

Document de travail n°23

Perspectives économiques 2011-2012

Croissances hétérogènes



Coe-Rexecode

AVRIL 2011

Sommaire

| | |
|--|----|
| Perspectives économiques 2011-2012 : montée des risques | 3 |
| Situation et perspectives de l'économie mondiale pour 2011 et 2012 | 5 |
| <i>Début d'année en fanfare</i> | 5 |
| <i>Les prix des produits de base ont été aspirés à la hausse</i> | 6 |
| <i>Menaces sur la croissance mondiale</i> | 6 |
| Marchés de matières premières, de taux et de change | 9 |
| Les cours des produits de base au plus haut | 9 |
| Les hausses de taux directeurs se généralisent | 10 |
| Repli attendu de l'euro contre le dollar | 11 |
| Situation et perspectives pour 2011 et 2012 : Etats-Unis, Japon, économies émergentes | 12 |
| Etats-Unis : rebond sans véritable reprise | 12 |
| <i>Ajustement de notre scénario prévisionnel</i> | 12 |
| <i>Le chiffrage de la prévision de croissance</i> | 13 |
| <i>Le prélèvement pétrolier et le risque inflationniste</i> | 13 |
| <i>Poursuite de l'amélioration du marché du travail</i> | 14 |
| <i>Hausse du taux d'investissement productif</i> | 15 |
| <i>Les profits des entreprises américaines au zénith</i> | 15 |
| Japon : croissance modérée | 16 |
| <i>Le séisme le plus « coûteux »...</i> | 16 |
| <i>L'économie paralysée...temporairement ?</i> | 17 |
| <i>L'impact sur l'économie régionale</i> | 18 |
| Economies émergentes : renforcement des pressions inflationnistes | 18 |
| Situation et perspectives de la zone euro en 2011 et 2012 | 22 |
| <i>Le scénario central</i> | 22 |
| <i>Quels risques peuvent être associés à ce scénario ?</i> | 23 |
| <i>Hétérogénéité de la zone</i> | 24 |
| Situation et perspectives pour la France en 2011 et 2012 | 29 |
| <i>Croissance sans accélération</i> | 29 |
| <i>Ralentissement de la consommation des ménages</i> | 30 |

Perspectives économiques 2011-2012

Croissances hétérogènes

Le ralentissement de l'économie mondiale qui s'était manifesté aux deuxième et troisième trimestres 2010 ne s'est pas poursuivi. Sous l'impulsion principale de la Chine et des Etats-Unis, la croissance a de nouveau accéléré fin 2010, dans la plupart des pays émergents et des pays industrialisés. En moyenne sur l'année, elle s'établirait à 4,8% pour 2010. Les premières données disponibles suggèrent que cette tendance s'est poursuivie en tout début d'année 2011. L'indice PMI mondial agrégé pour l'industrie et les services a presque renoué avec ses plus hauts passés.

Maintien de notre scénario avec ajustement du profil

La prise en compte à la fois du dynamisme de l'économie mondiale en ce début d'année 2011 et de la hausse des prix des matières premières nous conduit à conserver notre scénario de croissance, en adaptant son profil. Nous envisageons un ralentissement de la croissance mondiale dès le deuxième trimestre 2011, qui se prolongerait tout au long du second semestre. Ce ralentissement permettrait un reflux des prix des produits de base. Selon cette hypothèse l'activité mondiale se raffermirait courant 2012. Au total, nous estimons à 4,2% la croissance du PIB mondial en moyenne annuelle à la fois pour 2011 et 2012. Elle serait de 3,0% aux Etats-Unis en 2011 comme en 2012, respectivement de 1,7% et 1,6% en zone euro. Nous prolongeons le ralentissement de l'économie chinoise : 9,2% et 8,5% respectivement en 2011 et en 2012. Ce scénario suppose une accalmie des troubles politiques dans le monde arabe.

Les risques autour de notre scénario central sont baissiers

Toutefois, les risques liés à la hausse des prix des matières premières restent posés. L'accélération récente de la croissance mondiale a contribué à l'accentuation de la hausse des prix des matières premières, accentuant les pressions inflationnistes déjà observées dans les pays émergents comme dans les pays développés. Cette flambée des prix a été amplifiée par l'augmentation du risque géopolitique, consécutive aux secousses agitant le monde arabe, faisant craindre une rupture d'approvisionnement dans l'offre de pétrole. Indirectement liée, la question des déséquilibres commerciaux dans le monde reste posée, avec les menaces qu'elle contient sur le change des devises. Par ailleurs, les tensions financières en zone euro ne semblent pas franchement se calmer et la question du déficit public américain reste totalement posée. Notre scénario est également assombri par l'enchaînement de catastrophes qui frappent le Japon depuis le 11 mars dernier.

Le séisme au Japon change la donne

Les conséquences économiques du séisme sur l'économie japonaise seront probablement plus lourdes que celles du tremblement de terre de Kobé en 1995 (coût estimé à 2,5% de PIB). A court terme, la production japonaise va subir un "trou d'air". Avec la désorganisation des chaînes de production dans lesquelles interviennent les fournisseurs japonais, l'impact sur l'économie mondiale dépassera la perte de production nationale. L'accident nucléaire majeur de Fukushima, pose à court terme la question de l'approvisionnement énergétique du Japon et pourrait générer des tensions sur les prix du pétrole. A plus long terme, l'éventuelle remise en cause de programmes nucléaires civils, pourrait renchérir encore la facture pétrolière mondiale.

Les chiffres clés de nos perspectives économiques pour 2010 et 2011

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|--|-------|------|-------|-------|
| 1 - Croissance du volume du PIB | | | | |
| Monde | -0,8 | 4,8 | 4,2 | 4,2 |
| Ensemble de la zone OCDE | -3,5 | 2,9 | 2,5 | 2,5 |
| dont : Etats-Unis | -2,6 | 2,8 | 3,0 | 3,0 |
| Japon | -6,3 | 4,0 | 1,4 | 1,6 |
| Zone euro à 16 | -4,1 | 1,7 | 1,7 | 1,6 |
| Union européenne à 27 | -4,2 | 1,8 | 1,8 | 1,9 |
| dont : Allemagne | -4,7 | 3,5 | 2,8 | 2,0 |
| France | -2,5 | 1,5 | 1,9 | 1,8 |
| Royaume-Uni | -4,9 | 1,3 | 1,2 | 1,5 |
| Italie | -5,2 | 1,2 | 1,0 | 1,2 |
| Espagne | -3,7 | -0,1 | 0,4 | 0,8 |
| Pays hors OCDE | 3,4 | 7,6 | 6,6 | 6,3 |
| dont : Chine | 9,2 | 10,3 | 9,2 | 8,5 |
| 2 - Marchés mondiaux | | | | |
| Commerce mondial (en volume) | -12,7 | 13,4 | 8,2 | 8,6 |
| Importations de l'OCDE | -12,7 | 10,9 | 5,9 | 6,4 |
| Importations des pays hors OCDE | -12,9 | 19,6 | 13,2 | 13,1 |
| Prix du pétrole (\$/baril de Brent)* | 61,5 | 79,9 | 106,8 | 104,1 |
| Prix des matières premières** en \$ | -17,7 | 30,7 | 39,5 | 5,9 |
| " " " en euro | -13,4 | 37,3 | 37,5 | 17,4 |
| 3 - Taux de change | | | | |
| 1 \$ = ...euro | 0,72 | 0,76 | 0,74 | 0,83 |
| =...yens | 94 | 88 | 83 | 85 |
| 1 euro = ...dollars | 1,39 | 1,33 | 1,34 | 1,21 |
| = ...yens | 130 | 116 | 111 | 103 |
| 1 £ = ...\$ | 1,57 | 1,55 | 1,58 | 1,42 |
| 4 - Taux d'intérêt à 3 mois | | | | |
| Etats-Unis (euro-dollar) | 0,8 | 0,3 | 0,4 | 2,2 |
| Japon (euro-yen) | 0,6 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Zone euro (euro-euro) | 1,2 | 0,8 | 1,3 | 2,0 |
| 5 - Taux d'intérêt à 10 ans | | | | |
| Etats-Unis | 3,2 | 3,2 | 3,7 | 4,3 |
| Japon | 1,4 | 1,2 | 1,4 | 1,6 |
| Zone euro | 3,6 | 3,1 | 3,6 | 3,8 |
| 6 - Taux d'inflation | | | | |
| Etats-Unis | -0,3 | 1,6 | 3,0 | 1,9 |
| Japon | -1,4 | -0,7 | 0,3 | 0,1 |
| Zone euro | 0,3 | 1,6 | 2,7 | 1,9 |

* moyenne annuelle - ** hors énergie

Situation et perspectives de l'économie mondiale pour 2011 et 2012

Le ralentissement de l'économie mondiale qui s'était manifesté aux deuxième et troisième trimestres 2010 ne s'est pas poursuivi au dernier trimestre 2010. Au contraire, il a laissé place à une réaccélération qui a été quasi générale dans les pays émergents et les pays développés. Avec une fin d'année 2010 et un tout début d'année 2011 plus dynamiques que prévu, l'acquis de croissance pour l'exercice en cours se trouve rehaussé ce qui, toutes choses égales par ailleurs, conduit à réviser à la hausse notre estimation de la croissance mondiale en 2011. Toutefois, la hausse plus forte des prix des produits de base modifie le profil conjoncturel. Il faut envisager un ralentissement de la croissance dès le deuxième trimestre qui, vraisemblablement, devrait se prolonger au second semestre. Ce ralentissement conduirait à un reflux des prix des produits de base qui pourrait permettre au-delà, en 2012, un raffermissement de l'expansion. Au total, nous estimons à 4,2 % la croissance du PIB mondial en moyenne annuelle pour 2011 et 2012.

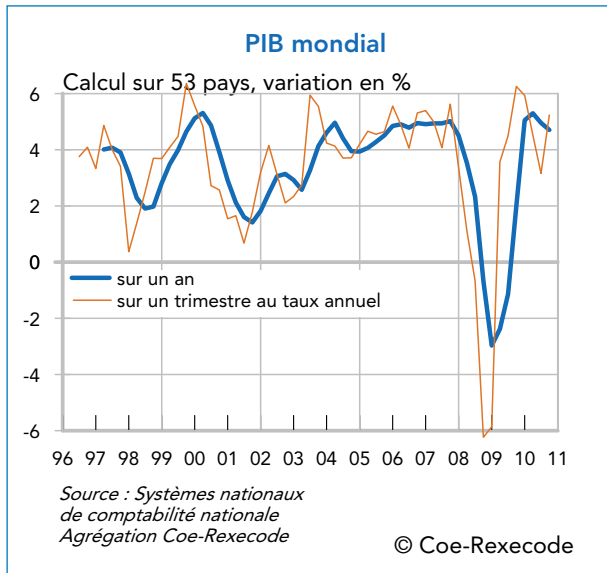
La grande majorité des économies de la planète se sont comme mises en phase sous l'impulsion principale de l'économie chinoise. Le PIB de cette dernière a progressé au rythme de 12,8 % l'an en fin d'année dernière et son excédent commercial a fondu. La croissance américaine a également rebondi à 2,8 % l'an au quatrième trimestre. Le volume du PIB mondial a ainsi accéléré sa progression que nous estimons à 4,8 % l'an nettement supérieure à la tendance longue passée qui ressort à 3,7 % l'an. En moyenne annuelle, le volume du PIB mondial aurait augmenté de 4,7 % en 2010 après avoir baissé de 0,9 % en 2009. Son niveau atteint en fin d'exercice passé dépasserait de 4,8 % son record d'avant la crise. La réaccélération a concerné aussi l'activité industrielle. La production industrielle agrégée des cinquante pays pour lesquels l'information est disponible s'est accrue de 1,2 % en décembre, puis encore de 0,5 % en janvier, dernier point connu. Elle a désormais nettement dépassé son record du premier trimestre 2008, d'avant la crise (+ 3,6 %). Le renforcement de l'activité est également visible sur le commerce mondial. En volume, selon le FMI, les exportations mondiales ont

retrouvé et probablement désormais dépassé leur record d'avant la crise.

Début d'année en fanfare

Ce regain de vigueur de l'économie mondiale observé en fin d'exercice passé a de multiples causes à son origine. Une politique monétaire encore plus accommodante outre-Atlantique et au Japon et aussi une « explosion » des nouveaux crédits bancaires en Chine au cours de l'automne passé. Au total, la masse monétaire agrégée en DTS des 47 pays pour lesquels l'information est disponible, s'est réaccélérée dès l'été 2010, son avance ressortant en janvier 2011 à 10 % l'an. Le ratio « masse monétaire/PIB » inscrit un nouveau record.

Les premières données disponibles pour février et mars suggèrent que l'accélération de la croissance s'est poursuivie en tout début d'exercice. Les indices qualitatifs tirés des enquêtes PMI disponibles pour mars le confirment aussi. L'indice PMI mondial agrégé pour l'industrie et les services a presque renoué avec ses plus hauts passés.



Les prix des produits de base ont été aspirés à la hausse

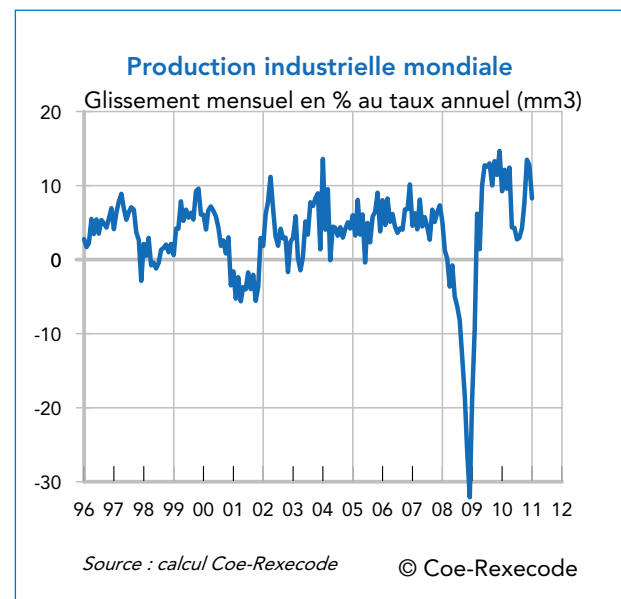
Cette accélération de la croissance mondiale a contribué à pousser encore plus haut les prix des produits de base, leur envolée accentuant les pressions inflationnistes dans les pays émergents et aussi dans les pays développés. La flambée a de plus été amplifiée par l'augmentation d'une prime de risque sur le pétrole consécutive aux secousses géopolitiques qui agitent le monde arabe, faisant craindre une rupture d'approvisionnement dans l'offre de brut.

