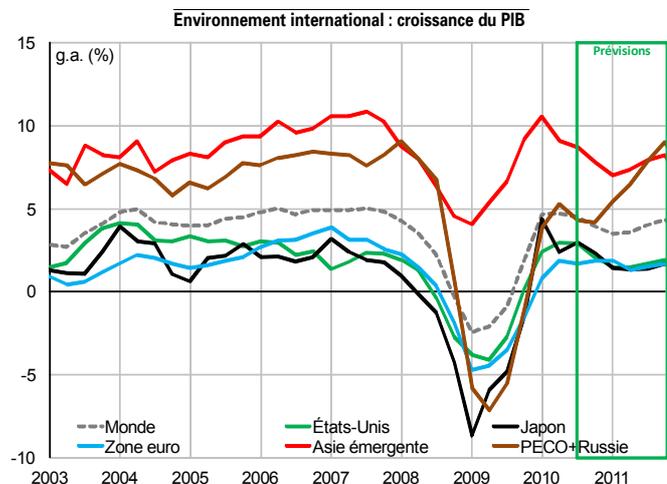


La situation économique mondiale à l'automne 2010 : les éléments de la reprise s'accordent-ils ?

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

- Depuis les prémices du printemps, les économies avancées sont entrées dans une phase de reprise modérée. Comme anticipé, le 1^{er} semestre 2010 a été plus porteur pour la plupart des grandes économies mondiales que le 2^e semestre 2009 notamment en zone euro. Le redressement de l'activité observé depuis l'été 2009 a reposé en grande partie sur le rebond du commerce mondial, en particulier grâce aux échanges avec la Chine et l'Asie émergente, qui ont créé l'appel d'air nécessaire au redémarrage des économies avancées. Les échanges internationaux devraient conserver ce dynamisme à horizon deux ans, soutenant les économies avancées.
- Le rebond au printemps 2010 a aussi reposé sur des moteurs plus diversifiés : outre plusieurs facteurs temporaires (stimuli publics et cycle des stocks), la bonne performance enregistrée au 1^{er} semestre 2010 dans les pays développés reflète aussi le redressement de la demande intérieure privée. Deux mouvements contraires sont en fait à l'œuvre : les facteurs temporaires de croissance s'estompent, à mesure qu'expireraient les plans de relance, tandis que les moteurs privés de la croissance prennent progressivement le relai, permettant à horizon 2011 aux demandes intérieures des pays développés de se consolider.
- Parallèlement, les déséquilibres commerciaux retrouveraient aussi une situation similaire à celle de 2008. Le rééquilibrage partiel observé en 2009 se révélerait donc largement conjoncturel.
- Dans la plupart des pays développés, la productivité du travail se rétablirait au détriment de l'emploi. Le PIB ne parviendrait à rattraper son niveau de 2008 qu'aux États-Unis et en Chine à horizon 2011, mais l'emploi ne retrouverait son niveau de 2008 qu'en Allemagne, où le chômage n'avait de toute façon pas significativement augmenté. Allié dans certains pays à une modération salariale, le rétablissement de la productivité permettrait celui des taux de marge ; grâce à ces marges rétablies, mais aussi à l'amélioration des conditions de financement, l'investissement pourrait ainsi repartir, sauf en Espagne, où il serait déprimé par l'atonie de la demande intérieure.
- Finalement, le PIB mondial, après avoir chuté de 0,9 % en 2009, devrait progresser de +4,4 % en 2010 et +3,9 % en 2011, porté largement par les pays émergents. Les aléas sont toutefois nombreux, tant sur l'économie réelle que sur la sphère financière.



Source : DG Trésor

1. Le premier semestre 2010 : en quête de moteurs pérennes de croissance

1.1 L'activité s'accélère au 1^{er} semestre 2010

Dans la plupart des grandes économies mondiales, la croissance a été plus soutenue au cours du 1^{er} semestre 2010 que lors du 2^e semestre 2009 (cf. Tableau 1). L'activité en zone euro a nettement accéléré au cours de la première moitié de l'année 2010, essentiellement en raison d'un 2^e trimestre très dynamique. L'intensification de la croissance de la zone euro dans son ensemble masque néanmoins des trajectoires hétérogènes entre ses principales économies. L'Allemagne a de loin réalisé la meilleure performance, avec une progression record de

l'activité au 2^e trimestre. Dans une moindre mesure, l'activité a été relativement soutenue en France et en Italie. La reprise en Espagne est en revanche restée faible, l'économie ibérique continuant d'être largement pénalisée par les déséquilibres internes. La croissance s'est intensifiée au Royaume-Uni, avec une nette accélération de l'activité au 2^e trimestre 2010. L'accélération enregistrée au 2^e trimestre 2010 en Europe a toutefois été contrebalancée par le net ralentissement observé au Japon, aux États-Unis et également en Chine.

