

1. Une année 2011 marquée par l'accumulation de chocs négatifs

1.1 L'activité mondiale a ralenti au cours du premier semestre 2011

Après avoir connu un net rebond en 2010, la croissance mondiale a progressivement diminué à partir de début 2011 (cf. Tableau 1), essentiellement sous l'effet de deux chocs négatifs : la flambée du prix des matières premières et le tremblement de terre au Japon (cf. Encadré 1).

Le 1^{er} trimestre 2011 a montré des premiers signes de fléchissement, en particulier aux États-Unis (+0,1 % après +0,8 % en moyenne trimestrielle en

2010). Le ralentissement observé au sein de la première puissance économique mondiale fait suite à un fléchissement de la consommation privée, dans un contexte d'accélération du processus de désendettement des ménages et de hausse du prix des matières premières énergétiques. Au Japon, la contraction de l'activité s'est poursuivie (-0,7 %¹), suite au séisme de Sendai le 11 mars, conduisant notamment à un effondrement de la production industrielle d'environ 15 % par rapport à février.

Tableau 1 : évolution trimestrielle du PIB (en volume, cvs-cjo, en %)

| | 2010 | | | | 2011 | | | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 (acquis) |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|-------------|-------------|------------|------------------|
| | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | | | | |
| États-Unis | 1,0 | 0,9 | 0,6 | 0,6 | 0,1 | 0,3 | 0,5 | -0,3 | -3,5 | 3,0 | 1,6 |
| Chine* | 2,4 | 2,3 | 2,1 | 2,7 | 2,0 | 2,4 | 2,3 | 9,6 | 9,2 | 10,4 | 8,9 |
| Japon | 2,5 | 0,0 | 0,7 | -0,7 | -0,7 | -0,3 | 1,5 | -1,2 | -6,3 | 4,1 | -0,3 |
| Royaume-Uni | 0,2 | 1,1 | 0,6 | -0,5 | 0,4 | 0,1 | 0,5 | -1,1 | -4,4 | 1,8 | 0,9 |
| Zone euro | 0,3 | 0,9 | 0,4 | 0,3 | 0,8 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | -4,2 | 1,8 | 1,6 |
| Allemagne | 0,5 | 1,9 | 0,8 | 0,5 | 1,3 | 0,3 | 0,5 | 0,8 | -5,1 | 3,6 | 3,1 |
| France | 0,1 | 0,5 | 0,4 | 0,3 | 0,9 | -0,1 | 0,4 | -0,2 | -2,6 | 1,4 | 1,7 |
| Italie | 0,6 | 0,5 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,3 | nd | -1,3 | -5,1 | 1,5 | 0,7 |
| Espagne | 0,2 | 0,3 | 0,1 | 0,2 | 0,4 | 0,1 | 0,0 | 0,9 | -3,7 | -0,1 | 0,8 |
| Belgique | 0,1 | 1,1 | 0,4 | 0,5 | 0,9 | 0,4 | 0,0 | 0,9 | -2,7 | 2,3 | 2,0 |
| Pays-Bas | 0,4 | 0,6 | 0,3 | 0,6 | 0,7 | 0,2 | -0,3 | 1,8 | -3,5 | 1,6 | 1,5 |
| Grèce | -1,9 | -1,3 | -1,6 | -2,8 | 0,2 | nd | nd | 1,0 | -2,3 | -4,4 | -3,1 |
| Irlande | 1,5 | -0,4 | 0,2 | -1,4 | 1,9 | 1,6 | nd | -3,0 | -7,0 | -0,4 | 2,0 |
| Portugal | 0,9 | 0,4 | 0,3 | -0,5 | -0,6 | -0,1 | -0,4 | 0,0 | -2,5 | 1,4 | -1,1 |

* Trimestrialisation DG Trésor jusqu'en 2010.

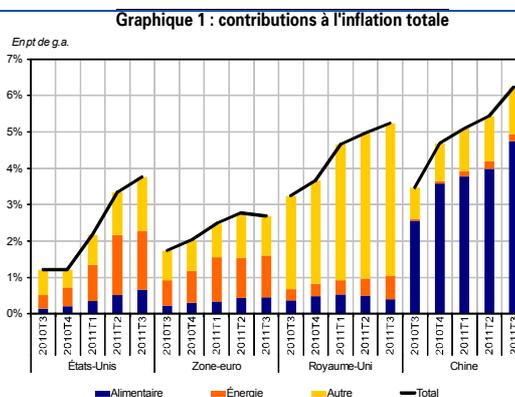
Source : comptes trimestriels ; des légers écarts peuvent apparaître avec les comptes annuels en raison du traitement des jours ouvrés.

Encadré 1 : La hausse du prix des matières premières et le séisme au Japon ont affecté l'économie mondiale au cours du 1^{er} semestre 2011

Le cours du pétrole a augmenté de presque 35 %^a entre le second semestre 2010 et le premier semestre 2011. Cette augmentation franche des prix s'explique par un déficit d'offre sur cette période. La production de pétrole a été notamment pénalisée par les événements en Libye. La production libyenne est en effet passée de 1,6 Mbj en moyenne sur le second semestre 2010 à 0,2 Mbj en avril 2011, et s'est maintenue à un niveau très bas depuis. En parallèle, la demande a été relativement dynamique, en lien avec le rebond de l'activité mondiale. Les prix des matières premières alimentaires ont également sensiblement progressé sur la même période (+21 % d'après le *Commodity Research Bureau*) tirant ainsi l'inflation mondiale vers le haut (cf. Graphique 1).

