



Les stratégies de sortie de crise



Isabelle Job-Bazille

Directeur des Etudes Economiques

Septembre 2013



CRÉDIT AGRICOLE S.A.

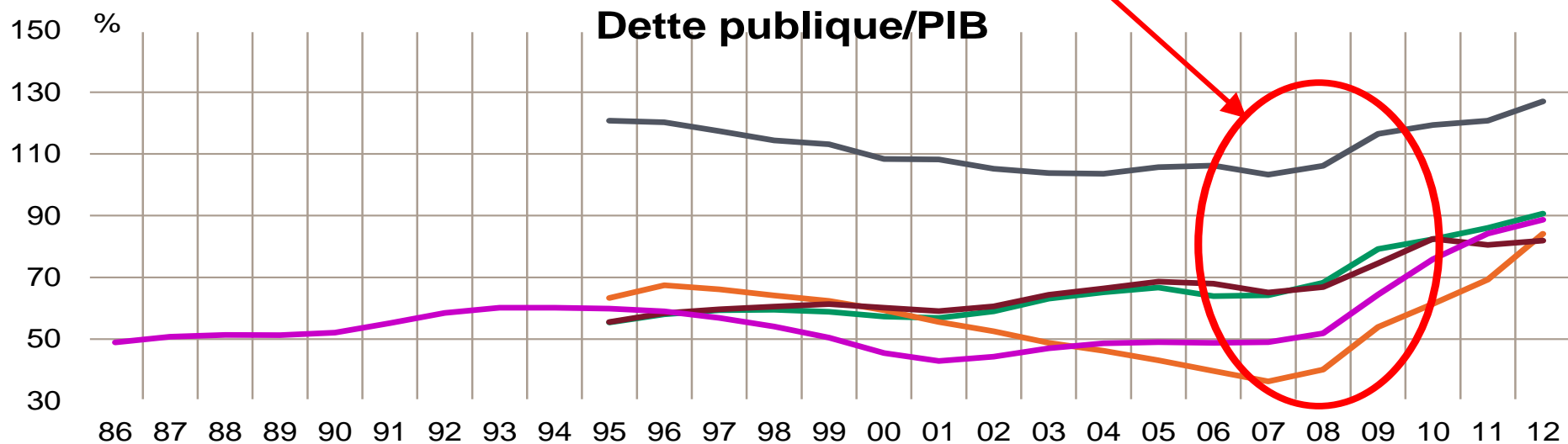
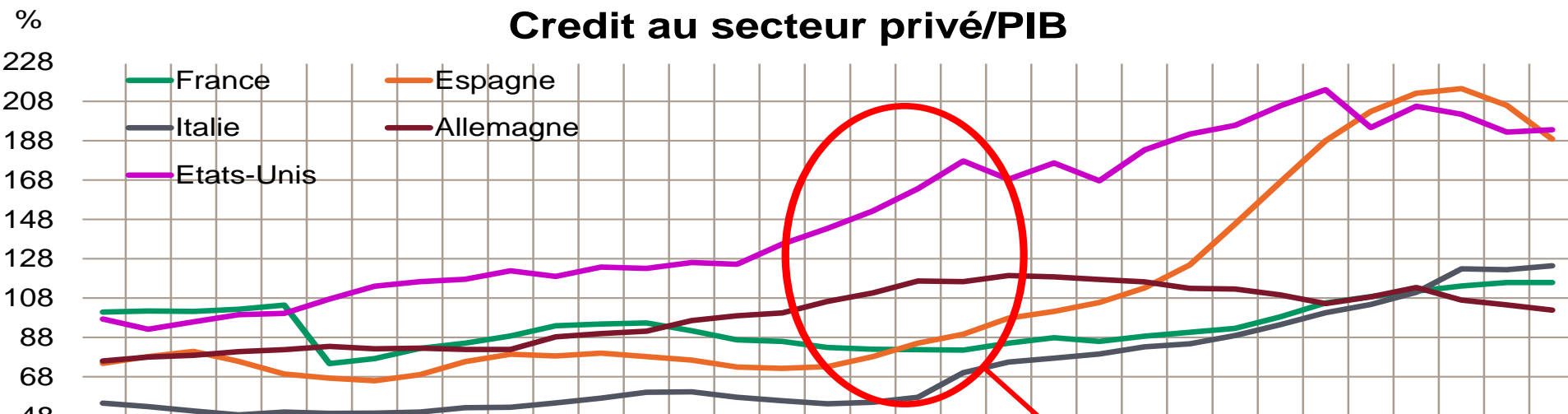


Études Économiques Groupe

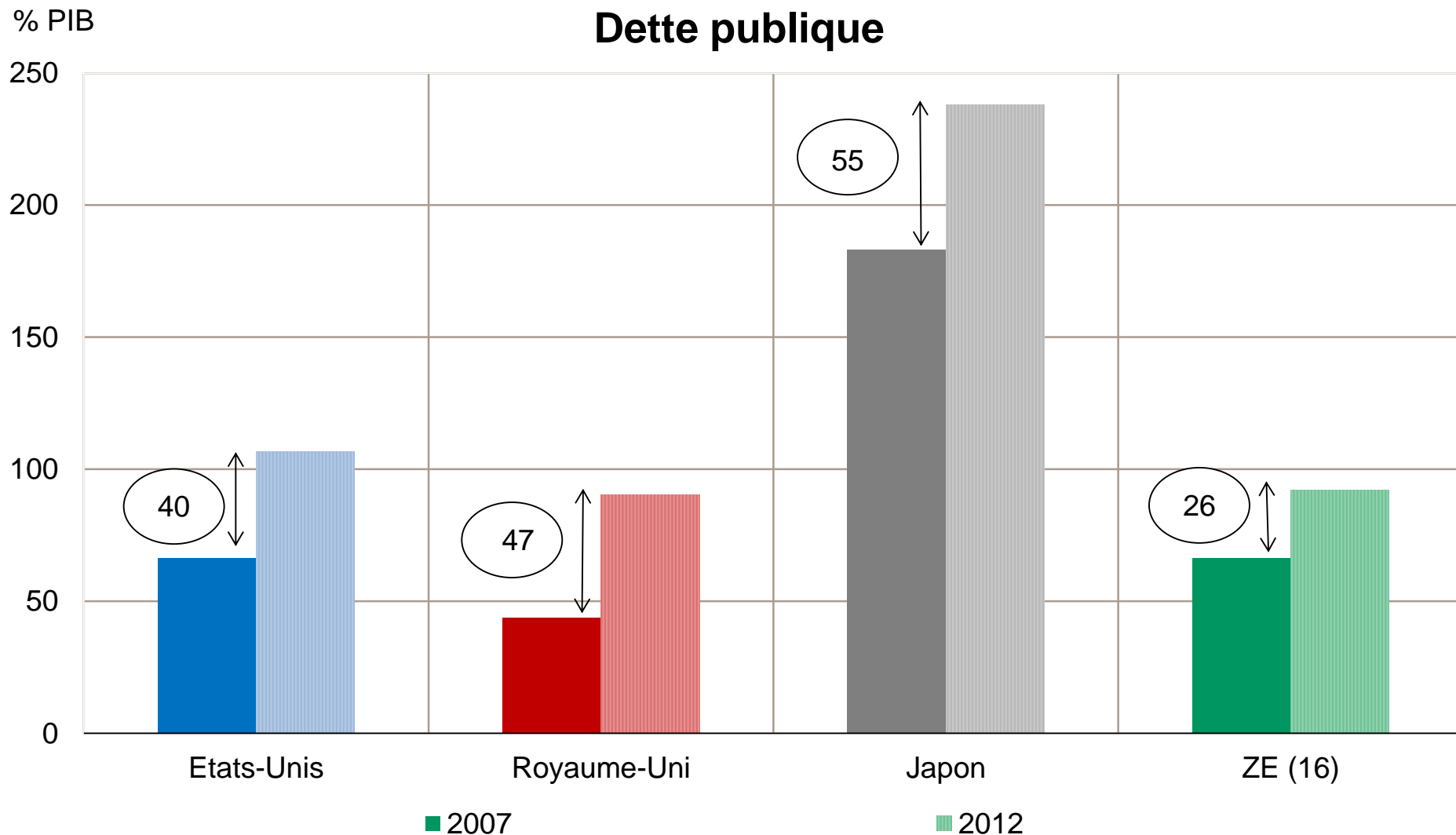


***S'endetter est facile...
se désendetter devient... un jour,
obligatoire... et risqué***

De la dette privée à la dette publique : une séquence logique et chronologique



Source : IMF, Crédit Agricole S.A.