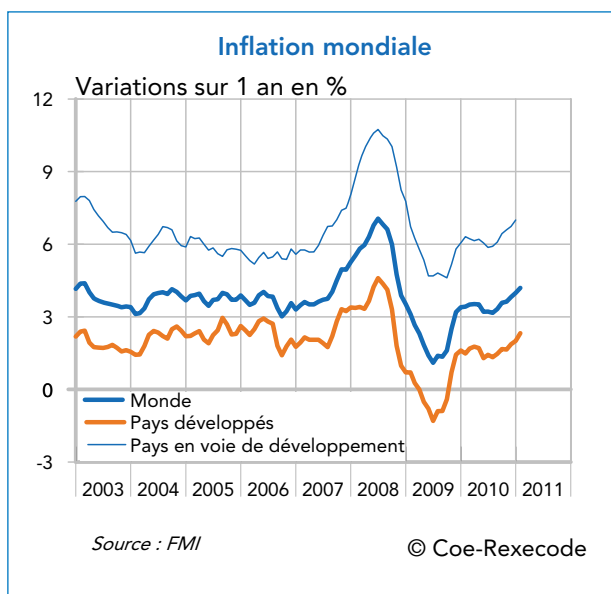
En dollar, l'indice Coe-Rexecode des prix des produits de base hors pétrole et métaux précieux est passé au-dessus de la ligne des 260, bien au-dessus de ses plus hauts de 2008. En euro, il a franchi les 240 alors qu'il n'avait que transitoirement dépassé les 180 au printemps 2008. Toutes les familles de produits sont concernées. Les cours du Brent sont passés quant à eux au-dessus des 115 dollars le baril, restant encore en dessous de leurs plus hauts de 2008. En euro, ils sont passés au-dessus de la ligne des 80, n'étant plus très éloignés de leur record d'avant la crise. Cette flambée des prix, accentuée en ce qui concerne les produits agricoles par la multiplication des acci-

dents climatiques qui ont affecté l'offre, contient en elle-même les germes d'un ralentissement à venir de la croissance dans les pays émergents et développés. Dans les pays émergents, l'accélération de la hausse des prix qui en résulte se propage aux salaires et contraint les autorités à durcir davantage leur étreinte monétaire. Dans les pays développés, celle-ci vient réduire le pouvoir d'achat domestique, menaçant la dépense des ménages et aussi des entreprises. Elle complique la gestion monétaire des banques centrales.

Menaces sur la croissance mondiale

La question posée est de savoir quelle sera l'ampleur du ralentissement de l'activité qui découlera de cette envolée des prix des produits de base. La hausse des prix des produits de base et en particulier du pétrole, transfère du pouvoir d'achat des pays importateurs nets aux pays exportateurs nets, les populations de ces derniers étant moins nombreuses que celles des premiers et ayant en outre une propension à dépenser plus faible. Le jeu n'est donc pas à somme nulle, il a globalement un impact dépressif. En retenant pour l'ensemble de l'année en cours un prix moyen du pétrole de 107 dollars pour le baril de Brent, nous pouvons estimer que la facture pétrolière mondiale pourrait

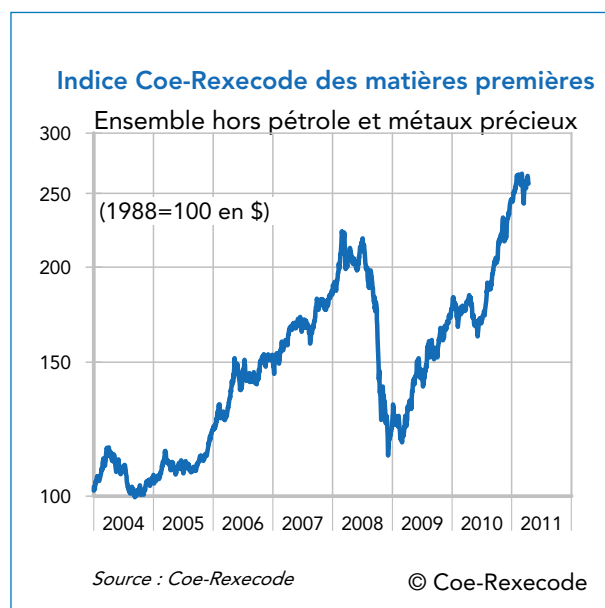
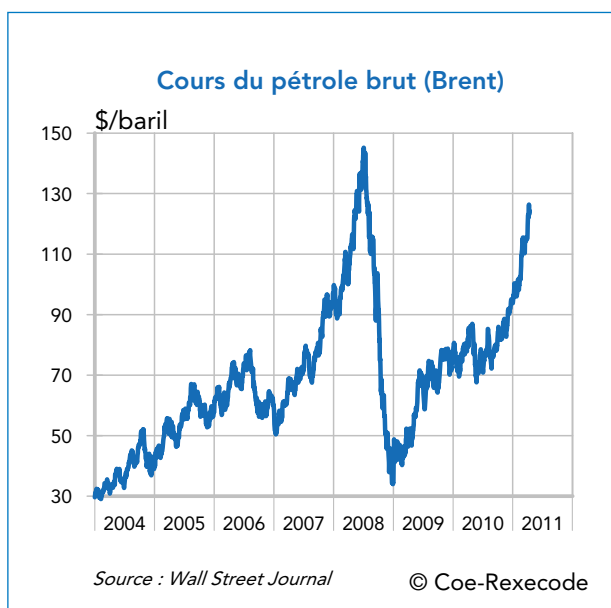


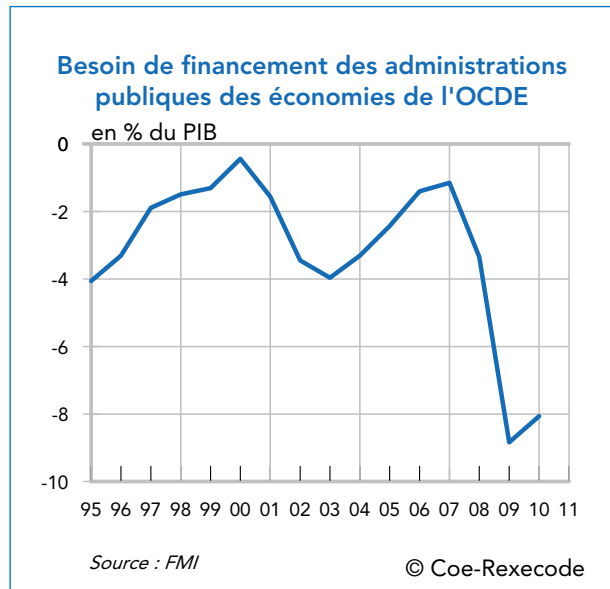


dépasser les 3400 milliards de dollars en 2011, 900 milliards de dollars de plus qu'en 2010. Elle dépasserait de 360 milliards de dollars celle record de 2008 (+ 12 %). Pour l'ensemble constitué des Etats-Unis, du Japon et de l'Union européenne, elle approcherait les 1500 milliards de dollars et ressortirait à 3,9 % du PIB (0,9 point de plus qu'en

2010) ; pour le reste du monde, elle dépasserait les 1900 milliards de dollars et représenterait 7 % du PIB (1,4 point de plus qu'en 2010). Au total, pour l'ensemble du monde, la facture représenterait 5,2 % du PIB (0,2 point de plus qu'en 2008).

Avec une fin d'année 2010 et un tout début d'année 2011 plus dynamiques que prévu, l'acquis de croissance pour l'exercice en cours se trouve rehaussé ce qui, toutes choses égales par ailleurs, conduit à réviser à la hausse notre estimation de la croissance mondiale en 2011. Mais comme évoqué ci-dessus, la hausse plus forte des prix des produits de base modifie le profil conjoncturel. Il faut envisager un ralentissement de la croissance dès le deuxième trimestre qui, vraisemblablement, devrait se prolonger au second semestre. Ce ralentissement conduirait à un reflux des prix des produits de base qui pourrait permettre au-delà, en 2012, un raffermissement de l'expansion. Ce ralentissement est d'ailleurs peut-être déjà commencé dans les pays émergents qui ont resserré leur politique monétaire et notamment en Chine où le flux des nouveaux crédits bancaires a été vivement freiné en janvier. Il est peut-être déjà





visible dans le recul des prix des produits de base observé ces derniers jours, encore que les taux de fret maritimes se redressent.

Au total, nous estimons à 4,2 % la croissance du PIB mondial en moyenne annuelle pour 2011 et à nouveau pour 2012. Pour les pays de l'OCDE, la croissance serait de 2,5 % cette année après 2,9 %

en 2010 et de 2,6 % en 2012. Pour les pays hors OCDE, elle serait de 6,6 % cette année et de 6,3 % l'an prochain, la décélération se poursuivrait en raison essentiellement du ralentissement de l'économie chinoise que nous prolongeons : 8,5 % en 2012 après 9,2 % cette année et 10,3 % en 2010.

Notre scénario suppose que les secousses géopolitiques dans le monde arabe ne débordent pas et se tempèrent même assez rapidement. S'il n'en était pas ainsi, le prix du pétrole monterait davantage ce qui pourrait précipiter l'économie mondiale dans un ralentissement plus marqué. Même si la balance commerciale chinoise est récemment passée en léger déficit, la question des déséquilibres commerciaux dans le monde entre pays émergents et pays développés reste posée avec les menaces qu'elle contient sur le change des devises. Les tensions financières dans la zone euro ne désarment pas, laissant toujours planer des menaces. La question du déficit public américain reste par ailleurs totalement posée. Enfin, la catastrophe au Japon est peut-être d'une ampleur et d'une nature à remettre en cause non seulement les chiffres japonais mais, au-delà aussi, les chiffres pour l'Asie émergente et, partant, l'économie mondiale.

Marchés de matières premières, de taux et de change

Les cours des produits de base au plus haut

La forte hausse des prix des produits de base enregistrée ces derniers mois trouve principalement son origine dans la réaccélération de la croissance mondiale en fin d'exercice passé et qui se poursuit en ce début 2011. La demande physique progresse à un rythme que l'offre peine à suivre dès lors que l'activité économique mondiale s'avance à un rythme supérieur à sa tendance longue passée, soit 3,7 % l'an, d'où les tensions sur les prix. Selon nos propres estimations, le volume du PIB mondial s'est accru au rythme de 4,5 % l'an entre les troisième et quatrième trimestres 2010. L'indice PMI agrégé au plan mondial pour l'ensemble de l'industrie et les services, qui a presque retrouvé en février ses plus hauts passés, suggère que le processus s'est poursuivi en ce début d'année. Le baril de Brent a augmenté de 26 % en dollar et de 20 % en euro depuis la mi-décembre. L'indice Coe-Rexecode des prix des produits de base hors pétrole et métaux précieux, en dollar, a lui augmenté de 12,8 % sur la même période. Le niveau moyen du premier trimestre 2011 que nous envisageons actuellement dépasse de 11% celui que nous anticipions il y a trois mois. Enfin, les métaux précieux ne sont pas en reste, l'indice Coe-Rexecode agrégeant leurs prix en dollar a augmenté de 7,3 % depuis la mi-décembre.

A ceci s'ajoute l'impact d'autres facteurs. D'abord en ce qui concerne les produits agricoles, il y a la multiplication des accidents climatiques dans plusieurs régions du monde. Ensuite, la liquidité mondiale reste abondante comme le montre la croissance de la masse monétaire au sens large à plus de 10 % l'an en DTS. Celle-ci doit chercher à s'employer. Enfin et surtout, en ce qui concerne

les marchés pétroliers, les secousses géopolitiques dans le monde arabe font craindre des ruptures d'approvisionnement dans l'offre de pétrole brut, ce qui se traduit par une prime de risque plus élevée poussant les prix à la hausse. Ces vives tensions sur les prix des produits de base viennent évidemment attiser l'inflation, essentiellement dans les pays émergents où elle était déjà forte, et réduire le pouvoir d'achat des consommateurs dans les pays développés.

Notre scénario prévisionnel retient un prix du baril de Brent à près de 107 dollars en moyenne en 2011 (+33,6 % sur 2010), se tassant un peu en 2012 à environ 104 dollars. Simultanément, nous anticipons une hausse des prix en dollar des produits de base hors énergie et métaux précieux de près de 40 % en moyenne annuelle, cette année, se modérant à environ 6 % l'an prochain. Ce scénario repose sur les hypothèses suivantes. D'abord nous supposons que les secousses en Libye ne débordent pas sur le Moyen-Orient. L'approvisionnement pétrolier ne souffre d'aucune rupture grave et durable. Ensuite dans le domaine agricole, nous faisons l'hypothèse que les accidents climatiques ne se répètent pas, de sorte que l'offre finit par revenir à la normale à horizon 2012. Les hausses de prix déjà constatées vont contribuer à ce que l'offre se développe pour mieux répondre à la demande. Enfin, face à l'accélération de la hausse des prix consécutive au renchérissement des prix des produits de base, les politiques monétaires dans les pays émergents vont davantage se durcir tandis que le pouvoir d'achat sera affecté dans les pays développés, ce qui pèse sur le rebond conjoncturel. La croissance mondiale se ralentit au deuxième semestre 2011 et au début 2012, permettant un « assagissement » des prix des produits de base, notamment du pétrole.

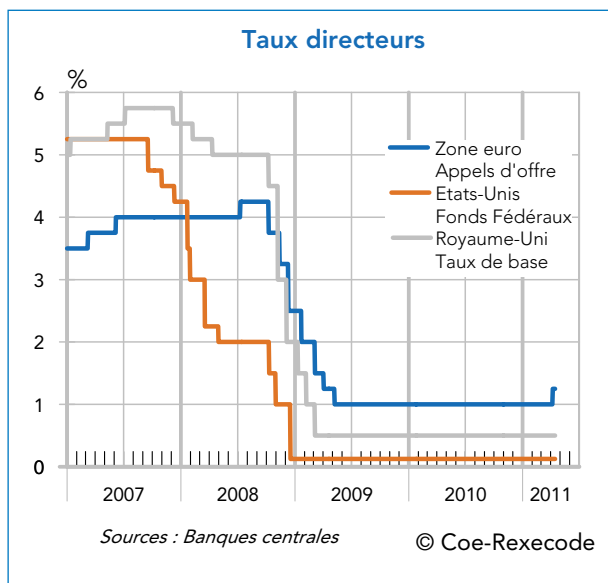
Les hausses de taux directeurs se généralisent

Les fortes secousses qui avaient agité les marchés de taux à l'automne dernier se sont nettement tempé- rées. Depuis la mi-décembre, les taux américains à dix ans restent contenus autour des 3,5 %. La moyenne des taux à dix ans dans la zone euro qui était à 3,7 % il y a trois mois, s'est encore un peu tendue depuis, mais reste sous la barre des 4 %. Au sein de la zone euro, les tensions sur les taux dans les pays périphériques ne se tempèrent toujours pas en dépit de tous les dispositifs d'aide mis en place. Les taux grecs à dix ans ont presque renoué avec leurs plus hauts du début de l'année. Les taux irlandais et portugais sont au plus haut. Enfin, le taux japonais à dix ans demeure proche des 1,3 %, oscillant à peine autour d'une horizontale.

