

Document de travail n°30

Perspectives économiques 2012-2013

Expansion mondiale,
instabilité européenne



Coe-Rexecode

MARS 2012

Sommaire

Situation et perspectives de l'économie mondiale pour 2012 et 2013. 5

<i>Croissance imperturbable en Chine ?</i>	5
<i>La croissance américaine se consolide</i>	6
<i>L'Europe et le Japon en difficulté</i>	6
<i>Les déséquilibres globaux s'atténuent</i>	6
<i>Un incendie circonscrit en Europe, les braises demeurent</i>	7
<i>Le risque pétrolier</i>	7

Marchés de matières premières, de taux et de change 8

<i>La remontée des prix des produits de base se poursuit</i>	8
<i>Réduction des écarts entre taux longs européens</i>	9
<i>Poursuite du repli de l'euro et du yen</i>	10

Situation et perspectives pour 2012 et 2013 11

Etats-Unis, Japon, économies émergentes 11

<i>Etats-Unis : entre optimisme et prudence</i>	11
<i>Japon : l'excédent courant disparaîtra</i>	13
<i>Economies émergentes : une croissance hétérogène</i>	15

Situation et perspectives pour 2012 et 2013 : zone euro. 19

Situation et perspectives de l'économie française pour 2012 et 2013. 25

Perspectives économiques 2012-2013

Expansion mondiale, instabilité européenne

Le redressement de l'investissement des entreprises est le principal vecteur de la phase d'expansion de l'économie mondiale qui se dessine. Cette phase se profile sur fond d'instabilités récurrentes qui viennent régulièrement en menacer le déroulement. Ces foyers d'instabilité tiennent aux évolutions des cours des matières premières. Ils se trouvent également au cœur de la construction européenne. Nous retenons que ces facteurs d'instabilité ne feraient pas dévier la croissance mondiale sur l'horizon de notre prévision. Celle-ci serait de 3,3 % en 2012 puis 3,8 % en 2013 après 3,6 % en 2011.

Soutien accru de la demande interne en Asie

La phase d'expansion de l'économie mondiale est très hétérogène selon les régions. La croissance en Asie reste solide jusqu'à présent à défaut d'être imperturbable. Elle a connu quelques hésitations courant 2011 en répercussion d'un choc temporaire d'inflation. Ce choc s'est atténué. La croissance asiatique et surtout chinoise voit sa nature se modifier. Le moteur habituel du commerce extérieur se voit adjoindre le soutien de la demande interne notamment en provenance des ménages. Les facteurs d'instabilité sont toutefois légion : ils tiennent notamment aux inquiétudes que suscitent les évolutions du marché immobilier et à la situation financière précaire de nombreuses administrations locales en Chine. La croissance aux Etats-Unis repose pour sa part sur la dépense en capital des entreprises. Avec la réanimation de l'investissement en construction résidentielle qui se dessine, elle est en passe de retrouver un des chaînons qui lui faisait défaut jusqu'à présent. Le redressement de la dépense privée paraît en mesure de compenser l'effet sédatif que le recul programmé de la dépense publique américaine exercera sur la croissance à partir de 2013.

Un effet d'entraînement pour la zone euro

La zone euro bénéficierait de l'effet d'entraînement associé à la croissance américaine. Cet effet pourrait se renforcer pour peu que le mouvement de dépréciation de l'euro contre la plupart des devises vienne à se confirmer. Il en va de même pour le Japon où l'appréciation du yen est interrompue. En Europe, cet effet d'entraînement l'emporterait sur l'impact récessif à court terme associé aux mesures de consolidation budgétaire. Les interventions de grande ampleur réalisées par la BCE ont, en outre, permis de contenir à court terme le risque financier. Elles permettent « d'acheter » le temps du traitement de fond des déséquilibres intra-régionaux dont la résorption n'est qu'amorcée. Le risque subsiste qu'un tel processus soit scandé par des résurgences sporadiques de chocs financiers.

L'hypothèque pétrolière

Les approvisionnements pétroliers restent pour leur part très tendus alors même que la demande dans les pays membres de l'OCDE est faible. La remontée des cours du baril de Brent, qui ont dépassé leur précédent record une fois exprimés en euros, pourrait alors prendre un tournant aigu pour peu que les croissances européenne et japonaise viennent embrayer sur le redressement américain. Ce n'est pas ce scénario que nous retenons. La hausse des cours des matières premières resterait maîtrisée, ce qui permettrait d'éviter un dérapage vers le bas de la croissance mondiale.

Substitution entre les moteurs de la croissance en France

En France, une contraction du PIB en début d'année a peut-être eu lieu mais la France évitera très probablement la récession. Les soutiens à l'activité sont à rechercher dans l'investissement des entreprises et dans le moteur extérieur. La stagnation, sinon un léger recul du pouvoir d'achat du revenu des ménages, viendra en revanche freiner la demande finale. Au total, la croissance française ressortirait à 0,6 % en 2012 puis accélérerait modestement à 1,4 % en 2013.

Les chiffres clés de nos perspectives économiques pour 2012 et 2013

	2011	2012	2013
1 - Croissance du volume du PIB			
Monde	3,6	3,3	3,8
Ensemble de la zone OCDE	1,8	1,5	1,9
dont : Etats-Unis	1,7	2,3	2,1
Japon	-0,7	1,3	1,5
Zone euro à 16	1,5	-0,2	1,2
Union européenne à 27	1,6	0,1	1,4
dont : Allemagne	3,1	0,6	1,6
France	1,7	0,6	1,4
Royaume-Uni	0,8	0,4	1,4
Italie	0,4	-1,1	0,6
Espagne	0,7	-1,2	0,4
Pays hors OCDE	6,2	5,7	6,2
dont : Chine	9,2	8,2	8,4
2 - Marchés mondiaux			
Commerce mondial (en volume)	6,4	4,3	6,0
Importations de l'OCDE	5,1	3,2	5,2
Importations des pays hors OCDE	9,2	6,7	7,7
Prix du pétrole (\$/baril de Brent)*	110,9	120,6	127,2
Prix des matières premières** en \$	25,0	-5,8	5,3
" " " en euro	18,8	1,9	10,4
3 - Taux de change			
1 \$ = ...euro	0,72	0,78	0,81
=...yens	79,8	82,1	88,4
1 euro = ...dollars	1,39	1,29	1,23
= ...yens	110,9	106,0	108,8
1 £ = ...\$	1,60	1,53	1,45
4 - Taux d'intérêt à 3 mois			
Etats-Unis (euro-dollar)	0,4	0,4	0,6
Japon (euro-yen)	0,3	0,3	0,3
Zone euro (euro-euro)	1,3	1,0	1,0
5 - Taux d'intérêt à 10 ans			
Etats-Unis	2,8	2,2	3,1
Japon	1,1	1,0	1,4
Zone euro***	3,2	2,4	3,1
6 - Taux d'inflation			
Etats-Unis	3,1	1,9	1,8
Japon	-0,3	-0,3	-0,1
Zone euro	2,7	2,3	2,1

* moyenne annuelle - ** hors énergie

*** moyenne des taux dans les pays de signature AAA

Situation et perspectives de l'économie mondiale pour 2012 et 2013

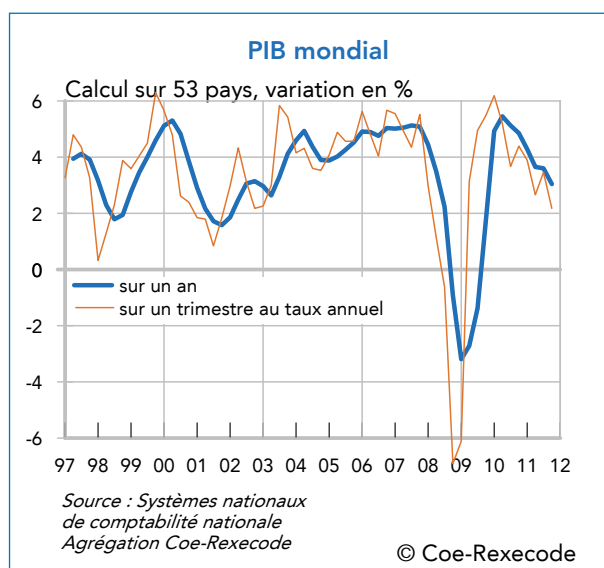
L'économie mondiale renoue avec une phase d'expansion. Celle-ci est très hétérogène selon les régions. Elle est portée par le redressement de l'investissement des entreprises, lui-même permis par l'amélioration de leur situation financière. Elle se produit cependant sur fond d'instabilités récurrentes qui viennent régulièrement en menacer le déroulement. Nous retenons que ces facteurs d'instabilité ne feraient pas dévier la croissance mondiale sur l'horizon de notre prévision. Elle serait de 3,3 % en 2012 puis 3,8 % en 2013 après 3,6 % en 2011. Le PIB de l'ensemble de la zone euro se contracterait en 2012 (-0,2 %) avant de se redresser timidement en 2013 (1,2 %).

L'économie mondiale renoue avec une phase d'expansion. Les économies régionales ne sont cependant pas logées à la même enseigne. Cette phase de croissance apparaît mature, à défaut d'être imperturbable, dans les économies émergentes d'Asie. Elle fait preuve de résistance en Amérique latine. Elle est encore balbutiante aux Etats-Unis mais en voie de consolidation. Elle est invisible en Europe et au Japon, deux économies confrontées à une phase de convalescence agitée qui confine à un retour temporaire en récession.

Croissance imperturbable en Chine ?

La croissance en Asie reste solide jusqu'à présent. Elle a connu quelques hésitations courant 2011 en répercussion d'un choc temporaire d'inflation. Ce choc a été maîtrisé, notamment par le recours à l'arme de la politique monétaire. Cette croissance voit aussi sa nature se modifier de manière très progressive. Bien que fragilisé par l'affaiblissement des croissances européenne et japonaise, le moteur du commerce extérieur demeure solide. Il se voit adjoint de plus en plus un soutien apporté par la croissance de la demande interne notamment en provenance des ménages. C'est le cas en Chine où les dépenses de consommation en volume afficheront probablement en 2011 pour la deuxième fois en quinze ans une progression

supérieure à 10 %. Les facteurs d'instabilité sont toutefois légion : ils tiennent notamment à un taux d'investissement chinois maintenu longtemps à un niveau très élevé, aux inquiétudes que suscitent les évolutions du marché immobilier et à la situation financière très précaire de nombreuses administrations locales. Nous retenons qu'ils resteraient maîtrisés et ne conduiraient pas à une rupture majeure du rythme de croissance en Chine.