Source : Crédit Agricole S.A.

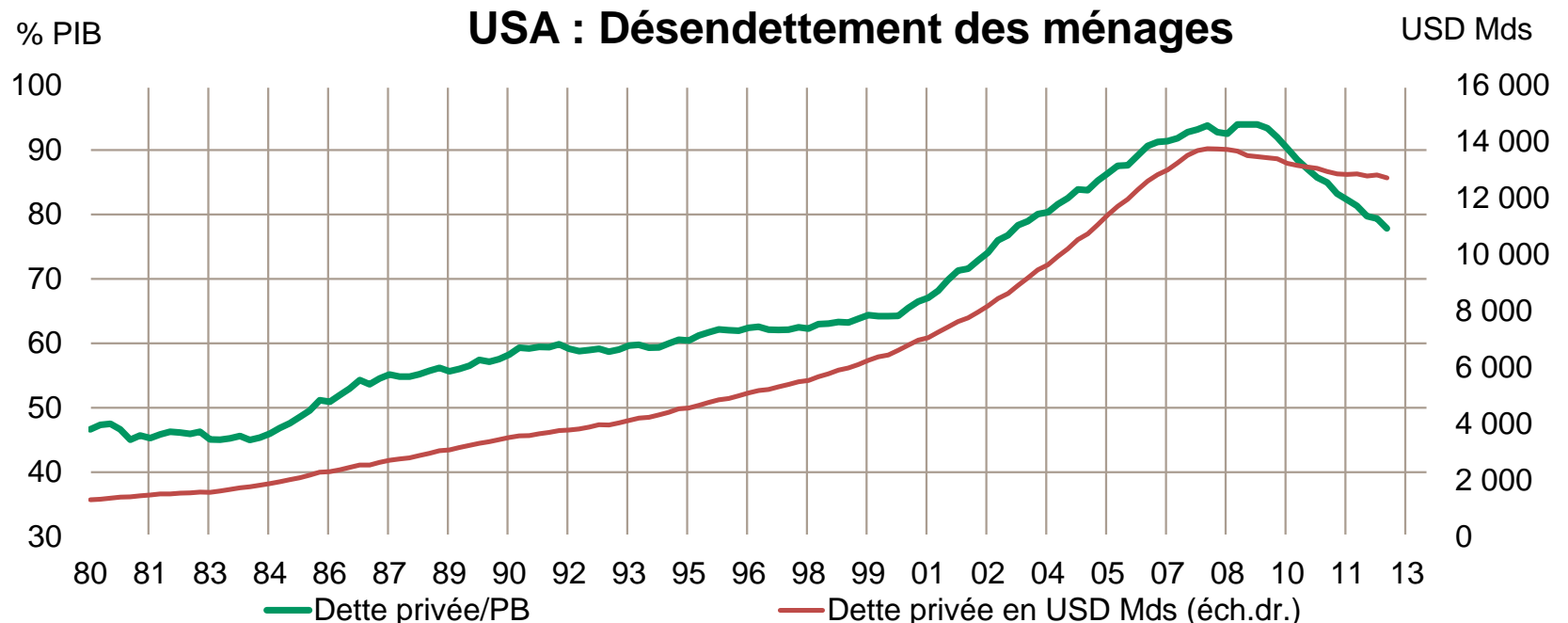


Etats-Unis : la croissance à tout prix



□ Première étape: désendettement des ménages, ré-endettement de l'Etat

- ✓ Un processus séquentiel d'ajustements afin de préserver la croissance : première étape accompagner le désendettement des ménages en maintenant des politiques monétaire et budgétaire stimulantes. Reflation des actifs (effets patrimoniaux) et baisse des taux (allègement du service de la dette), des soutiens aux débiteurs

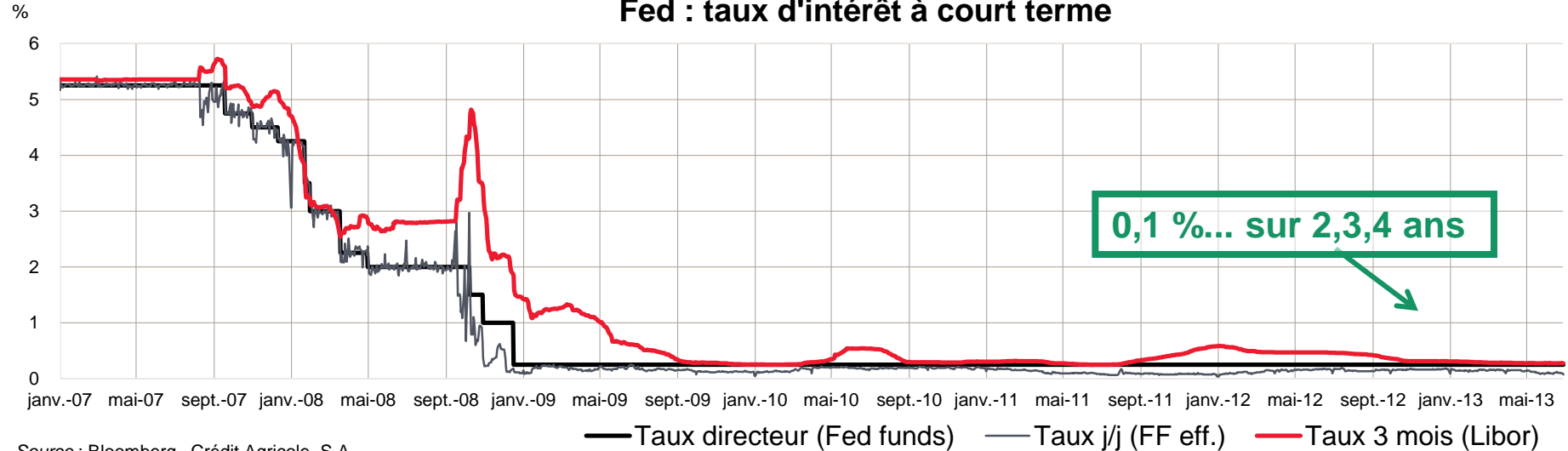


Source : Federal Reserve, Crédit Agricole S.A.

une politique monétaire mobilisée au maximum



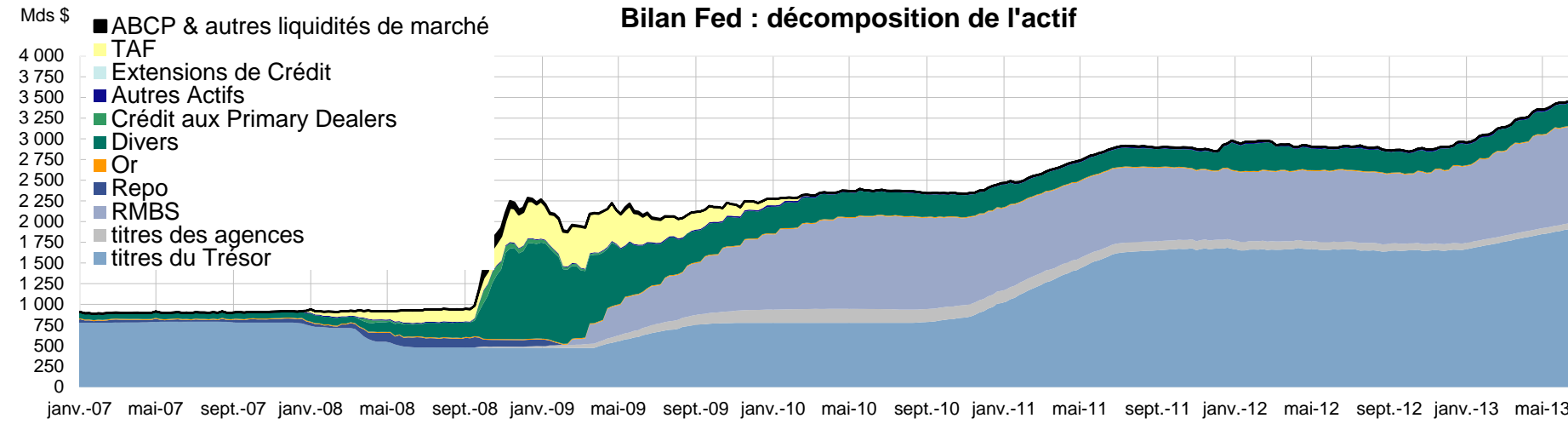
Fed : taux d'intérêt à court terme



0,1 %... sur 2,3,4 ans

Source : Bloomberg, Crédit Agricole S.A.