Les perspectives pour 2011 et 2012 restent délicates à tracer. Même si elle est bien avancée, la correction concernant les taux sur les emprunts d'Etat servant de « valeur-refuge » ne paraît pas tout à fait terminée. Les taux nominaux demeurent en effet encore inférieurs à la croissance nominale à venir probable pour les Etats-Unis. Dans la zone euro, en Allemagne qui sert de référence, il en est

de même. En outre, de chaque côté de l'Atlantique, l'inflation est attisée et risque encore de l'être au cours des prochains mois par le renchérissement des prix des produits de base mettant de plus en plus en porte-à-faux les politiques monétaires qui demeurent anormalement accommodantes. Par ailleurs, si des efforts sont faits de ce côté-ci de l'océan pour endiguer la montée de la dette publique, ceux-ci ne sont pas encore à l'ordre du jour de l'autre côté, étant repoussés à 2012.

Aux Etats-Unis, nous estimons la croissance à 3 % en 2011 et 2012. En termes nominaux, le PIB augmenterait de 4,2 % en 2011 puis de 4,5 % en 2012. Il ne serait pas anormal que le taux « sans risque » à dix ans s'ajuste encore graduellement à la hausse. Nous le projetons à 4 % en moyenne pour le quatrième trimestre 2011 et à 4,5 % un an plus tard. C'est un raisonnement analogue que nous faisons pour la zone euro. Les taux allemands continueraient de se tendre jusqu'à 3,5 % en fin 2011 et jusqu'à 3,8 % en fin 2012. L'écart actuellement positif de 0,3 point entre les taux américains et allemands à dix ans, à la faveur des premiers, aurait tendance à croître, reflétant une croissance américaine plus forte que la croissance allemande. A l'intérieur de la zone euro, nous envisageons que les écarts entre les taux des autres pays et ceux de l'Allemagne ne s'accroissent pas, voire se réduisent en ce qui concerne les taux des pays périphériques, restant néanmoins élevés. Toutes ces évolutions ne se feront pas de manière linéaire. Les politiques monétaires vont rester souples mais devront être corrigées pour que les taux directeurs se rapprochent des « normes » sur lesquelles ils devraient déjà être au regard du redressement de l'activité. Leur resserrement peut secouer, certes transitoirement, les marchés obligataires. Il est probable que la BCE remonte, de façon plus précoce que prévu jusqu'ici, son taux d'appel d'offres et plus rapidement en tout cas que ce que la Fed envisage de faire pour les fonds fédéraux. Si la BCE restera prudente, elle pourra de moins en moins rester inerte alors que l'inflation dans la zone va déborder cette année largement la barre des 2 %.



Repli attendu de l'euro contre le dollar

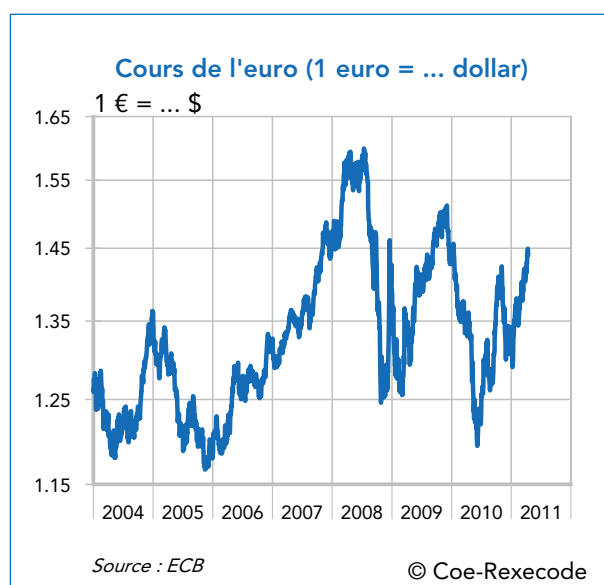
La baisse du change de l'euro contre le dollar qui s'était opérée fin 2010 ne s'est pas poursuivie. Elle a laissé place à une remontée de la devise européenne qui vient de repasser au-dessus de la ligne des 1,40 dollar. L'amélioration de la balance courante américaine et la dégradation de celle de la zone euro, l'accélération de la croissance américaine et les craintes persistantes sur la dette publique des pays périphériques de la zone euro, rien n'y fait, l'euro reste fort et s'affermi à nouveau contre le dollar. L'écart positif entre les taux européens et américains s'est de nouveau accru, les autorités monétaires américaines répétant simultanément à l'envi que la reprise chez eux n'était pas suffisamment solide pour abandonner leur politique monétaire accommodante et penser à relever les fonds fédéraux.

Le change du dollar contre le yen continue par contre d'osciller étroitement entre 82 et 84 yens. L'impact négatif sur son change du bas niveau des taux d'intérêt japonais à long terme semble être compensé par celui positif de la persistance d'un excédent massif de la balance courante qui tend à croître et ressortait à plus de 200 milliards de dollars en rythme annuel fin 2010. Par ailleurs, l'encours de titres émis par le Trésor américain et détenu par le Japon continue de croître. Entre décembre 2009 et décembre 2010, il s'est accru de 117 milliards de dollars.

Le change de l'euro contre le sterling continue lui aussi d'osciller assez étroitement autour d'une horizontale. Bien qu'il soit compétitif en principe, laissant des coûts de main d'œuvre au Royaume-Uni inférieurs de 10 à 15 % aux coûts de main d'œuvre dans la zone euro, le déficit commercial britannique continue de s'enfler, affichant un nouveau record historique en décembre 2010, dernier point connu, à 110 milliards de livres en rythme annualisé. Ceci fragilise la devise qui reste en outre assortie de taux d'intérêt inférieurs aux taux de la zone euro. Du côté des devises des pays

émergents, celles-ci, pour la majorité d'entre elles, continuent de faire preuve de fermeté vis-à-vis du dollar ce qui est logique au regard des excédents commerciaux massifs que dégagent ces pays. En outre, ces devises sont tirées à la hausse par le resserrement monétaire que les autorités opèrent pour contrer l'accélération de l'inflation.

Le désordre sur les marchés des changes reste profond. Les deux désordres principaux viennent du dollar lui-même, abusivement sous-évalué vis-à-vis de l'euro, et des devises asiatiques émergentes anormalement encore bon marché vis-à-vis du dollar. Nous conservons les grandes lignes de notre scénario à horizon fin 2012 en continuant de réévaluer graduellement les devises émergentes contre le dollar. En ce qui concerne le change de l'euro contre le dollar, nous ne prolongeons pas la force actuelle de l'euro qui conduit la devise à un niveau insupportable pour la compétitivité européenne bien au-dessus de sa PPA estimée à 1,17. A horizon 2012, nous envisageons le repli de la devise européenne contre le dollar et maintenons autour de l'horizontale son change contre le sterling. ■



Situation et perspectives pour 2011 et 2012 Etats-Unis, Japon, économies émergentes

Au sein des économies développées, le redressement de l'activité continue de s'effectuer de façon hétérogène. Aux Etats-Unis, le ralentissement de la croissance observé en milieu d'année dernière ne s'est pas prolongé. Nous maintenons notre scénario de poursuite du rebond de croissance, sans pour autant pouvoir envisager de véritable reprise. L'économie japonaise subira les conséquences du tremblement de terre et du tsunami qui l'a suivi. Il est encore trop tôt pour effectuer un chiffrage relatif à ces catastrophes, nous décidons donc de maintenir notre scénario de croissance modérée en 2011 et 2012, à des rythmes inférieurs à celui connu en 2010. Au sein des zones émergentes, l'activité a été particulièrement dynamique en fin d'année 2010. La croissance ralentirait en 2011 et 2012, mais resterait vigoureuse.

Etats-Unis : rebond sans véritable reprise

Comme nous l'annoncions, le ralentissement de la croissance outre-Atlantique, constaté au printemps et à l'été 2010, ne s'est pas prolongé à la fin de l'exercice passé. Au contraire, l'activité s'est réaccéléérée au quatrième trimestre au rythme estimé initialement à 3,2 % l'an puis ramené en deuxième évaluation à 2,8 % l'an. Les premiers indices disponibles pour le début de l'exercice en cours suggèrent que la réaccélération s'est poursuivie en janvier et février comme notamment le montrent les indices ISM. L'indice ISM dans le secteur manufacturier est au plus haut depuis 1984, bien au-dessus de sa moyenne 1973-2008. L'indice ISM non-manufacturier a, quant à lui, pratiquement renoué avec ses plus hauts passés. Au total, l'indice composite, agrégeant les deux indices, est au plus haut depuis 1997, la corrélation avec les variations trimestrielles du volume du PIB suggèrent que celui-ci pourrait progresser à un rythme supérieur à 4 % l'an au premier trimestre 2011.

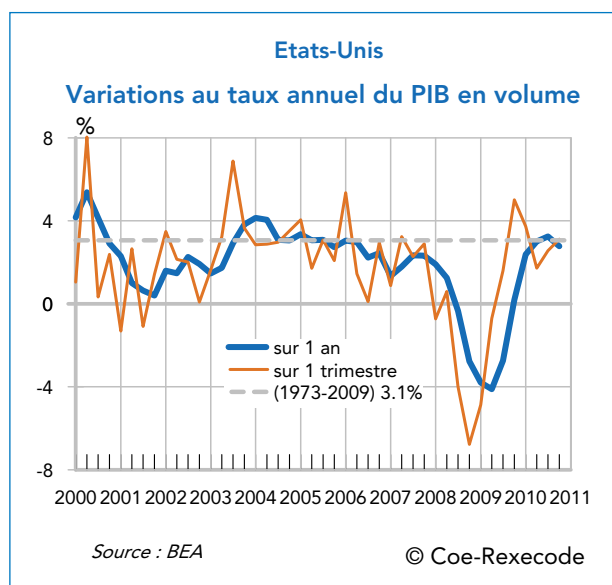
* * *

Ajustement de notre scénario prévisionnel

Globalement, nous conservons inchangées les grandes lignes de notre scénario, en ajustant légèrement ce dernier pour tenir compte de plusieurs éléments nouveaux, jouant de façon contradictoire sur l'équation conjoncturelle.

D'abord, le rythme de croissance au premier trimestre sera probablement supérieur à celui auparavant anticipé. Ainsi, au quatrième trimestre 2010, les ratios « stocks/chiffre d'affaires » dans le commerce et l'industrie ont rechuté alors qu'ils ne s'étaient que modestement redressés après leur forte baisse antérieure. Selon les comptes nationaux, les stocks en volume ont à peine augmenté au quatrième trimestre 2010 : 0,1 % du PIB. Le ratio « encours des stocks/PIB » retombe ainsi au niveau bas de 13,2 % et la variable stocks contribue à peser sur le PIB à hauteur de 3,7 points au taux annuel.

Ensuite, il s'avère que la politique budgétaire que nous voyions commencer à être restrictive dès 2011, sera encore stimulante cette année pour ne se



renverser qu'en 2012. L'accord signé fin décembre entre le Président Obama et le Congrès républicain prolonge les réductions d'impôt mises en œuvre par le Président Bush et qui venaient à expiration au 31 décembre 2010. De plus, il accentue encore les transferts nets de cotisations sociales aux ménages provenant de l'administration.

Enfin, a contrario, les prix des produits de base et particulièrement ceux des produits pétroliers grimpent bien plus vite que prévu depuis plusieurs mois. Le pouvoir d'achat des consommateurs se trouve davantage amputé que prévu antérieurement, ce qui menace le maintien du dynamisme de la consommation qui s'était manifesté à l'automne dernier au prix, il est vrai, d'une baisse du taux d'épargne. Si le marché automobile a continué de se redresser en février, la consommation totale des ménages en volume a baissé en janvier, premier signe peut-être d'une baisse de son tonus.

Le chiffrage de la prévision de croissance

Nous conservons la même analyse d'un rebond américain se poursuivant en 2011 et 2012 mais qui, stricto sensu, ne se transforme pas en vraie reprise. Depuis son point bas touché au deuxième

trimestre 2009, l'activité peine à renouer avec son rythme tendanciel passé à 3 % l'an et il devrait continuer à en être ainsi. Plusieurs facteurs pourraient peser sur la croissance : on peut penser à un « choc pétrolier » qui viendrait encore plus obérer le pouvoir d'achat. On doit aussi penser à la question des comptes publics, à l'ampleur de leur déficit et à l'envolée de la dette publique pour laquelle un scénario de crise ne peut être totalement exclu. Nous estimons à 3 % la croissance en moyenne annuelle entre 2010 et 2011 et nous maintenons à 3 % la croissance en moyenne annuelle entre 2011 et 2012.

Le prélèvement pétrolier et le risque inflationniste

Sur l'ensemble de l'année 2010, les importations de produits pétroliers sont ressorties à 355 milliards de dollars, en hausse de 33 % sur 2009. L'augmentation ne vient pratiquement que de la hausse des prix puisqu'en volume les importations n'ont progressé que de 0,7 % après avoir chuté de 8,8 % en 2009. Les importations de produits pétroliers ont représenté 18,2 % des importations de marchandises ou 15,1 % des importations totales de biens et services. Elles représentent 2,4 % du PIB ou encore 2,1 % de la ressource : PIB plus importations. La hausse des prix du pétrole que nous entrevoyons en moyenne entre 2010 et 2011, soit près de 34 %, se traduit toutes choses égales par ailleurs par un choc de 0,7 point sur le prix de la ressource et donc de l'ensemble des emplois.

Dans l'indice des prix à la consommation, le poids de l'énergie, réactualisé en décembre 2010, ressort à près de 9,1 %. Celui de l'alimentation, *stricto sensu*, à 13,7 %. En janvier, dernier point connu, la hausse des prix de l'énergie dans l'indice des prix à la consommation est ressortie à 7,5 % sur un an et à près de 28 % l'an sur les trois derniers mois connus. Celle des prix de l'alimentation est restée plus modérée même si elle s'est aussi accélérée (1,8 % sur un an et 3,2 % l'an sur trois mois). La hausse des prix de l'énergie contribue à

expliquer l'accélération récente de l'inflation : 1,7 % sur un an et 3,9 % l'an sur trois mois. Dans la mesure où les prix du brut continuent actuellement de se tendre, le processus n'est donc pas en voie de s'achever. Cependant, il ne devrait pas se transformer en une spirale « prix-salaires » comme observé dans le passé après les premier et deuxième chocs pétroliers. L'état encore fort dégradé du marché du travail pèse en effet sur l'inflation salariale et va encore peser un certain temps. En février, dernier point connu, le gain

horaire moyen pour l'ensemble des employés est resté quasiment stable. La hausse mesurée sur douze mois ressort à 1,7 % et sur trois mois à 1,9 % l'an. L'inflation sous-jacente devrait donc rester très modérée, ce qui n'empêche pas que l'accélération de la hausse des prix consécutive à l'envolée des prix des produits de base soit une réalité et vienne davantage obérer le pouvoir d'achat individuel. Au total, la hausse des prix à la consommation ressortirait entre 2010 et 2011 à 2,4 % en moyenne contre 1,6 % entre 2009 et 2010. En 2012, elle retomberait à 1,8 %.