Dans les économies développées et en particulier aux États-Unis et en zone euro, l'inflation a été alimentée par les prix de l'énergie tandis que dans les économies émergentes et notamment en Chine, il s'agit plutôt des prix alimentaires^b. En revanche, l'essentiel de la hausse des prix au Royaume-Uni provient d'autres facteurs (revalorisation de la TVA en janvier 2011 et dépréciation de la livre).

Le séisme de Sendai au Japon le 11 mars a eu des conséquences notables sur l'activité mondiale. D'une part, la baisse de la demande en provenance du Japon s'est répercutée sur le reste du monde via le canal commercial. D'autre part, la production des pays importateurs de biens intermédiaires en provenance du Japon (les pays d'Asie du Sud-Est) a été pénalisée, en particulier dans les secteurs de l'électronique et de l'automobile. L'impact global sur l'activité serait, à court terme, proche de -1 % en Chine, -1½ % en Asie du Sud-Est, et de -¼ % aux États-Unis, au Royaume-Uni et en zone euro. L'impact serait moindre sur l'ensemble de l'année 2011, le retour à la normale jouant à la hausse dès le second semestre.



Sources : nationales et calculs DG Trésor.

a. Brent, en \$, prix spot.

b. Le poids de l'alimentation dans le panier de biens est sensiblement plus important dans les économies émergentes.

(1) La chute d'activité au 4^{ème} trimestre 2010 (-0,7 %) fait suite à l'arrêt de la prime à la casse et à la forte hausse du prix du tabac.

Au 2^{ème} trimestre, le ralentissement de l'activité mondiale s'est intensifié, touchant l'ensemble des principales zones développées.

En zone euro, l'activité a fortement ralenti au 2^{ème} trimestre (+0,2 % après +0,8 %), ce qui était attendu après le net rebond au 1^{er} trimestre, tiré en partie par des facteurs temporaires (effet climat et prime à la casse). Ce ralentissement s'explique également par le coup d'arrêt de la consommation privée, pénalisée par la hausse du prix des matières premières énergétiques. Il touche tout particulièrement les économies « cœurs » : la croissance a diminué sensiblement en Allemagne (+0,3 % après +1,3 %), en France (-0,1 % après +0,9 %) et aux Pays-Bas (+0,2 % après +0,7 %) ; l'Italie et l'Espagne, qui n'avaient pas connu un 1^{er} trimestre aussi dynamique, ont conservé un rythme modéré de progression (respectivement +0,3 % et +0,1 %).

Au Royaume-Uni, l'activité a également décéléré (+0,1 % au 2^{ème} trimestre après +0,4 %), en lien avec le coup d'arrêt de l'industrie britannique, la journée de congé national octroyée à l'occasion du mariage princier² et l'impact du tremblement de terre de Sendai sur les chaînes de production mondiales.

Sans surprise, le tremblement de terre a continué à avoir un impact fort sur l'économie nipponne, avec un nouveau recul de l'activité (-0,3 %), d'ampleur moindre que

prévu grâce à un mouvement de restockage et aux effets des premières mesures publiques destinées à la reconstruction.

Aux États-Unis, la croissance est restée faible au regard des standards américains (+0,3 % après +0,1 %). L'accélération des prix énergétiques a continué de peser sur la consommation privée alors même que le processus de désendettement des ménages s'est poursuivi. Suite au tremblement de terre japonais, la rupture des chaînes de production mondiales a également pénalisé l'activité. Cette faible croissance américaine a d'autant plus déçu que de fortes révisions sur le passé ont montré que les États-Unis n'avaient finalement pas encore retrouvé le niveau d'activité d'avant crise à l'issue du 2^{ème} trimestre 2011.

En Chine, la croissance a progressé par rapport au 1^{er} trimestre (+2,4 % après +2,0 %). Ce rythme de croissance reste légèrement inférieur à celui d'avant crise (environ +2,8 %) en raison des conséquences du séisme japonais, de la forte accélération des prix alimentaires et de la poursuite du durcissement des conditions de financement afin de prévenir tout dérapage inflationniste.

Au total, le commerce mondial a stagné au 2^{ème} trimestre 2011, traduisant et amplifiant le ralentissement de l'activité mondiale.

Encadré 2 : Révision des comptes nationaux

Chaque année, les instituts nationaux procèdent à la révision des comptes nationaux, conduisant généralement à la modification des trois dernières années de croissance des grands agrégats économiques. Cette année, cette publication a été accompagnée de la refonte des méthodes et concepts de comptabilité nationale, usuellement appelé « changement de base », qui intervient à intervalles moins fréquents (environ tous les 5 ans). Les comptes nationaux sont désormais millésimés « base 2005 », du nom de la nouvelle année de référence des grandeurs macroéconomiques. Cette modification des comptes nationaux conduit à des révisions d'ampleur inégale dans l'estimation du PIB, notamment pour l'évaluation de la sévérité de la crise et le début de la reprise.

En Allemagne, l'institut national de statistique Destatis fait part d'une plus forte contraction de l'activité en 2009, de -5,1 % contre -4,7 % estimée auparavant.