Tableau 1 : évolutions récentes du PIB (volume, %)

	2009T1	2009T2	2009T3	2009T4	2010T1	2010T2	2009S2	2010S1	2008	2009	2010 (acquis)
États-Unis	-1,2	-0,2	0,4	1,2	0,9	0,4	0,9	1,7	0,0	-2,6	2,3
Japon	-4,4	2,3	-0,1	0,9	1,2	0,4	1,5	1,8	-1,2	-5,2	2,7
Royaume-Uni	-2,3	-0,7	-0,3	0,4	0,3	1,2	-0,4	1,1	-0,1	-4,9	1,2
Chine*	2,7	3,3	2,7	2,8	2,5	2,0	5,8	5,0	9,6	9,1	8,5
Zone euro	-2,5	-0,1	0,4	0,2	0,3	1,0	0,4	0,9	0,3	-4,0	1,4
Allemagne	-3,4	0,5	0,7	0,3	0,5	2,2	1,1	1,7	0,7	-4,7	2,8
France	-1,5	0,1	0,3	0,6	0,2	0,7	0,6	0,8	0,1	-2,5	1,3
Italie	-2,9	-0,3	0,4	-0,1	0,4	0,5	0,3	0,6	-1,3	-5,1	0,9
Espagne	-1,6	-1,1	-0,3	-0,2	0,1	0,2	-0,9	0,2	0,9	-3,7	-0,2
Belgique	-1,7	0,1	1,0	0,4	0,0	0,9	1,3	0,7	0,8	-2,7	1,6
Pays-Bas	-2,3	-1,2	0,6	0,6	0,5	1,0	0,3	1,3	1,9	-3,9	1,7
Grèce	-1,0	-0,3	-0,5	-0,8	-0,8	-1,8	-1,0	-2,0	2,0	-2,0	-3,0
Irlande	-2,8	-0,1	-0,3	-2,5	2,2	-1,2	-1,6	0,3	-3,6	-7,6	-0,8
Portugal	-1,8	0,6	0,3	-0,1	1,1	0,3	0,5	1,1	0,0	-2,6	1,5

*Trimestrialisation DG Trésor

Sources : comptes nationaux trimestriels

1.2 Des moteurs de croissance diversifiés

Le redressement de l'activité observé depuis l'été 2009 repose en grande partie sur le redémarrage du commerce mondial. Le rebond des échanges mondiaux a été initié en Asie dès le 2^e trimestre 2009, sous l'effet du desserrement des conditions d'octroi de crédit et du plan de relance chinois. Les principaux pays développés ont emboîté le pas à partir du 3^e trimestre, et même pris la relève à partir du 2^e trimestre 2010. Après avoir enregistré un recul historique en 2009 (-12,2 % contre +1,9 % en 2008)¹, le commerce mondial a ainsi progressé à un rythme particulièrement soutenu au cours du 1^{er} semestre 2010, le taux de croissance annualisé s'établissant à +14,3 % pour une croissance moyenne de près de 7 % sur les dix dernières années.

Plusieurs facteurs temporaires (rudesse exceptionnelle de l'hiver, stimuli publics et cycle des stocks) sont également à

l'origine de ce rebond au printemps. Après avoir fortement pesé sur l'activité pendant la crise, le cycle des stocks des industriels s'est infléchi en lien avec le redressement de la demande, consolidant la reprise depuis l'été 2009. Ce facteur de soutien est resté important au cours de la première moitié de l'année 2010, notamment aux États-Unis, en Allemagne et au Royaume-Uni. Par ailleurs, certains pays ont encore bénéficié des mesures de soutien public. C'est notamment le cas de l'Allemagne, dont la performance record enregistrée au 2^e trimestre 2010 s'explique en partie par le plan de relance instauré dans le secteur de la construction. Enfin, il faut également souligner le contrecoup positif au 2^e trimestre de l'hiver rude observé en Europe. De nombreux projets d'investissements, initialement prévus fin 2009 ou début 2010, ont en effet été reportés au 2^e trimestre 2010, ce qui a largement soutenu l'activité, tout particulièrement en Allemagne et au Royaume-Uni.

Tableau 2 : contribution des stocks à l'activité

Contributions des stocks	2008			2009				2010		2010
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	Acquis
États-Unis	-0,1	-0,1	-0,5	-0,2	-0,2	0,3	0,7	0,6	0,2	1,4
Japon	0,3	-0,1	1,2	-1,2	0,1	-0,2	-0,4	0,1	-0,1	-0,3
Royaume-Uni	-0,7	-0,1	-1,5	0,0	0,4	-0,5	0,5	0,3	1,0	1,2
Allemagne	-0,4	0,2	-0,2	0,1	-1,0	1,4	-1,3	1,0	0,1	0,6
Italie	-0,3	-0,4	1,0	-0,8	-0,3	-0,1	0,8	0,1	-0,5	0,2
Espagne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
France	0,2	-0,3	-0,7	-0,8	-0,5	-0,3	0,6	-0,2	0,6	0,4

Sources : comptes nationaux trimestriels

(1) Sur-réaction à laquelle peuvent être apportées plusieurs explications : fragmentation internationale de la chaîne de production, rupture de la finance commerciale, vulnérabilité et volatilité du secteur manufacturier.