Perspectives de l'économie américaine pour 2011 et 2012

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---------------------------------------|--|-------|------|------|
| I - Ressources-emplois | | | | |
| (volume) | Variations sur la période précédente (% taux annuel) | | | |
| PIB | -2,6 | 2,8 | 3,0 | 3,0 |
| Demande interne stocks compris | -3,7 | 3,2 | 2,7 | 2,9 |
| Demande interne hors stocks | -3,2 | 1,9 | 2,7 | 3,0 |
| Consommation privée | -1,2 | 1,8 | 2,6 | 2,3 |
| Dépenses publiques | 1,6 | 1,0 | -0,4 | -2,5 |
| FBCF totale | -18,4 | 3,8 | 8,5 | 14,4 |
| logement | -22,9 | -3,0 | 0,7 | 18,1 |
| productif | -17,1 | 5,6 | 10,3 | 13,6 |
| Export. biens et services | -9,5 | 11,8 | 8,0 | 7,3 |
| Import. biens et services | -13,8 | 12,7 | 4,5 | 6,1 |
| II - Evolutions nominales | | | | |
| Prix de détail | -0,3 | 1,6 | 3,0 | 1,9 |
| Gains horaires* | 3,0 | 2,4 | 2,4 | 3,0 |
| III - Marché du travail | | | | |
| Actifs civils occupés | -3,8 | -0,6 | 0,9 | 1,8 |
| Taux de chômage en %** | 9,3 | 9,6 | 8,8 | 7,9 |
| IV - Comptes d'agents | | | | |
| Taux d'épargne des ménages en % | 5,9 | 5,8 | 5,3 | 5,6 |
| Taux de marge des SQS en % | 30,5 | 32,1 | 31,8 | 31,1 |
| Solde des comptes publics en % du PIB | -11,3 | -10,6 | -9,2 | -8,2 |
| V - Solde extérieur en valeur | | | | |
| Balance courante % du PIB | -2,7 | -3,2 | -3,4 | -3,1 |

* secteur privé non agricole
** moyenne sur la période

Poursuite de l'amélioration du marché du travail

L'accélération actuelle de la hausse des prix vient menacer la dépense des ménages. En matière d'investissement en logement, celle-ci reste complètement déprimée. Les marchés de l'immobilier et de la construction résidentielle n'arrivent toujours pas à se relever. Certes, le déficit de construction neuve s'accroît mais les stocks dans l'ancien, s'ils baissent, restent encore élevés à 7,9 mois de ventes. Les prix demeurent déprimés, l'indice Case Shiller recule à nouveau. La perte de pouvoir d'achat provoquée par le renchérissement des prix des produits alimentaires et surtout énergétiques est donc fâcheuse. Elle l'est aussi en ce qui concerne la dépense de consommation dont la bonne tenue à l'automne passé s'était opérée grâce à une baisse non extrapolable du taux d'épargne.

Cependant, il est vraisemblable que les revenus des ménages vont bénéficier de l'amélioration du marché du travail qui paraît vouloir se dessiner. Le taux de chômage est ressorti ainsi en baisse à 8,9 %, niveau encore très élevé vingt mois après le redémarrage de l'activité d'autant que le nombre de personnes s'étant retirées de la population active, découragées de trouver un emploi, culmine à un niveau record.

Au fur et à mesure que les entreprises vont prolonger leur effort d'investissement, il est fort probable que l'embellie de l'emploi constatée le mois dernier va se prolonger et s'amplifier. Le taux

de chômage baisserait jusqu'à 8,5 % au quatrième trimestre 2011 et 7,5 % au quatrième trimestre 2012, les progrès de productivité qui ont été vifs devraient en effet se modérer. Pour les standards américains, le taux de chômage resterait cependant encore élevé à horizon de la prévision ce qui pèsera sur l'inflation salariale. Le coût salarial horaire augmenterait de 2,7 % cette année en moyenne annuelle et de 3,1 % l'an prochain. Le coût salarial unitaire, qui a baissé de 1,5 % en 2010, augmenterait de 1 % en 2011 et de 2,6 % en 2012.

Hausse du taux d'investissement productif

La reconstitution des stocks n'est pas terminée et il y a là un facteur qui devrait soutenir la production au moins à court terme. Du côté des dépenses en capital fixe, le rebond est commencé depuis le début de l'année 2010, deux trimestres après que le point bas conjoncturel ait été touché comme cela est classique. Le redressement de l'investissement productif s'est un peu essoufflé en fin d'année passée, ce qui pourrait trouver son explication dans le ralentissement de l'activité au printemps et à l'été, ralentissement qui avait fait naître chez certains des craintes de rechute dans la récession. On sait qu'il n'en a rien été et que l'activité s'est réaccélérée, ce qui devrait donner un second souffle aux dépenses en capital des entreprises.

Le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière s'est encore redressé en mars, à 75,8 % mais demeure encore bien en dessous de sa moyenne de long terme (à 80,5 %). Selon nos propres estimations, le rebond de l'investissement productif privé observé en 2010 dans l'ensemble de l'économie, soit + 5,6 % en volume et en moyenne annuelle, n'a pas empêché la progression du stock de capital productif de ralentir à nouveau. Celle-ci n'aurait pas dépassé 0,7 %, taux bien inférieur au rythme de la croissance tendancielle passée et probablement aussi de celle à venir. Les besoins d'investissement pour mettre à niveau le stock de capital croissent. Le capital productif a déjà bien vieilli, il prend de plus en plus d'âge et se trouve, pour partie au moins, frappé de plus en plus d'obsolescence.

Pour l'instant, le rebond de l'investissement n'a véritablement concerné que les biens d'équipement, il devrait s'amplifier aussi graduellement et s'étendre aux produits du génie civil et de la construction. Le taux d'investissement productif reste encore largement inférieur à sa moyenne de long terme alors que les taux d'intérêt sont bas et que les profits des entreprises ont renoué avec leurs records d'avant la crise.

Les profits des entreprises américaines au zénith

Selon les calculs du Département du Travail, il s'avère que le prix de la valeur ajoutée domestique dans le secteur privé non agricole a baissé au rythme de 0,8 % l'an au quatrième trimestre, plus fortement que n'a reculé le coût salarial par unité produite : - 0,5 % l'an. La dégradation du taux de marge s'opère cependant à partir d'un niveau record (32,1 % au troisième trimestre 2010) qui le laisserait au quatrième trimestre bien au-dessus de sa moyenne de long terme à 28,1 % (1973-2008) ou à 28,5 % (1947-2008). La rentabilité nette du capital productif n'est pas à son plus haut historique mais elle est supérieure à sa moyenne de longue période. Les entreprises se sont désendettées et leur taux d'autofinancement des dépenses en capital fixe était proche de 100 % au troisième trimestre 2010, dernier trimestre connu. Au total, tous les paramètres pour soutenir la poursuite de la reprise de l'investissement des entreprises restent favorablement orientés.

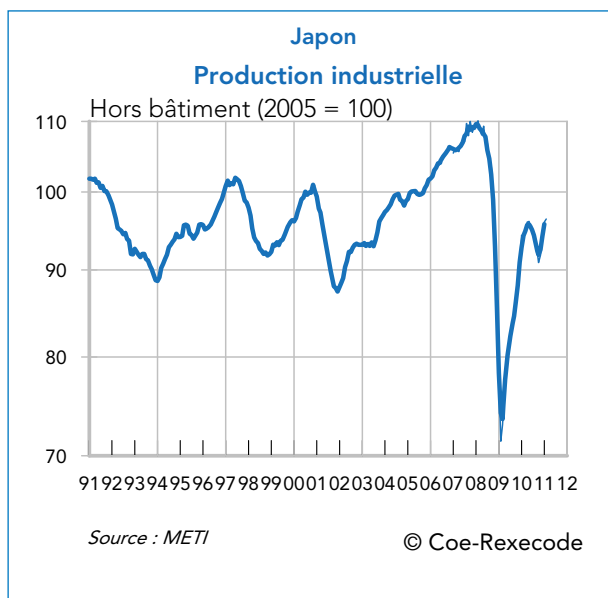
Au troisième trimestre 2010, le déficit de la balance courante avait encore augmenté pour ressortir à 3,5 % du PIB, soit plus d'un point par rapport à son plus bas constaté au printemps 2009, au creux conjoncturel. Les données du quatrième trimestre ne sont pas encore disponibles mais il est probable, malgré la détérioration des termes de l'échange, que le déficit se sera réduit de 0,4 à 0,5 point du PIB. C'est du moins ce que suggère l'évolution de la seule balance des échanges de biens et services. Avec le renchérissement des prix du pétrole et la poursuite de la réaccélération de la

croissance, il est probable que le déficit se creuse à nouveau ce qui peut contribuer à expliquer l'affaiblissement récent de la devise américaine. Compte tenu de la bonne compétitivité à l'exportation vis-à-vis du Japon et de la zone euro et en raison du reflux du prix du pétrole que nous retenons, le processus de dégradation ne se poursuivrait pas au-delà de la mi-2011. Au total, le déficit courant ressortirait à 3,4 % cette année et à 3,1 % en 2012 contre 3,2 % en 2010.

La réduction du déficit public serait modeste cette année, venant des plus-values fiscales générées par la croissance. En 2012, elle serait plus prononcée avec un durcissement de la politique budgétaire. Ceci n'empêcherait pas que le déficit reste élevé : 8,2 % du PIB en moyenne contre 9,2 % cette année, nourrissant la poursuite de l'envolée de la dette publique : 86,2 % du PIB en 2012 contre 83,3 % cette année et 76,8 % en 2010.

Japon : croissance modérée

Tremblement de terre, tsunami, accident nucléaire majeur, le Japon doit faire face à des événements dont la conjonction est d'une gravité exceptionnelle. Il est encore trop tôt pour évaluer le bilan de la catastrophe dont le coût financier pourrait



dépasser le montant record de 125 milliards de dollars de dégâts provoqués par le passage de l'ouragan Katrina aux Etats-Unis en 2005. Les dégâts matériels considérables et la crise du « nucléaire » risquent de mettre en question le redémarrage de l'activité japonaise à peine sortie de la récession. L'impact sur l'économie régionale serait cependant modeste et de courte durée selon la Banque Mondiale. En 2011 et 2012, l'activité japonaise continuerait de progresser mais à des rythmes plus modérés que 2010. La croissance du PIB dépendra principalement de la demande extérieure et de l'investissement privé qui serait soutenu par les résultats positifs des entreprises. Le soutien de la consommation privée resterait, en revanche, limité.

* * *

Le séisme le plus « coûteux »...

D'importants dégâts matériels ont été enregistrés dans la région. Les premières estimations des dégâts évoquées par le Ministère des Finances japonais varient dans une fourchette de 198 à 309 milliards de dollars (3,6 à 5,7 % du PIB 2010). Les chiffres dépasseraient largement les dégâts provoqués par le tremblement de terre de Kobe qui avait coûté 100 milliards de dollars (2,5 % du PIB). La facture finale risque également de dépasser le montant record des 125 milliards de dollars de dégâts provoqués par le passage de l'ouragan Katrina aux Etats-Unis en 2005.

Les catastrophes en séries ont causé la destruction de plusieurs bâtiments et infrastructures. De nombreuses plateformes industrielles et logistiques ont été endommagées, notamment dans les cinq préfectures de Miyagi, Iwate, Fukushima, Yamagata et Ibaraki qui pèsent pour 8 % de la population et 7 % du PIB (chiffres 2009). La majeure partie de la production industrielle de la région, qui représente 8 % de la valeur ajoutée nationale, est à l'arrêt. Plusieurs entreprises manufacturières situées dans le Nord-Est ont été

touchées, notamment celles des secteurs du gaz, de la chimie ou encore de l'électronique. Les usines des constructeurs automobiles tels que Toyota, Nissan et Honda sont fermées depuis le 11 mars tout comme les quatre raffineries (Cosmo Oil Corporation à Chiba, Nippon Oil and Energy à Sendai, Kashima et Negishi) qui livraient 820 000 barils par jour de produits raffinés. Plus inquiétant, l'exploitation de plusieurs centrales nucléaires a été suspendue. 11 des 55 réacteurs du pays sont à l'arrêt. En particulier, les six réacteurs de la centrale de Fukushima Daiichi continuent d'enregistrer de sérieux problèmes de refroidissement.

Au problème de sécurité nucléaire et de contamination radioactive qui risque de s'étendre, s'ajoute le problème d'approvisionnement d'électricité. En 2009, la consommation d'électricité d'origine nucléaire a représenté 11,2 % de la consommation totale d'énergie primaire au Japon. L'arrêt des réacteurs, qui alimentent les installations n°1 et n°2 de Tokyo Electric Power (TEPCO) à Fukushima, la centrale électrique de Tohoku Electric Power à Onagawa et l'installation n°2 de Japan Atomic Power à Tokai, limite fortement la production d'électricité. En 2010, celle-ci provenait de plus de 31 % des centrales nucléaires. Le reste est réparti entre source thermique classique (59,7 %), hydraulique (8,5 %) et autres tels que l'énergie solaire ou éolienne (0,4 %). Avec des infrastructures fortement touchées par le séisme, une forte baisse de la production d'électricité de la TEPCO a été enregistrée, dont 30 % dans la région de Kanto qui inclut Tokyo. Les « coupures planifiées », en accord avec le gouvernement, ont été procédées et devraient se poursuivre jusqu'en avril.

L'économie paralysée...temporairement ?

Il est encore trop tôt pour évaluer les impacts sur l'économie nipponne. L'activité avait immédiatement rebondi après le tremblement de terre de Kobe qui avait touché 15 préfectures de la côte

(26 % de la population totale et 20 % du PIB). Le PIB du pays a même progressé de plus de 3 % l'an au cours des trois trimestres suivants. La production industrielle, les exportations et les ventes au détail ont certes chuté en janvier 1995 mais ont rebondi immédiatement dès février. Le climat des affaires ne s'est pas détérioré.