Aux États-Unis, le *Bureau of Economic Analysis* (BEA), en charge des comptes nationaux, a également révisé à la baisse l'activité américaine. La récession de 2009 a été plus sévère que ce qui était jusqu'alors estimé avec une chute de l'activité de 3,5 % (contre 2,6 % auparavant). La principale révision porte sur la consommation privée (-1,9 % contre -1,2 %) et sur le revenu disponible des ménages (-2,3 % contre +0,6 %), qui a finalement reculé pour la première fois depuis 1974. Le chiffre de croissance du 1^{er} trimestre 2011 a aussi été revu à la baisse (+0,1 % contre +0,5 %).

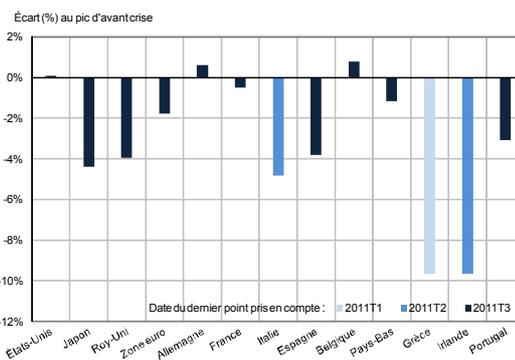
En France, les révisions sont nettement moins importantes. La récession est décrite comme marginalement plus prononcée (-2,6 % contre -2,5 % avant révision) et la reprise un peu plus faible (+1,4 % contre +1,5 % avant révision).

Au Royaume-Uni, le changement de base décrit à l'inverse une moindre contraction de l'activité en 2009 (-4,4 % contre -4,9 %

avant révision) et une reprise plus allante en 2010 (+1,8 % contre +1,4 % avant révision). En Italie, le changement de base fait également part d'une moindre contraction en 2009 et d'une reprise un peu plus franche.

Au final, au 3^{ème} trimestre 2011, seuls les États-Unis, l'Allemagne et la Belgique auraient dépassé le niveau de PIB d'avant crise. L'activité en France et aux Pays-Bas serait proche du pic d'avant-crise. En revanche, dans certains pays de la zone euro (Italie, Espagne et Portugal) ainsi qu'au Royaume-Uni et au Japon, l'activité demeure assez nettement inférieure à ce pic.

Graphique 2 : écart du PIB réel par rapport au pic d'avant crise



Source : DG Trésor.

Lecture : En Allemagne, au 3^{ème} trimestre 2011, le PIB en volume est supérieur de 0,6 % à son pic d'avant crise (1^{er} trimestre 2008). En France, il est légèrement inférieur (-0,5 % par rapport au pic du 1^{er} trimestre 2008).

(2) Celle-ci n'a pas été prise en compte dans la correction des jours ouvrés.

1.2 L'été a été marqué par l'exacerbation des tensions sur les marchés financiers

Après un printemps difficile, l'été a été marqué par une grande instabilité sur les marchés, à la suite d'événements qui ont ébranlé la confiance des investisseurs des deux côtés de l'Atlantique. L'économie américaine a connu une succession de mauvaises nouvelles, avec en particulier la révision des comptes nationaux et la montée des inquiétudes sur la dette publique (modalités de relèvement du plafond de la dette et dégradation de la note souveraine par l'agence de notation *Standard and Poor's*). En Europe, l'inquiétude sur les marchés a également été croissante en raison des craintes sur les dettes souveraines qui ne concernent plus seulement les pays sous programme mais également l'Espagne et surtout l'Italie.

Cette chute de confiance a eu pour principale conséquence l'effondrement des marchés boursiers, essentiellement entre fin juillet et début septembre³. Les *spreads* interbancaires se sont également accrus, en particulier en zone euro, mais restent assez nettement inférieurs aux niveaux atteints pendant la faillite de Lehman Brothers⁴.

Les turbulences financières pèseraient sur l'économie réelle à court terme. La perte de confiance des agents privés pourrait entraîner un report des décisions de consommation et d'investissement. La forte chute des cours boursiers dégrade le bilan des détenteurs d'actifs financiers, et devrait affecter la consommation des ménages *via* une diminution de leur richesse. La baisse de la valeur des actions des entreprises cotées en bourse devrait en outre pénaliser l'investissement⁵. De plus, le coût de financement des entreprises pourrait se renchérir.

Par ailleurs, certains pays ont réagi en renforçant ou en initiant des mesures de consolidation budgétaire, qui seraient de nature à peser à court terme sur l'activité des économies concernées, ainsi que sur celle de leurs partenaires commerciaux. Notamment, l'Italie et l'Espagne ont mis en œuvre des mesures dont les effets sont attendus dès le 2nd semestre 2011.