La croissance américaine se consolide

Le fait conjoncturel marquant de la période récente est la confirmation du redémarrage de l'économie américaine. La croissance américaine reposait déjà sur le rebond des dépenses d'investissement des entreprises. Les créations nettes d'emploi se renforcent également mois après mois même si cinq millions de postes (4 %) font toutefois encore défaut dans le secteur privé non agricole pour retrouver le niveau du début 2008.

Point remarquable, le marché de la construction résidentielle se ranime. Plusieurs éléments y contribuent : la baisse des taux hypothécaires comme celle des prix vient « résoudre » les ménages emprunteurs, de sorte que le calcul économique invite désormais à privilégier l'acquisition d'un bien par rapport à la location. Un retard de construction par rapport aux fondamentaux démographiques s'est façonné au cours des dernières années marquées par un nombre de mises en chantier inférieur de plus de 500 000 par an à l'évolution spontanée du nombre de ménages. Les conditions du crédit pour l'acquisition d'un bien immobilier se sont détendues. Un des chaînons de la croissance américaine qui restait manquant jusqu'à présent est ainsi en passe d'être retrouvé. Il compensera l'effet sédatif

sur la croissance qu'exercera, à partir de 2013, le recul programmé de la dépense publique américaine.

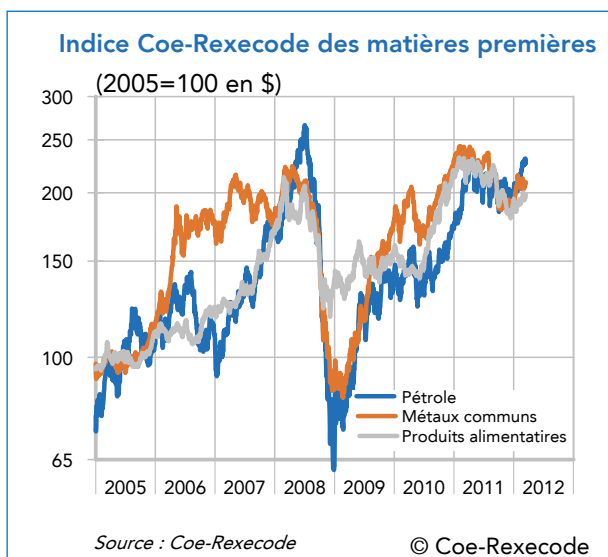
L'Europe et le Japon en difficulté

L'activité en Europe est sous l'influence de deux forces de sens contraire. La croissance mondiale qui se consolide exerce un effet d'entraînement sur la zone. Cet effet pourrait se renforcer pour peu que le mouvement de dépréciation de l'euro contre la plupart des devises, amorcé depuis juin dernier, vienne à se confirmer. Il en va de même pour le Japon où le yen a également interrompu son mouvement d'appréciation au cours des dernières semaines. A l'inverse, les programmes de restauration de la situation dégradée des finances publiques viennent peser sur la dépense tant des ménages que des administrations publiques. Les ventes au détail se replient ainsi sensiblement en zone euro. En revanche, l'investissement des entreprises reste, pour sa part, orienté à la hausse, en ligne avec un taux d'auto-financement dont le niveau est conforme à ceux observés dans des phases de début de cycle d'investissement.

Au total, les politiques de rigueur adoptées dans plusieurs pays européens viennent peser sur la croissance immédiate. Mais au-delà du court terme, l'inscription des finances publiques sur une trajectoire soutenable demeure une condition indispensable du retour durable à la croissance. Le dilemme européen n'est en fait pas tant entre rigueur ou croissance qu'il n'est entre rigueur et approfondissement de la crise de la construction européenne née des divergences des compétitivités entre les pays membres.

Les déséquilibres globaux s'atténuent

La récession des années 2008-2009 trouvait ses racines dans la formation de vastes déséquilibres globaux où les déficits courants des uns (les Etats-Unis) avaient pour contrepartie les excédents commerciaux dégagés par les autres (Chine, Japon, pays exportateurs de matières premières).



Ces derniers, en recyclant leurs excédents auprès des Etats-Unis, avaient contribué à prolonger l'inscription des taux d'intérêt à un niveau bas alimentant une bulle de crédit. Ces déséquilibres globaux se sont atténués. L'excédent commercial japonais a disparu, les conséquences de la catastrophe subie par l'archipel en mars 2011 n'ont fait qu'accélérer le processus. L'excédent courant chinois de 2011 est inférieur de 40 % à son niveau de 2007. Le déficit courant américain, s'il reste élevé et pourrait s'accroître en 2012, a été réduit d'un tiers dans l'intervalle depuis 2007 à la faveur, d'une part, de la remontée du taux de couverture des importations hors énergie et, d'autre part, de la réduction de la dépendance de l'économie américaine envers les approvisionnements énergétiques extérieurs.

Un incendie circonscrit en Europe, les braises demeurent

Les principaux déséquilibres ne sont peut-être désormais plus tant globaux qu'ils ne sont régionaux, et plus encore intra-européens. La défiance financière qui est apparue concerne au premier chef des économies qui avaient bâti leur croissance sur un recours toujours accru à l'épargne non-résidente. Ce régime de croissance s'est révélé insoutenable en Espagne (excès d'endettement privé) comme en Grèce (excès d'endettement public). La remise en cause des régimes de croissance concerne également l'Italie ainsi que la France pénalisée par leur déficit de compétitivité à l'exportation. Ce sont ces déséquilibres intra-européens qui se sont révélés source d'instabilité fondamentale. Les interventions de grande ampleur adoptées par la BCE ont permis d'endiguer le risque financier à court terme. Elles donnent le temps du traitement de fond des déséquilibres intra-régionaux dont la résorption n'est qu'amorcée. Il est possible qu'un tel processus soit encore scandé par des résurgences sporadiques de choc financier.

Le risque pétrolier

La phase d'expansion s'opère ainsi en présence de facteurs d'instabilités récurrentes. Outre la crise de la construction européenne, ceux-ci tiennent également aux chocs répétés sur les cours des matières premières. Les évolutions des cours du baril de Brent en sont un bon exemple. La production mondiale de pétrole est à un sommet. La consommation apparente de produits pétroliers poursuit son recul aux Etats-Unis. L'Europe et le Japon pâtissent d'une contraction de leur niveau d'activité. Autant d'éléments qui, par le passé, se seraient traduits par un recul des cours. Or les cours du baril de Brent se sont rapprochés de leur record de 2008 au cours des deux derniers mois. Ils les dépassent même exprimés en euros, signe que les approvisionnements pétroliers restent tendus sous l'effet d'une demande chinoise solide.

Les évolutions du cours du baril pourraient ainsi à nouveau modeler le profil de la croissance mondiale en 2012. Leur accélération début 2011 avait été suffisante pour freiner la croissance lors de l'exercice passé. Leur décrue à partir du printemps 2011 a ensuite ouvert la voie à une atténuation du choc inflationniste puis au redressement consécutif du rythme d'activité qui se manifeste. Leur nouvelle remontée pourrait prendre un tournant aigu pour peu que les croissances européenne et japonaise viennent embrayer sur le redressement américain. Nous retenons toutefois que la hausse des cours des matières premières resterait maîtrisée à l'horizon de nos prévisions, ce qui permettrait d'éviter un dérapage de la croissance mondiale.

Solide dans ses fondamentaux et appelée à se consolider, celle-ci s'opère ainsi sur fond d'instabilités récurrentes qui viennent régulièrement en menacer la poursuite. ■

Marchés de matières premières, de taux et de change

La remontée des prix des produits de base se poursuit

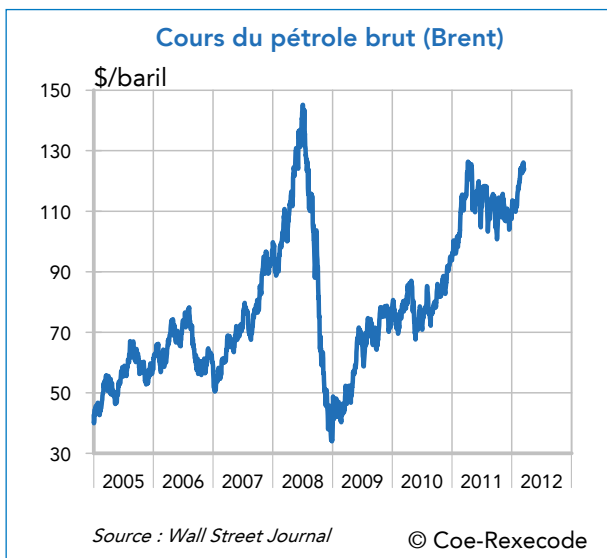
Depuis décembre 2011, les prix en dollars des produits de base se sont redressés. Le redressement concerne toutes les familles de produits, à l'exception des frêts maritimes sur cargaisons sèches en vrac qui se sont effondrés jusqu'au tout début février pour, au-delà, se relever modestement. Le pétrole a encore été la « vedette ». Les cours du Brent, qui étaient tombés sous les 105 dollars le baril, tournent en début mars autour des 124 dollars. Ils ont pratiquement retrouvé les plus hauts d'avril 2011. En euros, ils dépassent la barre des 93 et n'ont jamais été aussi élevés.

Cette remontée des prix des produits de base avertit que la croissance mondiale n'a pas poursuivi sa décélération au cours des premiers mois de l'exercice. Elle témoigne d'un environnement international qui fait plus que résister à la crise de

la dette publique européenne. Ceci reste ainsi un facteur de soutien pour les exportations de la zone euro. La région ne peut néanmoins bénéficier d'une amélioration de ses termes de l'échange qui contribuerait à l'aider à surmonter ses difficultés conjoncturelles. Son volume du PIB est reparti à la baisse depuis le quatrième trimestre 2011. Il est inférieur à son pic d'avant la crise alors que les prix en euros des produits de base dépassent leurs niveaux d'avant la faillite de Lehman.

La fermeté des prix du pétrole est d'autant plus à souligner que l'offre mondiale n'a jamais été aussi élevée. En janvier, dernier point connu, celle-ci est ressortie à plus de 90 millions de barils par jour. D'une part, la production non OPEP est au plus haut. D'autre part celle de l'OPEP continue de se redresser. L'Arabie saoudite a encore accru sa production, qui a pratiquement retrouvé ses plus hauts pendant que la production de la Libye revient sur le marché. Par ailleurs, la consommation de pétrole aux Etats-Unis continue de reculer tandis que les stocks sont abondants. En fait, c'est particulièrement la vigueur de la demande en provenance des pays émergents, notamment de la Chine où les importations de pétrole ont inscrit un nouveau record en février (6 millions de barils par jour), qui continue de peser sur les prix.