Cette fois cependant, l'après Tohoku risque d'être différent. La gravité des dégâts matériels et l'accident nucléaire majeur risquent de mettre en question le redémarrage de l'activité japonaise. Au quatrième trimestre 2010, celle-ci s'était déjà contractée de 1,3 % l'an. Le rebond de la production industrielle au cours des trois derniers mois connus en janvier pourrait laisser place à une rechute. Celle-ci serait consécutive entre autres aux ruptures d'approvisionnement énergétique. Le risque de contamination radioactive pourrait peser sur le moral des ménages alors que les stocks des produits alimentaires et énergétiques commencent à poser problème et poussent les prix à la hausse. Au total, nous pensons que le volume du PIB japonais pourrait se contracter de nouveau au cours du premier semestre. Au-delà, sous l'hypothèse où les problèmes dans les centrales nucléaires se résorbent assez rapidement et qu'une catastrophe majeure soit évitée, un rebond pourrait intervenir sous l'impact des efforts mis en œuvre pour la reconstruction.

A la différence de l'après Kobe en 1995, les marges de manœuvre des autorités sont limitées cette fois. La Banque du Japon ne peut pas davantage baisser ses taux directeurs. Ceux-ci sont déjà quasiment proches de zéro. A l'époque de Kobe, les taux étaient autour de 2,25 %. Pour faire face au choc, elle a immédiatement décidé d'injecter 15 trillions de yens (3,4 % du PIB) dans le système bancaire afin d'éviter toute rupture de financement. Elle a également annoncé une augmentation de 5 000 milliards de yens de son programme d'achat d'actifs, le portant à 40 000 milliards de yens. En 1995, après l'épisode de Kobe, les taux à 10 ans sur emprunts d'Etat étaient de 4,7 %, ils sont

aujourd'hui de 1,2 %. Enfin, en concertation avec les autres pays du G7, les autorités monétaires japonaises sont intervenues sur le marché des changes ce 18 mars afin diminuer la volatilité et affaiblir le yen. Comme après Kobe, le yen est poussé à la hausse par les cambistes qui anticipent des mouvements de rapatriement de fonds à courte échéance que devraient opérer les sociétés d'assurance.

Surtout, la situation des finances publiques est bien plus préoccupante que celle qui prévalait à l'époque de Kobe. Le ratio de la dette publique au PIB n'était qu'à 80 % fin 1994. En 2010, il se situe à plus de 200%. Juste avant le tremblement de terre, un budget record a été voté par la Chambre basse et dont la moitié sera financé par l'endettement. Un budget supplémentaire permettant de financer la reconstruction devrait être rapidement présenté et soumis au vote après l'application du budget 2011 à partir du 1er avril, avec une coopération promise cette fois par l'Opposition libérale-démocrate. Après Kobe, une enveloppe supplémentaire de 130 milliards de dollars (2,6 % du PIB) avait été débloquée. Cette fois, le budget de reconstruction serait autour de 160 à 170 milliards de dollars (3% du PIB). Dans l'immédiat, le gouvernement va pouvoir utiliser les 12 milliards de dollars de l'année fiscale 2010. Le financement de ces budgets supplémentaires serait assuré par les transferts de fonds issus du plan budgétaire et/ou par une hausse des émissions d'emprunts d'Etat.

L'impact sur l'économie régionale

L'effet du séisme japonais devrait avoir un impact modeste à court terme sur l'activité régionale selon la Banque Mondiale. Le « trou d'air » probable de l'activité japonaise devrait être limité dans le temps et sera ultérieurement suivi d'un rattrapage. Il ne manquera pas d'avoir un impact temporaire sur les exportations des pays asiatiques. Les exportations vers le Japon des 10 principaux pays d'Asie émergente que nous suivons

représentent 2,4 % du PIB de la zone. Selon les estimations de la Banque Mondiale, si le PIB japonais se contracte de 0,25 à 0,5 % d'ici l'été 2011, les exportations de la zone Asie émergente pourrait se réduire de 0,75 à 1,5 %. Evidemment, les pays seraient diversement touchés. Les exportations de l'Inde vers le Japon ne représentent que de 0,2 % du PIB indien. Celles de la Malaisie, avec le pétrole il est vrai, représentent 8 % de son PIB. Le ratio pour la Chine est de 2 %, 2,6 % pour la Corée du Sud.

Il faut aussi envisager que les dégâts matériels des usines industrielles dans le nord est pourraient poser un problème d'approvisionnement de biens d'équipement et de produits électroniques pour les pays de la région notamment pour la Chine, la Corée du Sud, la Thaïlande ou encore Singapour. Les importations des pays émergents d'Asie en provenance du Japon pèsent 3,6 % du PIB de la zone. L'Europe et les Etats-Unis seront également touchés.

Enfin, le Japon est une source importante d'investissement direct pour la zone Asie émergente. Le pays est le premier investisseur étranger en Thaïlande, aux Philippines et en Corée du Sud, le deuxième ou troisième en Malaisie, Indonésie, Singapour et en Chine. Les catastrophes du 11 mars pourraient alors avoir un impact sur les mouvements entrants d'IDE des pays de la zone. Les rapatriements de fonds des entreprises japonaises pour les besoins de reconstruction et d'indemnisation (compagnies d'assurance) sont également à prévoir.

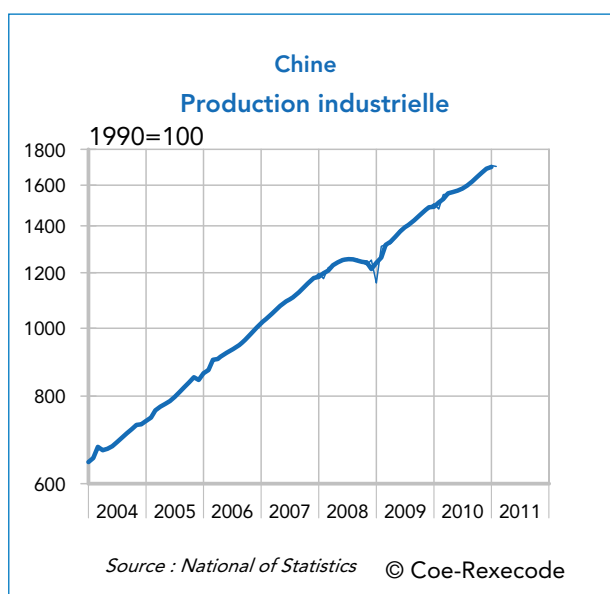
Economies émergentes : renforcement des pressions inflationnistes

Dans l'ensemble des économies émergentes, l'activité s'est renforcée tout au long de l'année écoulée. Sur l'ensemble de l'année 2010, la croissance du PIB de l'Asie émergente retrouve son rythme d'avant crise, à 9,2%, celle de l'Amérique latine atteint 6,1% et l'Europe émergente hors Russie de

2,4%. Pour la plupart de ces pays, le renforcement de l'activité s'est accompagné du retour de pressions inflationnistes, qui ont entraîné la réaction immédiate des autorités monétaires (Chine, Brésil, Pologne). L'activité pourrait se modérer graduellement dans les deux années à venir en Chine, mais également en Asie émergente dans son ensemble et en Amérique latine. Elle resterait toutefois vigoureuse, soutenue par le dynamisme de la demande interne. En Europe émergente, de grandes disparités demeurent au sein de la région et la croissance de l'activité devrait continuer d'être très hétérogène selon les pays.

* * *

En **Chine**, le renforcement de l'activité en 2010 s'est accompagné du retour de nombreuses pressions inflationnistes dont la maîtrise est vite devenue la « priorité absolue » des autorités. D'une part, les prix des produits alimentaires se sont envolés. D'autre part, le risque de l'amorce d'une boucle « prix-salaire » se renforce. Les salaires continueraient d'accélérer en 2011. Après Shanghai, Guangdong et Shenzhen en février, d'autres provinces vont réajuster à la hausse le salaire minimum cette année. Au total, l'inflation continuerait d'accélérer au moins jusqu'à l'été



prochain. Au-delà, une modération pourrait intervenir sous l'hypothèse d'un recul des prix des produits de base à partir du troisième trimestre et sous l'impact des décisions de politiques monétaires. N'excluant pas de recourir à des contrôles administratifs des prix si nécessaire, les autorités poursuivraient le resserrement de la politique monétaire pour freiner le mouvement du crédit et calmer les anticipations inflationnistes.

Alors que les mesures de relance sont arrivées à leur terme, le resserrement monétaire pèserait sur la croissance. Celle-ci pourrait être fragilisée, en outre, par l'envolée des cours du pétrole. Si le prix du Brent était à 107 dollars le baril et si la consommation progressait au rythme de 6,5% par rapport à 2010, la facture énergétique représenterait en 2011, 5,9% du PIB du pays, dépassant de 36% le record de 2008. Dans ce contexte, nous maintenons notre scénario de modération graduelle de la croissance du PIB à 9,2% en 2011 puis à 8,5% en 2012.

L'investissement resterait le premier moteur de la croissance mais son rythme de progression continuerait de ralentir avec la fin du plan de relance et le resserrement des conditions d'accès au crédit. Bien que la consommation privée progresse à des rythmes vigoureux, son poids dans le PIB resterait relativement faible autour de 35% en 2011 et 2012 comme en 2010. Les prix de l'immobilier élevés, bien que la hausse se soit modérée, et le coût des dépenses de santé continueraient de soutenir l'épargne. La contribution des échanges extérieurs nets à la croissance pourrait s'atténuer comparée à 2010. La Chine pourrait enregistrer un nouveau recul de son excédent courant en 2011 et en 2012. Dans ces conditions, une action plus vigoureuse sur le taux de change du yuan est quasi improbable à un horizon proche alors que la reprise de l'économie mondiale reste incertaine.

En **Asie émergente**, l'activité s'est renforcée à la fin de l'année 2010, à l'exception de l'Inde et de la Corée du Sud, soutenue par une demande interne

résistante alors que les exportations ont de nouveau rebondi. Sur l'ensemble de l'année 2010, la croissance du PIB de l'Asie émergente retrouve son rythme d'avant crise, à 9,2%.

En dépit de ce renforcement en fin d'année 2010, nous maintenons notre scénario de modération graduelle de l'activité de la zone à 7,8% en 2011 puis à 7% en 2012. Du côté de l'offre, l'alourdissement de la facture énergétique pourrait menacer le climat des affaires des entreprises et freiner l'élan de la production industrielle. La demande domestique resterait le principal moteur de la croissance, mais son rythme de progression continuerait de se modérer. D'une part, le soutien à l'investissement public se réduira avec l'expiration de quasiment tous les plans de relance. Le resserrement des conditions d'accès au crédit (à l'exception de

l'Indonésie) ainsi que le relèvement des taux directeurs pourraient également peser sur l'investissement. D'autre part, la consommation privée pourrait se trouver bridée par le retour de l'inflation et la perte du pouvoir d'achat du revenu des ménages. La hausse des prix récente concerne principalement les prix des produits alimentaires, mais les déterminants « structurels » continuent de se renforcer. Une modération pourrait toutefois intervenir à partir du troisième trimestre 2011 sous l'impact des décisions de resserrement de politique monétaire et du « retour au calme » sur le marché pétrolier. L'inflation de la zone incluant la Chine et l'Inde pourrait atteindre 5,6% en 2011 puis revenir à 3,9% en 2012.

Le volume des exportations pourrait rebondir de nouveau au premier trimestre, mais le rythme de progression resterait inférieur à ceux observés au début de l'année 2010. Les importations étant vigoureuses, les excédents commercial et courant pourraient de nouveau reculer en 2011. Ils resteraient cependant massifs, autour de 414 milliards de dollars contre 454 milliards en 2010. En conséquence, les devises nationales poursuivraient leur appréciation graduelle.

En **Amérique latine**, l'activité a été très dynamique dans l'ensemble des pays (hors Venezuela), culminant avec un taux de croissance régional de 6,1% pour l'ensemble de l'année 2010. Selon nos prévisions, si l'activité de la région devrait se ralentir à 4,5% en 2011 et 2012, elle demeurera vigoureuse.

Les données disponibles montrent en effet que le grand dynamisme de l'activité ne se démentait pas en toute fin d'année passée. Cette dynamique soutenue de croissance a ravivé les pressions inflationnistes dans la région. Le taux d'inflation agrégé de la zone a progressé en décembre de 9,7% sur un an, et de 10,4% l'an sur trois mois. Les autorités locales ont déjà exprimé leur préoccupation face aux risques inflationnistes en relevant leurs taux directeurs (Brésil, Chili). Si les autorités de la Colombie et du Mexique ont

Perspectives économiques des pays émergents pour 2011 et 2012

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---|-------|-------|-------|-------|
| Croissance volume du PIB | | | | |
| Asie** | 6,8 | 5,9 | 8,7 | 7,1 |
| dont Chine | 9,6 | 9,1 | 9,5 | 8,5 |
| Asie hors Chine et Inde | 3,1 | 0,1 | 7,5 | 4,3 |
| Amérique latine*** | 3,9 | -2,3 | 5,3 | 3,9 |
| Europe de l'Est**** | 4,9 | -6,4 | 3,2 | 3,6 |
| Taux d'inflation | | | | |
| Asie | 6,4 | 2,4 | 5,2 | 4,9 |
| dont Chine | 5,9 | -0,7 | 3,2 | 3,4 |
| Asie hors Chine et Inde | 6,0 | 1,8 | 3,2 | 3,3 |
| Amérique latine | 7,9 | 6,5 | 6,9 | 5,9 |
| Europe de l'Est | 13,2 | 9,1 | 7,1 | 7,4 |
| Balance courante* | | | | |
| Asie | 526,7 | 464,6 | 429,3 | 480,2 |
| dont Chine | 426,1 | 297,1 | 271,7 | 286,6 |
| Asie hors Chine et Inde | 127,2 | 193,4 | 197,7 | 246,0 |
| Amérique latine | -9,6 | -10,9 | -45,3 | -74,0 |
| Europe de l'Est | 5,6 | 21,8 | 28,4 | 27,7 |
| hors Russie | -98,4 | -27,7 | -26,6 | -34,3 |
| * en milliards de dollars | | | | |
| ** à 10 pays *** y compris Mexique | | | | |
| **** Hongrie, Bulgarie, Pologne, République tchèque, Slovaquie, Roumanie, Russie, Ukraine | | | | |

jusqu'ici maintenu inchangés leurs taux directeurs, on peut attendre dans les prochains mois un durcissement généralisé des politiques économiques (monétaire et budgétaire) dans l'ensemble de la zone. Pour 2011, nous estimons néanmoins une accélération de l'inflation de la région à 7,4% en moyenne annuelle, après 6,6% en 2010. En 2012, la progression des prix devrait légèrement ralentir à 6,9%, le durcissement de la politique monétaire faisant effet.