Bilan Fed : décomposition de l'actif

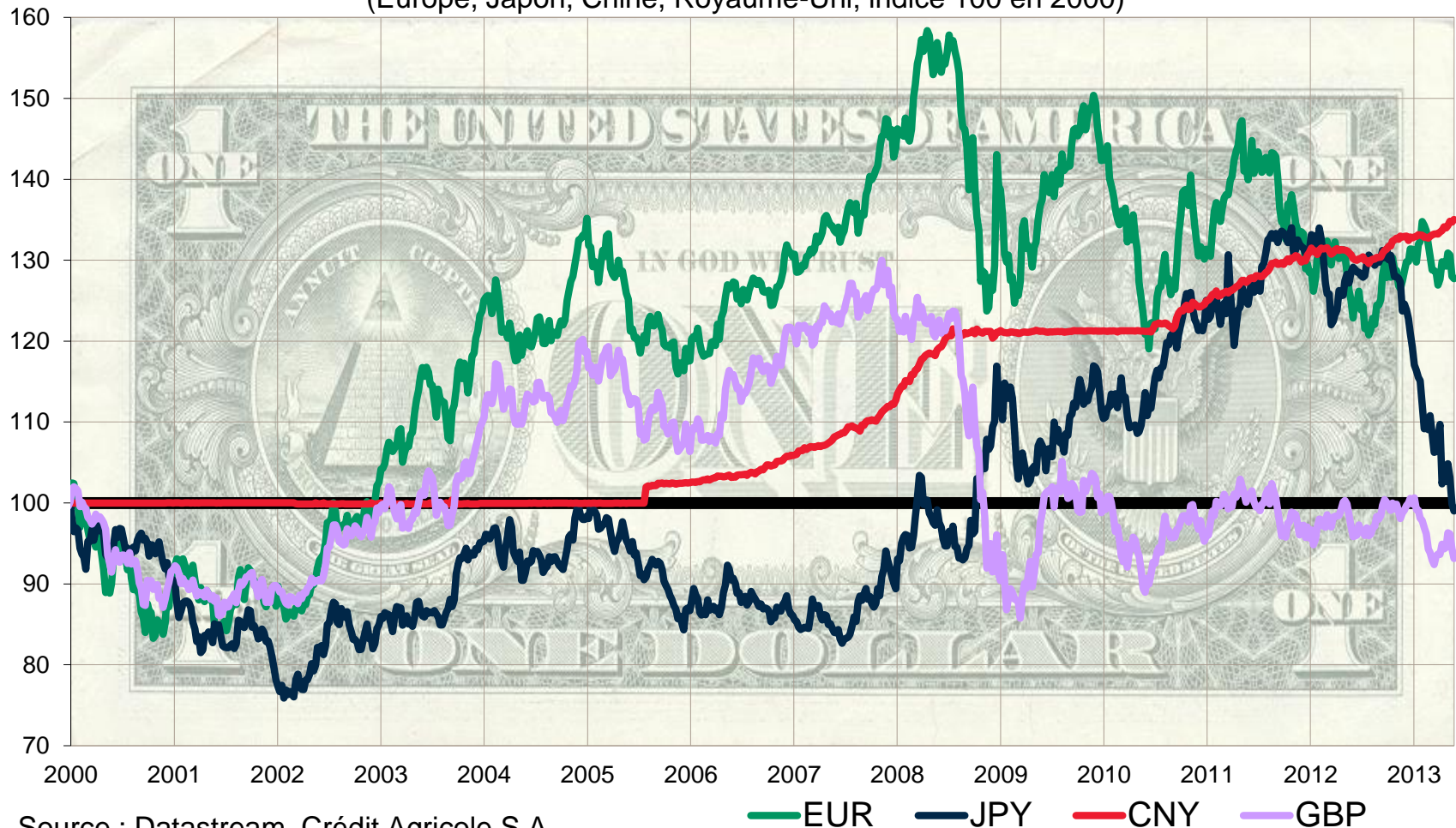


Source : Fed, Crédit Agricole S.A.

...en prime une baisse du US \$

Constellation Dollar

(Europe, Japon, Chine, Royaume-Uni; indice 100 en 2000)



Source : Datastream, Crédit Agricole S.A.

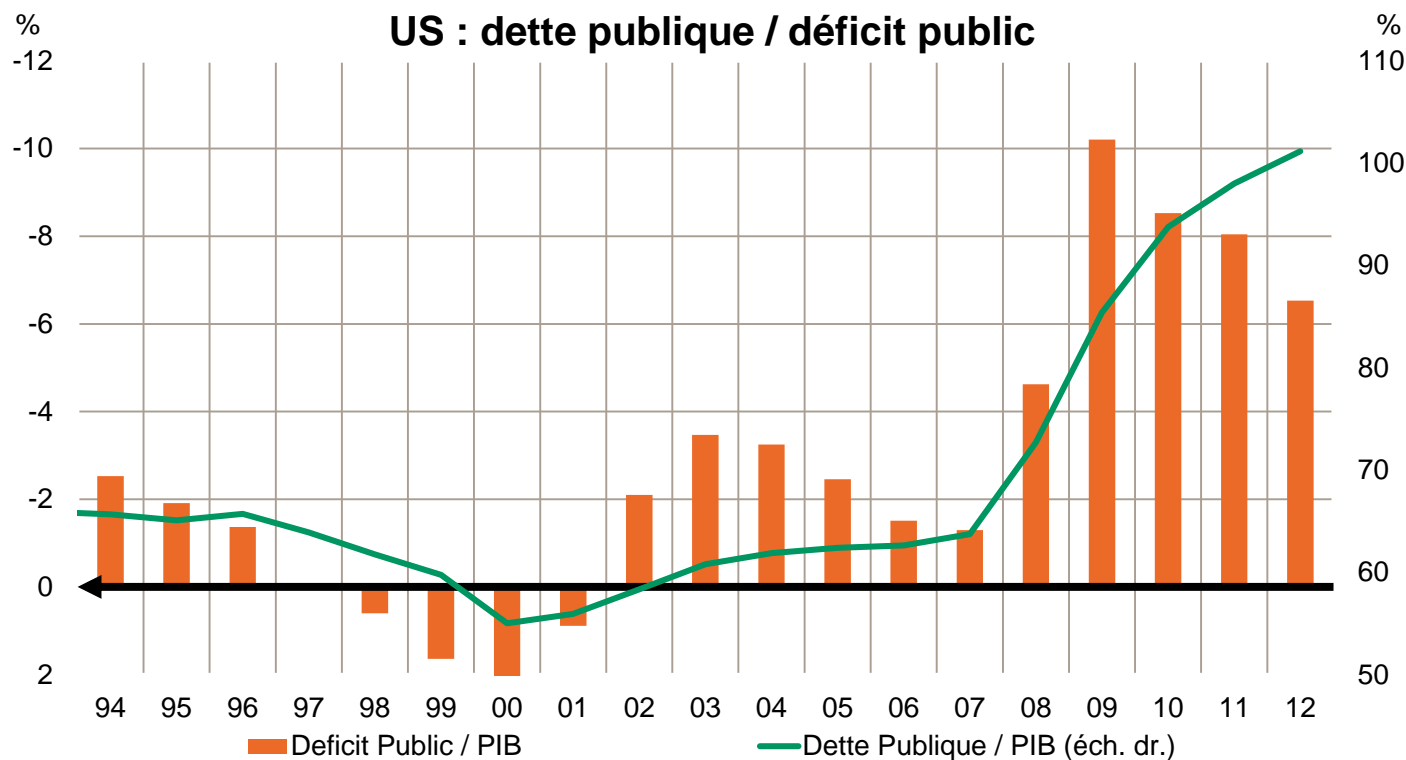
— EUR — JPY — CNY — GBP

Puis rééquilibrage des finances publiques



Et maintenant, le désendettement public

- ✓ Mur budgétaire évité avec un accord côté impôts. Coupes “automatiques” dans les dépenses (accord a minima pour ne pas trop endommager la croissance).
- ✓ Doute sur la capacité d'accélération de la croissance dans un contexte d'ajustement budgétaire (question en suspens du relèvement du plafond de la dette!)



