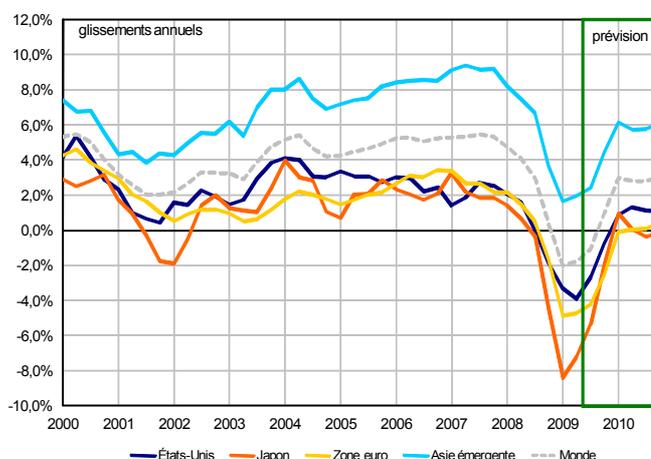


La situation économique mondiale à l'automne 2009

- Après la tempête de la fin 2008 et du début 2009, des signes d'accalmie sont apparus au 2^e trimestre : avec les premiers effets des plans de relance, le rythme de repli de l'activité a ralenti et certains pays enregistrent même une croissance positive. Ceci, en plus des améliorations observées sur les marchés financiers, conforte le scénario d'une stabilisation progressive de l'activité.
- La reprise demeurerait toutefois fragile. Du fait de la forte progression du crédit hypothécaire tout au long des années 2000, le taux d'endettement des ménages aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Espagne a augmenté, rendant leur situation financière insoutenable. En zone euro, ce sont les entreprises non financières qui sont très endettées. La résorption de ces déséquilibres internes pourrait prendre du temps. La consommation des ménages devrait rester relativement peu dynamique. Quant à l'investissement des entreprises, il continuerait d'être affecté par des perspectives de croissance encore modestes. Le commerce mondial, qui se redresserait après son décrochage de l'hiver, ne redémarrerait vraiment que courant 2010. Au total, après un repli sans précédent depuis la fin de la seconde guerre mondiale en 2009, l'activité peinerait à repartir franchement en 2010.
- L'incertitude serait par ailleurs alimentée par le profil heurté de la reprise, profil qui s'expliquerait notamment par le calendrier de mise en oeuvre des mesures des plans de relance et par le cycle des stocks. La reprise pourrait prendre une physionomie plus ou moins régulière aux États-Unis, au Japon et en Allemagne. Dans certains pays, elle pourrait ne pas perdurer si les moteurs de la croissance à moyen terme ne sont pas au rendez-vous, soit parce que les ménages et les entreprises restent trop endettés (Espagne, Royaume-Uni), soit parce que les gains de compétitivité sont toujours faibles à moyen terme (Italie). Dans ce contexte de faiblesse de l'activité (croissance mondiale de -1,0 % en 2009 puis de +2,9 % en 2010), l'inflation diminuerait sensiblement. Aux États-Unis, l'inflation sous-jacente hors loyer serait proche de zéro en 2010 tandis que les prix baisseraient de nouveau au Japon.

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.

Environnement international : croissance du PIB

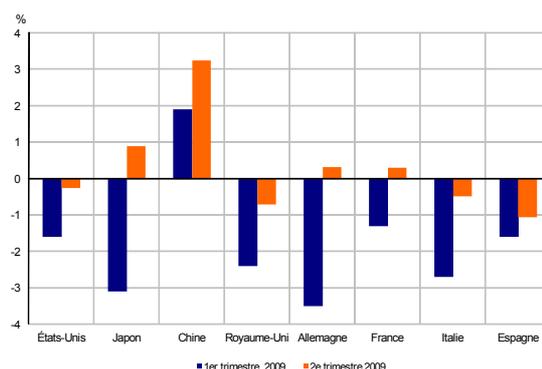


Sources : comptes nationaux, OCDE ; prévisions DGTPE

1. Après la tempête, les premiers signes d'accalmie

Les chiffres de la croissance du 2^e trimestre ont mis en évidence un arrêt de la phase de dégradation de l'activité. Ainsi, l'activité en zone euro qui, début 2009, a enregistré son plus fort repli depuis la création de l'union monétaire, s'est stabilisée au cours du trimestre (0,1 % après -2,5 %). Certains pays de la zone euro renouent même avec la croissance. C'est le cas de l'Allemagne et de la France (+0,3 %). Le Japon connaît une évolution similaire : après une décroissance historique à la fin 2008 et au début 2009, l'activité s'est redressée au 2^e trimestre 2009 (+0,6 %). En Asie émergente aussi, le rebond a été particulièrement marqué (+2,4 % après +0,9 %). Enfin, aux États-Unis, l'activité a certes de nouveau reculé au 2^e trimestre (0,3 %), mais le rythme de contraction est bien moindre que ce qui a été observé depuis la mi 2008 (cf. graphique 1).

