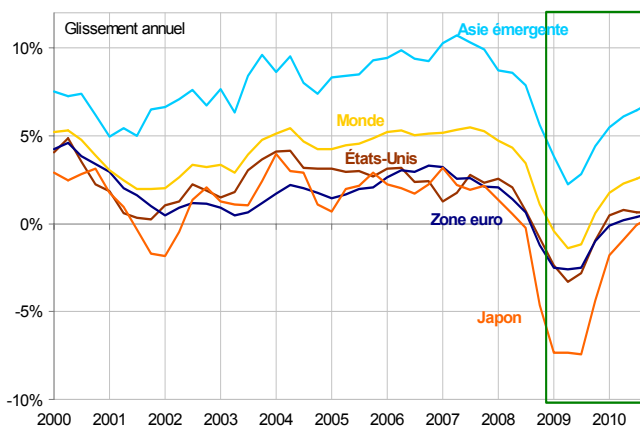


La situation économique mondiale au printemps 2009

- L'amplification de la crise financière à l'automne 2008 a conduit à une violente contraction de l'activité en fin d'année. La forte baisse du prix des actifs financiers et le durcissement des conditions de financement ont en effet provoqué une diminution brutale de la demande intérieure dans les pays dont la croissance était largement fondée sur l'endettement et dont les agents sont très sensibles aux effets de richesse (États-Unis, Royaume-Uni, Espagne). Pour les pays tournés au contraire vers l'extérieur, c'est principalement la baisse des exportations qui a entraîné le reste de l'économie (Allemagne, Japon).
- Face à cette situation, gouvernements et banques centrales se sont employés à restaurer la confiance sur les marchés financiers, à recapitaliser les systèmes bancaires et à soutenir l'économie réelle. Les banques centrales ont procédé à des baisses agressives de taux d'intérêts, complétées par la mise en place de politiques « non conventionnelles » (injections de liquidités, achats directs de titres publics ou privés). Les plans de relance annoncés par les gouvernements comprennent des mesures de dépenses budgétaires qui devraient significativement soutenir la croissance. Parallèlement, la baisse de l'inflation consécutive à la chute des prix du pétrole et des matières premières depuis la fin de l'été 2008 aura un effet favorable sur le pouvoir d'achat des ménages.
- La consolidation sera sans doute longue dans les pays qui doivent réduire leur endettement et résorber des excès d'investissement. En Espagne et au Royaume-Uni, l'activité continuerait ainsi à se contracter tout au long de 2009, tandis que les États-Unis parviendraient à retrouver une croissance positive grâce à l'ampleur du plan de relance mis en place.
- Dans ce contexte d'atonie de l'activité en 2009 (croissance mondiale de $-0,6\%$) et en 2010 (croissance mondiale de $2,4\%$), l'inflation diminuerait sensiblement. Aux États-Unis, l'inflation sous-jacente hors loyer serait ainsi nulle fin 2010, tandis que l'appréciation du yen replongerait le Japon dans la déflation dès le premier semestre 2009.
- Ce scénario international difficile et particulièrement incertain est sujet à des aléas beaucoup plus nombreux qu'à l'accoutumée.

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et de la Politique économique et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi.

Croissance du PIB

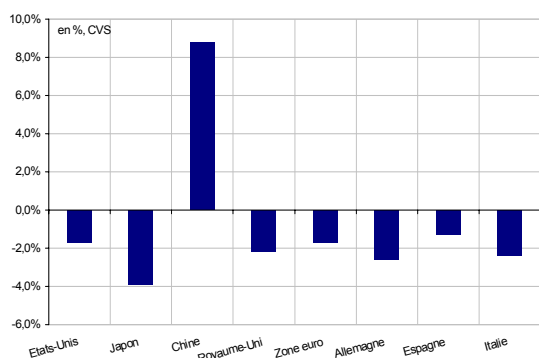


Sources : comptes nationaux, INSEE, OCDE, calculs DGTPE

1. En pénalisant le financement de l'économie et en diminuant la valorisation des actifs boursiers, l'amplification de la crise financière a provoqué une forte contraction de l'activité dans le monde fin 2008

Amorcée à l'été 2007, la crise financière s'est amplifiée à l'été 2008, notamment après la faillite de *Lehman Brothers* en septembre 2008. Au cours du second semestre 2008, les actifs boursiers ont ainsi perdu 30 % de leur valeur, tandis que le coût de refinancement des banques sur le marché interbancaire augmentait de près de 150 points de base (pdb) en moyenne. Toutes ces évolutions ont au total provoqué des comportements très attentistes des producteurs, qui ont considérablement allégé leurs stocks, déclenchant une importante contraction de l'activité dans la plupart des pays du monde.