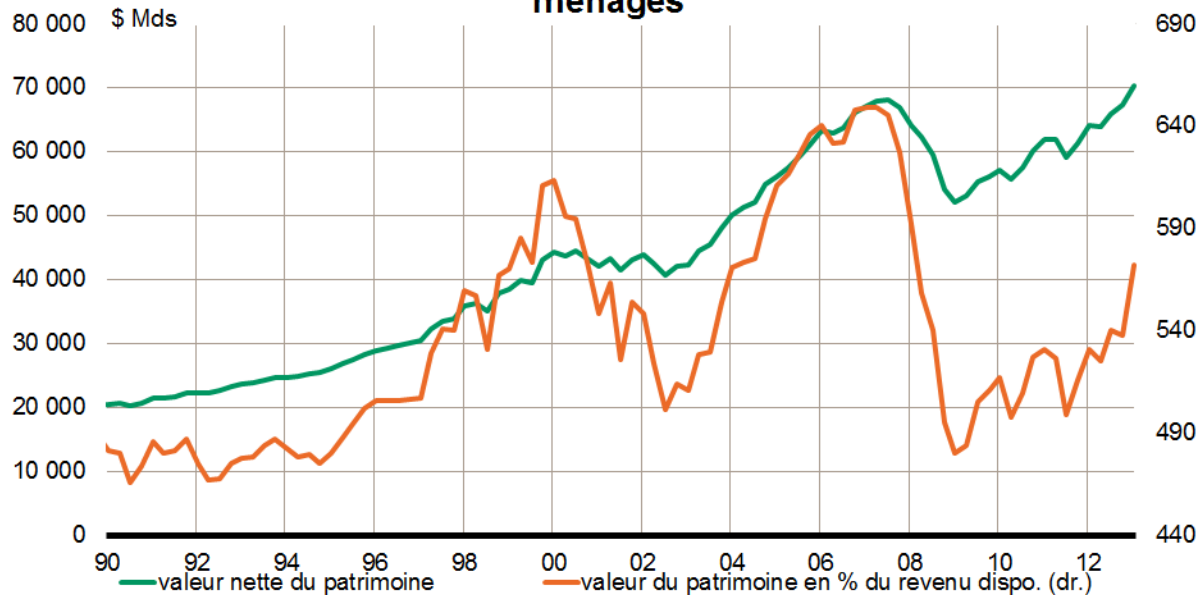
Source : US Department of the Treasury, BEA, Crédit Agricole S.A.

Et, enfin le retrait de la perfusion monétaire



- **Pari d'une activité suffisamment solide pour supporter le retrait progressif des deux béquilles, budgétaire et monétaire**
 - les effets patrimoniaux et de richesse (reflation des actifs) sont un des vecteurs de l'embellie conjoncturelle, une reprise qui reste donc fragile, sensible à la remontée des taux d'intérêt (pilotage de la Fed) et aux à coups financiers
 - Les américains consommateurs en dernier ressort? au prix d'un nouveau gonflement des déséquilibres mondiaux?

USA : hausse de la valeur nette du patrimoine des ménages



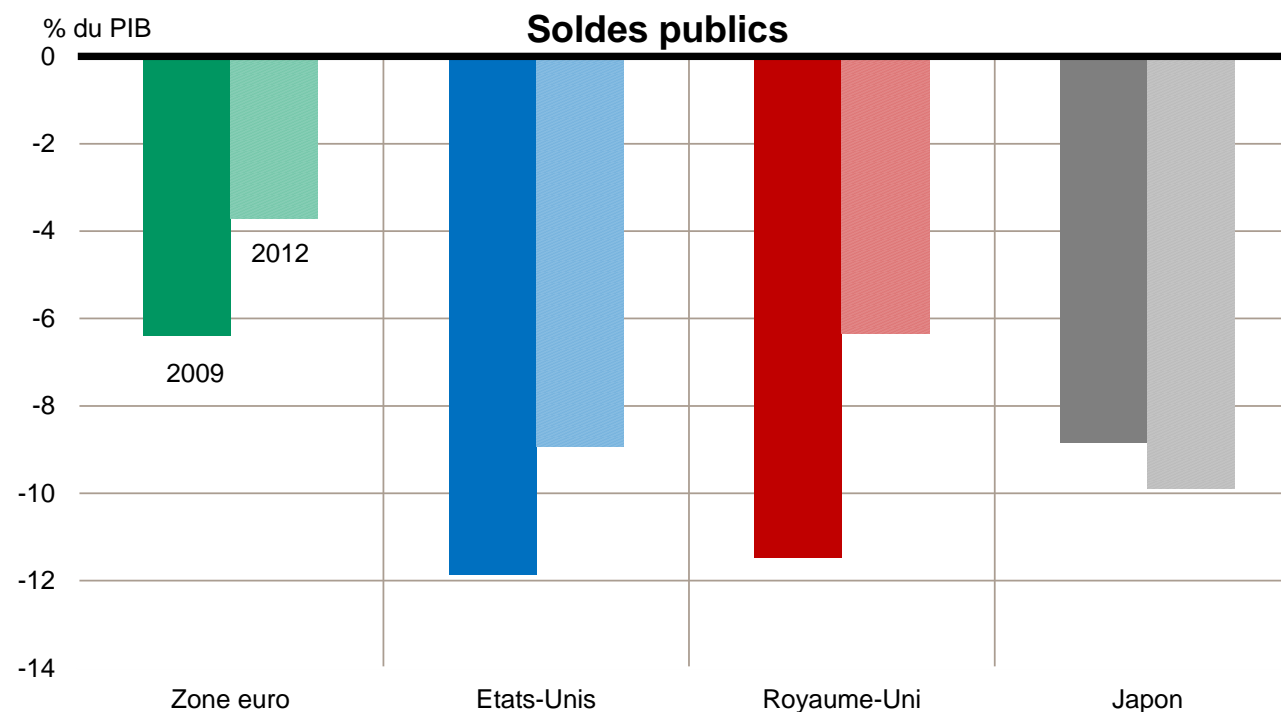
Source : FED, Crédit Agricole S.A.