Toutefois, la bonne performance enregistrée au 1^{er} semestre 2010 reflète aussi le redressement de la demande intérieure privée. Alors que certains des facteurs temporaires soutenant la reprise (cycle des stocks, plans de relance publics) commencent à se dissiper, l'investissement privé semble prendre progressivement le relais², en écho notamment au redressement du taux d'utilisation des capacités de production. En revanche, c'est moins le cas de la consommation privée, encore pénalisée par un taux de chômage élevé.

1.3 Si la reprise semble s'être confirmée, elle manque à court terme d'assises solides

Les facteurs temporaires qui ont soutenu l'activité (effet météorologique, cycle des stocks, stimuli publics) devraient s'atténuer rapidement. Ce phénomène, conjugué au retour du commerce mondial sur des rythmes plus modérés, en lien notamment avec le retrait progressif des mesures de

soutien public en Chine, conduirait à un ralentissement de la croissance mondiale dès le 3^e trimestre 2010. Le fléchissement de l'activité attendu au cours de l'été 2010 semble être confirmé par la plupart des indicateurs conjoncturels. Les enquêtes menées auprès des directeurs d'achat en août 2010 continuent certes d'indiquer une phase d'expansion de l'activité au sein des principales économies mondiales, mais à un degré sensiblement moindre qu'au 2^e trimestre. Ainsi, après avoir globalement enregistré une forte progression sur l'ensemble du 2^e trimestre, les indices de la production industrielle en Europe présentent à l'entrée du 3^e trimestre des acquis de croissance moins favorables. Le ralentissement du 2^e trimestre aux États-Unis et au Japon devrait, lui aussi, se poursuivre au 3^e trimestre. L'activité au sein des grandes zones développées devrait toutefois rester positive, continuant de tirer profit du redémarrage progressif de la demande intérieure privée.

2. Le rétablissement cyclique et quasi-généralisé de la productivité

Le commerce continuerait d'alimenter la croissance des économies avancées, et les moteurs internes de croissance ne prendraient le relais que progressivement, deux mouvements contraires étant à l'œuvre : la décélération des facteurs temporaires et l'accélération progressive des moteurs internes dessineraient ainsi pour l'activité un profil hésitant, qui s'affirmerait courant 2011. À cet horizon, la reprise, pauvre en créations d'emplois, favoriserait les secteurs tournés vers l'extérieur.

2.1 Les échanges internationaux devraient rester dynamiques, soutenant les économies avancées

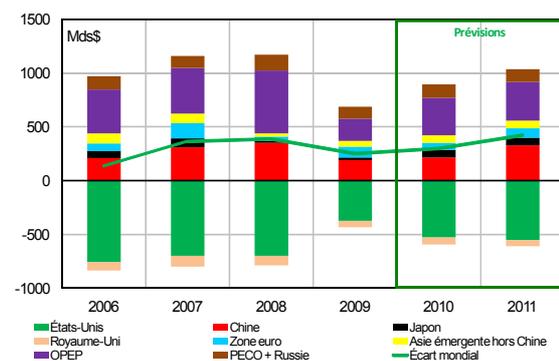
Après un 1^{er} semestre très porteur, le commerce mondial devrait continuer à favoriser la normalisation des économies avancées. Le 1^{er} semestre 2010 a été riche en échanges de biens et services ; le 2^e semestre devrait certes connaître un certain ralentissement par rapport à ces évolutions très marquées mais, à horizon 2011, les échanges devraient poursuivre leur intensification, à un rythme supérieur à celui de l'activité mondiale et, également, à celui constaté depuis dix ans. Ainsi, les importations et les exportations devraient, sauf en Italie - qui serait à nouveau pénalisée par la dégradation de sa compétitivité -, recouvrer puis dépasser les niveaux atteints avant la faillite de *Lehman Brothers*.

La contribution de l'Asie émergente devrait toutefois s'atténuer à mesure que le gouvernement chinois réduirait ses dépenses de soutien à l'activité. En effet, si c'est effectivement le plan de relance chinois (et dans une moindre mesure le regain de confiance de la part des distributeurs) qui a relancé des échanges commerciaux enrayés, celui-ci devrait arriver à son terme fin 2011, de sorte qu'au profil des dépenses d'investissement, dont le faite a été atteint en 2009, correspondrait celui de la contribution de

l'Asie émergente au commerce mondial. En 2011, l'impulsion proviendrait donc plutôt des pays développés, dont la demande intérieure commencerait alors à se rétablir.

Au final, à moyen terme, les déséquilibres commerciaux retrouveraient leur profil d'avant crise³. En effet, d'un côté le déficit commercial des États-Unis se creuserait à nouveau, du fait, malgré un début d'assainissement du bilan des ménages et de la réduction du déficit public, d'une certaine vigueur de la demande intérieure. De l'autre, l'excédent enregistré par l'Asie émergente et le Japon reviendrait à ses niveaux de 2008 (en particulier du fait du recul des importations lié au retrait des mesures de soutien), tandis que le solde commercial des pays de l'OPEP profiterait de la hausse des prix du pétrole⁴ (cf. graphique 1). Ces divergences sont à relier à des taux de change toujours éloignés de leurs valeurs d'équilibre et au maintien de fortes hétérogénéités en matière d'endettement et de partage entre épargne et investissement.