Graphique 1 : évolution du PIB au second semestre 2008



Source : comptabilités nationales (estimation pour la Chine)

Alors que le marché interbancaire avait déjà connu des tensions importantes depuis le début de la crise des *subprimes*, l'amplification de la crise a débouché en septembre 2008 sur une nouvelle hausse du coût de refinancement des banques, malgré les mesures d'aide des banques centrales (cf. infra). Elle a provoqué une baisse importante de l'offre de crédit dans certains pays et a accéléré le ralentissement de la demande de crédit partout dans le monde. Ceci a particulièrement affecté les économies dont le modèle de croissance reposait sur l'endettement (Espagne, Royaume-Uni, États-Unis) qui ont connu une contraction importante de la demande privée, et notamment de la demande immobilière. Symbolique de ce phénomène, l'évolution du marché hypothécaire au Royaume-Uni : si une bulle a en effet été observée sur les prix de l'immobilier ces dernières années, les volumes d'investissement étaient restés assez stables en raison de restrictions importantes sur l'offre. La fragilisation du système bancaire anglais a provoqué une chute extrêmement importante des volumes de crédit distribués, qui sont désormais en baisse de 70 % en janvier 2009 par rapport à leur pic de 2007. Les entreprises ont également été affectées par cette restriction de l'offre de crédit, ainsi que par la hausse du coût du crédit.

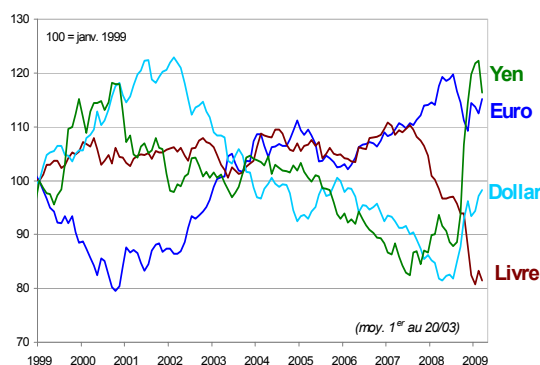
Via le canal commercial, cette contraction de la demande intérieure dans certains pays s'est par la suite transmise au reste du monde, affectant ainsi des pays pourtant *a priori* peu touchés de façon directe par la crise financière. Ainsi, le Japon, pays que la crise financière n'affecte que peu directement (les bilans des agents ayant déjà été assainis lors de la dernière décennie), a pourtant vu son activité se contracter de 3,3 % au 4^e trimestre, avec notamment une contribution de l'extérieur de -2,1 points de PIB. Par ce même canal, les autres pays d'Asie ont également été fortement touchés, avec des contractions du PIB de 5,6 % en Corée, 5,5 % à Singapour et 4,1 % à Taiwan notamment, la contraction du commerce mondial ayant été particulièrement forte dans cette zone en raison sans doute de l'importance du commerce d'assemblage¹.

Les effets du commerce mondial ont de plus été affectés par les évolutions de taux de change. L'appréciation du yen notamment (+35,8 % en termes effectifs nominaux entre juin 2008 et décembre 2008) a amplifié la récession japonaise et, dans le cas du Royaume-Uni, la dépréciation de la livre (15 % sur la même période) participe au soutien de l'activité.

Schématiquement, deux groupes de pays peuvent ainsi être définis :

- les pays directement affectés par la crise financière, car celle-ci provoque une correction du bilan d'agents privés surendettés (Espagne, Royaume-Uni, États-Unis, Pays d'Europe Centrale et Orientale dont les agents sont souvent endettés en devises).
- les pays peu affectés de façon directe par la crise financière, mais dont le modèle de croissance reposait sur l'extérieur et qui souffrent donc des effets commerciaux de la crise (Allemagne, Chine, Japon).

Graphique 2 : taux de change effectifs nominaux



Source : DGTPE

(1) Commerce d'assemblage : pays qui importent les matériaux bruts et pièces détachées et assemblent sur place le produit fini puis le réexportent.

Encadré 1 : Comment la crise financière a-t-elle affecté le change des principaux pays ?

Si la crise financière a principalement affecté le financement des économies, elle a également modifié la demande en devises de certaines zones clés.

Le principal pays touché est ainsi le Japon. Le développement ces dernières années des opérations de portage dites de *carry trade* (emprunt d'argent à taux bas au Japon pour le placer dans des zones plus rémunératrices) avait en effet provoqué une forte dépréciation de la monnaie. La hausse de la volatilité sur les marchés (qui fait augmenter le risque de change), ainsi que les baisses de taux d'intérêts des principales banques centrales ont rendu ces opérations plus risquées, et moins rémunératrices. La diminution de ce phénomène (débouclage des positions prises) a provoqué une forte appréciation de la monnaie japonaise, principalement vis-à-vis du dollar et des monnaies asiatiques qui y sont plus ou moins liées. En provoquant une chute brutale de la compétitivité des exportations, cette évolution constitue un frein important à la croissance de l'activité japonaise.