Graphique 1 : évolutions trimestrielles du PIB aux 1er et 2e trimestres 2009

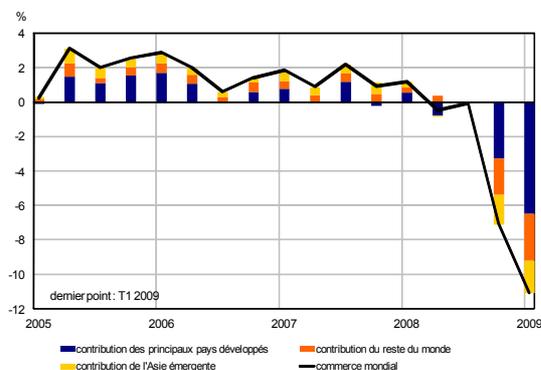


Source : comptes nationaux (sauf Chine : DGTPE)

Encadré 1 : retour sur l'effondrement du commerce mondial à l'hiver 2009

La récession mondiale qui a commencé début 2008 s'est fortement amplifiée à l'hiver avec la chute du commerce mondial (ici envisagé comme l'agrégation des importations totales). Le commerce mondial s'est en effet contracté de 7 % au 4^e trimestre 2008 et de 11 % au 1^{er} trimestre 2009 (cf. graphique 2).

Graphique 2 : commerce mondial et contributions



Sources : comptes nationaux ; calcul DGTPE

Cet effondrement du commerce mondial s'explique en grande partie par la baisse de la demande dans tous les pays (qui a notamment entraîné une violente baisse des stocks). Plusieurs autres facteurs ont toutefois pu accentuer la baisse et *in fine* conduire le commerce mondial à reculer davantage que le PIB mondial : ainsi, l'effondrement de l'activité manufacturière et de la production de biens industriels échangés (auxquels le commerce mondial est plus sensible que le PIB mondial) a pu avoir un effet significatif. Une contraction violente des crédits mondiaux en lien avec des contraintes apparues sur le financement des exportations (*trade finance*) pourrait en outre, selon l'OCDE^a, avoir participé à hauteur de 1/3 à la baisse du commerce mondial.

L'effondrement du commerce a pesé sur la croissance des pays qui n'étaient pas directement touchés par la crise financière mais dont le modèle de croissance reposait sur l'extérieur (c'est le cas de l'Allemagne et du Japon à la fin 2008 et au début 2009). Au contraire, dans les pays affectés directement par la crise via l'éclatement des bulles immobilières (États-Unis, Royaume-Uni, Espagne), la contribution de l'extérieur est restée positive, du fait des fortes baisses d'importations liées aux contractions de la demande intérieure (notamment consommation et investissement privés).

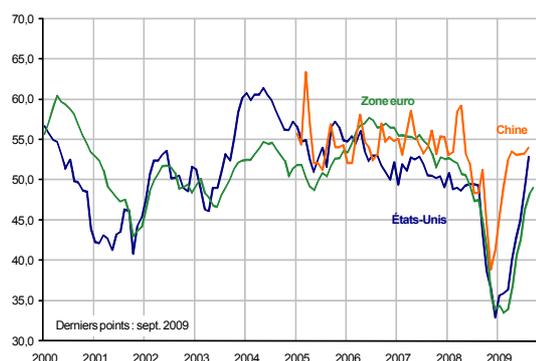
Du fait de l'interdépendance entre les économies, le PIB mondial s'est ainsi contracté de 1,2 % au 4^e trimestre 2008 comme au 1^{er} trimestre 2009.

a. Cf. Perspectives économiques de l'OCDE n°85 (Encadré 1.2).

Les perspectives d'activité apparaissent en outre moins moroses à court terme. Les enquêtes réalisées auprès des directeurs d'achat au cours de l'été signalent une amélioration du climat des affaires qui concerne tous les pays et tous les secteurs (l'industrie comme les services). Partout, les niveaux atteints sont les plus hauts depuis un an (cf. graphique 3). Du côté de la demande cette fois, les indicateurs du moral des consommateurs se redressent également aux États-Unis, en Europe et en Chine.

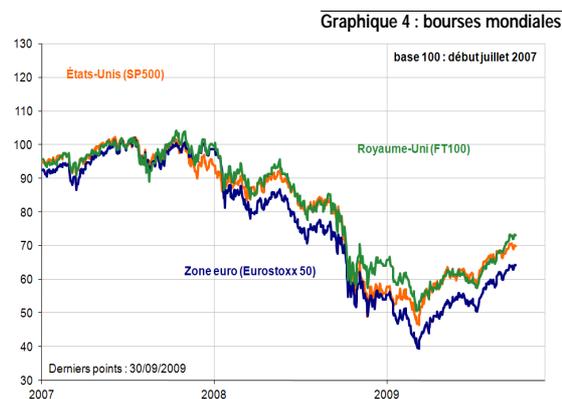
Des améliorations sur les marchés financiers sont également visibles. La faillite de *Lehman Brothers* intervenue le 15 septembre 2008, avait accéléré le mouvement de correction des bourses entamé dès la fin 2007 et avait renforcé les craintes de risques de défaillance des entreprises et des banques, renchérissant en conséquence leurs coûts de refinancement.

