sous l'effet de la poursuite du recul observé dans la construction et l'industrie. Fin 2009, le glissement annuel des effectifs dans ces deux secteurs s'inscrivait respectivement à - 18,2 et - 12 %.

Les investissements des entreprises en biens d'équipement sont repartis à la hausse à partir de la mi-2009. Pourtant, les perspectives à horizon des prochains mois sont peu encourageantes, l'**indice PMI des directeurs d'achat dans l'industrie** demeurant sous le seuil d'expansion de l'activité : 49,1 en février après 45,3 en janvier.

## 5. CHINE : SURCAPACITÉS INDUSTRIELLES

### Envolée de la production sidérurgique en fin d'année 2009



Source : IISI

La **croissance** est ressortie à 10,7 % sur un an au quatrième trimestre 2009 après 9,1 % pendant l'été. Au plus fort de la crise, elle avait seulement ralenti vers un rythme de l'ordre de 6,5 %. Dans un contexte de surchauffe, en particulier dans l'immobilier, les autorités ont annoncé un relèvement des taux de réserves obligatoires des banques. La hausse des prix à la consommation reste toutefois contenue : 1,5 % sur douze mois en janvier.

La demande intérieure fait preuve de dynamisme, comme le montre la hausse de plus de 30 % l'an des **investissements en capital fixe**, tirée par les dépenses des entreprises publiques. L'activité avait fléchi dans de nombreux secteurs au cours du second semestre 2008 mais a retrouvé un très haut niveau, à l'image de la production d'acier qui dépasse 50 millions de tonnes par mois depuis l'été dernier. Au total, l'activité industrielle a renoué avec une pente de 18,5 % l'an, rythme similaire à celui observé jusqu'à la fin 2007.

Le rebond des **exportations de marchandises** est impressionnant. Elles ont ainsi augmenté de 30 % au cours des huit derniers mois connus, retrouvant leur niveau record de l'été 2008. L'excédent commercial se modère sous l'effet de l'envolée des importations mais demeure conséquent : plus de 110 milliards de dollars en rythme annuel au début 2010.