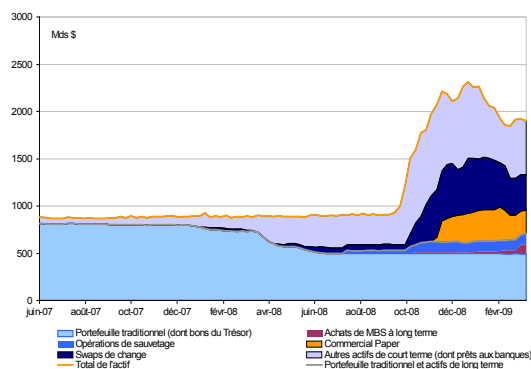
L'autre grand pays dont le change a été récemment affecté est le Royaume-Uni, dont la monnaie s'est sensiblement dépréciée, (-26,1 % en termes effectifs entre juillet 2007 et mars 2009, la contribution de l'euro étant de -13,7 %). Cette dépréciation correspond à un changement d'attitude des marchés vis-à-vis de la livre suite à la mise en évidence des difficultés propres au marché immobilier britannique^a et à l'assombrissement des perspectives de croissance au Royaume-Uni. Alors qu'elle évoluait en parallèle avec l'euro depuis 2003, la livre retrouve ainsi face à la monnaie unique son taux de change nominal des années 1993-1996, époque à laquelle le sterling était considéré comme faible vis-à-vis des devises européennes (notamment du Deutsche Mark) après la crise de change de 1992.

a. La dépréciation de la livre a notamment été concomitante avec les difficultés de la banque *Northern Rock*.

2. Dans ce contexte d'entrée en récession, les réactions de politique budgétaire sont venues s'ajouter aux actions des banques centrales, qui ont complété leurs baisses de taux par des politiques non conventionnelles (injection de liquidités sur des maturités plus longues et achats de titres)

Face à la crise, les responsables des politiques monétaires se sont tout d'abord engagés dans des baisses agressives de taux, les amenant à des niveaux historiquement bas tant pour la zone euro (1,5 %) que pour les États-Unis (proche de 0 %). Toutefois, avec la crise financière, les canaux habituels de transmission de la politique monétaire sont en partie bouchés, le mouvement de désendettement des banques et des institutions financières se traduisant probablement par une baisse des volumes de prêts distribués et par une hausse de la tarification du risque qui réduit la transmission des variations de taux directeurs vers les taux auxquels font face les emprunteurs. Du fait de ces contraintes pesant sur la politique monétaire conventionnelle (quasi-disparition des marges de manœuvre et faible efficacité), les principales banques centrales ont complété leurs baisses de taux par des politiques monétaires non-conventionnelles (encadré 2). En particulier, la Fed est intervenue à partir d'octobre pour tenter de redynamiser le marché des *Commercial paper*², puis a procédé à des achats de MBS et de titres des GSE³ pour soutenir le marché immobilier. Plus récemment, elle a décidé d'acheter des obligations du trésor, notamment pour provoquer une baisse des taux d'intérêts à long terme et réduire le risque déflationniste. La Banque d'Angleterre de son côté a mis en place un ensemble de programmes d'achats de titres depuis le début de l'année : titres courts (*Commercial paper* en février 2009) et titres longs (obligations *corporate* et bons du Trésor en mars 2009).

Graphique 3 : actif de la Fed



Source : Fed, Datastream

Les gouvernements sont parallèlement intervenus *via* les mesures suivantes :

- recapitalisation des banques ;
- extension de la garantie des dépôts ;
- garantie de dettes ;
- injection de liquidités ;
- rachats des actifs toxiques (notamment aux États-Unis - plan « TARP - *Trouble Asset Relief Program*») ;
- distribution de crédits : pour tenter d'injecter également des capitaux dans l'économie, certains gouvernements ont tenté d'utiliser des organismes publics ou semi-publics pour distribuer de nouveaux crédits directement au secteur privé (via l'ICO en Espagne, qui distribue des crédits dans l'immobilier, via la banque publique KfW en Allemagne par exemple).

Ces mesures sont avant tout destinées à éviter les défaillances bancaires et à améliorer les ratios de solvabilité pour essayer de soutenir l'offre de crédit. Si leur impact sur le PIB est difficile à quantifier, l'absence de panique bancaire prouve leur efficacité.