Malgré un contexte de dégradation des indicateurs conjoncturels dès le début 2011 (cf. Graphique 3), l'activité en zone euro a progressé au 3^{ème} trimestre de +0,2 %, soit le même rythme de croissance qu'au 2^{ème} trimestre. Cette progression reste caractérisée par de fortes hétérogénéités au sein de la zone euro. En effet, l'activité a accéléré dans les deux principales économies, en France et en Allemagne avec une croissance de +0,4 % et +0,5 % respectivement. Elle a ralenti plus ou moins fortement dans les autres pays de la zone. La croissance a ainsi été modérée en Autriche et en

Finlande (+0,3 %), nulle en Espagne et en Belgique, et négative aux Pays-Bas (-0,3 %) et au Portugal (-0,4 %). Dans les autres grandes zones économiques mondiales, la croissance a été plus robuste au 3^{ème} trimestre. Elle a retrouvé de l'allant aux États-Unis (+0,5 % après +0,3 % au 2^{ème} trimestre) – soutenue par la consommation des ménages et l'investissement des entreprises mais pénalisée par les stocks –, et au Royaume-Uni (+0,5 % après +0,1 %). Au Japon, le PIB progresse très nettement (+1,5 % après -0,3 %), en contrecoup du séisme de Sendai, porté notamment par le rebond des exportations et le dynamisme de la consommation privée. Enfin, la croissance en Chine a été de nouveau vigoureuse (+2,3 %).

Au regard des turbulences financières de l'été aux États-Unis et en Europe, la relative bonne tenue de l'activité au 3^{ème} trimestre 2011 constitue plutôt une bonne surprise. La transmission de ces tensions financières à l'économie réelle pourrait toutefois se matérialiser ultérieurement.

1.3 Pour le 4^{ème} trimestre, les principaux indicateurs conjoncturels disponibles à ce jour annoncent une dégradation assez forte de l'activité en zone euro, et dans une moindre mesure aux États-Unis et au Royaume-Uni

L'activité au 4^{ème} trimestre devrait en effet pâtir de la perte de confiance des consommateurs et des industriels même si l'ampleur du recul de l'activité dans certaines économies avancées reste incertaine à ce stade. En effet, les enquêtes réalisées auprès des directeurs d'achat (PMI) font part d'une détérioration du climat des affaires depuis l'été des deux côtés de l'atlantique, notamment dans le secteur manufacturier. En octobre, le climat des affaires chute de nouveau en zone euro (cf. Graphique 3), se situant clairement dans la zone indiquant une contraction de l'activité. Il signale encore une croissance, certes faible, aux États-Unis.

Les dernières informations quantitatives corroborent cette tendance. En zone euro, la production manufacturière en septembre a ainsi fortement reculé (-2,5 %, cf. Tableau 2). Une partie de cette baisse est toutefois à relativiser car elle intervient en contrecoup du rebond exceptionnel enregistré en juillet en Allemagne (+3,6 %) et en août en Italie (+3,6 %). En Allemagne, la hausse de juillet suivie de la baisse de septembre s'explique en partie par des effets de calendrier et de saisonnalité, suite à un départ en vacances plus tardif que d'habitude dans de nombreuses régions. Hors zone euro, la situation est plus contrastée. La production manufacturière a chuté au Japon (-3,2 %), s'est stabilisée au Royaume-Uni (+0,1 %) alors qu'elle a progressé modérément aux États-Unis (+0,5 % en octobre après +0,3 % en septembre).

(3) Entre le 25 juillet et le 12 septembre, l'indice Standard & Poor's 500 et Eurostoxx 50 ont respectivement reculé de 14 % et 26 %.

(4) L'écart entre les taux interbancaires à 3 mois et les anticipations au jour le jour en zone euro sont proches en moyenne de 80 points de base depuis début septembre (contre environ 180 points de base pendant la faillite de Lehman Brothers).

(5) Cette baisse se traduit par une dégradation mécanique du ratio « valeur boursière de l'entreprise sur valeur de remplacement du capital fixe », appelé Q de Tobin.

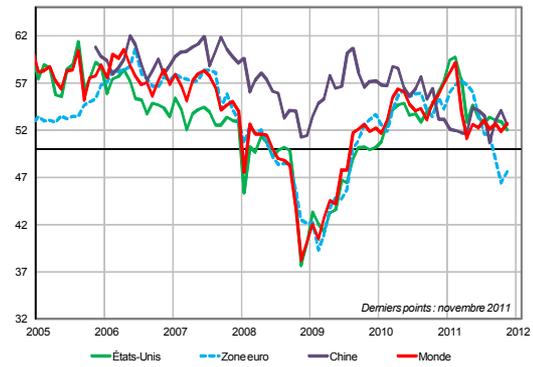
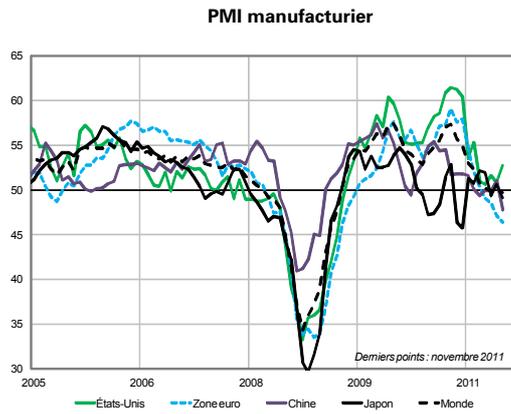