Même s'il faut tenir compte d'une prime de risque croissante liée aux tensions géopolitiques avec l'Iran, nous maintenons les prix du pétrole et ceux des autres produits de base sur une trajectoire ascendante mais non « explosive ». En moyenne annuelle, les cours du Brent ressortiraient à plus de 120 dollars cette année contre 111 dollars en 2011 et à plus de 127 dollars en 2013. La prévision est prudente, un scénario davantage haussier est plus probable que celui où les prix se retourne-



raient à la baisse. Pour les prix des produits de base hors pétrole et métaux précieux, en dollars et en moyenne annuelle, les prix seraient en recul de 5,8 % entre 2011 et 2012 en raison d'un effet de base puis ils augmenteraient de 5,3 % entre 2012 et 2013.

Réduction des écarts entre taux longs européens

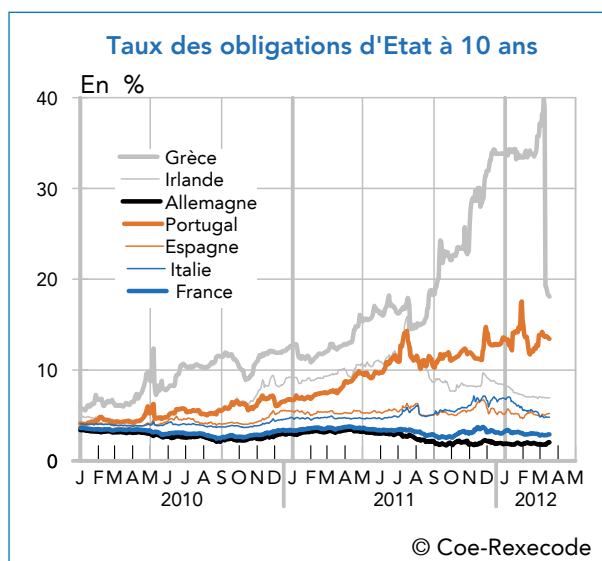
La tension sur les marchés de taux dans la zone euro s'est un peu apaisée grâce aux mesures énergiques prises par la BCE avec ses deux opérations LTRO. La crise de liquidités a ainsi été écartée et les banques sont revenues à l'achat des titres publics qu'elles avaient délaissés. Les taux espagnols et plus encore italiens sur les emprunts d'Etat ont ainsi nettement reflué, la BCE n'intervenant pratiquement plus sur le marché secondaire. L'ordre n'est toutefois pas complètement revenu sur le marché interbancaire, la confiance entre banques n'étant pas pleinement rétablie. En dépit des mesures prises par la BCE, du renforcement de la discipline budgétaire adopté par 25 pays sur 27 de l'Union européenne et d'une restructuration de la dette publique grecque, tous les problèmes de la zone euro sont loin d'être réglés.

Nous continuons de faire l'hypothèse que le répit accordé par la BCE sera mis à profit pour redresser durablement les comptes publics et les comptes extérieurs des pays en crise, sans oublier la France. Les écarts entre taux longs des différents pays de la zone devraient, sauf exception, continuer de se réduire. Ceci s'opèrerait avec, d'une part, une remontée des taux allemands tombés anormalement bas, pratiquement nuls voire négatifs en termes réels sur les échéances à dix ans, et d'autre part, la poursuite du recul des taux italiens et espagnols encore insupportablement élevés. La BCE maintiendrait au niveau plancher de 1 % son taux d'appel d'offres, ne s'interdisant pas de le baisser sous ce seuil si besoin était. Les anticipations inflationnistes restent, en effet, contenues autour des 1,5 % l'an malgré la remontée des prix des produits de base et notamment du pétrole, ce

qui donne des degrés de liberté supplémentaires aux autorités de Francfort.

De l'autre côté de l'Atlantique, la tension sur les taux à trois mois s'est atténuée alors que la Fed reste à la manœuvre de sorte que les taux sur emprunts à 10 ans du Trésor soient contenus autour, voire en dessous des 2 % malgré l'embellie économique qui se confirme. Les taux des obligations « corporate » continuent d'être tirés vers le bas comme aussi les taux hypothécaires. Ceci ne peut que favoriser la poursuite du redressement de l'investissement des entreprises et bénéficier au marché immobilier.

Bien que la Fed ait annoncé qu'elle prolongerait jusqu'en 2014 le *statu quo* sur les fonds fédéraux, nous ne modifions pas notre prévision antérieure. Dès la mi-2013, la Fed commencerait prudemment la remontée de ses taux directeurs. Elle laisserait graduellement, dès la mi-2012, se normaliser les taux longs. Le taux à 10 ans remonterait jusqu'à 3,5 % fin 2013. L'écart entre taux longs américain et allemand grandirait. Le resserrement monétaire comme la remontée des taux longs pourraient être plus précoces que prévu dans la mesure où l'embellie économique devrait se prolonger. La remontée récente des prix du pétrole vient cependant obscurcir le scénario, non pas qu'il faille en



craindre une accélération durable de l'inflation mais plutôt une ponction supplémentaire sur le pouvoir d'achat des ménages de nature à peser sur leur demande.

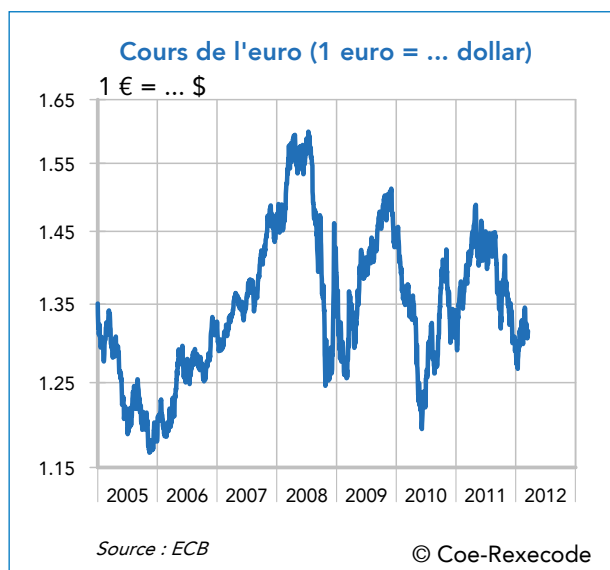
Poursuite du repli de l'euro et du yen

Les marchés des changes sont restés désordonnés. D'un côté, le dollar est reparti à la baisse à partir de la mi-janvier en lien avec la reprise de la dégradation de la balance commerciale américaine. De l'autre côté, le yen qui faisait preuve d'une fermeté à toute épreuve malgré les interventions de la Banque du Japon, a brutalement chuté à compter de la mi-février. La chute s'explique principalement par le creusement du déficit commercial de l'archipel qui se traduit par une réduction de l'excédent courant. Enfin, l'euro qui faiblissait contre le dollar, ce que les difficultés de la zone justifiaient amplement, a brutalement changé de cap depuis la mi-janvier pour à nouveau se réapprécier contre le dollar et le yen. Ceci est lié à l'augmentation de l'excédent commercial de la zone consécutive à la contraction des importations

des pays en crise malgré le renchérissement de la facture énergétique.

Du côté des autres devises, les mouvements ont aussi été violents. Le retour de l'appétit pour le risque a de nouveau propulsé les monnaies des pays émergents à la hausse. A de rares exceptions près, aucune n'échappe au phénomène, surtout les monnaies des pays exportateurs nets de produits de base. Le yuan, quant à lui, a poursuivi sa lente appréciation contre le dollar, le mouvement s'étant toutefois interrompu depuis le début mars. Les devises émergentes devraient à nouveau s'apprécier. D'une part, les pays émergents continuent d'afficher un excédent commercial substantiel, notamment en Asie émergente (à l'exception de l'Inde) et en Russie. D'autre part, les taux d'intérêt restent attractifs pour les capitaux en quête de rendement. C'est le cas dans les pays d'Amérique latine.

Nous conservons notre scénario d'un affaiblissement de l'euro contre le dollar. A 1,32 dollar, l'euro est techniquement surévalué. Il est au-dessus de sa parité de pouvoir d'achat estimée à 1,25 par l'OCDE concernant les prix du PIB. Nous le faisons converger, à horizon fin 2012, vers sa PPA et envisageons qu'il passe légèrement en dessous courant 2013. D'une part, l'écart positif entre les taux directeurs de la zone euro et ceux aux Etats-Unis va se réduire et l'écart entre les taux longs européens et américains aussi. D'autre part, les performances en termes de croissance économique outre-Atlantique seront meilleures qu'en Europe. En moyenne annuelle, l'euro coterait 1,29 dollar en 2012 et 1,23 en 2013 contre 1,39 en 2011. En ce qui concerne le yen, le recul de l'excédent courant devrait se poursuivre et la balance courante pourrait passer en déficit dès 2013. Le yen est surévalué, les marchés continueraient de corriger sa surévaluation. En moyenne, le dollar coterait 82 yens en 2012 et 88 yens en 2013 contre moins de 80 en 2011. ■



Situation et perspectives pour 2012 et 2013 Etats-Unis, Japon, économies émergentes

La croissance mondiale a fait preuve de résilience à la crise de la dette souveraine en zone euro. La situation diffère néanmoins d'une zone géographique à l'autre. Aux Etats-Unis, l'embellie se poursuit et devrait se prolonger grâce à l'amélioration des comptes des agents privés. Au Japon, le retour à la croissance paraît probable dès 2012, soutenu temporairement par la mobilisation plus active des ressources de reconstruction. La croissance nipponne s'inscrirait toutefois sur une tendance relativement faible. L'activité des économies émergentes d'Asie et d'Amérique latine évoluerait sur des rythmes plus modérés mais encore dynamiques, celle de la région d'Europe émergente resterait conditionnée par les développements futurs en zone euro.

Etats-Unis : entre optimisme et prudence

L'embellie se poursuit et devrait se prolonger. Les améliorations en profondeur des comptes des entreprises, la poursuite du désendettement des ménages, la politique monétaire accommodante et les forces de rebond dans le secteur de l'immobilier résidentiel pourraient légitimement pousser à retenir un scénario de croissance plus dynamique, se rapprochant davantage des standards passés lors des reprises économiques. Les freins restent néanmoins serrés et des fragilités persistent, ce qui incite à rester prudents. La croissance devrait légèrement dépasser les 2 % en 2012 et 2013.

* * *

L'embellie se poursuit en début d'année

Le raffermissement de la croissance intervenu au cours de l'été dernier s'est poursuivi. L'indice composite de deux indices PMI manufacturier et non manufacturier suggère, selon sa corrélation passée avec les évolutions du volume du PIB, que la croissance se serait encore accélérée en début d'année sur un rythme proche de 3,5 % l'an. Bien

que cette accélération soit cohérente avec les créations d'emplois salariés enregistrées en janvier et février, nous retenons toutefois une croissance plus modeste au rythme de 2,1 % l'an en raison, d'une part, d'un affaiblissement de la consommation et, d'autre part, de la reprise de la dégradation de la balance commerciale. Rappelons que le volume du PIB s'est accru au rythme de 3 % l'an au quatrième trimestre 2011 après 1,8 % au trimestre précédent. La croissance est ressortie à 1,7 % en 2011.