(2) Titres de créances négociables de court terme.

(3) *Mortgage Backed Securities*, titres adossés à des créances hypothécaires, et *Government Sponsored Enterprises*, entreprises chargées du refinancement des crédits hypothécaires, il s'agit de Freddie Mac et Fannie Mae.

Encadré 2 : Les politiques non conventionnelles depuis le début de la crise

Depuis le début de la crise, les principales banques centrales ont mis en place un ensemble de politiques monétaires non conventionnelles qualifiées en anglais selon les banques centrales de *quantitative easing* et/ou de *credit easing*. On peut distinguer trois phases :

1. Jusqu'en octobre 2008 : changement de la composition de l'actif des banques centrales à bilan constant.

Ces mesures non conventionnelles ont pris la forme d'injections de liquidités auprès des banques commerciales pour réduire les tensions sur les marchés interbancaires. Ces injections étaient soit stérilisées par la vente de titres détenus par la banque centrale (cas de la Fed), soit par une substitution de refinancements longs (3 à 6 mois) à des refinancements courts (cas de la BCE), garantissant ainsi la stabilité de la taille du bilan.

2. D'octobre 2008 à février 2009 : augmentation des injections de liquidités et augmentation du bilan.

Avec l'intensification de la crise financière et le gel des marchés interbancaires, les banques centrales ont augmenté le montant de leurs injections de liquidités. Ces augmentations de l'actif ont été financées au passif par de la création monétaire (une augmentation des réserves des banques auprès de la banque centrale), ces opérations n'étant plus stérilisées et provoquant ainsi une hausse de la taille du bilan.

3. A partir de février-mars 2009 : Achats directs de titres par la banque centrale.

Plusieurs banques centrales (Fed, BoE et BoJ), ont mis en place des programmes d'achats d'actifs courts (achats de *Commercial paper*), de titres longs privés (obligations *corporate* par la BoE, MBS garantis par les GSE pour la Fed) et de titres longs publics (bons du Trésor par la BoE et la Fed). Ces achats de titres ont pour objectif d'améliorer les conditions de financement du secteur privé, d'une part en augmentant la liquidité des titres de sociétés (qui peuvent désormais être vendus à la banque centrale) et d'autre part en réduisant le rendement des titres publics, pour inciter les investisseurs à réallouer leurs portefeuilles vers des titres plus risqués. Enfin, dans la mesure où ces achats sont financés par création monétaire, ils visent également à inciter les banques à accorder davantage de crédits en utilisant leurs réserves excédentaires auprès de la banque centrale et plus généralement à augmenter l'offre de monnaie pour lutter contre les tensions déflationnistes.

4. Stricto sensu, la politique de *quantitative easing* pratiquée par la Banque du Japon de 2001 à 2006 avait pour objectif d'agir sur le passif de la banque centrale via l'augmentation des réserves des banques. A ce titre, la BoJ fixait une cible de compte courant des banques auprès de la banque centrale qu'elle cherchait ensuite à atteindre en achetant des bons du Trésor aux banques.

La politique de la Fed, qualifiée par son Président de *credit easing* cherche davantage à jouer sur l'actif de la banque centrale. La Fed vise à agir sur plusieurs segments des marchés de capitaux (*Commercial paper*, MBS, bons du Trésor) par l'achat de titres et donc l'augmentation de l'actif de la banque centrale, ces achats étant par ailleurs financés par création monétaire (la banque centrale crédite les comptes des banques qui vendent ces titres). Les minutes du comité de politique monétaire de la banque d'Angleterre du 4 mars 2009 suggèrent qu'elle pratique à la fois une politique de *quantitative easing*, dans la mesure où elle cherche à accroître l'offre de monnaie en augmentant les réserves des banques auprès de la banque centrale (sans se fixer d'objectif quantitatif explicite) et de *credit easing* puisqu'elle cible certains marchés de titres comme celui des obligations *corporate*.

En plus des mesures de soutien à la sphère financière, de nombreux plans de relance budgétaire ont été adoptés par les différents gouvernements au 2nd semestre 2008 (qui, aux États-Unis notamment, sont venus compléter des efforts déjà existants). Ces plans devraient essentiellement

soutenir l'activité à partir du 2nd semestre 2009 (sauf en Espagne où ils sont déjà entrés en action), avec des effets particulièrement importants aux États-Unis et en Allemagne⁴.

3. Grâce aux réactions des politiques économiques, les États-unis et la zone euro renoueraient avec la croissance en 2010

Dans certains pays (États-Unis, Espagne, Royaume-Uni notamment), la croissance des années 2000 a été largement fondée sur des excès d'endettement qui n'étaient pas soutenables, et qu'il est nécessaire de corriger. C'est le cas pour les marchés immobiliers dans ces trois pays, mais également, au Royaume-Uni et aux États-Unis, pour le comportement des ménages, dont le taux d'épargne était quasiment devenu négatif.