Graphique 3 : indice de confiance auprès des directeurs d'achat dans le secteur manufacturier



Sources : BEA, Markit, National Bureau of Statistics (Chine)

Or, depuis leur point bas de mars, les bourses ont fortement progressé (cf. graphique 4). Le coût de refinancement des entreprises et des banques a fortement décliné. Ainsi, les « *spreads* obligataires » (surcoût par rapport aux emprunts d'État des émissions obligataires des entreprises) aux États-Unis comme en zone euro ont retrouvé un niveau comparable à celui atteint avant la faillite de *Lehman Brothers*. Il en est de même des « *spreads* interbancaires » (surcoût de refinancement des banques par rapport aux anticipations de taux au jour le jour¹). Enfin, s'agissant du marché du crédit, aux États-Unis comme en zone euro, les conditions d'octroi continuent certes de se resserrer, mais beaucoup moins qu'au cours des trimestres passés.



Source : datainsight

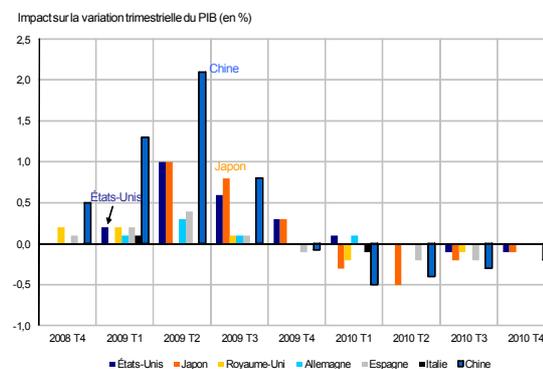
2. Des ressorts de la stabilisation de l'activité à la fois externes et internes

Le commerce international s'est redressé cet été sous l'impulsion de la reprise de l'activité en Asie. Les premières estimations des comptes nationaux du 2^e trimestre font état d'une moindre dégradation, voire d'un redressement des exportations dans plusieurs pays de l'OCDE. Cette amélioration pourrait en partie s'expliquer par le rebond de l'activité et du commerce observé au sein de l'Asie émergente au 2^e trimestre 2009. Celui-là serait notamment dû à la montée en puissance du plan de relance chinois, qui a entraîné une forte hausse des importations de ce pays. Dans les autres pays asiatiques (hors Japon), le rebond du commerce extérieur a été plus équilibré. Rien que sur le 2^e trimestre, la reprise des échanges extérieurs de l'Asie émergente aurait ainsi contribué au rebond des exportations des pays développés (via la hausse de la demande directe en provenance des pays asiatiques et à ses effets « d'écho »), à hauteur d'environ 50 % aux États-Unis, au Japon et au Royaume-Uni, et à hauteur de 1/3 en France et en Allemagne². Au total, sur ce trimestre, du fait de la poursuite du recul des importations dans un contexte de persistance de la faiblesse de la demande intérieure, la contribution de l'extérieur a été positive dans tous les pays développés, limitant la dégradation du PIB voire, dans certains cas, entraînant un rebond de la croissance. La bonne tenue de l'activité en Asie devrait continuer de stimuler l'activité au cours des prochains trimestres.

Les plans de relance mis en place par les gouvernements ont commencé à produire leurs effets dès le 2^e trimestre. Pour faire face aux conséquences de la crise

financière sur l'économie réelle, les gouvernements ont mis en place des mesures budgétaires de relance visant, dans un premier temps, à soutenir l'activité et, dans un deuxième temps, à favoriser l'émergence d'une reprise (cf. graphique 5 et encadré 2).

Graphique 5 : effets des plans de relance



Source : DGTPE

Les mesures de soutien au secteur financier (injections de liquidités, octroi de garanties au secteur bancaire, recapitalisations) et les politiques monétaires expansionnistes (baisses de taux, mesures non conventionnelles) mises en place en 2008 et au début de l'année 2009³ ont aussi été en grande partie maintenues. Elles ont largement contribué à réduire les tensions sur les marchés financiers et à mettre un terme à la récession.

(1) Différence entre le taux Libor et les *Overnight Index Swaps* de même maturité.

(2) En France, en Allemagne et au Royaume-Uni, les effets d'écho de la hausse du commerce en Asie expliqueraient la moitié de l'impact total de la reprise des échanges extérieurs de l'Asie émergente, tandis qu'aux États-Unis et au Japon, l'effet direct serait le plus important.

(3) Cf. Trésor éco n°55 : « la situation économique mondiale au printemps 2009 » : Aurélien Fortin, Antoine Bouveret.

Encadré 2 : simulations des effets de mesures de relance (hors stabilisateurs automatiques) coordonnées au niveau international

Seules les dépenses budgétaires ayant un impact *mesurable* sur le PIB sont ici prises en compte. Pour mémoire, aux États-Unis et en Chine, les dépenses discrétionnaires impactant directement le PIB ne représentent que la moitié environ de la relance budgétaire totale annoncée.