Tableau 2 : production manufacturière : variations mensuelles et trimestrielles

| | janv-11 | févr-11 | mars-11 | avril-11 | mai-11 | juin-11 | juil-11 | août-11 | sept-11 | T1 | T2 | T3 |
|---------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|------------|-------------|------------|
| États-Unis | 0,7 | 0,2 | 0,7 | -0,6 | 0,2 | 0,0 | 0,8 | 0,3 | 0,3 | 1,9 | 0,1 | 1,1 |
| Japon | 0,0 | 1,8 | -15,5 | 1,6 | 6,3 | 3,7 | 0,4 | 0,6 | -3,2 | -2,1 | -3,9 | 4,2 |
| Royaume-Uni | 0,8 | 0,3 | 0,4 | -1,3 | 1,8 | -0,1 | -0,1 | -0,3 | 0,1 | 1,1 | 0,2 | 0,2 |
| Zone euro | 0,7 | 1,2 | -0,5 | 0,3 | 0,1 | -1,1 | 0,8 | 1,6 | -2,5 | 2,3 | 0,0 | 0,3 |
| Allemagne | 0,7 | 1,6 | 1,0 | 0,4 | 1,3 | -1,0 | 3,6 | -0,4 | -3,0 | 2,3 | 2,2 | 2,1 |
| France | 2,2 | 0,8 | -1,0 | -0,1 | 1,3 | -1,9 | 1,5 | 0,6 | -1,6 | 3,2 | -0,3 | 0,5 |
| Italie | -1,3 | 1,1 | 0,6 | 0,9 | -0,8 | -0,4 | -0,6 | 3,6 | -4,3 | 0,0 | 1,0 | -0,2 |
| Espagne (*) | 1,1 | 0,1 | -1,3 | -0,3 | -0,1 | -0,8 | -0,8 | 1,0 | -1,5 | 0,4 | -1,5 | -1,1 |

(*) Production industrielle.

Sources : nationales.

Dans ce contexte conjoncturel dégradé, des politiques économiques pourraient limiter le ralentissement attendu de l'activité. Côté budgétaire, les marges de manœuvre sont limitées, notamment dans les économies européennes, en raison de l'accroissement des tensions sur les marchés des dettes souveraines. Côté monétaire, elles apparaissent un peu plus importantes. En

effet, compte tenu des risques désormais plus équilibrés du côté de l'inflation, et de l'augmentation des risques baissiers sur la croissance, le processus de resserrement monétaire initialement attendu ne devrait pas avoir lieu. Les politiques monétaires pourraient donc rester très accommodantes, avec une mobilisation accrue de mesures non-conventionnelles (cf. Encadré 3).

Encadré 3 : Les politiques budgétaires et monétaires dans le monde

Les politiques monétaires des pays développés restent très accommodantes. La Banque Centrale Européenne (BCE) a réactivé en août 2011 le programme d'achats de titres souverains (*Securities Market Programme, SMP*), en raison de la contagion des tensions sur les dettes souveraines à l'Espagne et à l'Italie. À la date du 14 novembre 2011, l'encours de titres a été porté à 195 Md € (2,1 % du PIB de la zone euro), soit une hausse de 121 Md € depuis début août 2011. La BCE a annoncé qu'elle allait poursuivre son programme d'achat d'obligations sécurisées (*Covered Bond Purchase Programme, CBPP*), portant l'encours à 100 Md € contre 60 Md € actuellement. Des opérations de refinancement à long terme (12 et 13 mois) ont également été mises en œuvre en octobre et une autre le sera en décembre. Enfin, après deux légères remontées en avril et juillet, la BCE a abaissé son taux directeur de 25 points de base le 3 novembre, le portant désormais à 1,25 %. La Fed, qui semble toujours porter son attention sur l'important écart de production et sur le sous-emploi aux États-Unis, a annoncé qu'elle ne relèverait pas son taux directeur avant la mi-2013. Son engagement, pris à l'occasion du *Federal Open Market Committee* le 21 septembre 2011, d'allonger la maturité de son actif devrait peser à la baisse sur les taux souverains. La *Bank of England* (BoE) ne devrait pas modifier ses taux directeurs avant la fin 2012 malgré la forte inflation attendue pour 2011 (+4,2 %), qui provient pour l'essentiel d'effets temporaires (hausse de la TVA, dépréciation de la livre, hausse du prix des matières premières). La BoE a également décidé d'augmenter de 75 Md£ le montant de ses achats de titres, à l'occasion de sa décision du 6 octobre. Enfin, la *Bank of Japan*, face à la persistance des tensions déflationnistes et compte tenu des efforts de reconstruction, conserverait sa politique de taux zéro à l'horizon de la prévision.

Les politiques budgétaires sont plus hétérogènes entre besoin de consolidation et nécessité de soutenir l'activité. En Europe, tous les pays se sont engagés dans la voie de la consolidation budgétaire, avec des ampleurs différentes. Aux États-Unis, la politique budgétaire reste expansionniste : *The Tax relief, Unemployment Insurance Reauthorization and Job Creation Act*, adoptée en décembre 2010 représente un peu plus de 6 points de PIB dont un peu moins de 3 points pour 2011. Toutefois, l'impulsion nette de ce plan sur 2011 serait moindre, une partie conséquente de ce plan correspondant en effet à une reconduction des mesures du plan de relance voté en février 2009. Au Japon, deux plans de relance ont déjà été votés en 2011 pour environ 1,2 point de PIB, notamment pour faire face au besoin de reconstruction suite au séisme. Un troisième plan de relance de plus grande ampleur pourrait être engagé à l'automne.