Aux États-Unis, les prix de l'immobilier, s'ils sont presque revenus à leur niveau fondamental⁵, continueraient de baisser jusque fin 2010 en raison à la fois d'une dégradation de ce niveau fondamental (baisse attendue du pouvoir d'achat des ménages), et d'un surajustement lié

au haut niveau des stocks et à la montée des saisies. Les volumes continueraient également de diminuer jusque fin 2009. Ceci affecterait, via des effets de richesse, la consommation des ménages, déjà pénalisée par la forte baisse du cours des actifs boursiers. Celle-ci serait également affectée par la très forte dégradation de l'emploi, le chômage augmenterait jusqu'à atteindre 10 % fin 2010, conduisant le taux d'épargne à remonter fortement pour atteindre 6 % à l'horizon de la prévision.

Au Royaume-Uni, si les prix baissent déjà fortement depuis fin 2007, ils étaient encore surévalués sensiblement fin 2008, et la baisse devrait se poursuivre jusque fin 2010, affectant là encore la consommation des ménages,

(4) Les importants plans de relance mis en place en Espagne soutiendraient très significativement la croissance en 2009 ; pour le moment, ces plans s'interrompent toutefois en 2010, ce qui conduit à un contrecoup important. Au Royaume-Uni, le scénario présenté suppose que le gouvernement remonte début 2010, comme cela a été annoncé, le taux de TVA qui avait été réduit de 17,5 % à 15 % le 1^{er} décembre 2008.

(5) Selon la DGTPE les prix ne seraient plus surévalués que de 5 % par rapport à leur niveau fondamental fin 2008 (cf. « Eclatement de la bulle sur le marché immobilier américain » *Trésor-Eco* n°40, juillet 2008) et les mises en chantier sont à leur plus bas niveau historique .

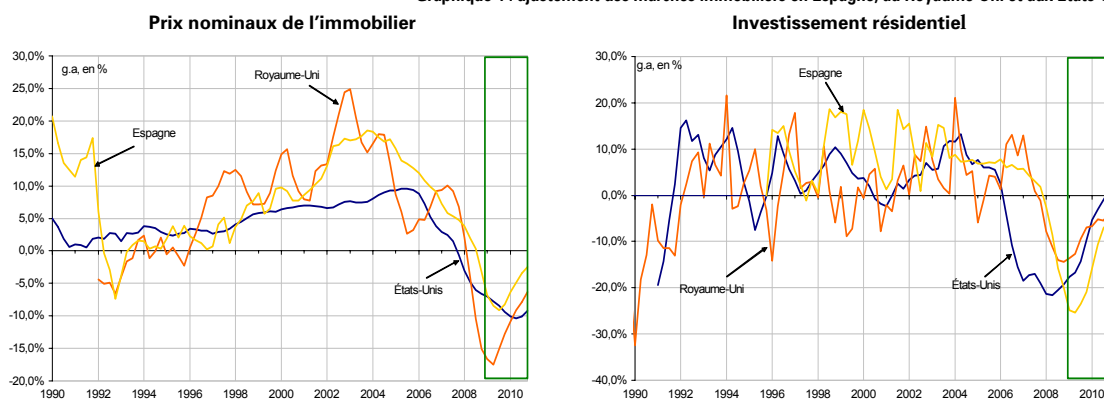
de sorte que le taux d'épargne remonterait en 2010 à son niveau de la première moitié des années 1990 (7 %). Sur les volumes, la correction serait moins forte qu'aux États-Unis car aucune véritable bulle n'est apparue de ce point de vue : la baisse de l'investissement résidentiel serait avant tout liée aux conséquences de la crise financière et à la dégradation du pouvoir d'achat des ménages avec la hausse du taux de chômage.

Enfin, en Espagne, l'ajustement sur les volumes est rapide, avec la destruction de près de 600 000 emplois dans la construction depuis la fin de l'été 2007. L'investissement résidentiel a diminué de près de 20 %, et les mises en chantier sont passées d'un rythme d'environ 800 000 par an fin 2006 à 300 000 deux ans plus tard. Pour autant, l'investissement résidentiel occupe encore une place sans doute excessive dans le PIB (6,5 % au 4^e trimestre 2008

contre 4,5 % en 1995, avant le début des excès observés), et la correction devrait se poursuivre jusque fin 2010. Les prix de l'immobilier devraient également diminuer, mais de façon moins importante qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni.