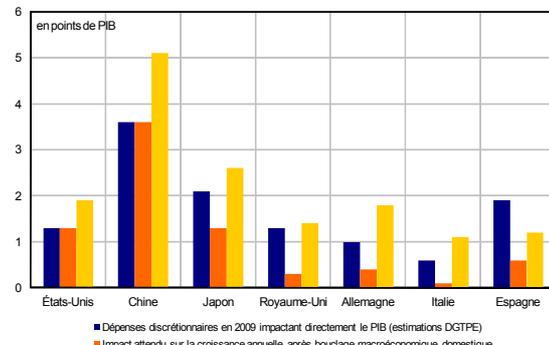
L'efficacité avant bouclage macroéconomique domestique (i.e., *ex ante*) des plans de relance dépend des montants engagés mais aussi de leur composition, qui détermine leur impact direct sur la demande intérieure. A titre illustratif, l'impact des transferts directs aux ménages (chèques, crédits d'impôts) dépend du type de ménages ciblés. Dans le cas où les mesures sont ciblées sur les ménages à bas revenu (qui ont une propension marginale à consommer plus forte ou qui subissent davantage les conséquences de la crise), l'hypothèse est celle d'une dépense quasi intégrale des montants reçus.

Le bouclage « domestique » permet d'estimer l'impact sur la croissance du pays considéré des mesures de relance, qui peut être, au niveau national, accru par l'impact positif de la demande sur l'emploi, qui génère des revenus supplémentaires, ou au contraire limité par le phénomène de « fuite par les importations », si les montants injectés servent en partie à acheter des produits importés.

Après bouclage domestique, les plans britannique et italien seraient les moins efficaces en matière de croissance à l'horizon 2010. Ces plans comportent en effet peu de mesures d'investissement public. Malgré les montants importants engagés en 2010, le plan allemand souffrirait en partie de la fuite par les importations (qui représentent près de 40 % du PIB).

En revanche, un bouclage « international » suggère que tous les pays développés bénéficieraient du supplément de croissance des pays partenaires. L'Italie devrait particulièrement bénéficier des plans de relance des pays partenaires, ainsi que, dans une moindre mesure, l'Allemagne et le Royaume-Uni. L'impact des mesures de relance (hors stabilisateurs automatiques) serait, en moyenne pondérée par les PIB PPA, de 1,7 % après bouclage domestique et de 2,7 % après bouclage international en 2009 (cf. graphique 6).

Graphique 6 : impact des plans de relance en 2009



Sources : calculs DGTPE

3. Une reprise fragile toutefois

La résorption des déséquilibres internes dans certains pays prendrait toutefois du temps. La croissance des économies américaine, britannique et espagnole a reposé, ces dix dernières années et jusqu'à la crise, sur une forte progression du crédit, principalement hypothécaire. Le taux d'endettement des ménages dans ces pays a progressé tout au long des années 2000 à un rythme tel que la situation financière des agents est apparue insoutenable. Dans ces pays, la consommation privée sera affectée par le long et nécessaire processus de désendettement des agents. Elle pâtirait par ailleurs d'effets de richesse négatifs liés à la

poursuite attendue de la correction des prix immobiliers (cf. encadré 3) et ce, jusqu'à la fin 2010 au moins, y compris aux États-Unis, où le taux de saisies hypothécaires devrait continuer à augmenter jusqu'en 2011. Enfin, la fin de l'« extraction hypothécaire » aux États-Unis, qui reposait sur la hausse des prix de l'immobilier, a fortement réduit la capacité d'emprunt des ménages, obérant de fait leur possibilité de consommation. L'assainissement des bilans des entreprises non financières de la zone euro, qui sont très endettées, prendrait également du temps, ce qui limiterait le redressement de leur investissement.

Encadré 3 : perspectives sur les marchés immobiliers aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Espagne

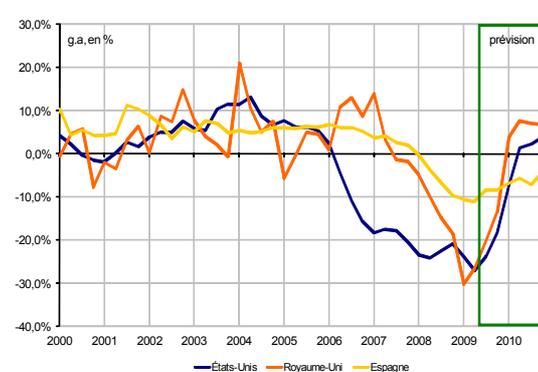
Malgré des situations différentes, les prix de l'immobilier devraient continuer à diminuer à horizon fin 2010 dans les pays les plus touchés. Entre leurs pics^a et la fin de l'année 2010, les prix immobiliers nominaux baisseraient à l'horizon fin 2010 en moyenne dans ces trois pays de 19 % (-18 % aux États-Unis, -20 % au Royaume-Uni et -18 % en Espagne).