Zone euro : l'austérité à tout prix

Stratégie européenne : assainir à tout prix

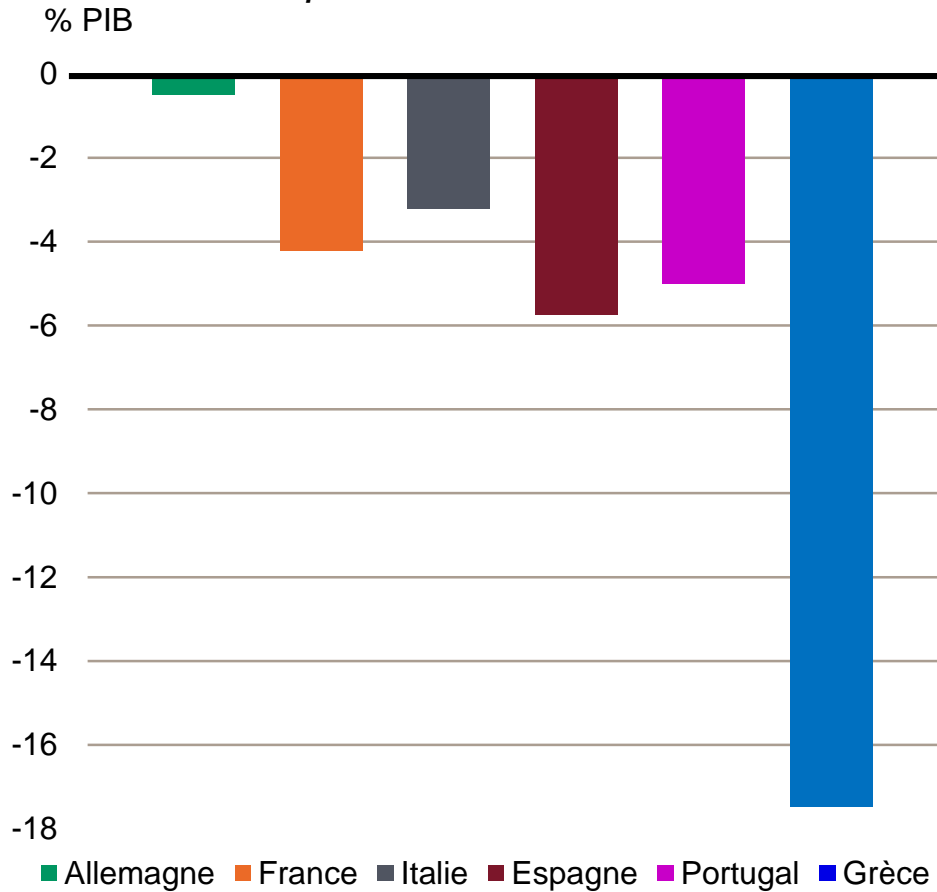
- ❑ Croyance suivant laquelle l'assainissement des bilans privés et publics était un préalable essentiel au rétablissement de la confiance et de la croissance a formaté la stratégie européenne de sortie de crise selon 3 axes :
 - ✓ De l'austérité pour réduire déficits et dettes
 - ✓ Une compression des coûts salariaux pour restaurer la compétitivité
 - ✓ Des réformes structurelles pour rehausser le potentiel de croissance à long terme



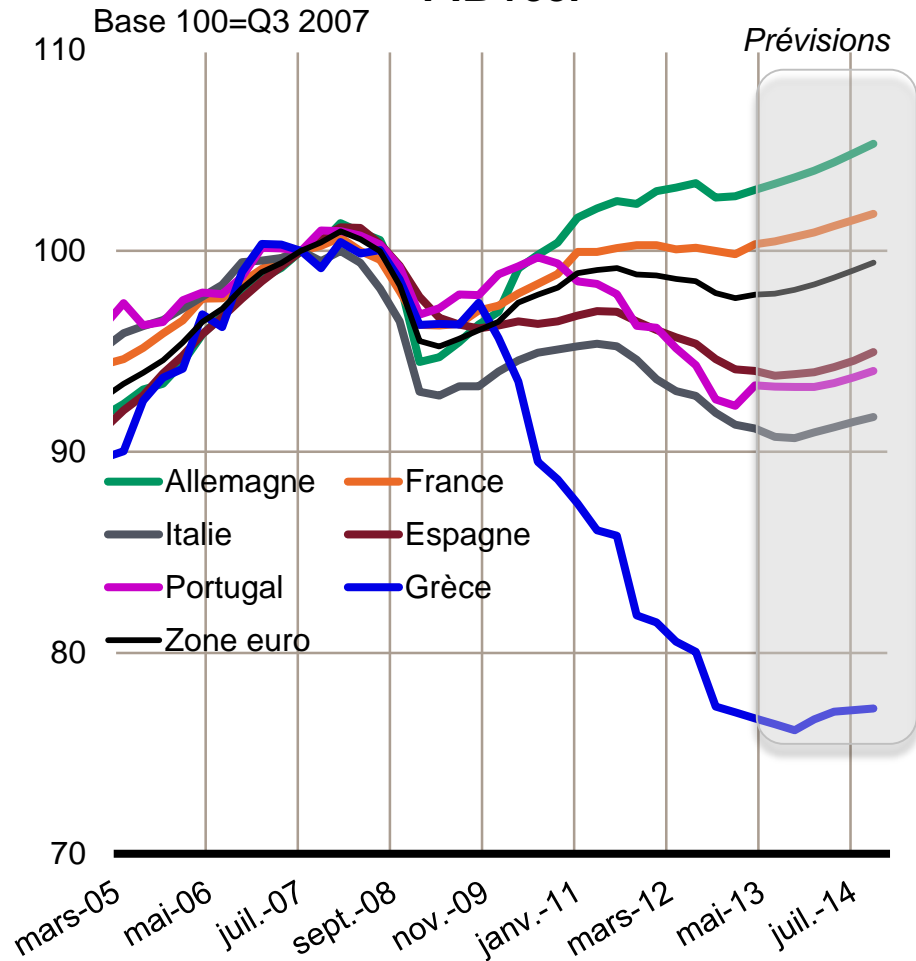
Source : Datastream, Crédit Agricole S.A.

les efforts budgétaires consentis ont pénalisé la croissance : rythme et dosage en cause

Evolution du solde structurel
période 2009-2013



PIB réel



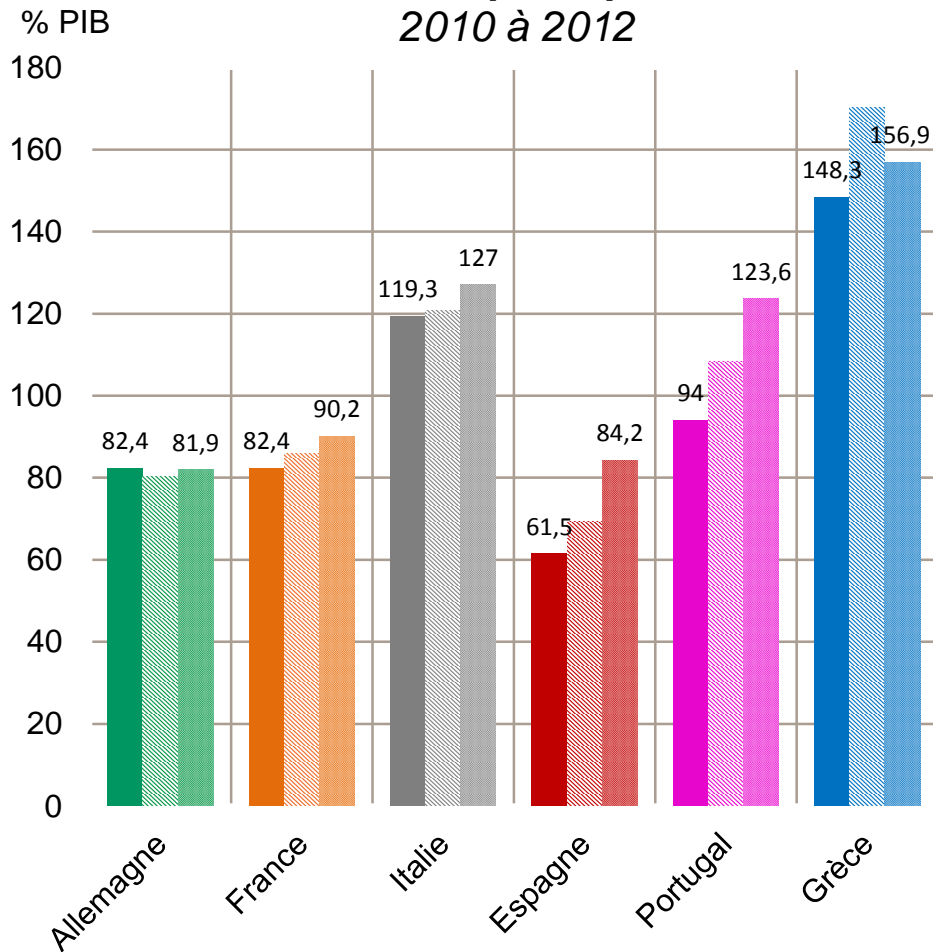
Source : Crédit Agricole S.A.