La décélération de la demande interne qui en résulterait viendrait par ailleurs freiner modestement la progression des importations. Malgré l'envolée des prix des produits de base ces derniers mois (la région est globalement exportatrice nette de matières premières), la balance commerciale de la zone s'est dégradée en 2010. Si les monnaies de la région n'ont pas échappé aux turbulences internationales depuis le début de l'année, leur tendance à l'appréciation se poursuivrait courant 2011. Le déficit courant agrégé de l'Amérique latine s'est creusé de 12 milliards de dollars en 2009 à plus de 40 en 2010. Cette dégradation du solde extérieur se poursuivrait en 2011, dépassant les 75 milliards de dollars, et encore en 2012, mais avec un rythme plus modéré.

La reprise s'est poursuivie en **Europe émergente** au second semestre. Le PIB agrégé de la zone hors Russie progresserait de 2,4% en 2010, celui de la Russie de 4%. Dans l'ensemble, l'activité s'est redressée à un rythme plus élevé qu'anticipé, bénéficiant de la reprise dynamique aux Etats-Unis et en Europe. La demande interne s'est raffermie, mais reste fragilisée par des taux de chômage élevés et des politiques d'austérité budgétaires

pesant sur les dépenses de consommation des ménages. L'accès au crédit se rétablit graduellement, principalement en monnaie locale. La région reste dépendante des exportations vers les pays européens. Le PIB agrégé pour l'ensemble de la zone hors Russie pourrait croître de 3,2% en 2011 et 3,9% en 2012. Le PIB de la Russie avancerait à un rythme proche de 4,5% en 2011 et 2012, soutenu par la hausse du prix du pétrole. De grandes disparités demeurent au sein de la région et la croissance de l'activité devrait continuer d'être très hétérogène selon les pays. Par ailleurs, les risques à la baisse autour de notre scénario central se sont accentués.

Tout d'abord, le risque de dérapage inflationniste n'est plus à négliger, particulièrement en Russie. Alors que l'inflation sous jacente reste faible, la hausse des prix des matières premières a entraîné une accélération des taux d'inflation dans la majorité des pays de la région. Les autorités monétaires de plusieurs pays pourraient entamer un cycle de hausse de leurs taux directeurs (en République tchèque, en Turquie, alors qu'il est déjà entamé en Pologne). En Russie, l'inflation pourrait être supérieure à 8,5% en 2011. Pour les pays d'Europe centrale (Slovaquie, Hongrie, République Tchèque, Pologne), importateurs nets de matières premières, la hausse du prix du pétrole pourrait lourdement peser sur leur déficit courant. Enfin, pour certains pays de la zone, un des risques majeurs se rapporte aux finances publiques. Dans les pays liés aux organismes internationaux par un programme d'ajustement budgétaire (Hongrie, Roumanie), les réformes mises en place pourraient peser sur la croissance à moyen terme, empêchant la mise en place de réformes structurelles nécessaires.

Situation et perspectives pour 2011 et 2012 Zone euro

Alors que les données d'enquête laissaient espérer une accélération de l'activité au quatrième trimestre 2010, la croissance de la zone euro a un peu déçu en fin d'année. Le début d'année 2011 devrait être marqué par une progression du PIB plutôt soutenue, liée à un effet de rattrapage. En lien en partie avec la hausse des prix des matières premières, des signes de décélération pourraient être perceptibles sur la seconde partie de l'année. En 2012, la demande interne serait bien orientée, en dépit de cours des matières premières toujours élevés. Le renforcement de la demande intérieure et des exportations inciterait les entreprises à développer leurs investissements, au fur et à mesure que des tensions sur l'appareil productif commenceraient à réapparaître. Au sein de la zone, la croissance économique resterait très hétérogène.

La croissance de la zone euro a un peu déçu en fin d'année. Les enquêtes de conjoncture laissaient espérer une réaccélération de l'activité après la modération intervenue au troisième trimestre. Cependant, le PIB ne s'est accru que de 1,3 % au taux annuel, taux en léger retrait par rapport à celui du trimestre précédent. Les derniers indicateurs disponibles n'indiquent pas cependant que l'activité est en train de caler. Les indices PMI en janvier-février sont restés orientés à la hausse, tant dans les services que dans l'industrie. A la fin de l'année 2010, les entrées en commandes étaient d'ailleurs bien orientées. Pour partie, la modération de la croissance du PIB au quatrième trimestre reflète donc des facteurs exceptionnels, liés notamment à la rigueur climatique du mois de décembre. Ceci est visible sur les chiffres de l'activité de la construction au cours du dernier mois de l'année qui affichaient un recul de 1,8 % par rapport à un mois de novembre déjà faible.

Le scénario central

Le début de l'année 2011 devrait donc être marqué par une progression du PIB plutôt soutenue. Celle-ci serait liée en partie à un effet de rattrapage, illustré par une reconstitution des stocks, et à des

exportations dynamiques, dans le contexte d'une demande mondiale bien orientée.

Sur la seconde partie de l'année, des signes de décélération pourraient être perceptibles. D'une part, la hausse des prix de matières premières va exercer un prélèvement sur les pays importateurs nets et contraindre une large partie des pays émergents à resserrer leur politique monétaire. Il en résulterait un affaiblissement de la demande extérieure pour les pays de la zone euro. D'autre part, l'inflation serait tirée vers le haut, dépassant le seuil de 3 % à la mi-2011. Dans un contexte qui resterait marqué par une certaine modération salariale, il en résulterait des pertes de pouvoir d'achat pour les ménages, ce qui se traduirait par une modération de la consommation.

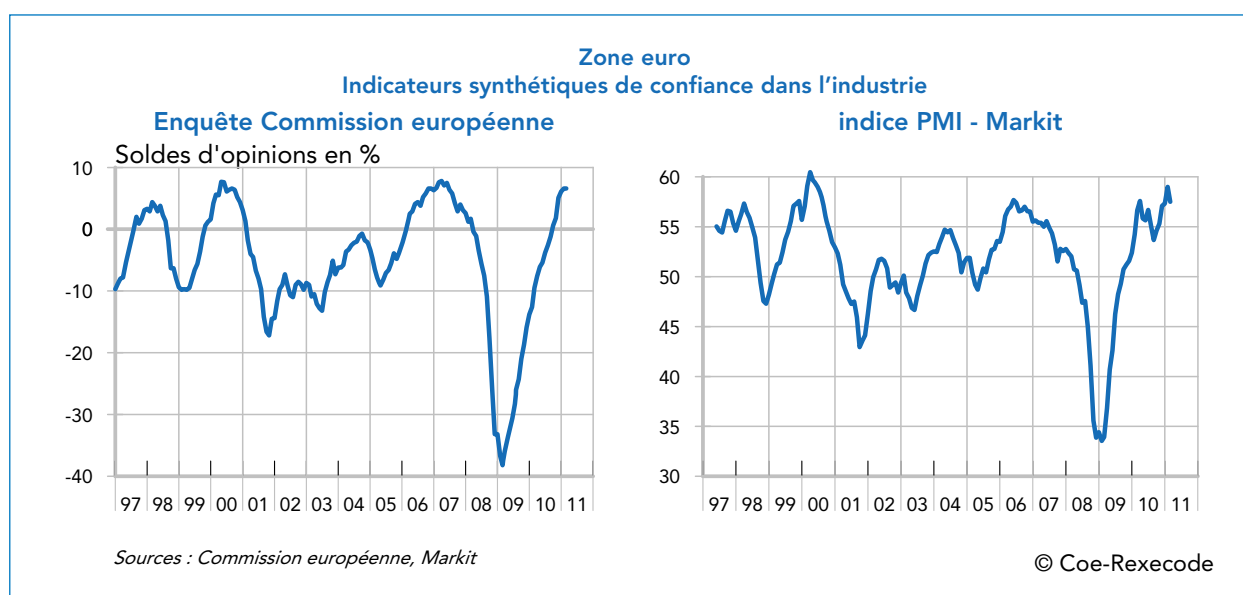
Courant 2012, ces freins se desserreraient progressivement. D'une part, nous faisons l'hypothèse d'une fermeté persistante des cours des matières premières, mais sans que les rythmes de hausse observés début 2011 ne se renouvellent. En conséquence, l'inflation en zone euro repasserait sous la barre des 2 % dans le courant de l'année prochaine. Cela permettrait aux ménages d'intensifier un peu leurs dépenses. Par ailleurs, la demande

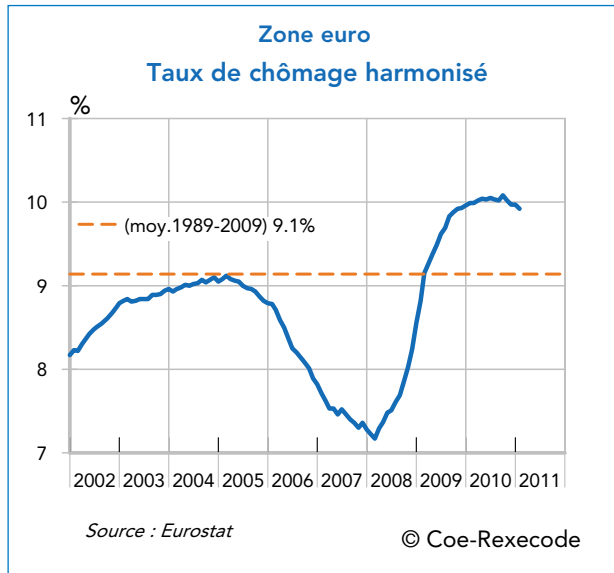
extérieure accélérerait un peu : d'une part, les pays importateurs nets de matières premières retrouveraient du pouvoir d'achat et, d'autre part, les pays exportateurs nets accroîtraient leurs importations en utilisant les recettes tirées de la vente de produits de base. Le renforcement de la demande intérieure et des exportations inciterait les entreprises à développer leurs investissements, au fur et à mesure que des tensions sur l'appareil productif commenceraient à réapparaître.

Nous faisons l'hypothèse que la BCE procéderait à une remontée du taux REPO avant l'été, celui-ci s'éloignant trop à son niveau actuel (1 %) de ce que donnerait un taux calculé en fonction d'une règle de Taylor, tenant compte de la croissance potentielle, de la cible d'inflation et de la position dans le cycle, qui serait plutôt autour de 3,5 %. En moyenne, la croissance du PIB atteindrait 1,6 % en 2012, après 1,7 % cette année. Mais ce profil cache en fait une assez nette accélération de l'activité sur la seconde partie de l'année 2012.

Quels risques peuvent être associés à ce scénario ?

Le premier risque qui peut être évoqué est celui de l'inflation. Nous faisons l'hypothèse que l'épisode de tension sur les prix des matières premières restera circonscrit dans le temps, ce qui empêcherait des effets de second tour de se développer. Ceci serait notamment le résultat du maintien d'un taux de chômage relativement élevé (à l'exception notable de l'Allemagne) qui, en moyenne dans la zone, se situerait à un niveau très proche de 10 %. Une embellie du marché du travail ne se matérialiserait qu'au second semestre 2012, le taux de chômage amorçant alors un reflux sous l'effet de créations nettes d'emplois plus abondantes. Dans ces conditions, l'inflation sous-jacente, qui était toujours faible début 2011 (1,3 % en mars), ne remonterait que de manière très modérée (1,5 % fin 2011, et en deçà de 2 % fin 2012). Si l'hypothèse sur les matières premières devait être revue, dans le sens d'une persistance





Hétérogénéité de la zone

A côté de ces incertitudes qui concernent l'ensemble de la zone, le principal risque reste sans doute la grande hétérogénéité des performances économiques de la zone. En termes d'inflation, les derniers points connus laissent penser que certains pays membres pourraient enregistrer une hausse des prix à la consommation de l'ordre de 4 % (Belgique), voire davantage comme la Grèce (5,5 %), ce qui explique sans doute en partie le durcissement de ton de la BCE. Surtout, alors que la croissance allemande serait proche de 3 % en 2011, certains pays, comme la Grèce ou le Portugal, seront toujours en récession cette année. Les programmes de réduction des dépenses publiques pèsent sur la demande interne. Ces efforts peuvent conduire à des pressions politiques fortes, avec pour conséquence le renoncement à des engagements antérieurs, comme en Irlande récemment suite au changement de gouvernement. Dans ce contexte, les investisseurs internationaux ne peuvent se montrer sereins. Les agences de notation gardent sous étroite surveillance les pays en question. Si, en dépit de l'aide européenne, un des pays de la zone venait à faire défaut, cela pourrait créer une période d'instabilité et peut être de tension sur les taux longs pour l'ensemble des pays membres.

des tensions observées aujourd'hui, l'inflation se maintiendrait alors durablement au-dessus du seuil de 2 % l'an. D'une part, les effets en termes de ponction du revenu de l'ensemble de l'économie de la zone euro se prolongeraient et, d'autre part, la BCE serait probablement conduite à durcir sa politique monétaire. La croissance serait alors plus limitée que celle que nous escomptons.

Le second risque concerne l'évolution de l'euro. Malgré un contexte international troublé qui devrait faire du dollar une valeur refuge et les incertitudes pesant sur les pays dits « périphériques », l'euro est resté plutôt ferme ces dernières semaines. Nous faisons l'hypothèse que le raffermissement plus assuré de l'économie américaine courant 2012 se traduirait par une certaine dépréciation de la monnaie européenne. Si l'euro devait durablement se maintenir autour de 1,40 contre le dollar, voire se rapprocherait de son pic antérieur à 1,60, la croissance de la zone devrait être revue à la baisse. En contrepartie, l'inflation devrait aussi être plus faible, atténuant peut être le mouvement de relèvement des taux directeurs de la BCE.

Par ailleurs, l'hétérogénéité de la zone se manifeste également en termes de rééquilibrage des finances publiques, pas seulement entre les petits pays de la zone, mais aussi entre l'Allemagne et ses partenaires. En moyenne, le déficit public de la zone euro serait de 5,6 % en 2011, en redressement par rapport au chiffre observé en 2010 (6,3 %). Ce mouvement se poursuivrait, le déficit atteignant 4,7 % du PIB en 2012. La dette resterait toutefois haussière : 87,8 % du PIB en 2012, contre 83,5 % en 2010. Par comparaison, l'Allemagne passerait nettement sous la barre des 3 % de déficit public en 2012 et réussirait cette même année à stabiliser sa dette.

Dans ces conditions, l'année 2011 devrait être marquée par la poursuite de discussions intenses entre les gouvernements de la zone pour une meilleure gouvernance de l'Union économique et monétaire. Le curseur reste à fixer entre aide aux pays en difficulté et rigueur exigée en contrepartie pour éviter de nouveaux dérapages dans le futur.