Graphique 1 : déséquilibres commerciaux mondiaux



Sources : FMI et DG Trésor

(2) En particulier en Allemagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis.

(3) Ce creusement des soldes commerciaux est quasiment du domaine de l'observé à l'heure où nous écrivons ces lignes.

(4) L'écart statistique, *i.e.* la somme non nulle des balances commerciales du monde, s'accroîtrait à moyen terme. Ce phénomène est en partie lié au fait que les différents soldes sont plus importants en valeur absolue. Le FMI trouve des résultats similaires en termes de balances courantes (*World Economic Outlook*, avril 2010). L'hypothèse de notre scénario pour le prix du pétrole est celui donné par les futures au 1^{er} septembre.

Encadré 1 : À qui profite le dynamisme chinois ?

En hiver 2009, beaucoup d'analystes pensaient que la reprise en Asie émergente n'allait pas profiter à l'Europe, celle-ci perdant progressivement ses parts de marché, en Chine notamment. En dépit du progrès certain de l'intégration asiatique, ce découplage commercial ne devrait pas avoir lieu, comme l'attestent les données douanières chinoises.

Le dynamisme chinois profite certes préférentiellement à l'Asie, mais pas davantage qu'avant crise : la part des marchandises allemandes dans les flux entrants en Chine aurait même légèrement augmenté à la faveur de la crise. La mutation du commerce vers la Chine se fait davantage au sein de l'Asie, la part des exportations de l'Asie du Nord Est (Japon et Corée du Nord) ayant augmenté depuis 2008, et également avec l'Océanie.

Tableau 3 : parts dans les importations chinoises

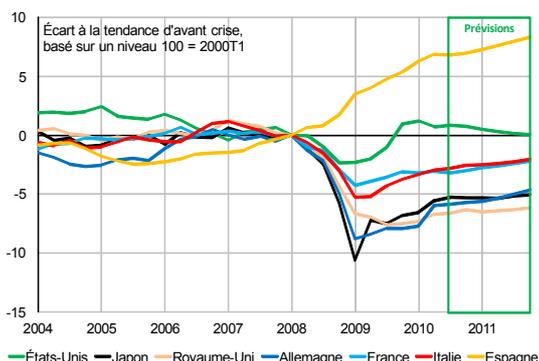
Part des importations de la Chine provenant de :	2006T1-2009T1	2009T2-2010T2
Asie	64 %	60 %
Union Européenne	15 %	16 %
États-Unis	7 %	7 %

Source : données douanières

2.2 Les moteurs de croissance internes prendraient peu à peu le relai

Sauf en Italie, la productivité retrouverait progressivement son niveau d'avant crise. L'Italie n'est en effet toujours pas sortie du dispositif d'emploi temporaire qui lui a certes permis de limiter les destructions d'emplois, mais qui, en période de reprise, entrave une réallocation rapide de la main d'œuvre et l'ajustement de l'emploi à un PIB peu allant. La productivité retrouverait son niveau d'avant crise dans les principaux autres pays mais les tendances, quant à elles, demeureraient à ce stade plus faibles, mis à part en Espagne⁵ et aux États-Unis. En Allemagne, en Italie, au Japon et au Royaume-Uni, le Graphique 2 suggère en effet que la crise aurait eu un impact d'au moins quelques années sur la productivité du travail.

Graphique 2 : ruptures de tendance de la productivité du travail dans certains pays



Source : DG Trésor

Légende : écart de la productivité à ce qu'elle aurait été si elle avait poursuivi sur la tendance observée entre 2000 et 2008. Un écart qui reste durablement négatif indique un décrochage de la tendance.

La productivité se rétablirait grâce à l'ajustement cyclique des marchés du travail, limitant ainsi la baisse du taux de chômage. Le PIB ne reviendrait à son niveau de 2008 qu'aux États-Unis et en Chine. Toutefois l'emploi ne comblerait quant à lui la baisse observée dans

aucun pays développé, à l'exception notable de l'Allemagne, où le chômage n'a quasiment pas augmenté pendant la crise. En Espagne, c'est par l'ajustement très fort de l'emploi (le taux de chômage y passe de 11 % en 2008 à plus de 20 % en 2010) que la progression de la productivité a été accélérée par la crise. La correction a été d'autant plus précoce et importante dans les pays ayant connu une crise immobilière (Espagne, États-Unis et Royaume Uni) ; c'est ainsi tant la nature du choc que les mesures mises en place pour lutter contre les licenciements qui expliquent la disparité des réponses de l'emploi parmi les économies avancées⁶. Toutefois, le taux de chômage se maintiendrait à des niveaux élevés jusqu'à au moins 2011, sa dynamique étant souvent limitée par des effets de flexion du taux de participation⁷ (notamment aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Italie et au Japon), et l'emploi ne repartant que progressivement en 2011. En effet, celui-ci serait grevé par une réallocation de la main-d'œuvre qui prendrait du temps au sein d'économies en désindustrialisation, en particulier dans celles où tout un secteur a été durablement touché (à l'instar des services financiers et de la construction aux États-Unis, en Espagne ou au Royaume-Uni).