Aux États-Unis, le taux de saisies immobilières devrait continuer à augmenter jusqu'à début 2011, amplifiant l'excès d'offre observé sur le marché immobilier. Ainsi, malgré la reprise de l'investissement résidentiel (cf. graphique 7), les prix de l'immobilier baisseraient encore de près de 8 % entre la mi-2009 et la fin de l'année 2010, passant en dessous de leur niveau d'équilibre. L'investissement résidentiel aurait atteint son point bas au 2^e trimestre 2009 - les informations conjoncturelles concernant tant les dépenses de construction que les ventes de logements neufs vont dans ce sens - mais sa croissance resterait faible en 2010, les stocks de logements invendus restant importants.

Au Royaume-Uni, où les contraintes d'offre persistent, les prix de l'immobilier, qui, du fait de la dégradation du pouvoir d'achat des ménages et des conséquences de la crise financière, ont déjà reculé de 14 % entre leur point haut d'octobre 2007 et septembre 2009 (source : *Nationwide*), diminueraient de moins en moins et se stabiliseraient fin 2010. La reprise du financement du marché hypothécaire se traduirait par une reprise de l'investissement immobilier dès la fin 2009 ; celui-ci progresserait toutefois faiblement en 2010.

En Espagne, où l'ajustement sur les volumes a été très rapide depuis la fin de l'été 2007, l'investissement immobilier continuerait de baisser, les conditions d'octroi de crédit pesant sur la demande de logement résidentiel. Au total, sur deux ans, l'investissement résidentiel reculerait de 43 %. Les prix immobiliers continueraient d'être déprimés en raison de conditions de crédits serrées, qui s'amélioreraient progressivement, mais sans redevenir aussi accommodantes que durant les années 2000 en raison notamment de l'endettement élevé des ménages.

Graphique 7 : évolution de l'investissement résidentiel

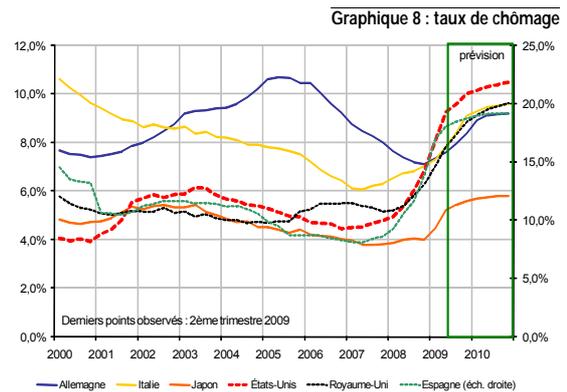


Sources : comptabilités nationales, prévisions DGTPE

a. Pic atteint au 2^e trimestre 2007 aux États-Unis, 4^e trimestre 2007 au Royaume-Uni et au 2^e trimestre 2008 en Espagne.

Les ajustements sur le marché du travail, qui n'ont pas été synchrones dans les pays développés, devraient se poursuivre (cf. graphique 8). Les destructions d'emploi ont commencé plus tôt dans les pays qui ont subi des crises internes de l'immobilier. Ainsi, aux États-Unis, le taux de chômage, qui n'a cessé de progresser depuis le début de 2007 où il s'établissait à 4,5 %, continuerait à augmenter et dépasserait les 10 % fin 2010. Le taux de chômage espagnol enregistrerait une dynamique similaire : il ferait plus que doubler sur la période, passant de 8,1 % début 2007 à 19 % fin 2010. Dans d'autres pays, comme l'Allemagne, l'Italie ou le Japon, l'ajustement a été d'une part plus tardif et d'autre part plus limité au regard de la taille du choc sur l'activité réelle. En Allemagne par exemple, le taux de chômage augmente progressivement depuis la fin 2008, et devrait passer de 7,1 % à 9,1 % fin 2010. L'hétérogénéité des ajustements ne renvoie pas seulement à la nature des chocs, mais résulte aussi des mesures transitoires décidées par les gouvernements en vue de soutenir l'emploi, et notamment les dispositifs de chômage partiel mis en place dans

plusieurs pays de la zone euro (cf. encadré 4). Ces dispositifs permettent de prévenir les effets d'hystérèse sur le marché du travail.



Sources : comptabilités nationales, prévisions DGTPE

Encadré 4 : effets sur l'emploi des dispositifs de chômage technique allemand et italien

L'ajustement plus limité du marché du travail en Allemagne et en Italie tient notamment à l'utilisation massive des dispositifs de mise en chômage partiel des salariés, appelés *kurzarbeit* en Allemagne et *cassa integrazione guadagni* en Italie.

Face à l'ampleur de la crise, les autorités ont aménagé les dispositifs de chômage partiel existants : assouplissement des critères d'accès aux dispositifs, allongement des durées maximales de mise en chômage technique, prise en charge partielle ou totale par l'État des cotisations auparavant à la charge de l'employeur pour les heures chômées, subventions massives pour les formations continues.

Le nombre de travailleurs mis en chômage technique au 2^e trimestre 2009 a atteint 1 495 000 personnes en moyenne en Allemagne, et 527 000 personnes en Italie. Sans la hausse du nombre de salariés dans ce type de dispositif depuis la seconde moitié de l'année 2008, comptés statistiquement comme employés, la progression supplémentaire du taux de chômage au 2^e trimestre aurait été de 1,1 point en Allemagne et de 0,8 point en Italie, ce qui aurait rendu les évolutions du taux de chômage dans ces deux pays plus en ligne avec celles observées dans les autres pays européens depuis le début de la crise.