Des raisons d'être optimistes

Au-delà du premier trimestre 2012, le choix que nous faisons est la poursuite de la croissance sur un rythme s'affermissant jusqu'en fin d'année. Elle faiblirait au premier semestre 2013 en lien avec le durcissement de la politique budgétaire pour, ensuite, à nouveau se renforcer et revenir vers le rythme potentiel. Les forces positives sont nombreuses, notamment :

- **La poursuite du désendettement des ménages :** au 31 décembre 2011, la dette totale des ménages vis-à-vis du secteur financier est à nouveau ressortie en baisse à 112,8 % du revenu disponible selon la Fed. Si l'encours du crédit à la consomma-

tion est reparti à la hausse, ce qui d'ailleurs soutient le marché automobile, l'endettement hypothécaire continue de se replier. Compte tenu de la baisse des taux d'intérêt et du maintien de ceux-ci à des niveaux historiquement bas, tout ceci se traduit par des frais financiers payés par les ménages. Ceux-ci ne représentent plus que 1,3 % de leur revenu disponible, au plus bas depuis 1954.

- **Le frémissement de l'immobilier résidentiel** : le redressement des mises en chantier de logements s'est poursuivi en fin 2011 et début 2012 bien qu'il reste modeste. Les ventes se sont aussi redressées mais encore modérément. Si les pressions baissières sur les prix de l'immobilier n'ont pas encore cessé, les stocks de logements invendus dans l'ancien et le neuf sont retombés sur leur niveau de l'automne 2001.

- **L'amélioration du marché du travail** : l'emploi salarié total non agricole a augmenté de 227 000 en février. Certes, le chômage reste encore anormalement élevé (8,3 % de la population active disponible) mais l'emploi intérimaire continue de se redresser et s'approche de ses plus hauts à 2,6 millions observés en 2000 ou en 2006-2007. Surtout, la durée hebdomadaire du travail pour l'ensemble des salariés du secteur privé non agricole continue de progresser. En janvier et février, elle

s'affiche à 34,5 heures et n'est plus très éloignée de ses plus hauts à 34,6 heures d'avant la crise.

- **Les profits des entreprises au zénith** : le taux de marge (marge brute d'exploitation/valeur ajoutée au coût des facteurs) est estimé à 32,5 %, en légère érosion sur le niveau record observé aux deuxième et troisième trimestres 2011. Selon la Fed, le taux d'autofinancement des dépenses en capital fixe et circulant est ressorti à 114,5 % au quatrième trimestre 2011. Les sociétés non financières ont les moyens financiers de poursuivre la reprise de leurs dépenses d'investissement commencée il y a deux ans. Le redressement de l'investissement productif devrait se prolonger, soutenant l'activité.

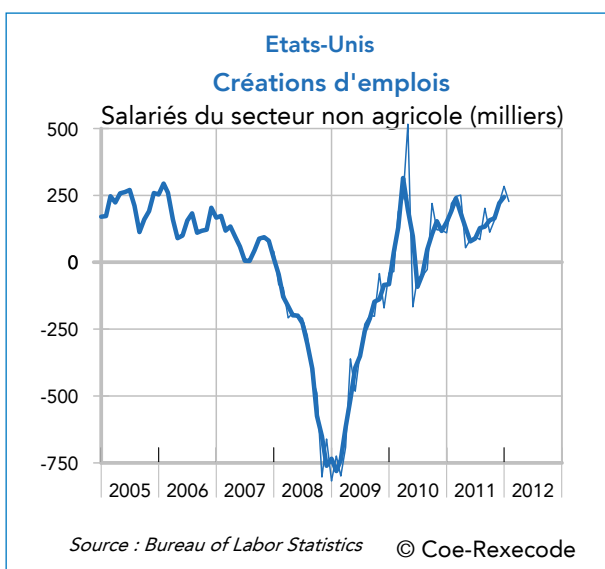
Des fragilités persistent

L'embellie incontestable de la conjoncture américaine ne doit cependant pas pousser à verser dans l'euphorie. Les fragilités persistent notamment :

- **La dette encore élevée des ménages** : les comptes des ménages restent sous la perfusion des transferts publics nets d'impôts. Certes, la masse des heures ouvrées s'accélère et le relais pris par les revenus salariaux dans le revenu disponible brut des ménages devrait prendre davantage de vigueur. Mais jusqu'à présent, la hausse des gains horaires continue de ralentir. Aussi la masse salariale distribuée par les entreprises peine-t-elle encore à franchement s'accélérer.

- **La hausse récente des prix du pétrole** : elle viendrait attiser à nouveau l'inflation et rogner le pouvoir d'achat. Si le marché automobile continue de se redresser, cela n'empêche pas la consommation totale des ménages en volume de plafonner depuis novembre dernier.

- **Le besoin élevé de financement des administrations publiques** : le déficit public est estimé à 9 % du PIB en fin 2011, nourrissant une dette publique qui s'approche des 88 % du PIB. Si les efforts de réduction resteront limités avant les



élections de novembre, il faut anticiper un coup de frein énergétique dès que celles-ci seront passées. La réduction du déficit devrait passer par des mesures accroissant d'une part les recettes avec au moins l'arrêt des exonérations. L'impact ne manquera pas de se faire sentir au moins transitoirement sur l'activité.

- **La reprise de la dégradation des comptes extérieurs malgré les bonnes performances à l'exportation** : la fuite à l'importation s'accroît à nouveau ce qui pèse sur le PIB. Les termes de

l'échange se détériorent avec la hausse des prix du pétrole et le déficit commercial avec la Chine se creuse à nouveau.

Japon : l'excédent courant disparaîtra

La croissance nipponne devrait s'inscrire sur une tendance relativement faible. Les exportations pourraient renouer avec la croissance en lien avec le redressement progressif de l'économie mondiale et la dépréciation du yen contre toutes devises. Celle-ci s'opère sur fond de disparition attendue de l'excédent structurel du solde de la balance courante. La demande interne et l'investissement en particulier bénéficierait temporairement de la mobilisation plus active des ressources consacrées à la reconstruction. Les autres forces domestiques demeurent quant à elles affaiblies. L'objectif de plus en plus délicat à réaliser à court terme, surtout si le gouvernement ne parvenait pas à mettre en œuvre les réformes fiscales.

* * *

La dégradation des comptes extérieurs se poursuivrait

L'archipel nippon a vu son économie se contracter de nouveau au quatrième trimestre 2011 (-0,7 % l'an). Le volume du PIB a reculé au rythme de 0,7 % sur l'ensemble de 2011, une année marquée par le séisme et le tsunami qui ont durement frappé les côtes du nord-est. La croissance nipponne devrait s'inscrire sur une tendance relativement faible. Elle ressortirait à 1,3 % cette année et à 1,5 % en 2013.

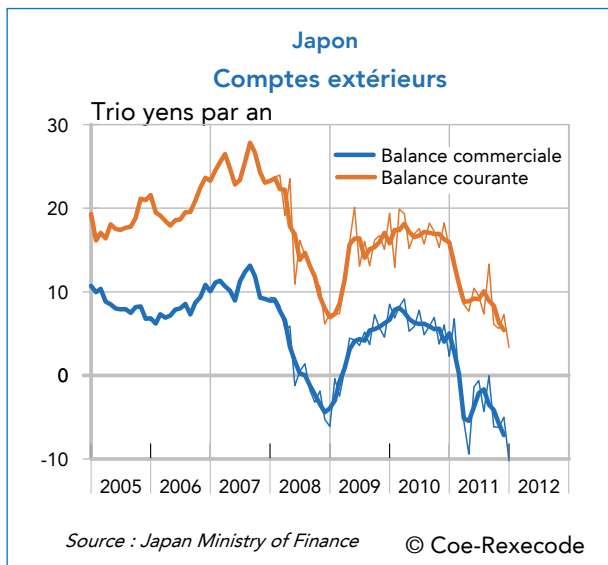
L'activité à l'exportation de l'archipel resterait sous la menace de la crise de la dette en zone euro. Après deux trimestres de contraction, les exportations japonaises pourraient renouer avec la croissance à partir du printemps sous l'hypothèse que les tensions liées à la crise de la dette européenne s'atténuent et que la demande mondiale se

Perspectives de l'économie américaine pour 2012 et 2013

	2011	2012	2013
I - Ressources-emplois (volume)	Variations sur la période précédente (% taux annuel)		
PIB	1,7	2,3	2,1
Demande interne stocks compris	1,7	2,2	1,9
Demande interne hors stocks	1,9	2,1	2,0
Consommation privée	2,2	1,6	1,8
Dépenses publiques	-2,1	-1,2	-3,6
FBCF totale	6,6	9,6	10,2
logement	-1,4	10,7	18,2
productif	8,7	9,3	8,3
Export. biens et services	6,8	6,0	7,0
Import. biens et services	4,9	4,7	4,9
II - Evolutions nominales			
Prix de détail	3,1	1,9	1,8
Gains horaires*	2,0	1,8	3,0
III - Marché du travail			
Actifs civils occupés	0,6	2,1	1,2
Taux de chômage en %**	8,9	8,1	7,9
IV - Comptes d'agents			
Taux d'épargne des ménages en %	4,7	4,4	3,9
Taux de marge des SQS en %	32,4	31,3	30,4
Solde des comptes publics en % du PIB	-9,7	-8,7	-5,6
V - Solde extérieur en valeur			
Balance courante % du PIB	-3,1	-3,8	-3,9

* secteur privé non agricole

** moyenne sur la période



redresse. Elles bénéficieraient également de la baisse du yen en lien avec la nouvelle dégradation de la balance commerciale. Celle-ci interviendrait alors que les importations, en particulier de produits énergétiques, continueraient d'augmenter fortement en raison des pénuries d'électricité dans le pays. Ces dernières sont une conséquence du séisme de Tohoku qui a conduit à la fermeture temporaire de la quasi totalité des centrales nucléaires. Si la dégradation de la balance commerciale se poursuivait à son rythme récent, le solde de la balance courante actuellement excédentaire reviendrait à l'équilibre à la fin de 2012. Il pourrait même se transformer en déficit dès 2013, selon nos estimations. Il s'agirait du premier déficit courant enregistré par le pays depuis trente-deux ans.