Source : Crédit Agricole S.A.

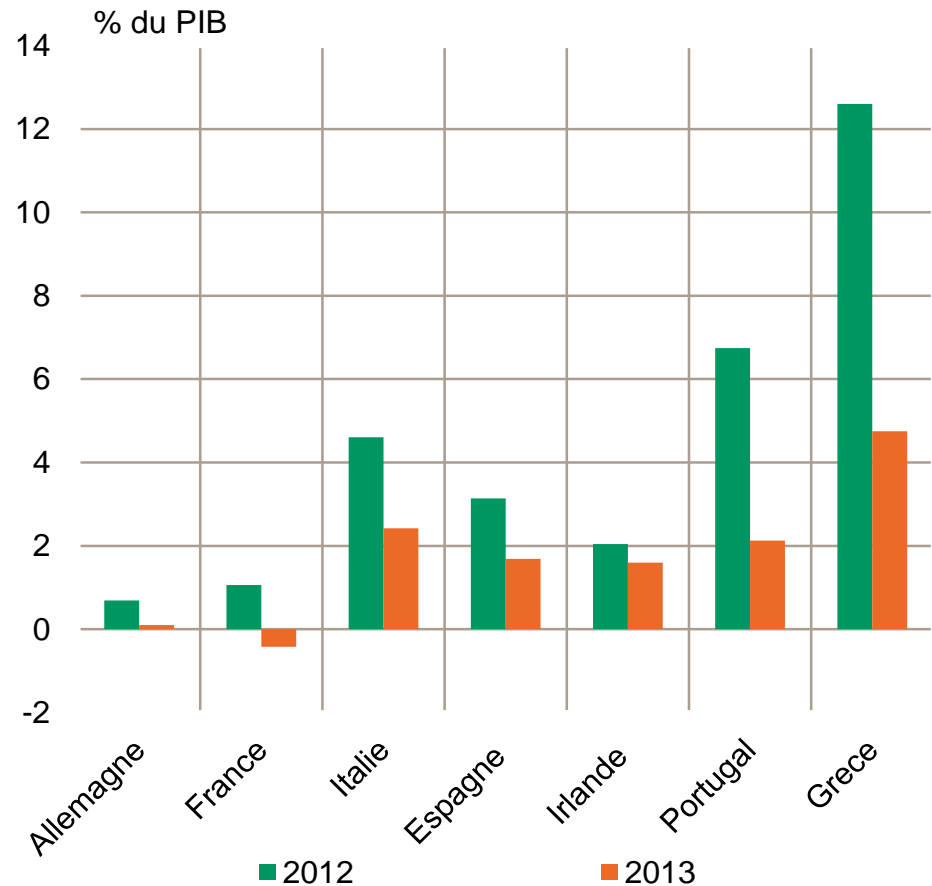
...sans enrayer la progression des dettes



Dettes publiques 2010 à 2012



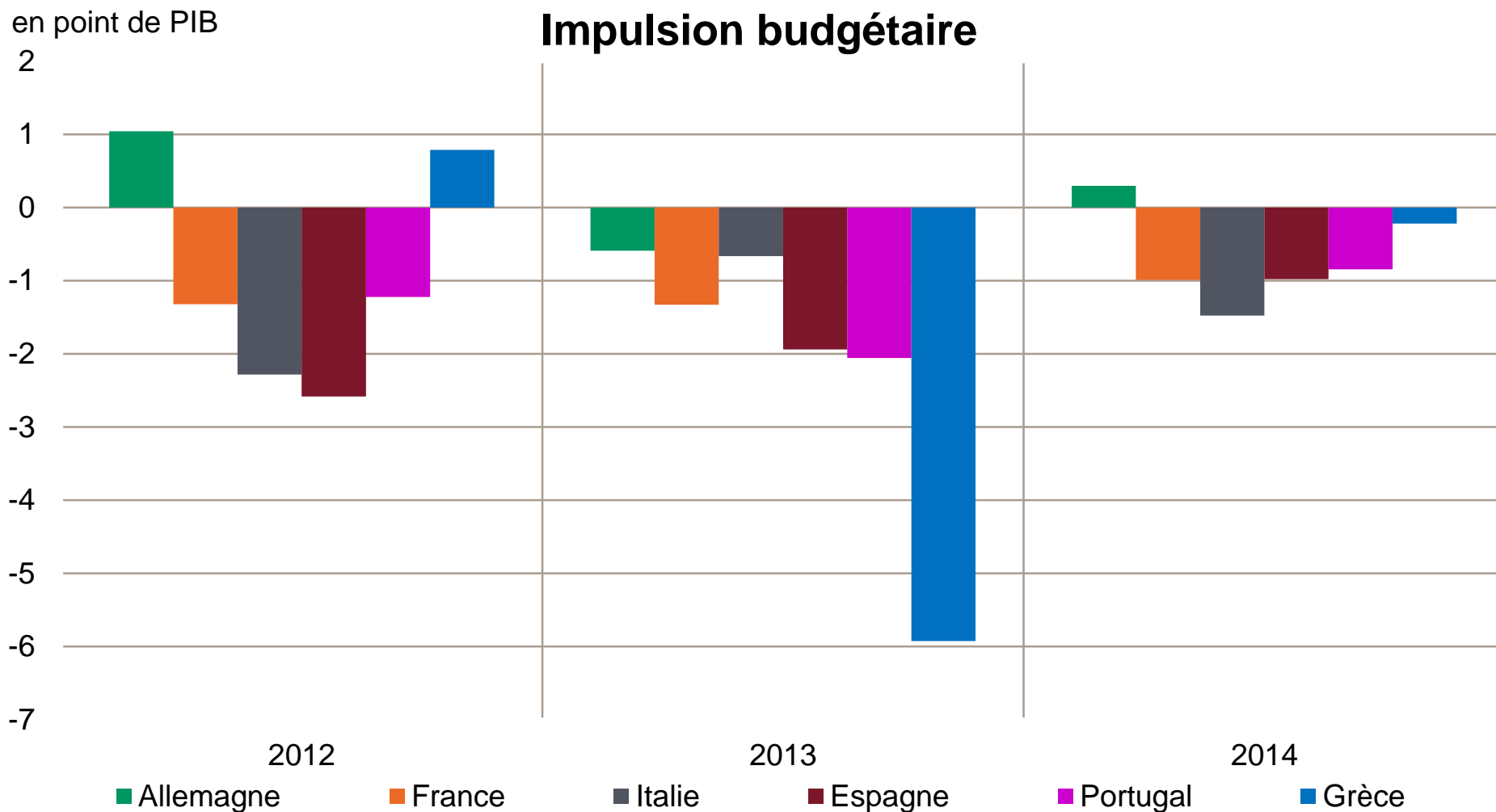
Impact de l'écart croissance- rendements sur la dette publique



Source : Crédit Agricole S.A.

Source : s Programmes de stabilité 2012, Crédit Agricole S.A.