En conséquence du recours massif au chômage partiel en Allemagne, les coûts budgétaires du dispositif, estimés à 1,1 Md€ par an lors du deuxième plan de relance allemand en février 2009, pourraient atteindre bien plus de 5 Md€ en 2009. En Italie, en revanche, les finances publiques sont moins affectées par le recours au chômage partiel, puisque les indemnisations sont financées par les cotisations des entreprises.

En France, le Gouvernement a sensiblement renforcé les dispositifs d'activité partielle, dont le nombre de bénéficiaires a doublé au printemps (319 000 personnes au 2^e trimestre, soit 160 000 de plus qu'au 1^{er} trimestre).

Au Japon, d'ordinaire, l'ajustement sur le marché du travail se fait par les salaires. Ceux-ci ont déjà diminué depuis mi-2008, et ce mouvement devrait s'accélérer au cours de 2009. Cependant, avec la forte hausse du nombre de salariés « non réguliers » (intérimaires, et contrats à durée déterminée) au cours des années 2000, l'emploi est également devenu une variable d'ajustement et devrait baisser plus fortement et rapidement que lors des précédentes baisses de production. Au total, la masse salariale pourrait donc baisser fortement⁴ dans les trimestres à venir.

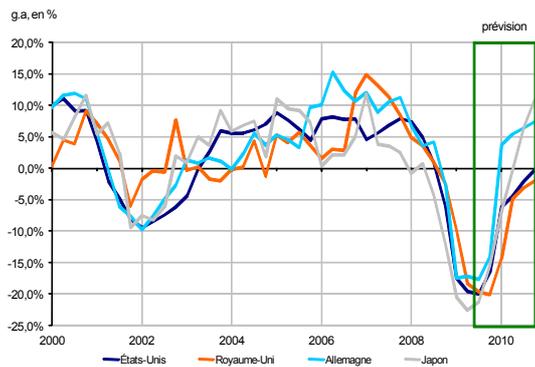
Par conséquent, les principaux moteurs de la croissance resteraient grippés, la reprise fragile, et le profil d'activité particulièrement heurté à l'horizon de fin 2010. Les ajustements sur le marché du travail, couplés dans certains pays au nécessaire désendettement des ménages, pèseront sur la consommation des ménages. En 2010, celle-ci continuerait donc de reculer ou marquerait le pas dans tous les pays développés (-1,4 % au Royaume-Uni, -0,8 % au Japon, -0,6 % en Allemagne et 0,0 % en Italie et en Espagne), sauf aux États-Unis, où les transferts de revenu prévus par le plan de relance et la moindre dégradation du marché de l'emploi à cet horizon

soutiendraient légèrement la consommation, dont la croissance resterait toutefois historiquement basse (+0,8 %). L'effort d'épargne des ménages serait particulièrement sensible dans les pays souffrant de déséquilibres internes (aux États-Unis, le taux d'épargne passerait de 2,6 % en 2008 à 6,6 % en 2010, au Royaume-Uni de 1,7 % à 7,0 % et en Espagne de 10,6 % à 16,0 %) tandis qu'il resterait à peu près stable ailleurs.

De son côté, l'investissement des entreprises (cf. graphique 9) continuerait d'être affecté par la faiblesse des perspectives de croissance, dans un contexte de taux d'utilisation des capacités toujours bas, et, pour les entreprises non financières de l'Union Européenne (au Royaume-Uni et en Espagne notamment), par leur besoin de se désendetter. Dans tous les pays développés, il continuerait de reculer en 2010, sauf en Allemagne où il se rétablirait légèrement, suivant ainsi le redressement attendu du commerce international, et au Japon, où les entreprises renoueraient avec les profits en 2010 grâce aux perspectives d'exportations favorables en Asie et à la compétitivité retrouvée⁵, en lien avec la baisse de la masse salariale.

(4) Cf. Trésor éco n°65 : « Les mutations du marché du travail japonais et ses conséquences sur le modèle de croissance », Aurélien Fortin, Michaël Sicsic. À noter que le chômage augmenterait jusqu'à environ 6 %. Cependant, le chômage n'est pas un très bon indicateur de la situation sur le marché du travail au Japon à cause des effets de flexion qui sont très importants dans ce pays (lorsqu'un travailleur se retrouve sans emploi, il a tendance à se retirer de la population active, c'est-à-dire à cesser de rechercher activement un emploi en attendant que la conjoncture s'améliore).

Graphique 9 : évolution de l'investissement en équipement des entreprises



Sources : comptabilités nationales, prévisions DGTPE

Après un décrochage sans précédent depuis la fin de la seconde guerre mondiale en 2009, l'activité peinerait ainsi à repartir en 2010 (cf. tableau 1). Au total, la croissance de l'activité mondiale, revenue de 5,3 % en 2007 à 3 % en 2008, aurait connu un recul historique à -1 % en 2009 et redeviendrait positive à 2,9 % en 2010.