L'investissement : principal moteur de croissance
En 2012, la dynamique de la demande interne et de l'investissement en particulier serait soutenue par une mobilisation plus active des ressources consacrées à la reconstruction. D'une part, l'investissement public pourrait contribuer positivement à la croissance du PIB à partir du deuxième trimestre 2012 dans la mesure où la mise en œuvre des projets de travaux publics est en décalage avec la date de commande. D'autre part, la contraction de l'investissement résidentiel observée au quatrième trimestre 2011, en lien avec le retrait des

mesures de soutien aux achats de logements économes en énergie et de ceux résistant aux tremblements de terre, s'atténuerait. Elle pourrait même laisser place à un rebond à partir du printemps. Des premiers signes d'amélioration ont d'ailleurs été observés. Enfin, la « récupération » de l'investissement productif devrait se poursuivre. Elle resterait graduelle. Malgré une épargne élevée, les entrepreneurs paraissent prudents en matière d'investissement en raison de perspectives mondiales moroses et de l'incertitude entourant l'évolution de la production d'électricité.

Perspectives de l'économie japonaise pour 2012 et 2013

	2011	2012	2013
I - Ressources-emplois (volume)	<i>Variations sur la période précédente (% taux annuel)</i>		
PIB	-0,7	1,3	1,5
Demande interne stocks compris	0,1	2,0	1,3
Demande interne hors stocks	0,6	2,0	1,2
Consommation privée	0,0	1,5	0,8
Consommation publique	2,1	1,2	0,7
FBCF totale	0,6	4,0	3,2
FBCF privée	1,6	5,2	3,7
logement	5,1	2,1	2,2
productif	1,0	5,8	4,0
FBCF publique	-3,2	-0,3	1,0
Export. biens et services	0,0	1,9	5,2
Import. biens et services	5,8	6,4	4,7
II - Evolutions nominales			
Prix de détail	-0,3	-0,3	-0,1
Gains mensuels (ens. de l'économie)	0,4	-0,8	0,8
III - Marché du travail			
Actifs civils occupés	-2,4	3,0	0,1
Taux de chômage en %	4,6	4,5	4,3
IV - Comptes d'agents			
Taux d'épargne des ménages en %	14,4	13,8	13,6
Solde des comptes publics en % du PIB	-7,3	-7,4	-7,4
V - Solde extérieur en valeur			
Balance courante % du PIB	2,1	0,0	-0,3

Les autres forces domestiques demeurent, quant à elles, affaiblies. D'une part, la contribution des stocks à l'activité serait quasi nulle d'ici 2013. D'autre part, le soutien de la consommation privée à la croissance s'atténuerait. L'amélioration des conditions sur le marché du travail resterait fragile compte tenu de la faiblesse de la croissance. Surtout, les forces déflationnistes, malgré la volonté de la Banque du Japon de renouer avec la hausse des prix à 1 % l'an, continueraient de peser sur les négociations salariales. Les revenus salariaux, nominaux ou réels, progresseraient d'ici 2013 mais à des rythmes relativement faibles.

Des tensions sur le marché des taux ?

Avec la mobilisation des ressources pour la reconstruction, l'année 2012 serait marquée par une nouvelle dégradation des comptes publics. Le déficit des administrations publiques (centrale et locales) pourrait atteindre 7,4 % du PIB cette année et en 2013 alors que la dette s'élèverait à 223 % du PIB d'ici 2013. L'objectif de l'assainissement des finances publiques serait de plus en plus délicat à réaliser à court terme, surtout si le gouvernement ne parvenait pas à mettre en œuvre le projet de hausse de la TVA, qui devrait intervenir en deux étapes, de 5 % à 8 % en avril 2014 et à 10 % en 2015. Alors que la disparition de l'excédent courant pourrait remettre en question la capacité de financement de la dette du pays, les difficultés des gouvernements successifs à réformer le système fiscal affecteraient à terme la confiance des marchés et créeraient quelques tensions sur les taux de rendement à 10 ans.

Economies émergentes : une croissance hétérogène

Face aux turbulences qui affectent les marchés financiers, les économies émergentes font preuve de résistance. Néanmoins, les situations diffèrent d'une zone géographique à l'autre, voire au sein d'une même zone. En Asie émergente et en Amérique latine, la croissance resterait sur une tendance soutenue bien que son rythme pourrait de nouveau se modérer. La demande interne serait le

premier moteur de croissance en l'absence d'impulsion venant des exportations. En revanche, l'Europe centrale et orientale pâtirait de sa dépendance vis-à-vis de la zone euro. Le climat conjoncturel dans cette dernière région pourrait s'assombrir si le commerce mondial, et européen en particulier, s'affaiblissait davantage et si l'offre de crédit venait à se restreindre un peu plus en raison du désengagement des banques européennes.

* * *

En **Chine**, l'élan de la croissance devrait continuer de se modérer. Sous l'impact du ralentissement de la demande mondiale et européenne en particulier, celle-ci pourrait atteindre un point bas en dessous de 8 % l'an au premier trimestre 2012. Au-delà, sous l'hypothèse que les tensions sur les marchés financiers s'atténuent et que la demande mondiale se redresse, la croissance pourrait s'accélérer de nouveau mais le rythme resterait inférieur à ceux observés au cours des périodes récentes. Au total, le pays pourrait enregistrer une croissance annuelle de 8,2 % en 2012 et 8,4 % en 2013 après 9,2 % en 2011.

La poursuite de l'atterrissage de la croissance reflète surtout le rééquilibrage structurel souhaité par les autorités. La contribution des échanges extérieurs nets continuerait de s'affaiblir d'ici 2013. Les soldes excédentaires commercial et courant reculeraient encore. Dans ce contexte, les autorités pourraient ralentir le mouvement d'appréciation du yuan afin de protéger la compétitivité des exportateurs nationaux. En lien avec l'affaiblissement de l'activité à l'exportation, le rôle de l'investissement serait réduit. La FBCF progresserait à des rythmes plus modérés autour de 8,2 % d'ici 2013 contre 11 % en 2011. L'investissement resterait néanmoins le premier moteur de la croissance mais sa contribution s'atténuerait en faveur de la consommation des ménages. Celle-ci progresserait à des rythmes plus soutenus que lors des années précédentes grâce à la poursuite de la hausse des salaires et à la modération de l'inflation.

L'un des principaux risques à court terme concerne l'évolution du marché immobilier. Celui-ci a enregistré un net ralentissement des transactions et des prix en fin d'année 2011 dans les grandes villes mais également dans les villes de second et troisième rangs. Le gouvernement central semble déterminé, en dépit de l'opposition des administrations locales, à maintenir les politiques de contrôle des prix et de restrictions des ventes. A moins d'une chute brutale de l'activité, une baisse des taux de référence s'avère peu probable cette année. La prudence est d'autant plus justifiée que les risques inflationnistes pèsent encore sur l'économie domestique avec le raffermissement de la hausse des prix des produits de base et la réanimation de l'activité du crédit.

En **Asie émergente**, la croissance resterait en 2012 et 2013 sur une tendance soutenue même si elle pourrait encore faiblir. Le PIB des dix principaux pays de la zone pourrait progresser de 6,8 % cette

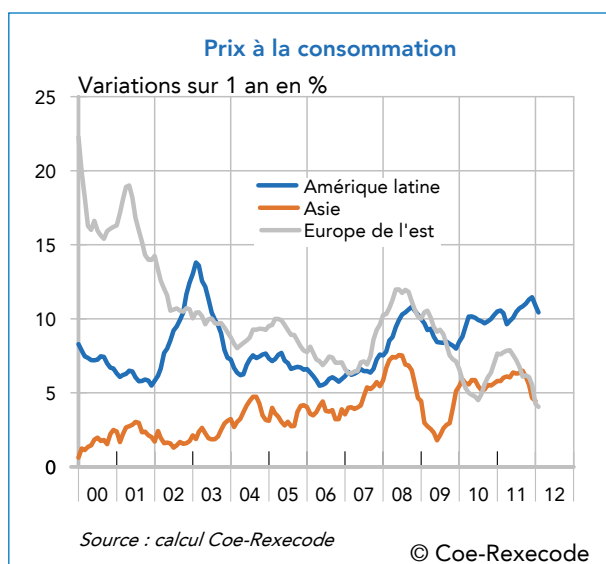
année puis de 7 % en 2013 contre 7,5 % en 2011. Les exportations de la zone devraient continuer de pâtir de la crise en Europe même si le rythme de contraction pourrait s'atténuer. Avec les importations qui continueraient de croître en lien avec la vigueur de l'activité domestique, le recul des excédents commerciaux et courant de la zone se poursuivrait. Cette contraction reflèterait essentiellement le creusement du déficit commercial indien, d'une part, et le recul de l'excédent commercial chinois, d'autre part. Conjugué au retour des investisseurs étrangers de nouveau confiants dans la capacité de résistance des pays asiatiques, le niveau encore massif de l'excédent courant continuerait de soutenir les monnaies locales (sauf la roupie indienne et le peso philippin).

La demande domestique resterait vigoureuse. Son rythme de progression se modèrerait toutefois. L'évolution de l'investissement resterait disparate. A l'exception de la Chine et des pays d'Asie du sud-est, notamment la Thaïlande qui serait dans une phase de rattrapage après les inondations, l'investissement des pays avancés (Corée du Sud, Singapour, Taiwan et Hong Kong) se contracterait de nouveau au premier trimestre 2012 mais pourrait se redresser à partir du printemps avec la reprise de l'activité à l'exportation. En Inde, les dépenses d'investissement continueraient de pâtir des niveaux élevés des taux d'intérêt.

La consommation privée resterait en revanche solide dans la plupart des pays. Elle serait soutenue par la poursuite des hausses des salaires alors que l'inflation se modèrerait jusqu'à l'été 2012, y compris en Inde. Au-delà, le raffermissement des prix des matières premières risque de raviver les pressions inflationnistes. Alors que l'activité domestique resterait dynamique, il est fort compréhensible que les autorités seront prudentes dans le processus d'assouplissement monétaire entamé depuis l'été 2011.

En **Amérique latine**, le ralentissement de la croissance amorcé à la mi-2011 s'est poursuivi au cours des derniers mois de 2011. L'activité pourrait réaccélérer progressivement au cours des prochains

Perspectives économiques des pays émergents pour 2012 et 2013			
Variation en %	2011	2012	2013
Pays d'Asie*			
PIB - dix pays	7.5	6.8	7.1
- hors Chine et Inde	4.2	3.7	3.9
Importations	7.6	6	6.7
Inflation	5.7	4.2	4.8
Balance courante (mrds \$)	322.3	299.5	289.6
Pays d'Amérique latine**			
PIB	4.3	3.6	4.0
Importations	10.2	6.4	8.1
Inflation	6.9	6.8	6.7
Balance courante (mrds \$)	-42.3	-55.4	-67.3
Pays d'Europe de l'Est***			
PIB	3.8	2.7	3.5
Importations	12.3	4.9	8.0
Inflation	5.8	6.1	5.7
Balance courante (mrds \$)	61.2	34.1	11.8
* Corée du Sud, Taiwan, Hong-Kong, Singapour, Malaisie, Indonésie, Philippines, Thaïlande, Chine, Inde			
** Mexique, Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Venezuela			
*** Hongrie, Bulgarie, Pologne, République Slovaque, République tchèque, Roumanie, Russie, Ukraine			



trimestres. Elle bénéficierait notamment de la reprise de l'activité américaine et de la fermeté de la croissance en Asie émergente alors que la demande intérieure demeurerait un important moteur de la croissance. Les ventes au détail poursuivent en effet leur élan, et les conditions sur le marché du travail demeurent assez favorables. Au total, la croissance latino-américaine se modérerait en moyenne annuelle à 3,6 % en 2012, puis s'afficherait à 4 % en 2013.