En **Allemagne**, la croissance du PIB allemand a de nouveau ralenti au dernier trimestre 2010, probablement été impactée par de mauvaises conditions climatiques. Mais le rééquilibrage de la croissance qui s'était dessiné tout au long de l'année ne paraît pas devoir être remis en cause : la demande interne s'impose comme nouveau moteur de la croissance, dans un contexte de ralentissement de la demande externe. Après une progression en moyenne sur l'année de 3,5% en 2010, la croissance du PIB allemand resterait dynamique, atteignant 2,8% en 2011 et 2% en 2012.

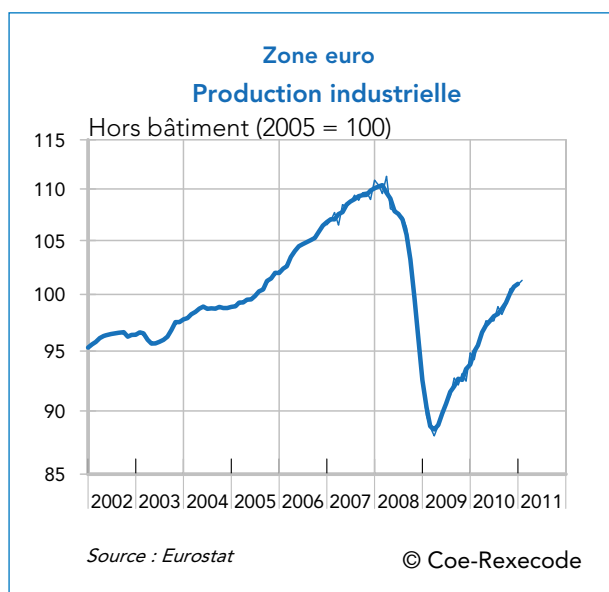
Compte tenu du ralentissement de la demande en provenance des pays européens et de la bonne tenue de la demande intérieure, favorisant la hausse des importations, la contribution du commerce extérieur net à la croissance serait négative dans les trimestres à venir. Sur l'ensemble de l'année 2010, l'excédent courant représentait 5,1% du PIB. Il se réduirait à 4,6% du PIB en 2011 et être inférieur à 4,5% en 2012.

Le dynamisme des exportations s'est diffusé à l'ensemble de l'économie. En moyenne sur l'année, l'investissement en biens d'équipement a progressé de plus de 10% en 2010 et la reprise devrait se poursuivre en 2011. La progression des dépenses de consommation en 2010 reste modeste, de 0,4%, mais pourrait accélérer en 2011 et 2012, pour se situer autour de 2% par an. Celles-ci pourraient être soutenues par l'amélioration continue de la situation sur le marché du travail et l'augmentation de la rémunération des salariés à venir. Le taux de chômage a en effet de nouveau baissé sur les deux premiers mois de l'année, pour s'inscrire à 7,3% en février. Il se situe à présent à son niveau le plus bas depuis le mois de décembre

1991. Parallèlement, l'emploi a augmenté continuellement tout au long de l'année 2010. Le nombre de postes vacants est repassé au dessus de son pic du printemps 2007, de sorte que la question d'une pénurie de main d'œuvre pourrait se poser. Le risque de tensions salariales n'est donc pas à écarter, d'autant que, compte tenu de la hausse des prix des matières premières et du redressement de l'inflation sous-jacente, l'inflation s'est accélérée. Compte tenu du fort rebond de la croissance, le déficit public est ressorti à 3,7% du PIB en 2010. Les perspectives de croissance laissent penser que le déficit pourrait être inférieur à 3% du PIB dès 2011.

En **Italie**, l'activité peine à franchement se redresser. Le PIB a progressé de 1,2% sur l'ensemble de l'année 2010, après une contraction de 5,2% en 2009. En 2011 et 2012 la croissance devrait rester modeste à 1% et 1,2% respectivement.

La consommation privée resterait peu dynamique dans les trimestres à venir. Les ventes au détail stagneraient et les conditions sur le marché du travail restent dégradées. Si le rythme de progression du





taux de chômage (8,6% en janvier) se modère depuis quelques mois, l'activité est encore trop faible pour entraîner une création significative d'emplois. Par ailleurs, l'accélération des prix vient rogner le pouvoir d'achat des ménages, alors que les salaires mesurés en termes réels reculent depuis trois mois. Comme pour le reste de la zone euro, ce sont principalement les composantes énergie et produits alimentaires qui expliquent cette poussée d'inflation. Ce phénomène, qui se poursuivrait dans les prochains mois, devrait se modérer à partir de l'automne, résultant dans une décélération de l'inflation en 2012. Au total, les prix progresseraient en 2011 de 2,5% en moyenne annuelle, et de 1,9% en 2012.

Les données d'enquêtes suggèrent un redressement du secteur industriel, mais les niveaux d'ac-

tivité demeurent très bas. L'indice de la production industrielle est encore 19% en dessous du pic atteint en avril 2008. Par ailleurs, le taux d'utilisation des capacités de production demeure 6% en deçà de sa moyenne de longue période (75,5%). En dépit des surcapacités de production, l'investissement productif devrait être un important moteur de la croissance, stimulé notamment par les exportations.

Le déficit commercial s'est creusé en décembre à plus de 46 milliards d'euros au taux annuel. La dégradation de la balance commerciale devrait s'accroître en 2011, mais se modérer de façon importante en 2012.

Enfin, concernant les finances publiques, l'objectif de réduction du déficit budgétaire à 5% du PIB en 2010 a été atteint d'après les dernières déclarations officielles. L'objectif des autorités est de le ramener à 3,9% en 2011, avant de le faire passer en dessous de la limite de 3% du PIB en 2012. D'après nos estimations, le déficit budgétaire se rapprocherait plutôt des 4,5% du PIB en 2011 et des 3,5% du PIB en 2012.

En **Espagne**, l'activité s'est contractée de 0,1% sur l'ensemble de l'année 2010 et les perspectives de croissance pour les prochains trimestres sont mitigées. Si l'Espagne devrait retrouver une croissance positive en 2011 et 2012, celle-ci serait encore trop faible (0,4% et 0,8% respectivement) pour renouer avec la création d'emplois.

La consommation des ménages devrait rester bridée en raison d'un taux de chômage supérieur à 20%, des mesures draconiennes de consolidation budgétaire et de la baisse des salaires en termes réels. Le taux d'inflation s'est accéléré à plus de 4% l'an sur trois mois en mars, pesant sur le pouvoir d'achat des ménages. Du côté des entreprises, les indicateurs disponibles suggèrent un timide redressement de l'activité, stimulé notamment par le rebond des exportations. Cependant, l'indice de production industrielle est encore 25% en deçà de son pic de janvier 2008, et le taux d'uti-

Perspectives la zone euro pour 2011 et 2012

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|--|---|------|------|------|
| I - Ressources-emplois (volume) | Variations sur la période précédente (% taux annuel) | | | |
| PIB | -4,0 | 1,7 | 1,7 | 1,6 |
| Demande interne stocks compris | -3,4 | 0,8 | 1,4 | 1,7 |
| Demande interne hors stocks | -2,6 | 0,4 | 1,2 | 1,5 |
| Consommation privée | -1,1 | 0,7 | 1,3 | 1,4 |
| Conso. publique | 2,5 | 0,7 | 0,5 | 0,3 |
| FBCF totale | -11,3 | -0,8 | 1,8 | 3,0 |
| Export. biens et services | -13,1 | 10,6 | 6,8 | 6,7 |
| Import. biens et services | -11,8 | 8,7 | 6,3 | 7,1 |
| II - Evolutions nominales | | | | |
| Prix de détail | | | | |
| Taux de salaire horaire | 2,7 | 1,4 | 2,2 | 2,5 |
| III - Marché du travail | | | | |
| Emploi total | -1,8 | -0,5 | 0,4 | 0,4 |
| Taux de chômage en %* | 9,5 | 10,0 | 9,9 | 9,7 |
| IV - Comptes d'agents | Moyenne sur la période | | | |
| Solde des comptes publics en % du PIB | -6,3 | -6,3 | -5,6 | -4,7 |
| V - Solde extérieur en valeur | | | | |
| Balance courante % du PIB | -0,6 | -0,6 | -1,2 | -1,3 |

* moyenne sur la période

lisation des capacités de production demeure en 6,5% dessous de sa moyenne de longue période (78,6 %). Par ailleurs, l'ajustement dans le secteur de la construction continue, et sa contraction ne devrait pas s'arrêter avant la mi-2012.

Le commerce extérieur serait le seul moteur de la croissance, stimulé par une reprise progressive des exportations en volume. Pourtant, l'augmentation des prix internationaux de matières premières ayant un effet négatif sur les termes de l'échange, la balance commerciale devrait continuer à se dégrader. Elle a affiché un déficit de 52 milliards d'euros en 2010, qui devrait se creuser à 54 milliards en 2011.

Enfin, le déficit budgétaire est ressorti à 9,2% du PIB en 2010, soit 0,1 point en dessous de l'objectif de 9,3% du PIB fixé par le gouvernement. Ce dernier table sur une réduction du déficit à 6% du PIB en 2011 et à 4,4% en 2012. Cependant, d'après nos prévisions, le gouvernement ne serait pas en mesure d'atteindre ses objectifs, en raison notamment d'une croissance trop faible. Par ailleurs, la perspective d'une restructuration du secteur bancaire beaucoup plus lourde que les quelque 15 milliards d'euros estimés par la Banque d'Espagne (d'après l'agence de notation Moody's, elle serait proche des 50 milliards) pourrait assombrir encore plus l'évolution des finances publiques du pays.

Le **Royaume-Uni** a bénéficié en 2010 d'un environnement international porteur, ce qui s'est reflété dans le dynamisme des exportations. En 2011, l'économie britannique va devoir faire face à deux chocs concomitants. D'une part, le plan de restauration des finances publiques va faire pleinement sentir ses effets. D'autre part, couplée à la hausse des prix des matières premières, l'augmentation de la TVA (de 17,5% à 20%) propulse l'inflation sur des rythmes très élevés. Dans ces conditions, la question de l'orientation de la poli-

tique monétaire est posée. La Banque d'Angleterre s'est engagée dans une politique de quantitative easing, à la fois pour soutenir le secteur bancaire et pour trouver un équilibre dans le policy mix, entre une politique budgétaire restrictive et une politique monétaire accommodante. Mais, malgré un marché du travail encore plutôt dégradé, le risque que l'accélération de l'inflation ne produise des effets de second tour sur les salaires ne peut être ignoré. La Banque d'Angleterre pourrait être amenée à relever ses taux directeurs avant l'été, même si pour l'année 2012 l'inflation se modèrerait vers sa cible de 2 % l'an.

En 2011, le revenu disponible des ménages se réduirait, en raison de la perte de pouvoir d'achat liée au surcroît d'inflation et de la modération des prestations sociales. Ces effets seraient amortis par une baisse du taux d'épargne, qui tomberait à 4 % en 2011, avant de se redresser un peu en 2012. Le taux de chômage augmenterait légèrement en 2011, avant d'amorcer un modeste repli l'année suivante, repassant sous la barre des 8 % fin 2012. Par ailleurs, cet environnement paraît peu propice à une reprise du marché immobilier.

Les exportations resteraient bien orientées, connaissant une modération passagère au second semestre 2011, en liaison avec l'affaiblissement de la conjoncture internationale. L'investissement productif poursuivrait sa reprise, mais sur un rythme modéré.

Au total, le PIB en volume progresserait de 1,2 % en 2011, après 1,3 % en 2010, puis accélérerait légèrement en 2012, à 1,5 %. La faiblesse des recettes fiscales découlant de cette reprise modeste minorerait la réduction du déficit public. Ce dernier passerait de 10,4 % du PIB en 2010 à 8,7 % en 2011 puis à 8 % en 2012. ■

Perspectives de l'économie française pour 2011 et 2012

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|--|-------|-------|-------|-------|
| Variations sur la période précédente (% taux annuel) | | | | |
| I - Ressources-emplois (volume) | | | | |
| PIB | -2,5 | 1,5 | 1,9 | 1,8 |
| Demande interne stocks compris | -2,3 | 1,1 | 2,0 | 1,7 |
| Demande interne hors stocks | -0,5 | 0,9 | 1,3 | 1,5 |
| Consommation des ménages | 0,6 | 1,6 | 1,3 | 1,1 |
| Consommation publique | 2,8 | 1,4 | 0,7 | 0,5 |
| FBCF totale | -7,2 | -1,7 | 2,2 | 3,9 |
| ménages | -8,7 | -2,2 | 2,5 | 3,0 |
| productif | -7,9 | -1,4 | 3,2 | 5,5 |
| administrations publiques | 0,6 | -1,0 | -1,7 | -0,8 |
| Exportations de biens et services | -12,2 | 9,9 | 6,1 | 5,9 |
| Importations de biens et services | -10,6 | 7,7 | 6,1 | 5,5 |
| II - Evolutions nominales | | | | |
| PIB | -2,0 | 2,0 | 3,3 | 3,6 |
| Exportations de marchandises | -17,4 | 12,5 | 8,3 | 7,0 |
| Importations de marchandises | -17,8 | 13,0 | 10,9 | 6,7 |
| Déflateur du PIB | 0,5 | 0,5 | 1,3 | 1,8 |
| Prix de détail | 0,1 | 1,6 | 2,4 | 1,9 |
| Salaire mensuel de base | 2,3 | 1,8 | 1,9 | 2,4 |
| Taux de salaire horaire | 2,4 | 1,8 | 1,8 | 2,2 |
| III - Marché du travail | | | | |
| Emploi salarié "marchand" | -2,4 | -0,2 | 0,7 | 0,6 |
| Taux de chômage au sens du BIT (%) ** | 9,1 | 9,3 | 9,0 | 8,7 |
| Durée annuelle du travail | 0,0 | -0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Productivité horaire (SMNA) | -1,5 | 2,0 | 1,1 | 1,0 |
| Coût Salarial Unitaire (SMNA) | 3,0 | 1,0 | 0,5 | 1,2 |
| IV - Comptes d'agents | | | | |
| Prix de la VA (SMNA) / CSU | -1,6 | -1,5 | 0,7 | 0,6 |
| Taux de marge des SNF en %* | 29,8 | 29,7 | 30,1 | 30,5 |
| Pouvoir d'achat du RDB des ménages*** | 1,0 | 0,8 | 0,0 | 0,8 |
| Taux d'épargne brute des ménages (%)* | 16,2 | 15,8 | 14,8 | 14,5 |
| Solde des comptes publics en % du PIB * | -7,6 | -7,6 | -5,9 | -4,8 |
| V - Solde extérieur en valeur* | | | | |
| Balance commerciale FAB-FAB en mrds d'euros (taux annuel) | -43,8 | -51,2 | -67,1 | -70,1 |
| Taux de couverture (%) | 88,8 | 88,4 | 86,3 | 86,6 |
| Balance courante (taux annuel) | | | | |
| - en mrds d'euros | -37,4 | -40,7 | -47,9 | -50,7 |
| - en mrds \$ | -46,9 | -53,9 | -64,4 | -61,4 |
| - en % du PIB | -2,0 | -2,1 | -2,4 | -2,4 |
| VI - Taux d'intérêt (%) | | | | |
| Euro-euro 3 mois * | 1,2 | 0,7 | 1,3 | 2,0 |
| Obligations d'Etat à 10 ans * | 3,6 | 3,1 | 3,6 | 3,8 |
| VII - Taux de change | | | | |
| 1 euro = ... \$ * | 1,39 | 1,32 | 1,34 | 1,21 |