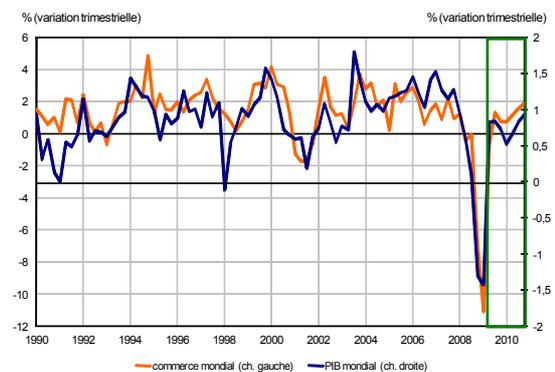
Tableau 1 : synthèse des prévisions de croissance*

Moyennes annuelles en %	Prévisions		
	2008	2009	2010
PIB États-Unis	0,4	-2,7	1,1
PIB Japon	0,7	-5,9	0,1
PIB Chine	9,0	8,0	8,7
PIB Zone euro	0,7	-4,1	0,2
PIB Allemagne	1,0	-5,1	0,8
PIB Espagne	0,9	-3,7	-1,1
PIB Italie	-1,0	-5,2	-0,3
PIB Royaume-Uni	0,7	-4,7	-0,4
Commerce mondial	1,0	-15,7	4,1
Demande mondiale adressée à la France	1,0	-16,0	2,8
Inflation zone euro	3,3	0,3	0,9
Inflation États-Unis	3,8	-0,6	1,3
Inflation Japon	1,4	-1,2	-0,8

*Les prévisions de l'ensemble de ce document sont basées sur les informations connues au 18 septembre 2009.

Sur l'ensemble de l'horizon de la prévision, le caractère incertain de la reprise serait alimenté par un profil de croissance heurté. Après avoir pesé sur la croissance, parfois dès 2008, le cycle de déstockage devrait soutenir l'activité à court terme dans la majorité des pays et en particulier aux États-Unis et en Allemagne. Le profil de croissance heurté résulterait également du calendrier de mise en œuvre des mesures des plans de relance dont les effets seraient surtout concentrés aux 2^e et 3^e trimestres 2009 (cf. graphique 5). La reprise pourrait prendre une physionomie plus ou moins régulière aux États-Unis, au Japon et en Allemagne. Dans certains pays, elle pourrait ne pas perdurer si les moteurs de la croissance à moyen terme ne sont pas au rendez-vous, soit parce que les ménages et les entreprises restent trop endettés (Espagne, Royaume-Uni), soit parce que les gains de compétitivité sont toujours faibles à moyen terme (Italie).

Graphique 10 : commerce mondial et PIB mondial



Sources : FMI, comptes nationaux, prévisions DGTPE

4. Des risques de déflation faibles

En zone euro, les risques de déflation sont limités. En raison du ralentissement de l'activité mais surtout des effets de base liés à la hausse passée des prix énergétiques, l'inflation totale est entrée en territoire négatif au début de l'été mais en sortirait avant la fin de l'automne 2009. Au total, elle

ralentirait fortement, passant de +3,3 % à +0,3 %, mais, les effets de base s'estompant et l'activité repartant légèrement, elle accélérerait en 2010 avec +0,9 %. L'inflation sous-jacente, dont le profil est moins impacté par les fluctuations du prix des matières premières, diminuerait progressive-

(5) La compétitivité du Japon baisserait de près de 15 % en 2009, principalement à cause de l'appréciation du yen (+35 % entre juillet et février 2009 pour le taux de change effectif réel). Cette appréciation devrait faire perdre près d'un point de croissance en cumulé en 2009 et 2010.

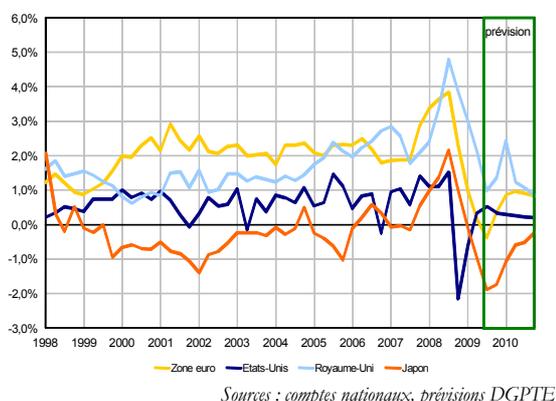
ment sur tout l'horizon de la prévision : elle s'établirait à +0,9 % en 2010, après +1,8 % en 2009 et +1,4 % en 2009.

Aux États-Unis, les risques de déflation liés à l'excès d'endettement des agents ont été fortement réduits grâce à l'action vigoureuse du *policy mix*⁶. Comme en zone euro, les effets de base vont également influencer la dynamique des prix. Cela expliquerait notamment une inflation totale négative en 2009 (-0,6 %), mais qui repasserait en territoire positif en 2010 (+1,3 %). L'inflation sous-jacente diminuerait progressivement en 2009 et 2010 sous l'effet du ralentissement des loyers d'une part et de l'activité d'autre part (+1,6 % et +0,9 % respectivement). L'inflation sous-jacente hors loyers serait ainsi proche de zéro sur l'ensemble de la période.