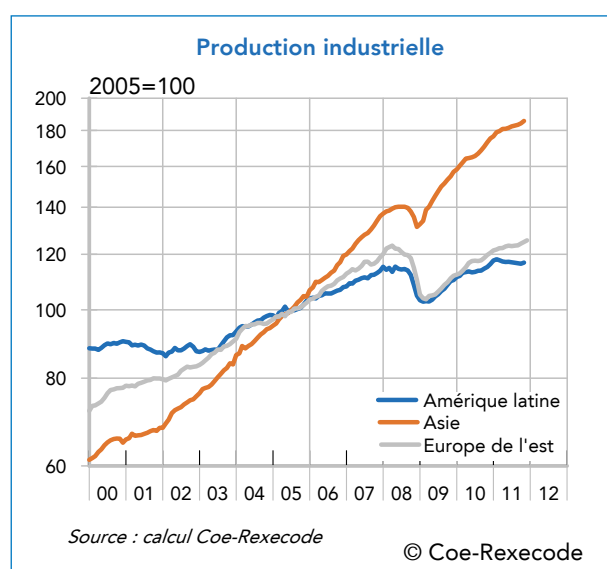
La progression des prix resterait soutenue en Argentine et au Venezuela qui ne pratiquent pas de ciblage d'inflation. Dans les autres pays, l'évolution hétérogène de l'inflation supposerait des politiques monétaires divergentes. Le ralentissement de l'inflation laisse entrevoir de nouveaux assouplissements de la politique monétaire au Brésil après cinq baisses du taux directeur SELIC pour un total de 275 points de base. Il conduirait à un arrêt dans le cycle de hausse des taux directeurs en Colombie. En revanche, des politiques monétaires plus restrictives seraient adoptées au Chili et au Mexique en raison d'une inflation qui peine à se modérer.

Sur le plan extérieur, les importations en valeur resteraient plus vigoureuses que les exportations. Ceci se traduirait par une dégradation de l'excé-

dent commercial de la région (sauf au Venezuela, où la demande intérieure resterait assez faible et les exportations pétrolières très soutenues). Le déficit agrégé de la balance des invisibles (services et revenus) se creuserait également, provoquant une dégradation plus marquée de la balance courante (sauf pour le Venezuela).

En **Europe centrale et orientale**, les perturbations de la zone euro assombrissent le climat conjoncturel de la région. Le ralentissement de l'activité se poursuit. Contrairement à ce qui s'était produit au troisième trimestre 2011, où certaines économies (à l'image de la Roumanie) avaient bien résisté, les effets de contagion provenant de la zone euro semblent se manifester. Les premières estimations du PIB pour le quatrième trimestre 2011 révèlent une hétérogénéité des trajectoires selon les niveaux d'intégration avec la zone euro.

Les économies les plus ouvertes (République tchèque, Hongrie, Slovaquie) subissent de plein fouet les effets du ralentissement de la zone euro. Ceci est d'autant plus dommageable que les composantes internes de la croissance demeurent atones en raison notamment de l'assèchement progressif du crédit. La Pologne reste une exception. La croissance est restée soutenue grâce



au dynamisme de l'investissement alors que la consommation privée a marqué un nouveau ralentissement en fin d'année. En Russie, la conjoncture économique est plus que jamais corrélée à l'évolution du cours du baril de pétrole. Ce dernier devrait rester élevé compte-tenu de la vigueur de la demande provenant des pays émergents.

Outre le canal du commerce mondial, la propagation du choc issu de la zone euro s'effectue également par l'intermédiaire du secteur financier et un accès plus difficile au crédit. Les établissements bancaires en Europe de l'est sont principalement des filiales de banques européennes. Ces dernières, contraintes d'apurer leurs bilans, ont entamé depuis l'automne un processus de désen-

gagement en Europe émergente. A mesure qu'il se poursuivrait, ce dernier continuerait de peser sur l'offre de crédit et donc sur la croissance. Pour la première fois depuis le premier trimestre 2009, la région a fait face à d'importantes sorties nettes de capitaux au cours du second semestre 2011. Ces rapatriements de capitaux concernent surtout les investissements de portefeuille. Les investissements directs étrangers sont en revanche restés stables.

Au total, l'évolution conjoncturelle en Europe émergente restera conditionnée par les développements à venir en zone euro. Le PIB agrégé de la zone (y compris la Russie) pourrait augmenter de 2,7 % en 2012 puis de 3,5 % en 2013. ■

Situation et perspectives pour 2012 et 2013 Zone euro

L'afflux de liquidités de la BCE a permis une diminution des tensions sur les marchés de la dette des pays de la zone euro. Par ailleurs, les dernières enquêtes de conjoncture ne semblent pas indiquer un approfondissement du trou d'air intervenu fin 2011. La zone euro se dirige donc plutôt vers une croissance molle. Le PIB se contracterait légèrement en 2012 (-0,2 %), soit naturellement nettement moins qu'en 2009 (-4,2 %), mais aussi moins qu'en 1993, année durant laquelle l'Allemagne avait connu une contraction du PIB de 1 % et la France de 0,7 %. En 2013, le PIB progresserait très modérément (1,2 %), laissant un niveau du PIB comparable à celui observé en 2008. Si tous les pays devraient suivre un mouvement commun d'évolution de l'activité, les chiffres de croissance du PIB resteraient très hétérogènes dans la zone.

Après la tempête de l'été et de l'automne 2011, une éclaircie est apparue au-dessus de la zone euro ces dernières semaines. La décision de la BCE de procéder à deux opérations de refinancement à très long terme (trois ans) en décembre et début mars paraît avoir joué un rôle décisif. En tout, ce sont plus de 1 000 milliards d'euros qui ont été injectés dans le circuit économique. C'est naturellement beaucoup moins si l'on considère que ces prêts ont été en partie consacrés au refinancement d'opérations qui arrivaient à échéance et sachant que, par ailleurs, une grande partie de ces fonds revient à la banque centrale sous forme de dépôts des banques.

Accalmie sur le front de la crise de la dette, mais les inquiétudes subsistent

Plusieurs signes d'accalmie sont apparus depuis le début de l'année 2012 concernant les tensions qui s'étaient manifestées depuis l'été dernier à propos de la soutenabilité de la dette publique dans plusieurs pays membres, allant même jusqu'à susciter des interrogations sur la pérennité de l'Union monétaire. De fait, les spreads de taux sur les emprunts publics se sont resserrés, surtout pour les maturités les plus courtes (2 ans), ce qui montre bien un effet des mesures mises en œuvre par la BCE. Un des risques principaux qui était

une fragilité accrue de certaines banques suite à une pénurie de liquidités semble en passe de s'éloigner, si l'on en croit par exemple le repli récent des CDS bancaires.

Pour autant, de nombreuses incertitudes subsistent. La mise en œuvre du second plan de soutien à la Grèce devrait se traduire par une décote de 53,5 % de la valeur nominale de la dette détenue par le secteur privé, soit une réduction de 107 milliards d'euros. Par ailleurs, le secteur public apportera un soutien financier supplémentaire de 130 milliards d'euros sur trois ans. Dans ces conditions, la question de la liquidité paraît être résolue, au moins à courte échéance. Mais la soutenabilité des finances publiques grecques reste conditionnée à deux éléments : d'une part, la tenue des engagements pris par le gouvernement et, d'autre part, la stabilisation de l'économie. Cette dernière est loin d'être acquise, le pays semblant s'enfoncer toujours davantage dans la récession (-6,8 % en 2011 et -4,9 % prévu pour 2012).

Par ailleurs, les inquiétudes continuent à porter sur une éventuelle contagion et déstabilisation de la zone dans l'hypothèse où le cas grec ne serait pas réglé. Si la refonte de la gouvernance italienne paraît en passe de rassurer les marchés financiers, ces derniers s'inquiètent désormais du cas du

Portugal. Non pas parce que la situation budgétaire de ce pays est comparable à celle de la Grèce, mais parce que les perspectives d'évolution de l'activité restent dégradées, avec une nouvelle contraction du PIB attendue en 2012 après une baisse de 1,4 % en 2011.

Tout en étant conscient des nombreux risques inhérents à la situation actuelle, nous prenons néanmoins comme hypothèse que les mesures mises en œuvre par les autorités européennes finiront par porter leurs fruits et permettront de ramener le calme sur les marchés financiers.

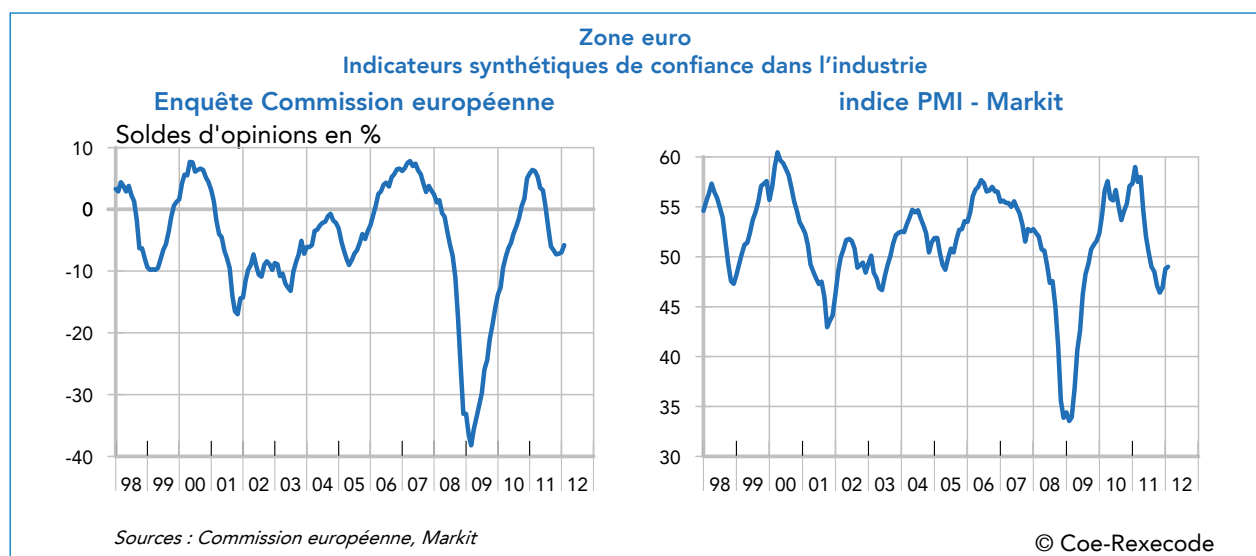
Une reprise graduelle de la croissance

Dans ce contexte, les perspectives de croissance pour l'ensemble de la zone seraient caractérisées par une reprise très graduelle à l'horizon de la prévision. Après une contraction de 1,3 % au taux annuel au quatrième trimestre 2011, le PIB reculerait encore au premier trimestre, mais de manière un peu plus limitée. Les enquêtes de conjoncture suggèrent que le trou d'air observé fin 2011 ne s'est pas amplifié. Malgré les difficultés évoquées précédemment, l'activité pourrait redémarrer lentement à compter du printemps 2012.