Cet ajustement empêcherait toute vraie reprise de la croissance (hors stimulus) dans ces trois économies avant 2011. En Espagne et au Royaume-Uni, les plans de relance ne permettraient pas d'éviter que l'activité ne se contracte jusque début 2010 (et ce malgré l'aide apporté à l'économie britannique par la dépréciation de la livre). Aux États-Unis toutefois, l'ampleur du plan de relance permettrait une stimulation qui éviterait une récession trop prolongée (la croissance serait positive dès la 2^e moitié de 2009, mais uniquement grâce au stimulus, et au prix de finances publiques très dégradées⁶).

Graphique 4 : ajustement des marchés immobiliers en Espagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis



Sources : données nationales, prévisions DGTPE

3.1 Par effet de bouclage, la croissance resterait faible dans le monde jusque fin 2010

Cette absence de reprise au Royaume-Uni et en Espagne, ou de reprise franche aux États-Unis, *via* la contraction des importations qu'elle engendre, devrait limiter la reprise du commerce mondial dans les principales économies partenaires, et notamment au Japon et en Allemagne. Toutefois, l'ampleur du plan de relance mis en place par les autorités allemandes et le calendrier (mesures de relance de la consommation en 2009, de l'investissement public en 2010) permettraient à l'activité de croître à son potentiel durant la majeure partie de 2010.

Dans le reste du monde, la reprise serait également gênée par ce manque de dynamisme du commerce mondial. En Asie émergente, après une croissance très faible début 2009, la reprise serait ainsi lente, bien qu'aidée, en Chine notamment, par le stimulus budgétaire mis en place par les autorités. Au Japon, la contraction du PIB observée au 4^e trimestre 2008 devrait se poursuivre tout au long de l'année 2009, conduisant l'activité à diminuer au total de 6,6 % en 2009. Comme au 4^e trimestre, cette baisse serait

liée à la diminution des investissements et des exportations, et amplifiée cette fois par un phénomène de déstockage et par la réaction des consommateurs japonais dont le pouvoir d'achat se dégraderait fortement. La reprise ne serait ensuite que progressive, à mesure que l'extérieur se redresserait en 2010, et que l'ajustement du marché du travail se terminerai. Au total, de début 2008 à début 2010, l'activité se contracterait de près de 10 % au Japon.

3.2 Dans tous les pays, le cycle économique serait amplifié par un phénomène de déstockage / restockage marqué

La forte contraction de la production industrielle observée fin 2008 dans tous les pays du monde, et qui se poursuit début 2009, a constitué une réponse des entreprises face au ralentissement de la demande qui leur était adressée. Dans ce contexte de forte incertitude de la demande, cette baisse de production industrielle traduisait également, comme en témoignent les enquêtes, une volonté de réduire le niveau des stocks pour limiter les risques liés à la détention de stocks trop importants et peut être aussi pour dégager des marges de manœuvre sur leur trésorerie. Si la baisse de la demande a été telle qu'elle n'a pas

(6) Le déficit public s'élèverait à 10,8 % en 2009, et 10,0 % en 2010.

toujours été suivie d'une baisse équivalente de la production, la réduction des stocks devrait s'amplifier début 2009 et entretenir le ralentissement. Par la suite, à mesure que l'activité diminuerait moins sensiblement, voire repartirait, les entreprises pourraient progressivement réduire le rythme de déstockage ce qui contribuerait positivement à la croissance du PIB.

Tableau 1 : évolution comparée des stocks en prévision

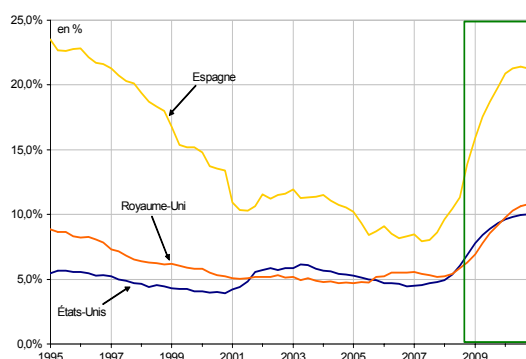
Pays	Déstockage total (en point de PIB) - crise actuelle	Déstockage lors de la dernière récession (date)
États-Unis	0,6 %	0,6 % (crise de 1983)
Japon	0,5 %	0,5 % (crise de 1998)
Royaume-Uni	0,9 %	1,3 % (crise de 1990)
Allemagne	1,6 %	1,6 % (crise de 2002)
Espagne	0,8 %	0,6 % (crise de 1993)
Italie	1,1 %	0,8 % (crise de 1993)