À l'inverse, dans les économies émergentes, les politiques monétaires et budgétaires sont devenues plus restrictives, même si une inflexion semble s'amorcer dans certains pays, comme au Brésil, sur la période récente. En Chine par exemple, des mesures restrictives ont été mises en place pour faire face notamment à la surchauffe du marché immobilier (hausse des réserves obligatoires, réduction des quotas de crédits, etc.), tandis que les mesures de relance budgétaire ont été retirées progressivement.

2. Redémarrage de l'activité à partir de 2012, après dissipation des tensions

Sous l'hypothèse de normalisation des marchés financiers, la croissance mondiale devrait redémarrer progressivement en 2012, portée par les efforts de reconstruction au Japon, le dynamisme de l'activité chez les émergents et le redressement graduel des moteurs privés dans les économies avancées.

2.1 Une croissance mondiale tirée par les émergents et par l'effort de reconstruction japonais

La croissance chinoise resterait robuste, quoique légèrement inférieure à ce qu'elle était avant crise. Elle continuerait d'être soutenue par le dynamisme de sa demande intérieure, et notamment de la consommation privée en raison de la diminution des tensions inflationnistes (sous l'hypothèse d'une stabilisation du prix des matières premières) et de revalorisations salariales⁶. Un rééquilibrage partiel de la demande intérieure en faveur de la consommation devrait avoir lieu, après la déformation nette de ces dernières années en raison du soutien des autorités publiques à l'investissement⁷. Le commerce extérieur soutiendrait également la croissance chinoise mais dans une moindre mesure en raison de facteurs pesant sur la compétitivité des entreprises (hausse des coûts salariaux et arrêt des subventions). La balance courante serait excédentaire d'un peu plus de 5 points de PIB contre près de 10 points de PIB sur la période 2005-2008.

La croissance dans les autres pays émergents serait également dynamique. Au Brésil et en Inde, un resserrement monétaire avait été entamé dès le début de l'année 2010 pour faire face respectivement à la hausse de l'inflation et aux risques de surchauffe. En raison du ralentissement de la croissance mondiale, le Brésil a déjà abaissé son taux directeur au cours de l'été tandis que la politique de resserrement monétaire de l'Inde marquerait une pause. Au final, la croissance des pays émergents serait toujours robuste et soutiendrait le commerce mondial.

L'activité japonaise devrait rebondir grâce aux efforts de reconstruction publics⁸ et privés. Ces efforts soutiendraient l'investissement domestique et permettraient le redémarrage des capacités productives nationales, mais conduiraient également à un déficit durable de la balance commerciale japonaise.

2.2 En 2012, l'activité des économies avancées se reprendrait grâce à la demande intérieure privée, sans pour autant retrouver son rythme de croissance d'avant crise

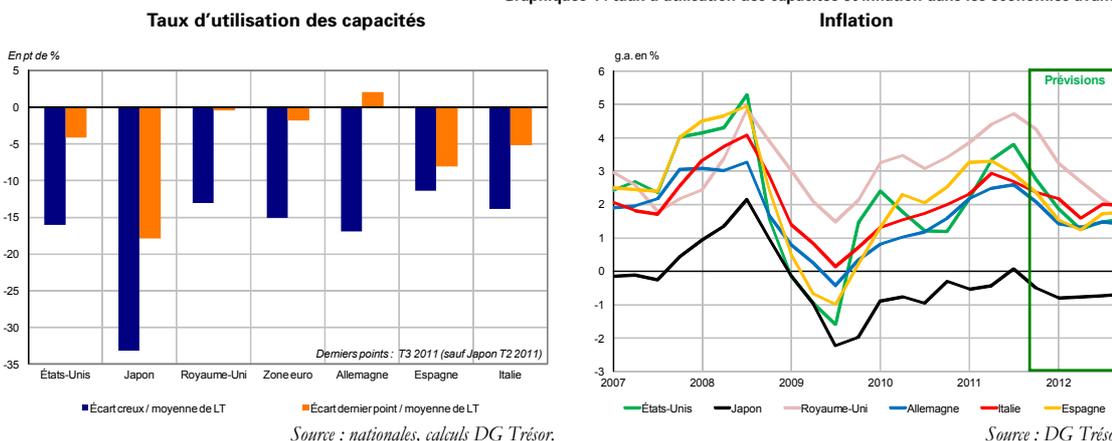
En 2012, l'activité repartirait dans les principales économies avancées grâce au redressement graduel des moteurs privés internes, et notamment l'investissement productif des entreprises. L'investissement privé devrait accélérer dans la plupart des économies avancées : les taux d'utilisation des capacités de production sont quasiment revenus à leur moyenne de long terme (cf. Graphiques 4) et les marges des entreprises poursuivraient leurs rétablissements, grâce notamment à la hausse de la productivité apparente du travail. De plus, les turbulences financières passées, les conditions monétaires seraient très accommodantes, ce qui favoriserait également les dépenses d'équipement. Par ailleurs, l'investissement au Japon serait stimulé par les efforts de reconstruction.