Plus de pragmatisme, moins de restriction

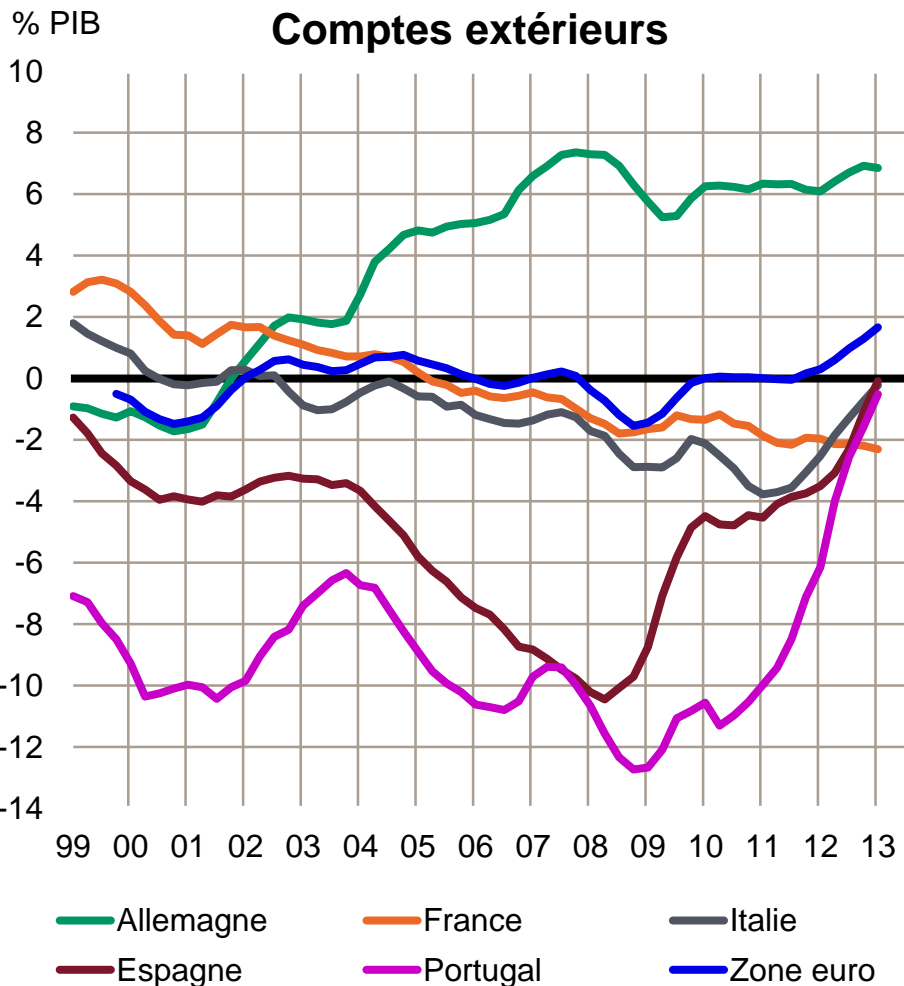


Source : Crédit Agricole S.A.

Crise de balance des paiements : polarisation industrielle et écarts de compétitivité

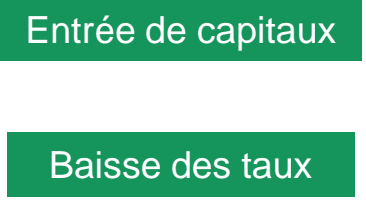


Comptes extérieurs



Cercle vertueux

Cercle vicieux



- Hausse investissement
- Hausse de la Productivité
- Hausse Salaires non inflationniste
- Maintien/amélioration compétitivité
- Croissance et résorption des déficits courants
- Convergence

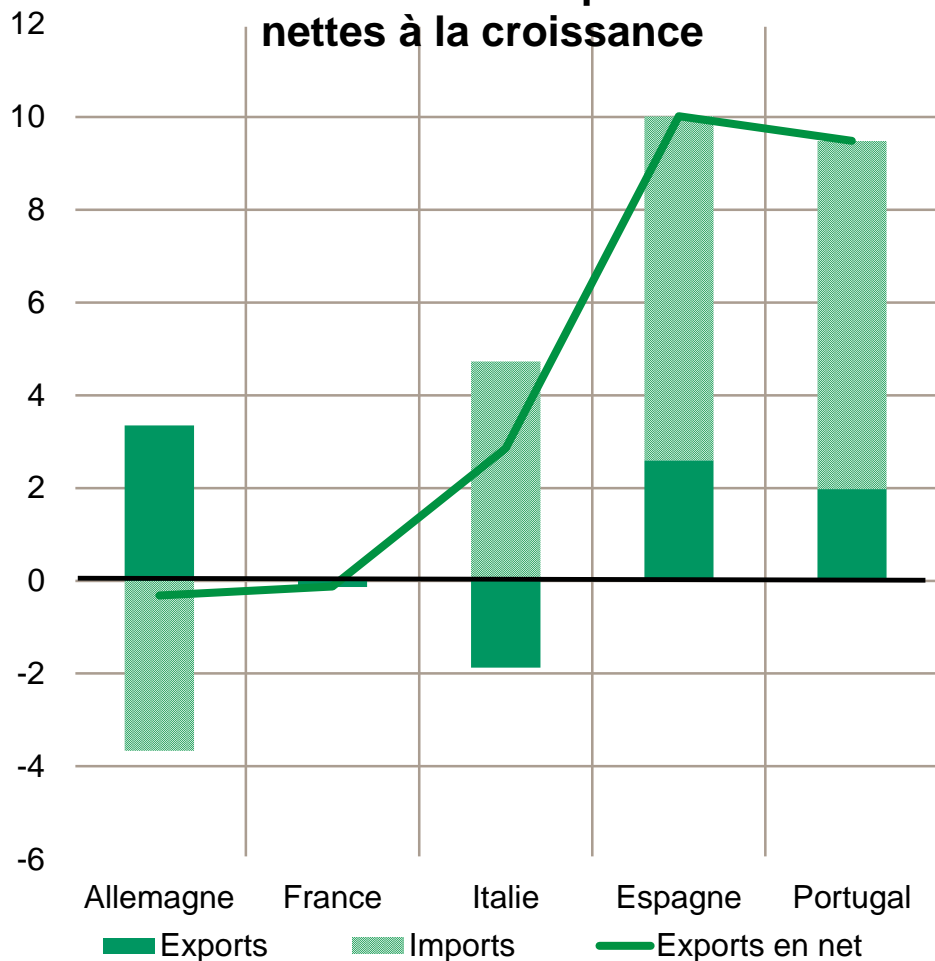
- Spéculation immobilière
- Hausse de la demande privée
- Hausse Salaires inflationniste
- Dégradation de la compétitivité
- Croissance mais gonflement des déficits courants
- Déconvergence

Source : Crédit Agricole S.A.

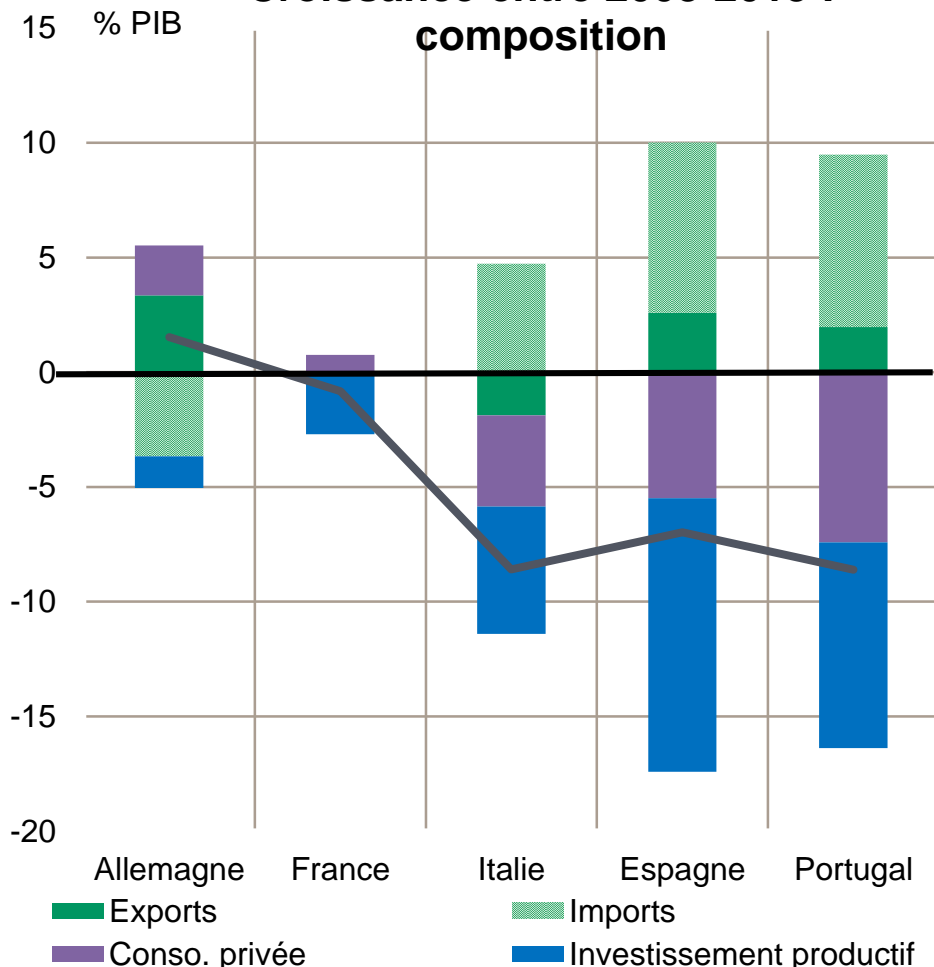
Rééquilibrage extérieur se fait au au frais de l'intérieur



Contribution des Exportations nettes à la croissance



Croissance entre 2008-2013 : composition



Source : Crédit Agricole S.A.