Source : DGTPE

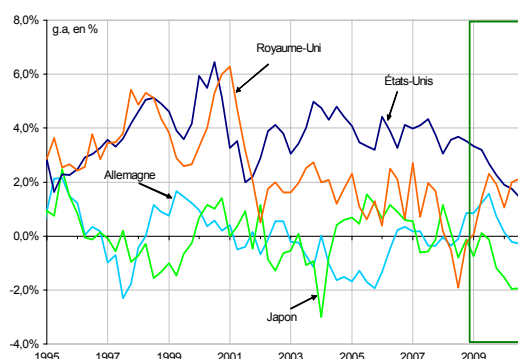
3.3 Les marchés du travail s'ajusteraient rapidement

Face à la forte contraction de l'activité attendue, les entreprises ajusteraient leur masse salariale en diminuant fortement l'emploi, alors que les salaires resteraient assez inertes. Le taux de chômage augmenterait ainsi fortement, particulièrement en Espagne (de 11,3 % en 2008 à 21 % en 2010), au Royaume-Uni (de 5,7 % à 10 %) et aux États-Unis (de 5,8 % à 10 %), moins fortement en Italie (6,7 % à 9 %) et en Allemagne (7,3 % à 10 %). Exception à cette règle : le Japon, où d'ordinaire l'ajustement se fait par les salaires, alors que le taux de chômage reste assez stable. L'importante flexibilisation du marché du travail japonais depuis le début des années 1990, avec notamment le développement du travail intérimaire (dont la part dans l'emploi total est passée de 0,8 % en 2000 à 2,0 % en 2007) remettrait cependant en partie en cause ce modèle. Ainsi, les salaires diminueraient encore sensiblement et l'emploi subirait également un choc important, qui ne serait qu'en partie compensé par la traditionnelle cyclicité de la population active. Le chômage augmenterait ainsi significativement, et le pouvoir d'achat des salariés serait diminué.

Taux de chômage



Graphique 5 : évolutions sur les marchés du travail Salaires réels par tête



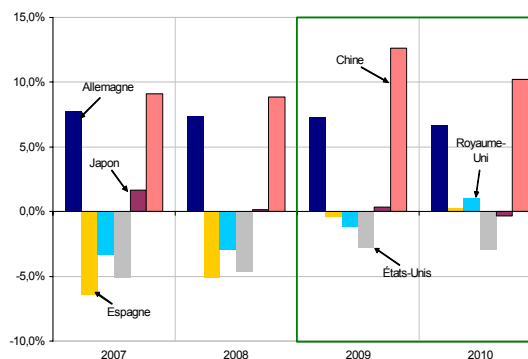
Sources : comptabilités nationales ; prévisions DGTPE

Encadré 3 : la crise permettrait une résorption partielle des déséquilibres mondiaux

Parmi les pays les plus touchés par la crise figurent ceux dans lesquels des excès d'endettement ont été observés ces dernières années (États-Unis, Royaume-Uni, Espagne), excès qui étaient accompagnés de forts déficits courants. La correction d'une partie de ces excès d'endettement (le taux d'épargne des ménages remonterait fortement aux États-Unis et au Royaume-Uni, mais il faudrait du temps pour que le niveau d'endettement des agents privés diminue sensiblement) permettrait une certaine résorption de ces déficits commerciaux. Ainsi, en Espagne et au Royaume-Uni, le déficit s'annulerait. Aux États-Unis, l'ampleur du plan de relance limiterait cette correction, et le déficit, en réduction forte, continuerait néanmoins à dépasser les 3 % du PIB en 2010.

Dans les autres pays développés dans lesquels des excédents commerciaux s'étaient développés, l'évolution serait moins sensible. Seul le Japon verrait ainsi son déficit commercial s'annuler (c'est déjà le cas début 2009), en lien avec l'appréciation importante de sa monnaie qui y a pris place. Certains pays conserveraient ainsi un fort excédent commercial, ce qui suggère que leurs efforts de relance auraient pu être plus grands.

Graphique 6 : solde commercial (en % du PIB)



Sources : comptabilités nationales, DGTPE

3.4 Un risque de déflation a priori limité dans la zone euro

La contraction de l'activité provoquerait un creusement historique des *output gaps*, qui atteindrait environ -6 % en zone euro et aux États-Unis en 2010. Dans ce contexte, le principal risque est celui de la déflation, comme en témoigne le ralentissement sensible des prix déjà inclus dans le scénario central (l'inflation sous-jacente hors loyers s'approcherait de 0 % aux États-Unis en 2010 ; l'inflation s'établirait à 0,7 % en zone euro en 2010, 1,4 % au Royaume-Uni, et 0,4 % seulement si on exclut l'effet mécanique lié à la hausse programmée de la TVA). La déflation serait en revanche de retour au Japon (-1 % en 2010). Dans des pays comme le Royaume-Uni ou les États-Unis, le risque est celui de l'enclenchement d'une