La consommation privée se redresserait également, mais à un rythme plus progressif. La diminution des tensions inflationnistes (cf. Graphiques 4), en lien avec la stabilisation du prix des matières premières et une inflation sous-jacente qui resterait modérée, soutiendrait le pouvoir d'achat. L'environnement économique et financier normalisé serait également propice à un rétablissement de la confiance et de la consommation des ménages. En revanche, les taux de chômage devraient diminuer assez peu, en raison de créations d'emploi relativement modérées et d'« effets de flexion » (i.e. un retour sur le marché du travail des personnes qui s'en étaient retirés pendant la forte montée du chômage).

(6) D'importantes revalorisations du salaire minimum ont déjà été décidées dans de nombreuses villes chinoises (à Shanghai et à Pékin par exemple), à hauteur de près de 20 % en 2010 et en 2011. Des tensions naissantes sur le marché du travail, en particulier une pénurie de main d'œuvre sur les zones côtières, et des entrées moins nombreuses sur le marché du travail faciliteraient l'obtention de revalorisations salariales à court/moyen terme.

(7) L'investissement public a été soutenu par un plan de relance massif, annoncé à 13 points de PIB sur deux ans. La dépense effective devrait toutefois être plus faible. L'investissement privé a bénéficié de la mise en place de mesures d'assouplissement du crédit. Au total, l'investissement a progressé de 23 % en 2009.

(8) Le coût estimé par le gouvernement de la reconstruction post-Sendai serait de 5 pts de PIB (23 000 Md de yen). Parmi ces 5 points, 4 points de PIB devraient être dépensés entre 2011 et 2015. Deux plans de relance ont déjà été votés d'un montant respectif de 0,8 pt de PIB (dont près de la moitié porte sur l'investissement public) et de 0,4 pt de PIB. Le montant du troisième plan de relance pourrait être proche de 2 pts de PIB et serait voté à l'automne. Par la suite, un dernier plan d'environ 0,6 pt de PIB resterait à voter après 2012.



Source : nationales, calculs DG Trésor.

Source : DG Trésor.

Toutefois, ces moteurs privés ne seraient pas aussi dynamiques que lors du précédent cycle haussier de 2003-2007. Aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Espagne, la consommation des ménages pâtirait d'une moindre hausse du revenu disponible, de la poursuite du processus de désendettement, et d'un moindre soutien de la richesse immobilière⁹. La consommation des ménages espagnols serait également pénalisée par la situation dégradée de son marché du travail avec un taux de chômage de près de 20 %. Au Japon, la consommation privée ne devrait quasiment pas progresser, en raison de l'arrêt de nombreuses mesures de soutien aux ménages.

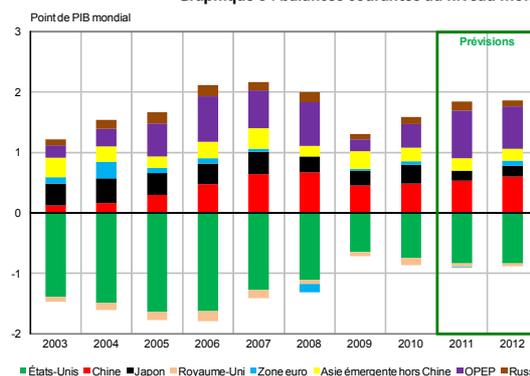
2.3 Des déséquilibres mondiaux et intra-zone euro encore importants

En 2012, le faible dynamisme des moteurs privés permettrait une poursuite seulement graduelle du rééquilibrage des modèles de croissance, se traduisant par une simple stabilisation des déséquilibres mondiaux à un niveau légèrement inférieur à celui d'avant crise (cf. Graphique 5).

Exprimé en point de PIB mondial, le déficit américain serait désormais près de deux fois inférieurs à celui d'avant crise. Il serait notamment contrebalancé par l'excédent des pays de l'OPEP, en raison des cours toujours élevés du pétrole. L'excédent de la balance courante chinoise resterait à un niveau important.

En zone euro, les déséquilibres courants se réduiraient légèrement. L'ajustement continuerait de se faire du côté des pays déficitaires comme l'Espagne, la Grèce et le Portugal, en raison de la poursuite de l'assainissement du bilan des agents privés et publics. L'excédent allemand se stabiliserait à un niveau inférieur à celui de 2006/2007 en raison de la bonne tenue de la demande intérieure du fait du dynamisme des salaires et des taux d'intérêts bas qui favoriseraient notamment l'investissement résidentiel.

Graphique 5 : balances courantes au niveau mondial



Sources : FMI et DG Trésor.

3. Des aléas importants et majoritairement baissiers dans un contexte économique plus incertain qu'à l'accoutumé

La perspective de croissance molle dans les économies avancées, et de croissance vive mais en ralentissement dans les économies émergentes, est sujette à de nombreux aléas majoritairement baissiers du fait de la forte incertitude qui a gagné les marchés au cours de ces derniers mois.