Allié dans plusieurs pays à une modération salariale, le rétablissement de la productivité permettrait celui des taux de marge. Les salaires réels stagneraient par exemple en Allemagne, en Espagne et en Italie. L'effort sur les coûts salariaux serait généralisé, via à la fois des gains de productivité et une maîtrise de la masse salariale. Un découplage entre salaires réels et productivité du travail s'observerait ainsi en Europe pendant une période prolongée.

L'investissement pourrait repartir : au final, grâce aux marges dégagées, mais aussi à l'amélioration des conditions de crédit, à la faiblesse des taux d'intérêt et à des *spreads* obligataires normalisés, les entreprises seraient à nouveau enclines à investir. L'exception est cette fois espagnole : l'investissement privé en équipement y est beaucoup plus dépendant de la demande intérieure que dans les pays voisins ; or, cette dernière est déprimée notamment du fait de la situation dégradée du secteur de la construction.

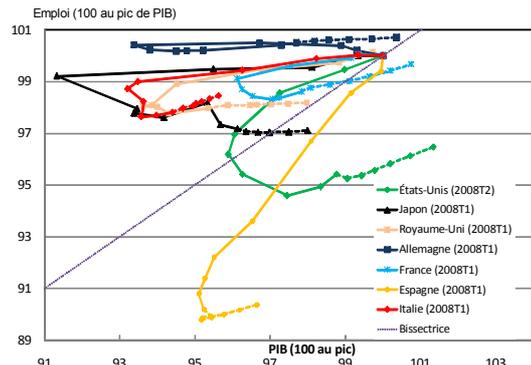
- (5) L'Espagne fait exception : l'ajustement de l'emploi y aurait permis une amélioration, en tendance, de la productivité. Il reste toutefois à savoir si cette amélioration sera pérenne, par exemple si la crise aura permis un recentrage sectoriel de la main d'œuvre.
- (6) De même que des facteurs structurels, tels que le vieillissement démographique en Allemagne et au Japon.
- (7) A mesure que les emplois se créent, les personnes qui avaient été découragées pendant la crise rentrent à nouveau dans la population active, ce qui maintient le chômage à des niveaux élevés.

Encadré 2 : Des contenus en emplois de la reprise hétérogènes

Le graphique 3 représente les réponses de l'activité (en abscisses) et de l'emploi (en ordonnées) à la crise financière. L'emploi ne repartirait que lentement à l'horizon de nos prévisions dans les pays développés (les courbes ne s'orientent pas de façon marquée vers le haut). Si le PIB dépasse avant fin 2011 en Allemagne et aux États-Unis son niveau d'avant crise (100 en abscisses), l'emploi, lui, ne reprendrait de manière satisfaisante et ne comblerait la baisse dans aucun pays développé. Malgré le redressement de l'activité, les reprises auraient ainsi un contenu assez pauvre en emplois. Cette figure permet également de suivre l'évolution de la productivité apparente du travail : cette dernière se rétablit dès lors que la courbe revient sur la bissectrice (pointillés indigo).

Deux cas polaires se distinguent : celui de l'Allemagne, où les dispositifs d'activité partielle ont permis à l'emploi de ne subir aucune correction et où, en prévision, l'emploi repartirait lentement (en dépit du vieillissement démographique) ; celui de l'Espagne, où l'emploi a essuyé la majeure partie du choc, de sorte que la productivité s'est améliorée (la courbe se dirigeant vers le cadran Sud-Est). Le redémarrage le plus rapide est enfin celui des États-Unis, à la fois pour l'emploi et pour l'activité.

Graphique 3 : réponses de l'emploi au choc de PIB

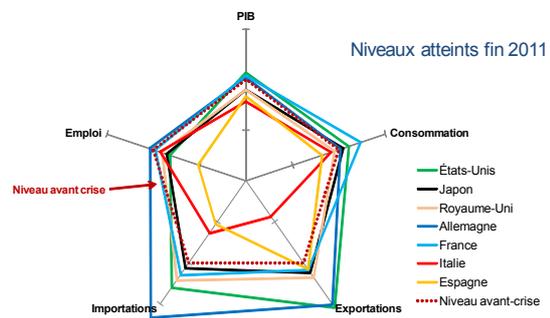


Source : DG Trésor

2.3 À part pour les flux de commerce extérieur, les niveaux des principaux agrégats macroéconomiques atteints fin 2007 ne seraient pas retrouvés fin 2011, sauf aux États-Unis (et en Chine)

Au final, les échanges extérieurs se rétabliraient beaucoup plus rapidement que les moteurs internes de croissance, sauf en Italie, où les exportations seraient pénalisées par des pertes de compétitivité et de parts de marché, en lien avec une hausse des coûts salariaux unitaires (CSU). En Espagne et en Italie surtout, l'activité ne serait pas totalement rétablie fin 2011, notamment à cause d'une demande intérieure déprimée par la situation sur le marché du travail et, plus spécifiquement en Italie, à cause de pertes de pouvoir d'achat. Les États-Unis et l'Allemagne seraient donc les seules économies où les grandes variables macroéconomiques dépasseraient avant 2012 le niveau maximal de 2007.