* moyenne sur la période

** moyenne sur la période, France métropolitaine

*** déflateur utilisé : Indice des prix à la consommation

Situation et perspectives de l'économie française pour 2011 et 2012

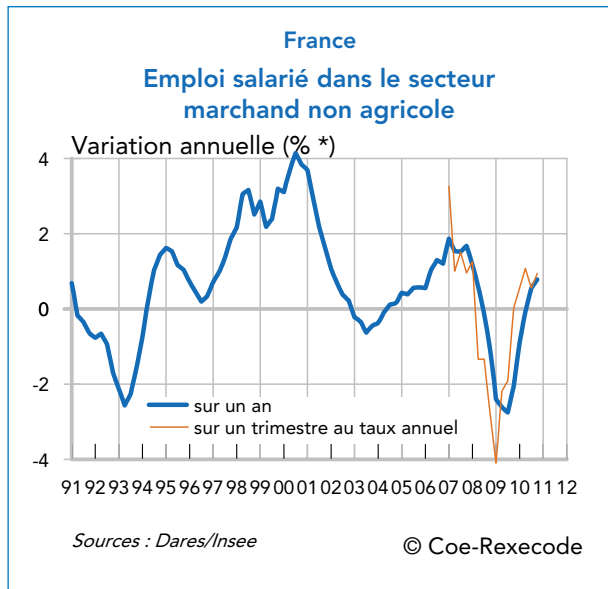
La croissance de l'économie française est restée sans relief en fin d'année 2010. Une accélération de l'activité est probable début 2011, toutefois, les conditions d'une véritable reprise économique, qui ferait passer durablement la croissance française au-dessus de son rythme moyen du passé (1,6 % de 2000 à 2008), ne nous paraissent pas encore réunies. L'accélération probable de l'inflation, par répercussion des hausses des cours des matières premières énergétiques et alimentaires, constitue un écueil supplémentaire. La dépense des ménages, qui a constitué le principal soutien de la croissance en 2010 pourrait être freinée. Les entreprises pourraient par contre accroître leur effort d'investissement, en dépit de la fragilité de leur situation financière. Au total, la progression du PIB s'inscrirait au voisinage de 2 % tant en 2011 qu'en 2012.

Croissance sans accélération

La croissance de l'économie française n'est pas parvenue à accélérer au second semestre 2010. Elle est ressortie à 1,4 % l'an au quatrième trimestre après seulement 1 % l'an au trimestre précédent. Deux aléas ont contribué à faire repasser la croissance instantanée en-dessous de son rythme moyen observé depuis le début des années 2000 (soit environ 1,6 % par an, la période de récession étant exceptée) : les mouvements sociaux de l'automne ont temporairement freiné l'activité de certains secteurs (transports, raffinage, industrie chimique...) d'une part, l'activité dans le secteur de la construction a pâti d'un début d'hiver particulièrement rigoureux, d'autre part. Ces deux aléas ne s'exercent plus début 2011. Un effet de compensation pourrait même intervenir au premier trimestre, effet illustré notamment par le vif rebond de la consommation de ciment en janvier et février. Nous retenons que la croissance pourrait temporairement accélérer début 2011 en ligne avec la bonne tenue des enquêtes de conjoncture dans quelque secteur que ce soit, celui de la construction pris au sens large étant excepté.

Au-delà d'une correction technique des aléas baissiers du quatrième trimestre 2010, les conditions du retour durable à une croissance soutenue ne paraissent pas encore réunies. Surtout, le fait nouveau par rapport à nos précédents exercices de prévision que représente la répercussion sur les prix à la consommation de la hausse des cours des





matières premières constitue un écueil supplémentaire à l'accélération de l'activité.

Comme à l'accoutumée depuis le début des années 2000, celle-ci a continué de reposer en 2010 sur des dépenses de consommation des ménages soutenues. Ces dernières ont ainsi progressé de 3,5 % l'an au cours du dernier trimestre 2010 et de 1,6 % sur l'ensemble de l'année écoulée par rapport à 2009. Nous retenons qu'elles ne connaîtraient pas de nouvelle accélération d'ici le terme de notre horizon de prévision. Outre l'arrivée à extinction des derniers dispositifs de soutien adoptés dans le cadre du plan de relance de l'économie (en particulier l'arrêt de la prime à la casse automobile), plusieurs raisons président à ce choix :

- la répercussion de la hausse des cours des matières premières pèserait lourdement sur le pouvoir d'achat du revenu des ménages. La seule hausse des prix des produits énergétiques contribuerait en 2011 à hauteur de 0,85 point à la hausse de l'indice d'ensemble des prix à la consommation après déjà 0,73 point en 2010. En comparaison, cette contribution à la hausse des prix avait été de 0,79 point d'inflation en 2008 lors de la précédente flambée des cours du baril de pétrole brut. Le

prélèvement qu'exercerait la hausse des prix des produits énergétiques attendue pour 2011 est équivalent à 0,7 point de revenu disponible brut ;

- la hausse attendue des prix des produits alimentaires viendrait amplifier ce précédent prélèvement. Cette hausse ne se voit pour l'instant que dans les prix à la production de l'industrie agro-alimentaire (+6 % l'an en janvier par rapport à octobre) et dans les prix à l'importation des denrées alimentaires (un peu plus de +20 % l'an en janvier par rapport à octobre et +9 % sur un an). Elle pourrait rapidement déborder sur les prix à la consommation. Nous retenons ainsi que la hausse des prix à la consommation des produits alimentaires exercerait une contribution équivalente à 0,46 point de revenu disponible brut à la hausse des prix à la consommation en 2011 ;

- cette accélération de l'inflation (2,4 % attendu en 2011 en moyenne annuelle) serait suffisante pour quasiment annuler la progression en termes réels des salaires et traitements bruts reçus par les ménages en 2011. Ces derniers avanceraient de 2,6 et 3 % respectivement en 2011 et 2012 en termes nominaux pour ce qui concerne la masse salariale versée par le seul secteur marchand. S'ils resteraient soutenus par la poursuite du redressement des créations d'emplois, ils seraient freinés par la progression des salaires individuels. Après une accélération début 2010 sous l'effet de la remontée des heures supplémentaires et du versement de primes, la hausse du salaire moyen par tête s'est déjà modérée à 0,9 % l'an au second semestre.

Ralentissement de la consommation des ménages

Par ailleurs, le dynamisme de la dépense de consommation des ménages a été soutenu par une probable modération de leur effort d'épargne en fin d'année dernière. Nous retenons que ce dernier serait relativement stabilisé un peu en-dessous de 15 % du revenu disponible brut, au voisinage de son niveau probablement atteint fin 2010. La bonne tenue de la dépense des ménages, et en

particulier le redressement de leurs dépenses d'investissement (+ 3,9 % sur un an en euros courants mais seulement 1,3 % sur un an en volume), a également été favorisée par l'accélération de leur recours à l'endettement. Celui-ci a été permis par les niveaux exceptionnellement bas des taux des crédits à l'habitat, taux qui paraissent s'orienter désormais à la hausse. En conséquence, la progression de l'investissement résidentiel des ménages peinerait à accélérer (sa progression a été de 3,1 % l'an au cours du second semestre 2010 par rapport au semestre précédent).

L'absence de ressort de la consommation serait compensée en 2011 et 2012 par la progression de la dépense d'investissement des entreprises. Outre l'amélioration du climat des affaires dans la plupart des secteurs, plusieurs indications plaident pour une poursuite de l'accélération de l'investissement productif. Interrogés en janvier, les chefs d'entreprise du secteur industriel déclaraient anticiper en 2011 une vive hausse de ce type de dépenses (en valeur) en 2011 après deux années d'un recul cumulé supérieur à 20 %. Les immatriculations de véhicules utilitaires se réorientent à la hausse et les intentions de commandes des commerçants de gros de biens d'équipement continuent de s'améliorer. L'investissement paraît également être une destination croissante de la demande de crédit de la part des entreprises selon les établissements de crédit interrogés par la Banque de France. Les dépenses en capital circulant n'ont pour leur part qu'à peine contribué à la croissance en 2010. Les variations de stocks ont contribué à seulement 0,2 point à la croissance annuelle de 2010 après une contribution négative cumulée de 2,2 points de PIB lors des deux années précédentes. Nous retenons qu'elles contribueraient à hauteur de 0,7 point de PIB à la croissance en 2011 puis 0,2 point en 2012 par simple effet de l'arrêt du déstockage en volume. La principale hypothèque qui pèse sur un tel scénario réside dans l'affaiblissement des résultats d'exploitation des sociétés non financières dont les profits avant distribution exprimés en euros courants sont encore en 2010 plus de 12 % en-dessous de leur niveau record atteint en 2007.

Pour la première fois depuis 1997, la demande extérieure nette a contribué positivement à la croissance en 2010. Cette performance ne se renouvellerait pas en 2011 ni en 2012. La nature de la croissance, tirée par la demande des entreprises (atténuation du déstockage et investissement productif), contribuerait à soutenir les importations. L'appréciation de l'euro contre le dollar ne crée pas non plus les conditions d'une amélioration de la compétitivité tant à l'exportation que face aux importations. Les chefs d'entreprise du secteur industriel jugent du reste que leur position compétitive a eu tendance à se dégrader au cours des derniers mois sur l'ensemble des marchés. La dépréciation de l'euro contre le dollar dont nous retenons qu'elle interviendrait à partir du second semestre 2011 sera décisive pour limiter cette nouvelle fragilisation de la compétitivité extérieure. Au cours des deux prochains exercices, l'impulsion associée à la puissance publique serait très faible. D'une part, les prestations sociales reçues par les ménages se modéreraient sensiblement alors que les impôts directs verraient leur progression s'accélérer tant pour les ménages que pour les entreprises. D'autre part, les effectifs employés par le secteur public resteraient stables après une progression de 0,5 % en 2009 et 0,3 % en 2010. Enfin, les investissements publics poursuivraient leur recul observé en 2010 alors que les dépenses de consommation publique ralentiraient à 0,7 % l'an en 2011. La combinaison de ces efforts permettrait d'atteindre l'objectif d'un déficit public limité à 6 % du PIB en 2011, ils resteraient insuffisants pour permettre à cette marque de revenir au voisinage de 4 % du PIB en 2012.

Au total, le redressement des dépenses des entreprises viendrait soutenir une croissance freinée en revanche par la modération attendue des dépenses des ménages comme des administrations publiques. Par ailleurs, la contribution positive du commerce extérieur à la croissance observée en 2010 resterait exceptionnelle. La croissance ressortirait ainsi à 1,9 % en 2011 puis à 1,8 % en 2012.

Coe-Rexecode : l'analyse économique au service des entreprises et du débat public

1 Une mission de veille conjoncturelle

Coe-Rexecode assure un suivi conjoncturel permanent de l'économie mondiale et des prévisions économiques à l'attention de ses adhérents.

L'adhésion à Coe-Rexecode, c'est l'accès à :

- un éclairage permanent sur les évolutions de la conjoncture économique et financière mondiale,
- des prévisions macroéconomiques argumentées mises à jour chaque trimestre,
- un lieu d'échange avec les adhérents et les économistes de Coe-Rexecode dans le cadre de réunions mensuelles,
- une équipe disponible (économistes, statisticiens, documentalistes) à même de répondre rapidement à vos questions d'ordre macroéconomique.

Coe-Rexecode apporte à ses adhérents une compréhension de l'évolution de la conjoncture mondiale. L'insertion de l'équipe de Coe-Rexecode dans le monde de l'entreprise façonne l'originalité et la pertinence de ses analyses. Les travaux de Coe-Rexecode sont réservés de manière exclusive à ses adhérents.

2 Une mission de participation au débat de politique économique

La participation au débat public de politique économique est soutenue par des membres associés (issus des grandes fédérations professionnelles), la Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris et des membres partenaires (entreprises). L'activité de participation au débat de politique économique comporte trois volets : des travaux d'études spécifiques, un cycle de réunions de politique économique et l'organisation des *Rencontres de la croissance*.

• Un cycle de réunions sur des questions de politique économique

Plusieurs thèmes d'actualité sont abordés lors de réunions de travail préparées par Coe-Rexecode auxquelles participent des représentants des membres associés et partenaires, des économistes et, le cas échéant, d'autres personnalités extérieures.

Les axes de nos travaux portent sur *le financement de la protection sociale, l'emploi, la compétitivité de l'économie française et l'évaluation économique des politiques de protection de l'environnement.*

• Les travaux d'études spécifiques

Coe-Rexecode conduit régulièrement des travaux d'analyse de secteurs-clés de l'économie française. Ces études visent à approfondir la connaissance du système productif qui constitue l'originalité de la démarche de Coe-Rexecode. L'objet de ces travaux est en particulier d'isoler les ressorts de la compétitivité de secteurs d'activité spécifiques et les leviers à actionner pour une politique économique de développement des entreprises.

• Les Rencontres de la croissance

Coe-Rexecode organise depuis 2003 les *Rencontres de la croissance*, placées sous la présidence du Premier Ministre. L'institut publie à cette occasion un ouvrage aux Éditions Economica, remis au Premier Ministre et largement diffusé. Les titres des ouvrages précédents étaient : *Des idées pour la croissance*, ouvrage recueillant les contributions de 77 économistes, *La croissance par la réforme et Demain l'emploi si...* (disponibles en librairie, Éditions Economica). Ces manifestations ont pour but d'éclairer l'ensemble des acteurs économiques et sociaux (entreprises, fédérations professionnelles, administrations, personnalités politiques et de la société civile...) sur les modalités et enjeux de la croissance, de débattre des réformes structurelles qu'elles impliquent, d'examiner le chemin parcouru au cours des dernières années et d'envisager celui qui reste à parcourir vers l'objectif d'une croissance durable au rythme de 3 % par an.

Les adhérents de Coe-Rexecode

L'adhésion à Coe-Rexecode est ouverte à tous, entreprises, administrations, fédérations professionnelles, quelle que soit leur taille. Les 80 adhérents correspondants de Coe-Rexecode comptent de grandes entreprises industrielles, des banques, des organismes de gestion financière, des fédérations professionnelles et des administrations. Les membres associés sont les adhérents qui soutiennent les études sur le système productif et la participation au débat de politique économique.