spirale déflationniste induite par la hausse de l'endettement sur le modèle de ce qui a été observé au Japon dans les années 1990. En zone euro, compte tenu de la relative inertie des salaires, qui limiterait la baisse des coûts salariaux unitaires des entreprises et donc leur marge de baisse des prix, le risque de voir une spirale déflationniste s'enclencher est sans doute plus faible qu'ailleurs. Néanmoins, le risque serait sans doute accru en cas d'appréciation notable de l'euro. A ce titre, le recours à des politiques monétaires non conventionnelles, plus agressives dans les autres économies, comme aux États-Unis avec la dernière décision de la Fed d'accroître massivement ses rachats de titres du Trésor, constitue un facteur de risque.

Tableau 2 : synthèse des prévisions

Moyennes annuelles en %	Acquis			Prévisions	
	2007	2008	2009	2009	2010
PIB États-Unis	2,0	1,1	-1,1	-1,9	0,6
PIB Japon	2,4	-0,7	-3,0	-6,6	-0,6
PIB Zone euro	2,7	0,8	-1,3	-2,1	0,4
PIB Allemagne	2,6	1,0	-2,0	-3,0	0,8
PIB Espagne	3,7	1,2	-0,9	-2,1	-1,0
PIB Italie	1,3	-0,9	-1,8	-2,3	0,0
PIB Royaume-Uni	3,0	0,7	-1,5	-3,1	-0,7
PIB Chine	13,0	9,1	-1,9	5,5	7,5
Commerce mondial	5,8	2,4	-2,9	-8,1	2,3
Demande mondiale adressée à la France	5,0	2,3	-2,9	-8,6	0,6
Inflation en zone euro	2,1	3,3		0,4	0,7
Inflation aux États-Unis	2,9	3,8		-1,3	0,7

Sources : comptabilités nationales, DGTPE

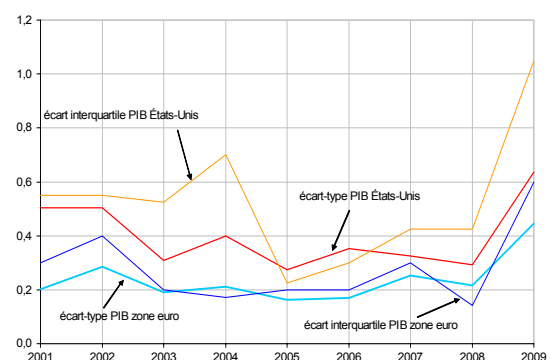
Note : Ces prévisions ont été finalisées à la fin du mois de février. Elles ne prennent pas en compte les derniers chiffres de production industrielle et de commerce extérieur du mois de janvier qui font état d'une poursuite de la dégradation au 1^{er} trimestre.

Encadré 4 : les incertitudes qui entourent le scénario international sont particulièrement élevées

Les incertitudes qui entourent ce scénario de croissance sont beaucoup plus grandes qu'à l'accoutumée.

Ainsi, la dispersion des prévisions du groupe technique de la Commission Économique de la Nation pour la croissance du PIB des États-Unis et de la Zone Euro atteint des niveaux historiquement élevés : l'écart-type et l'écart interquartile de ces prévisions sont deux à trois fois plus élevés que les années précédentes.

Graphique 7 : dispersion de la croissance du PIB aux États-Unis et en Zone Euro



Sources : prévisions des membres du groupe technique de la Commission Économique de la Nation, calculs DGTPE

Aurélien FORTIN,
Antoine BOUVERET

Éditeur :

Ministère de l'Économie,
de l'Industrie et de l'Emploi

Direction générale du Trésor
et de la Politique économique

139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Philippe Bouyoux

Rédacteur en chef :

Jean-Paul DEPECKER

(01 44 87 18 51)

tresor-eco@dgtp.e.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos

ISSN 1777-8050

Derniers numéros parus**Mars 2009**

n°54. L'appareil exportateur français : une réalité plurielle
Raphaël CANCÉ

n°53. Les marges dans la filière agro-alimentaire en France
Étienne CHANTREL, Pierre-Emmanuel LECOQ

Février 2009

n°52. Le marché des *Credit Default Swap* (CDS)
Antoine BOUVERET

n°51. Concurrence et gains de productivité : analyse sectorielle dans les pays de l'OCDE
Romain BOUIS, Caroline KLEIN

Janvier 2009

n°50. Les effets économiques de la réforme du Crédit d'Impôt Recherche de 2008
Paul CAHU, Lilas DEMMOU, Emmanuel MASSÉ