Graphique 4 : comparaison au niveau d'avant crise



Légende : 80 au centre, 100 au pic de 2008T1 en pointillés. À titre d'exemple, au Japon, les exportations et les importations atteindraient fin 2011 des niveaux supérieurs aux niveaux d'avant crise (début 2008), de même, dans une moindre mesure, que la consommation. En revanche, l'emploi et le PIB ne dépasseraient pas le pic avant 2012.

3. La reprise serait obérée par des déséquilibres, anciens et nouveaux

Dans le scénario du Trésor, le dynamisme commercial profiterait de manière hétérogène aux pays développés : dans certains pays (États-Unis, Espagne et Royaume-Uni) l'immobilier continuerait de peser sur le processus de désendettement des ménages. La consommation resterait assez atone à horizon deux ans, tandis que la consolidation budgétaire pèserait à court terme sur l'activité européenne.

3.1 Les bilans des agents ne sont toujours pas complètement assainis

Dans les pays ayant connu une crise immobilière simultanément à la crise financière, les ménages seraient toujours contraints par d'importants taux d'endettement. La crise a en effet mis en évidence les excès d'endettement des agents des économies avancées - plus précisément, des entreprises européennes et des ménages espagnols, britanniques et américains qui avaient bénéficié de la surenchère des prix immobiliers. Le rythme d'endettement des entreprises aurait été interrompu, sans pour autant que l'on observe déjà un franc mouvement de désendette-

ment. Du côté des ménages, il apparaît qu'avec des marchés du travail toujours dégradés et des effets de richesse financière et immobilière négatifs, le revenu disponible ne serait pas suffisant pour amorcer un réel mouvement de désendettement en Espagne et au Royaume-Uni. Aux États-Unis, la situation est quelque peu meilleure, même si le taux d'endettement y est encore très élevé⁸.

Le secteur de l'immobilier resterait déprimé en Espagne et, dans une moindre mesure, aux États-Unis. Le marché américain pâtirait toujours d'importants stocks de logements invendus (ou saisis), qui grèvent l'investissement en construction. Témoins d'une demande apathique, les prix immobiliers ne repartiraient donc que couramment 2011, après être repassés sous leur niveau fondamental⁹. En Espagne, la situation est encore plus alarmante : c'est la seule rétention d'offre par les banques commerciales¹⁰ qui empêcherait la chute du prix de la pierre, toujours plus de 15 % au-dessus de son niveau fondamental fin 2011 ; le secteur de la construction, déterminant dans le

(8) Lors de la publication du PIB le 30 juillet 2010, la plupart des séries américaines ont été révisées sur les 3 dernières années : la consommation s'est avérée plus faible que précédemment escompté et le taux d'épargne plus élevé (le taux d'épargne net s'établit à 6,1 % du revenu disponible en mai 2010 après révisions, alors qu'il était donné à 4,0 % avant révisions). Le mouvement de désendettement des ménages semble donc bien enclenché et le taux d'épargne est dorénavant plus en ligne avec les données - non révisées - d'endettement.

(9) Ils décrivent ainsi une réaction d'*under-shooting* : la bulle serait donc bel et bien évidée.

modèle de croissance espagnol, ne repartirait que fin 2011. Seul le Royaume-Uni voit déjà ses prix immobiliers repartir, puisque ceux-ci sont soumis à d'importantes contraintes d'offre : les prix repartiraient à la hausse, mais l'investissement serait ralenti par un revenu disponible atone (comme en témoigne début 2010 la baisse de la demande de crédit) et par la hausse de la TVA¹¹.

La consommation serait uniformément assez molle - sauf en Chine. En effet, les ménages font face à des contraintes budgétaires importantes : leur pouvoir d'achat est réduit par la faiblesse des créations d'emplois. Les effets de richesse, tant immobilière que financière, sont plutôt maigres. Enfin, ils doivent progressivement se désendetter. La consommation des ménages américains accélérerait cependant fin 2011, prenant ainsi le relais des stimuli publics (la consommation représente en effet 70 % du PIB outre-Atlantique). Aussi, les taux d'épargne, qui avaient enflé du fait de l'épargne de précaution constituée pendant la crise, ne décroîtraient pas significativement, notamment en Espagne, aux États-Unis et au Royaume-Uni.

3.2 Les écarts de production resteraient globalement creusés, pesant sur l'inflation

À horizon 2011, les principales économies avancées resteraient finalement en-deçà de leurs potentiels de

croissance : la résorption des *output gaps* prendrait du temps et, sauf au Royaume-Uni, ne serait pas terminée fin 2011.

Par conséquent, et comme les pressions salariales resteraient faibles, l'inflation sous-jacente resterait très modérée sauf au Royaume-Uni, où l'on aura constaté deux hausses de TVA en deux ans¹². Les tensions sur les marchés des produits de base étant pour le moment faibles, l'inflation totale serait contenue, y compris en Chine, ce qui faciliterait, pour les banques centrales, le maintien de leurs politiques accommodantes.