3.1 Des risques baissiers essentiellement d'origine financière

Le principal aléa baissier provient d'une évolution de la situation sur les marchés financiers moins favorable que celle retenue dans notre scénario. Une persistance des tensions financières aurait des conséquences majeures sur les conditions de financement de l'économie, et *in fine* sur l'activité mondiale. Ce risque

(9) Aux États-Unis, le recul des prix de l'immobilier se poursuivrait jusqu'à la mi-2012, en raison de la persistance du stock élevé de logements vacants et en cours de saisie, et d'un taux de défaut encore élevé. À partir du second semestre 2012, la croissance des prix devrait repasser en territoire positif, mais progresserait à un rythme nettement inférieur à celui d'avant crise. Au Royaume-Uni, après une contraction assez importante pendant la crise, les prix de l'immobilier sont de nouveau orientés à la hausse. Cette croissance devrait se poursuivre à l'horizon de la prévision, essentiellement en raison de contraintes d'offre élevées. La hausse serait toutefois moindre que durant les années 2000 car la demande de logement serait également faible. En Espagne, les prix de l'immobilier devraient poursuivre leur recul sous l'effet de la persistance de pressions à la baisse, tant du côté de l'offre (stock de logements important, qui pourrait être alimenté par la diminution progressive de la rétention par les banques) que du côté de la demande (remontée attendue des taux d'intérêt, situation dégradée des ménages).

apparaît particulièrement important en Europe du fait des tensions sur le marché de la dette souveraine et de leurs répercussions sur le système bancaire. L'absence de normalisation, ou pis, l'exacerbation des tensions sur les marchés aurait un impact négatif très fort sur la croissance, à court terme *via* des effets de richesse financière, une hausse du coût du financement et un assèchement de la liquidité bancaire, mais aussi à moyen terme car les États pourraient y répondre avec la mise en place de nouvelles mesures de consolidation.

Deux autres aléas baissiers peuvent également être mentionnés. Le premier porte sur l'économie américaine et le risque d'une remontée du taux d'épargne afin d'accélérer le désendettement dans un contexte plus incertain. Cela pèserait alors sur la consommation privée qui est de loin le principal moteur de la croissance américaine. **Le second provient de la rapidité avec laquelle le rétablissement de l'économie nipponne s'opérerait.** S'il venait à être plus progressif que prévu, la croissance mondiale en pâtirait en 2012.

3.2 À l'inverse, une réduction des déséquilibres constituerait un facteur de soutien de la croissance mondiale

Le scénario central de la DG Trésor inscrit une stabilisation des déséquilibres mondiaux, mais ceux-ci pourraient plus rapidement se réduire. Depuis la crise, un rééquilibrage interne dans les économies avancées est à l'œuvre. En effet, la consommation des ménages dans ces pays ne peut plus être tirée par l'endettement. Les pays émergents pourraient accélérer le développement de sources domestiques de croissance, notamment à travers des mesures publiques de soutien, ou encore en appréciant leur taux de change, en particulier en Asie.

Au sein de la zone euro, l'Allemagne pourrait poursuivre une redistribution de sa valeur ajoutée au profit de ses salariés, ce qui permettrait de soutenir l'activité dans les économies en phase d'ajustement. Cette évolution est d'autant plus vraisemblable que le marché du travail se trouve actuellement dans une situation favorable, avec un taux de chômage de 6 % seulement, et que les dernières négociations entre les partenaires sociaux ont déjà conduit à des hausses sensibles de salaire.

Ces développements sont par ailleurs souhaités par ces pays. À l'occasion du G20 à Cannes, le plan d'action pour la croissance et l'emploi indique que les pays qui affichent des excédents courants importants et ceux dont la demande privée est relativement faible joueront un rôle important dans le rééquilibrage et le soutien de la demande mondiale. Pour l'Allemagne et le Japon, il s'agit de mettre en œuvre des mesures destinées à promouvoir la consommation et l'investissement privés. La Chine mettra en œuvre des mesures visant à renforcer les filets de protection sociale, à accroître le revenu des ménages et à transformer son modèle de croissance. Les autres pays en excédent s'engagent également à encourager les dépenses privées (Indonésie, Corée du Sud).

Par ailleurs, les pays, dont les finances publiques restent relativement saines (Allemagne, Australie, Brésil, Canada, Chine, Corée du Sud et Indonésie), ont convenu, en fonction de leur situation nationale, de laisser jouer les stabilisateurs budgétaires automatiques et, en cas d'aggravation notable de la situation économique mondiale, d'adopter des mesures discrétionnaires complémentaires en tant que de besoin pour soutenir la demande privée, tout en maintenant leurs objectifs budgétaires à moyen terme.

**Sylvain BAILLEHACHE,
Pierre LISSOT**

Éditeur :

Ministère de l'Économie,
des Finances et de l'Industrie

Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Benoît COEURÉ

Rédacteur en chef :

Jean-Philippe VINCENT
(01 44 87 18 51)
tresor-eco@dgtrésor.gouv.fr

Mise en page :

Maryse DOS SANTOS
ISSN 1777-8050

Derniers numéros parus

Novembre 2011

n°95. Intégration commerciale internationale et évolution des prix à la consommation en Europe de 1998 à 2008

Sylvie MONTOUT, Clément de RIVAS, Arthur SODE

n°94. Y a-t-il un problème d'insertion des titulaires de doctorat dans les centres de R&D des entreprises ?

Nicolas RIEDINGER, Meryam ZAIEM

Octobre 2011

n°93. Quels enseignements tirer de la première mondialisation (1870-1914) ?

Violaine FAUBERT

Septembre 2011

n°92. Le chômage des jeunes : quel diagnostic ?

Pierre-Édouard BATARD, Emmanuel SAILLARD

<https://odyssee.dgtrésor.gouv.fr/SiteWebDG/tresor-eco>