Le tassement observé au second semestre 2011 doit donc davantage être interprété comme une consé-

quence de la crise de la dette publique, en particulier sur la confiance des agents économiques, plutôt qu'une arrivée à maturité d'un cycle conjoncturel débouchant sur des tensions dans l'appareil productif. Dans ce contexte, des marges de reprise existent une fois levées un certain nombre d'hypothèques (risques systémiques du défaut d'un pays, turbulences dans le système bancaires conduisant à un blocage dans la distribution du crédit). Par ailleurs, la zone euro bénéficie d'un environnement porteur, lié notamment au dynamisme recouvré de l'économie américaine. Enfin, la dépréciation attendue de la monnaie unique contribuerait à l'horizon de la prévision à soutenir les exportateurs de la zone.

Néanmoins, de nombreux freins à la croissance subsistent, ce qui empêcherait une reprise vigoureuse. D'une part, beaucoup de pays membres se sont engagés dans un processus de hausses d'impôts et de resserrement de leurs dépenses publiques, afin de retrouver ou conserver la crédibilité nécessaire pour emprunter sur les marchés. D'autre part, un certain nombre de déséquilibres prendront du temps à être corrigés (bulle immobilière et processus de désendettement en Espagne par exemple). Enfin, en 2013, le léger freinage temporaire de l'économie américaine pèserait sur la demande extérieure. Il faut ajouter qu'au fur et à mesure que le temps s'écoule, la croissance



potentielle de la zone euro (évaluée à environ 2 % l'an entre 1990 et 2007) paraît devoir être révisée à la baisse, en raison des conditions démographiques mais aussi suite au manque d'investissement qui peut résulter d'une longue période de croissance très lente, voire d'absence de croissance tout court (0,1 % par an en moyenne de 2008 à 2013 selon nos estimations).

Une demande intérieure affaiblie

Globalement, la demande intérieure resterait très affaiblie au cours des deux années. Elle reculerait de 0,7 % en 2012 avant de connaître une progression au même rythme l'an prochain. La consommation des ménages serait peu dynamique, sous l'effet notamment des plans d'austérité mis en œuvre mais aussi suite à la dégradation du marché du travail qui s'est accentuée sur la seconde partie de 2011. Il faudrait attendre la fin 2013 pour que le chômage commence réellement à refluer. Seul point positif, l'inflation décèlerait et reviendrait juste au-dessus du seuil des 2 %, sauf tension accrue sur les prix des produits de base.

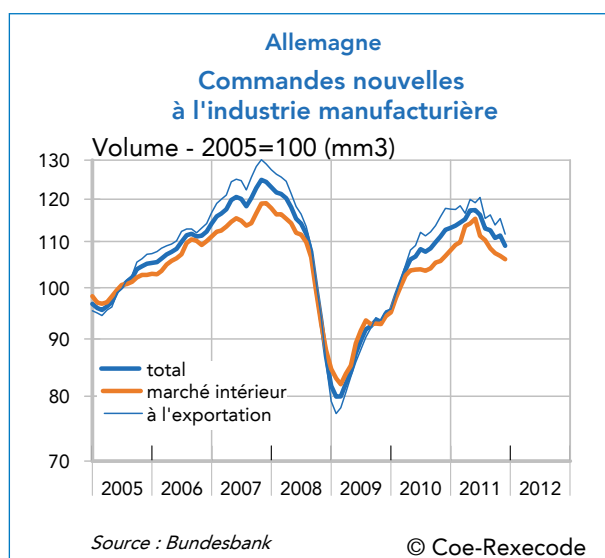
Du côté de l'investissement, si la distribution de crédits n'est pas trop resserrée, les perspectives de raffermissement de l'activité devraient encourager une reprise des dépenses d'équipement, notamment pour répondre à la demande extérieure. En fait, cette dernière resterait le principal facteur de soutien à la croissance de la zone, d'une manière peut être un peu plus atténuée en 2013 pour les raisons déjà invoquées précédemment concernant l'économie américaine.

Au total, le PIB se contracterait légèrement en 2012 (-0,2 %), soit naturellement nettement moins qu'en 2009 (-4,2 %), mais aussi moins qu'en 1993 année où l'Allemagne avait connu une contraction du PIB de 1 % et la France de 0,7 %. En 2013, le PIB progresserait très modérément (1,2 %), laissant un niveau du PIB comparable à celui observé en 2008. Si tous les pays devaient suivre un mouvement commun d'évolution de l'activité, les chiffres de croissance du PIB resteraient encore hétérogènes dans la zone, la Grèce, l'Espagne, l'Italie et le Portugal peinant à renouer avec une vraie reprise en 2013.

En **Allemagne**, l'activité s'est contractée au quatrième trimestre 2011. Les premiers indicateurs disponibles pour 2012 suggèrent que cette phase de recul serait transitoire. La croissance resterait toutefois très modérée en 2012, avant un léger redémarrage attendu en 2013.

Le recul du PIB en fin d'année 2011 s'explique principalement par une contribution négative des échanges extérieurs nets à la croissance. Les relais de croissance sont désormais internes. La formation brute de capital fixe a soutenu l'activité au quatrième trimestre, à la faveur notamment d'une progression de l'investissement en produits de la construction, favorisée par des conditions climatiques favorables. Le taux d'utilisation des capacités de production demeure juste au-dessus de sa moyenne de long terme, même si les enquêtes font état d'un nouveau recul au premier trimestre 2012, ce qui n'est pas propice à une accélération de l'investissement.

De son côté, la consommation des ménages s'est appréciée de 1,4 % sur l'ensemble de l'année 2011. Il faut remonter à 2006 pour retrouver une évolution comparable. L'inflation poursuit sa phase de modération alors que le taux de chômage s'est maintenu à des niveaux historiquement bas (6,8 % en février). Ces éléments soutiennent la



confiance des ménages qui s'améliore graduellement depuis quelques mois, retrouvant son plus haut niveau inscrit il y a un an. La saison des négociations salariales qui vient de débuter devrait aussi être l'occasion pour les ménages allemands de probablement récupérer du pouvoir d'achat.

Le redressement des enquêtes IFO depuis quatre mois, la santé financière des entreprises, à l'accès préservé au crédit, la situation sur le marché de l'emploi et le frémissement de la consommation des ménages suggèrent un léger redémarrage de l'activité à court terme. La dynamique resterait toutefois contenue tout au long de l'année 2012 au cours de laquelle la croissance pourrait s'établir à 0,6 %.

En **Italie**, le repli de l'activité, qui s'est accéléré au quatrième trimestre 2011, se poursuivrait en 2012. L'économie italienne se contracterait de 1,1 % cette année, avant de retrouver une croissance

faible en 2013. Le renforcement de l'austérité budgétaire pèserait sur la demande domestique. Un nouveau plan de consolidation a été adopté à la fin décembre 2011, l'objectif du gouvernement étant de ramener les comptes publics à l'équilibre dès 2013. Ce paquet est axé sur deux volets. Le premier comporte de nouvelles mesures d'austérité pour un montant cumulé d'ici à 2014 d'environ 30 milliards d'euros. Le deuxième prévoit 10 milliards de mesures destinées à relancer la croissance. Au total, l'effet net du paquet sur les finances publiques s'élèverait à 20 milliards d'euros de consolidation. Ceux-ci viendraient s'ajouter aux deux plans d'un total de 59,8 milliards d'euros déjà adoptés l'année dernière sous le gouvernement Berlusconi. Nous estimons que les objectifs budgétaires ne seraient cependant pas atteints en raison d'une croissance économique trop faible. Le solde budgétaire global s'afficherait à -2,7 % cette année et à -1,6 % du PIB en 2013. La dette publique mesurée en pourcentage du PIB se stabiliserait dès l'année prochaine.

Perspectives la zone euro pour 2012 et 2013

	2011	2012	2013
I - Ressources-emplois (volume)	<i>Variations sur la période précédente (% taux annuel)</i>		
PIB	1,5	-0,2	1,2
Demande interne stocks compris	0,5	-1,1	0,7
Demande interne hors stocks	0,5	-0,6	0,6
Consommation privée	0,2	-0,6	0,6
Conso. publique	0,1	-0,5	0,0
FBCF totale	1,6	-0,8	1,4
Export. biens et services	6,3	2,3	5,4
Import. biens et services	4,0	0,3	4,6
II - Evolutions nominales			
Prix de détail	2,7	2,3	2,1
Taux de salaire horaire	2,7	2,0	2,5
III - Marché du travail			
Emploi total	0,2	-0,3	0,2
Taux de chômage en %*	10,2	10,8	10,8
IV - Comptes d'agents	<i>Moyenne sur la période</i>		
Solde des comptes publics en % du PIB	-4,4	-3,4	-2,6
V - Solde extérieur en valeur			
Balance courante % du PIB	-0,4	-0,3	-0,4
* moyenne sur la période			

Les dépenses en consommation des ménages poursuivraient leur repli. Celles-ci enregistreraient une évolution positive au troisième trimestre 2012 liée à l'anticipation de la hausse de la TVA prévue en septembre, qui se corrigerait toutefois au trimestre suivant. La consommation privée resterait par ailleurs pénalisée par des conditions sur le marché du travail qui demeureraient dégradées. Du côté de l'investissement, celui se contracterait de 4,1 % en 2012, et encore de 0,9 % en 2013. Le secteur de la construction poursuivrait son ajustement alors que l'investissement en biens d'équipement retrouverait une progression molle l'année prochaine, après une contraction de 5,8 % en moyenne cette année.