Hormis au Japon, le risque de déflation n'est pas improbable mais reste faible. Les anticipations des agents demeurent en effet ancrées en territoire positif, en zone euro et aux États-Unis. En outre, la reprise de l'économie réelle est, même à des rythmes modestes, à l'œuvre, avec un accroissement de la demande intérieure, de l'emploi et des salaires. Au Japon, la déflation proviendrait de l'ajustement important et continu sur tout l'horizon de nos prévisions des coûts salariaux, de l'appréciation récente du yen et de l'*output gap* encore creusé ; la situation ne serait donc pas comparable à la spirale déflationniste endurée dans les années 1990, qui était alimentée par la mauvaise santé financière des banques.

4. Des aléas nombreux mais équilibrés

4.1 Plusieurs phénomènes sont susceptibles de peser sur la croissance mondiale : une dégradation des marchés financiers, l'instabilité sur le marché des changes et la hausse des pressions désinflationnistes

De nouvelles tensions financières (obligataire, bancaire, boursière) ne peuvent être écartées à court terme. Elles sont liées aux incertitudes concernant le caractère durable de la reprise économique mondiale et la crédibilité des mesures de consolidation publique mises en œuvre (en particulier en zone euro). La matérialisation d'un tel phénomène conduirait à une dégradation des conditions de financement, avec des conséquences néfastes sur l'investissement des entreprises. Dans le cas d'un accroissement significatif des tensions sur les marchés obligataires, et si cela se traduit par une dégradation de l'accès à la liquidité, cela pourrait notamment nécessiter davantage de consolidation budgétaire, ce qui pénaliserait encore plus la croissance à court terme.

À l'instar des évolutions récentes, la poursuite, voire l'accentuation, de l'instabilité entre les grandes monnaies n'est pas à exclure. Le deuxième programme d'assouplissement quantitatif de la Fed (« QE2 ») annoncé

le 3 novembre 2010, pourrait précipiter une dépréciation du dollar, ce qui soutiendrait la compétitivité des entreprises américaines à l'exportation mais, par la même occasion, grèverait les exportations européennes et japonaises. Cette tendance à la dépréciation du dollar pourrait également être renforcée par le mouvement de diversification des réserves de changes de la Chine, avec notamment pour effet d'engendrer une appréciation du yen et de l'euro. En outre, une hausse du yuan, en lien avec un régime de change plus flexible, aurait des conséquences néfastes sur la croissance chinoise et donc sur la demande chinoise adressée aux pays développés.

Plusieurs facteurs pourraient engendrer un accroissement des pressions à la baisse sur l'inflation. Si, dans notre scénario, l'inflation sous-jacente se situe en deçà des niveaux observés avant crise, elle resterait toutefois largement positive (à l'exception du Japon). Un effet plus négatif qu'escompté sur la demande intérieure privée du processus de désendettement des agents privés comme publics, ou encore de la reprise limitée de l'emploi, constituent les principaux risques susceptibles d'entraîner une spirale baissière sur les prix et les salaires.

(10) Celles-ci ont en effet choisi de conserver les logements saisis lors de l'éclatement de la bulle à leur passif et d'attendre que les prix remontent avant de les revendre.

(11) Celui-ci avait été abaissé à 12,5 % en 2009 pour soutenir la consommation, puis était revenu à son niveau de 15 % en janvier 2010, pour finalement atteindre 17,5 % en janvier 2011.

(12) En effet, à la différence de l'Insee, l'ONS ne filtre pas dans son calcul du sous-jacent les effets de la taxation indirecte : l'impact du relèvement de la TVA sur les prix se retrouve donc intégralement dans son indice d'inflation sous-jacente.

Encadré 3 : Difficultés de mesure de la croissance potentielle en sortie de crise

La croissance potentielle s'estime couramment par une méthode basée sur une décomposition de la fonction de production à la Cobb-Douglas. L'économie améliore ainsi son potentiel lorsqu'elle développe ses facteurs de production sur le long terme - capital physique (investissement) et main-d'œuvre (baisse du chômage structurel, croissance démographique, augmentation non conjoncturelle du taux de participation ou du nombre d'heures travaillées par tête) - et lorsqu'elle réalise des progrès techniques (mesurés par la productivité globale des facteurs).

Tableau 4 : estimations DG Trésor de la croissance potentielle

Croissance potentielle (%)	Moyenne 1997-2008			2009			2010			2011			2012	
	Trésor	CE	OCDE	Trésor	CE	OCDE	Trésor	CE	OCDE	Trésor	CE	OCDE	Trésor	CE
États-Unis	2,6	—	3,0	1,5	—	1,6	1,5	—	1,2	1,6	—	1,6	1,9	—
Japon	1,1	—	1,1	0,6	—	0,4	0,7	—	0,5	0,9	—	1,0	1,0	—
Royaume-Uni	2,4	2,5	2,7	0,5	0,9	1,7	0,5	1,0	1,2	0,8	1,3	1,3	1,3	1,6
Zone euro	1,7	—	—	1,1	—	—	1,0	—	—	1,0	—	—	1,0	—
Allemagne	1,4	1,2	1,4	1,4	0,8	1,2	1,5	1,0	1,0	1,6	1,3	1,3	1,6	1,7
France	2,1	1,9	2,1	1,5	1,2	1,5	1,5	1,3	1,2	1,8	1,1	1,3	1,9	1,2
Italie	1,3	1,0	1,2	0,4	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,6	0,5	0,2	0,8
Espagne	3,2	3,3	3,4	1,1	0,8	0,7	0,7	0,5	-0,4	0,6	0,4	-0,1	0,8	1,1