Au Royaume-Uni, des risques d'une baisse plus forte de l'inflation pourraient apparaître si la livre se réapprécie brutalement et si la hausse du taux de TVA prévue au 1^{er} janvier n'a pas lieu (le profil de l'inflation sous-jacente serait en effet perturbé par le retour à l'ancien taux de TVA prévu pour le 1^{er} janvier 2010, qui ferait augmenter l'inflation sous-jacente d'environ 0,7 point).

Le cas du Japon reste à part. Après le vaste mouvement d'assainissement du bilan des banques et des entreprises commencé dans les années 1990, l'économie japonaise semblait, avant la crise, prête à sortir de la spirale déflationniste dans laquelle elle était tombée à la fin des années 1990. Notamment par la baisse des prix d'importations qu'elle a provoqué, la forte appréciation du yen observée à l'automne 2008, conjuguée à l'impact de la crise économique, a cependant remis en cause la hausse de l'inflation sous-jacente observé en 2008, et replongé le Japon dans la déflation. En raison de son ampleur, ce double choc (économique et de change) pourrait prendre du temps à être absorbé, et la déflation pourrait durer au moins jusqu'en 2011.

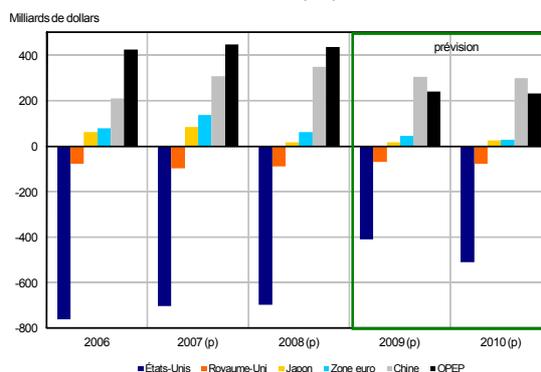
Graphique 11 : inflation dans le monde



Conclusion

Dans ce contexte de reprise fragile, les déséquilibres mondiaux devraient encore persister, même si la crise en a permis une résorption partielle. Du fait du repli des prix du pétrole à partir de la mi-2008, le déficit commercial américain s'est significativement réduit et ce au détriment notamment des pays de l'OPEP. La crise s'est également traduite par un reflux du commerce mondial qui aurait pour conséquence une réduction des excédents en Asie et en zone euro en 2009 (l'excédent de la zone euro baisserait de 2/3 par rapport à 2007 principalement sous l'effet de la réduction de l'excédent allemand). Toutefois, à l'horizon de notre prévision, malgré la poursuite du désendettement des ménages américains, le déficit commercial américain ne se réduirait pas davantage, et pourrait même se creuser légèrement en 2010 sous l'effet d'une demande intérieure moins déprimée (cf. graphique 12).

Graphique 12 : balances commerciales



La crise aurait fait perdre en moyenne environ 6 points de PIB⁷ aux grands pays développés d'ici la fin 2010. La contraction de l'investissement des entreprises pèserait sur l'accumulation du stock de capital. Ceci, couplé à la forte réduction de la force de travail, du fait de la hausse, par des effets d'hystérèse, du taux de chômage structurel ainsi que de la baisse du taux de participation (amplifiée au Royaume-Uni et en Espagne par l'arrêt des flux migratoires), conduirait, à horizon 2010, à une diminution de la capacité d'offre des économies, et donc de la croissance du PIB potentiel. Dans ce cadre le rattrapage des niveaux d'activité d'avant crise prendrait du temps.

Abdenor BRAHMI, Michaël SICSIC

(6) Comme au Japon dans les années 1990, un risque de déflation par la dette est envisageable mais la politique budgétaire et monétaire américaine très réactive devrait empêcher une longue dépression déflationniste (Cf. Trésor éco n°62 : « La crise américaine d'aujourd'hui comparée à la crise japonaise des années 1990 » ; Sophie Rivaud ; Michaël Sicsic).

(7) La baisse de PIB cumulée aux États-Unis serait d'environ 4 points contre près de 8 points au Japon.

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 :

Benoît COEURÉ

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**■ Septembre 2009**

n° 65. Les mutations du marché du travail japonais et ses conséquences sur le modèle de croissance

Aurélien FORTIN, Michaël SICSIC

■ Juillet 2009

n° 64. Vulnérabilité des pays émergents et en développement à une réduction des transferts de migrants

Fabrice BERTHAUD, Stéphane COLLIAC

n° 63. La Prime Pour l'Emploi et ses bénéficiaires de 2001 à 2008

Jonathan DUVAL

n° 62. La crise américaine d'aujourd'hui comparée à la crise japonaise des années 1990

Sophie RIVAUD, Michaël SICSIC

n° 61. Le Revenu de Solidarité Active : principes de construction et effets attendus

Clément BOURGEOIS, Chloé TAVAN

http://www.minefe.gouv.fr/directions_services/dgtp.e/TRESOR_ECO/tresoreco.htm