Source : Crédit Agricole S.A.

Réformes structurelles : une question de priorité



- ❑ Réformes structurelles utiles et souhaitables
- ✓ Transfert de ressources des activités à faible productivité vers celles productives et innovantes
- ✓ Mesures de flexibilisation ont à CT des effets déprimants sur l'activité (courbe en J)
- ✓ En bas de cycle lorsque les débouchés sont médiocres, le ré-emploi par les secteurs plus porteurs ne se fait pas ou trop lentement pour ranimer l'activité
- ❑ Problème articulation entre politiques d'offre et de demande

Ecarts de Performances au niveau des réformes structurelles

Institutions

Qualité des Institutions
 Degré de propriété publique
 Système légal et droits de propriété
 Respect des contrats

Infrastructures

Qualité des infrastructures
 Régulation du secteur des transports

Capital humain

Santé et enseignement primaire
 Enseignement supérieur et formation
 Score PISA*

Protection de l'emploi

Régulation des affaires

Concurrence sur les marchés
 Régulation des affaires
 Création d'entreprises
 Réglementations sur le marché des biens

Ouverture commerciale

Taille du marché
 Libre échange
 Barrières aux IDE
 Commerce extérieur

Rigidité sur le marché du crédit

Développement marchés financiers
 Réglementations sur le marché du crédit
 Accès au crédit

Innovation

Développement technologique
 Sophistication des activités productives
 Innovation
 Soutien à la R&D

	France	Allemagne	Grèce	Irlande	Italie	Portugal	Espagne
Institutions							
Qualité des Institutions	Green	Green	Red	Green	Red	Yellow	Yellow
Degré de propriété publique	Yellow	Green	Red	Green	Yellow	Green	Green
Système légal et droits de propriété	Green	Green	Red	Green	Red	Yellow	Yellow
Respect des contrats	Green	Green	Yellow	Yellow	Red	Green	Yellow
Infrastructures							
Qualité des infrastructures	Green	Green	Red	Yellow	Yellow	Green	Green
Régulation du secteur des transports	Yellow	Green	Red	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow
Capital humain							
Santé et enseignement primaire	Green	Yellow	Yellow	Green	Yellow	Yellow	Yellow
Enseignement supérieur et formation	Green	Green	Red	Yellow	Red	Yellow	Yellow
Score PISA*	Yellow	Green	Red	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow
Protection de l'emploi							
	Yellow	Yellow	Yellow	Green	Yellow	Yellow	Yellow
Régulation des affaires							
Concurrence sur les marchés	Yellow	Green	Red	Green	Red	Red	Red
Régulation des affaires	Yellow	Green	Yellow	Green	Red	Yellow	Yellow
Création d'entreprises	Green	Yellow	Green	Green	Yellow	Green	Yellow
Réglementations sur le marché des biens	Green	Green	Red	Green	Green	Green	Green
Ouverture commerciale							
Taille du marché	Green	Green	Yellow	Yellow	Green	Yellow	Yellow
Libre échange	Yellow	Green	Red	Green	Yellow	Yellow	Yellow
Barrières aux IDE	Green	Green	Green	Green	Yellow	Green	Yellow
Commerce extérieur	Green	Green	Yellow	Yellow	Yellow	Green	Yellow
Rigidité sur le marché du crédit							
Développement marchés financiers	Green	Yellow	Red	Red	Red	Yellow	Yellow
Réglementations sur le marché du crédit	Yellow	Yellow	Red	Red	Red	Red	Yellow
Accès au crédit	Yellow	Green	Yellow	Green	Green	Yellow	Yellow
Innovation							
Développement technologique	Green	Green	Red	Green	Red	Green	Yellow
Sophistication des activités productives	Green	Green	Red	Green	Red	Red	Yellow
Innovation	Green	Green	Red	Yellow	Red	Yellow	Red
Soutien à la R&D	Green	Yellow	Red	Yellow	Green	Green	Green

*Programme International pour le Suivi des Acquis des élèves
 Source : FMI, OCDE, Banque Mondiale



Japon: l'inflation à tout prix

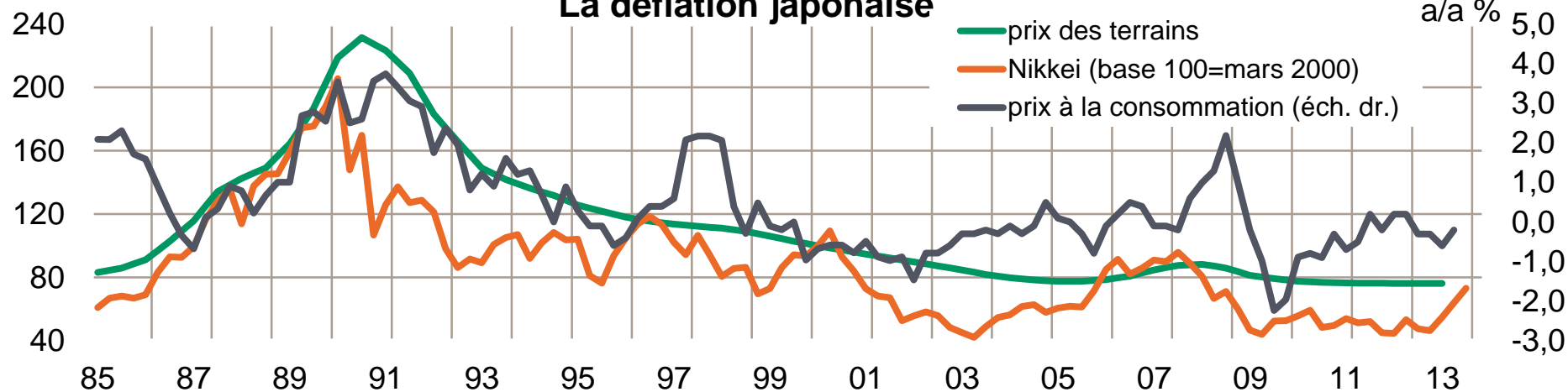
Après dix ans de déflation et de croissance anémiée



□ Éclatement d'une bulle majeure de crédit à la fin des 80's

- Spirale déflationniste à la Fisher : purge cumulative des excès financiers (bourse, immobilier, surinvestissement entreprises) mettant sous pression l'ensemble du système financier
- Problème d'insolvabilité généralisée du système bancaire non traité. Canal de transmission de la politique monétaire inopérant et émergence d'une trappe à liquidité. Relance budgétaire mal ciblée
- Affaiblissement de l'économie, aggravation des problèmes bancaires et entrée en déflation (défavorable aux débiteurs). Poids des dettes en hausse, dégradation de la solvabilité alimentant la contraction du crédit et la récession

La déflation japonaise



Source : Meti, BoJ, Crédit Agricole s.a.

...le "whatever it takes" d'Abe

□ Un *policy-mix* agressif pour sortir de la déflation et rehausser la croissance potentielle

- Politique budgétaire expansionniste pour soutenir la croissance à CT (mais hausse TVA dès mi 2014!).
- Politique monétaire agressive :doublement de la base monétaire et achats massifs de titres publics (baisse du yen bienvenue) et surtout un « reformatage » des anticipations
- Des réformes structurelles pour dynamiser la croissance à LT (peu ambitieuses à ce stade