Sources : OCDE, *Perspectives Économiques* n°87 ; DG Trésor ; Commission Européenne, *Spring Forecast 2010*

Si l'évaluation du sentier de croissance d'équilibre d'une économie n'est habituellement pas consensuelle, elle l'est encore moins en sortie d'une crise de l'ampleur de celle que nous venons de connaître. Plusieurs inconnues préviennent toute certitude. La PGF peut avoir été affectée de deux manières opposées : la productivité peut avoir été favorisée pendant la crise si les défaillances d'entreprises ont conduit à éliminer les moins productives mais, inversement, des restructurations longues et une baisse des dépenses de recherche et développement peuvent avoir freiné les gains de productivité. Une rupture de tendance peut dès lors être envisagée (cf. la productivité apparente du travail, Graphique 3). Le taux de dépréciation du capital a pu être modifié et il est possible qu'une partie du capital, sous-utilisée, soit devenue obsolète et ne contribue donc plus à l'activité potentielle. Enfin, le partage conjoncturel/structurel des taux de chômage observés n'est pas évident, ce qui biaise potentiellement l'estimation du Nairu.

Des choix neutres conduisent au maintien de niveaux de production potentielle relativement élevés et, par suite, à des écarts de production particulièrement importants : les output gaps seraient ainsi très creusés. Ces incertitudes se répercutent sur l'analyse et les prévisions de variables telles que le solde public structurel ou l'inflation sous-jacente, directement sensibles aux hypothèses de croissance potentielle retenues.

4.2 Un taux d'épargne moins élevé qu'anticipé et un rebond cyclique davantage prononcé de l'investissement pourraient au contraire se traduire par une reprise plus franche de l'activité

Le processus de consolidation budgétaire devrait peser sur la croissance des pays développés à court terme. Il pourrait toutefois inciter les ménages à réduire leur épargne de précaution, ce qui, à l'inverse, soutiendrait la croissance. Si les taux d'épargne diminuent, la consommation privée et donc l'activité seraient mécaniquement plus dynamiques.

Compte tenu des écarts d'activité creusés, le rebond cyclique pourrait être plus prononcé. Il est ainsi possible que les variables ayant subi un fort ajustement connaissent un rebond plus marqué. Par exemple, les investissements non réalisés pendant la crise pourraient être accomplis dès la reprise ; les gains de productivité pourraient en outre être plus rapides, notamment dans les pays du sud de l'Europe.

Il apparaît donc que, si les risques sont équilibrés, les aléas haussiers seraient susceptibles de jouer plus lentement.

Sylvain BAILLEHACHE et Nicolas END

Tableau 5 : synthèse des prévisions

Moyennes annuelles en %	Prévisions ^a		
	2009	2010	2011
PIB			
Monde	-0,9	4,4	3,9
États-Unis	-2,6	2,6	1,6
Japon	-5,2	3,1	1,5
Chine	9,1	10,0	9,0
Zone euro	-4,1	1,4	1,6
Allemagne	-4,7	3,2	2,4
France	-2,6	1,5	2,0
Espagne	-3,7	-0,4	0,8
Italie	-5,1	1,1	0,9
Royaume-Uni	-4,9	1,6	1,9
Commerce mondial	-12,2	-14,0	9,2
Demande mondiale adressée à la France	-12,0	-11,8	7,7
Inflation			
États-Unis	-0,3	1,4	0,9
Japon	-1,4	-0,7	-0,6
Chine	-0,7	2,5	1,5
Zone euro	0,3	1,4	1,4
France (IPCH)	0,1	1,7	1,6

a. Ces prévisions sont basées sur les informations disponibles au 3 septembre 2010.

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@dgtresor.gouv.fr

Mise en page :

Maryse DOS SANTOS
ISSN 1777-8050

Derniers numéros parus**■ Novembre 2010**

n°80. Rééquilibrage de la croissance aux États-Unis, en Chine, en Allemagne et au Japon
Charles-Marie CHEVALIER, Leonardo PUPPETTO

Octobre 2010

n°79. Qu'est-ce qui explique la résistance de l'emploi en Allemagne ?

Volker ZIEMANN

n°78. Reprise américaine : quel contenu en emploi ?

Vincent GROSSMANN-WIRTH, Sophie RIVAUD

Septembre 2010

n°77. Le recul de l'emploi industriel en France de 1980 à 2007 : quelle est la réalité ?

Lilas DEMMOU

Juillet 2010

n°76. Quels pays émergents ont été victimes d'un arrêt brutal des entrées de capitaux pendant la crise ?

Fabrice BERTHAUD, Stéphane COLLIAC

http://www.tresor.bercy.gouv.fr/TRESOR_ECO/tresoreco.htm