La contraction de la demande interne se traduirait par une baisse des importations en volume en 2012, puis une faible progression de celles-ci l'année prochaine. Les exportations accéléreraient à mesure que l'activité internationale, et notamment en zone euro, s'améliorerait. Le commerce extérieur demeurerait ainsi le seul moteur de la croissance. Dans ce contexte, les déséquilibres extérieurs de l'Italie se résorberaient. L'Italie retrouverait un excédent commercial à partir de la fin 2012.

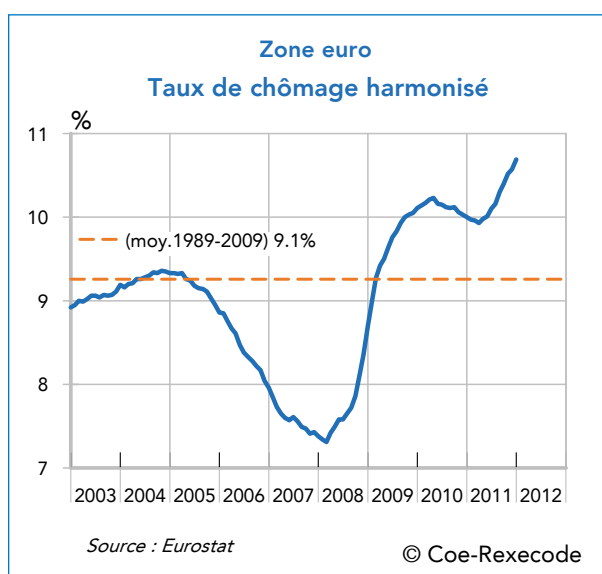
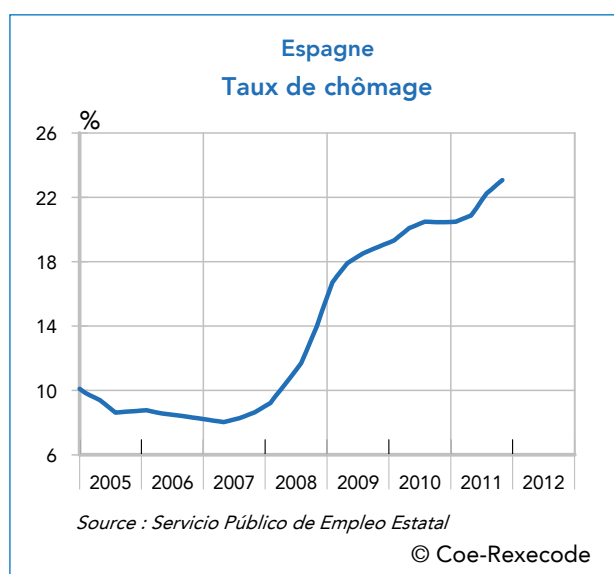
En **Espagne**, la contraction observée au dernier trimestre 2011, se poursuivrait en 2012. Nous estimons que la plus forte contraction serait observée au premier trimestre de cette année, mais l'activité ne progresserait cependant pas avant le premier trimestre de l'année prochaine. Au total, le PIB reculerait de 1,2 % en 2012, puis progresserait timidement en 2013.

La consolidation budgétaire viendrait peser davantage sur la demande intérieure, alors que les conditions d'accès au crédit ne s'améliorent pas. La consommation privée continuerait d'être bridée par les conditions toujours très dégradées du marché du travail. Du côté de l'investissement, les perspectives ne sont pas moins sombres. L'ajustement dans le secteur de la construction se poursuivrait sur tout l'horizon de la prévision, tant dans le segment du résidentiel que dans celui du non résidentiel. L'investissement en biens d'équipement se contracterait au cours du premier semestre avant de se redresser graduellement. Le taux d'utilisation des capacités de production s'est légèrement redressé au quatrième trimestre 2011. Il continue cependant de s'afficher bien en dessous de sa moyenne de longue période.

Alors que l'objectif budgétaire pour 2011 fixé avec Bruxelles était de ramener le déficit des administrations publiques à 6,6 % du PIB, celui-ci est fina-

lement ressorti à 8,5 % du PIB. La dérive n'est pas venue de l'administration centrale, qui a tenu ses engagements, mais d'un déficit bien plus conséquent qu'initialement attendu des Communautés autonomes. Compte tenu de cet écart et de perspectives de croissance plus sombres, Bruxelles a accepté d'assouplir l'objectif budgétaire de cette année à 5,3 % du PIB, contre 4,4 % initialement prévu. L'objectif pour 2013 a cependant été confirmé à 3 % du PIB. Nous estimons que ces objectifs ne seraient pas atteints en raison de la faiblesse de la croissance. Le déficit public ressortirait à 5,6 % du PIB puis à 4,4 % en 2013.

Les exportations en volume progresseraient mollement début 2012 en raison du ralentissement de l'activité dans la zone euro, principal partenaire commercial de l'Espagne (plus de 50 % des exportations). Celles-ci se redresseraient par la suite, soutenues en plus par une dépréciation progressive du taux de change effectif de l'euro. Reflet de l'atonie de la demande domestique, les importations se contracteraient au premier semestre 2012 avant d'afficher un faible redressement. Le commerce extérieur demeurerait ainsi le seul moteur de la croissance. Dans ce contexte, la résorption des déséquilibres extérieurs de l'Espagne se poursuivraient.



Au **Royaume Uni**, les enquêtes de conjoncture disponibles pour les deux premiers mois de l'année 2012 ne semblent pas indiquer que le mouvement de contraction de l'activité observé à la fin de l'année 2011 (-0,8 % l'an). Dans ce contexte, si nous anticipons encore une légère contraction du PIB au premier trimestre 2012, celle-ci serait plus atténuée que celle observée au quatrième trimestre 2011 et ne se prolongerait pas au-delà. Le Royaume-Uni connaîtrait ainsi un regain de croissance courant 2012 qui gagnerait progressivement en amplitude en 2013. Néanmoins, le PIB ne progresserait que de 0,4 % en 2012 et de 1,4 % en 2013. Au regard des chiffres observés avant la crise, les performances de croissance resteraient donc modestes.

Sous l'effet d'un raffermissement de la demande externe, les exportations verraient leur croissance se raffermir, les échanges extérieurs contribuant positivement à la croissance. Cependant, la dégradation des termes de l'échange ne devrait pas permettre un rééquilibrage des comptes extérieurs. Sur le plan interne, la consommation des ménages connaîtrait une progression modérée après s'être contractée en 2011. Courant 2012 et en 2013, les pressions inflationnistes s'atténueraient nettement, en particulier du fait du maintien d'un taux

de chômage élevé qui pèserait sur les salaires. Le taux d'épargne des ménages resterait à peu près stable en 2012, avant de légèrement baisser l'an prochain, si l'éclaircie économique se confirmait. Le marché immobilier resterait emprunt de lourdeur, mais nous tablons néanmoins pour une légère croissance de l'investissement logement en 2013. De son côté, l'investissement productif se redresserait graduellement à l'horizon de la prévision, encouragé par de meilleures perspectives d'activité.

Du côté des finances publiques, les premières estimations des comptes nationaux pour l'année civile 2011 laissent apparaître un déficit plus marqué que prévu (-9,5 % du PIB, soit environ un point de plus qu'anticipé en décembre dernier), du fait notamment d'une hausse plus rapide des prestations sociales que l'on peut probablement attribuer à la montée du chômage. L'ajustement du déficit public serait poursuivi mais la dette ne serait pas stabilisée en 2013 et le déficit s'élèverait encore à 6,5 % du PIB. La Banque d'Angleterre risque donc de devoir maintenir pendant un long moment sa politique de Quantitative Easing si elle ne veut pas que des tensions apparaissent sur les taux longs britanniques. ■

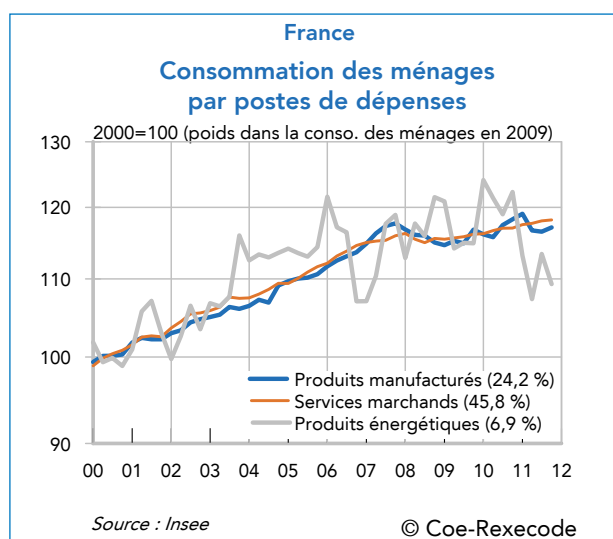
Situation et perspectives de l'économie française pour 2012 et 2013

En France, une contraction du PIB en début d'année a peut-être eu lieu mais l'économie française évitera très probablement la récession. Les soutiens à l'activité sont à rechercher dans l'investissement des entreprises et dans le moteur extérieur. La stagnation, sinon un léger recul du pouvoir d'achat du revenu des ménages, viendrait en revanche freiner la demande finale. Au total, la croissance française ressortirait à 0,6 % en 2012 puis s'accélérerait modestement à 1,4 % en 2013.

En progressant de 0,9 % l'an, la croissance française a surpris en fin d'année dernière dans un environnement européen qui confine à la récession. Cette croissance, étonnante au regard du profil dégradé de la plupart des enquêtes qualitatives, ne se poursuivrait pas en début d'année. Elle a été permise par l'enregistrement d'exportations de matériels de transport (hors automobiles) très élevées fin 2011, flux d'exportations qui ne se sont pas prolongés en janvier 2012 selon les données douanières. Elle est intervenue en dépit d'une contraction de la demande interne totale. Celle-ci a notamment été grevée par un arrêt du processus de restockage qui était en cours depuis un an.

Le recul marqué des immatriculations de véhicules au cours des deux premiers mois de l'année suggère que la demande interne reste peu soutenue sinon en contraction. La vague de froid intervenue en février a pesé pour sa part sur l'activité notamment dans le secteur de la construction, cet effet négatif pourrait toutefois être compensé lors des trimestres suivants. Elle a également pu soutenir les importations de produits énergétiques.

La croissance a plus reposé sur la dépense des entreprises et moins sur celle des ménages



Une contraction du PIB pourrait intervenir début 2012. Elle resterait temporaire. L'analyse des moteurs de la croissance française montre que celle-ci a vu son régime se modifier. En 2010 et 2011, elle a de fait beaucoup moins reposé que par le passé sur la dépense finale des ménages et beaucoup plus sur celle des entreprises (investissements en capital fixe et circulant). Elle a également été moins pénalisée par l'évolution des échanges extérieurs. Alors que de 1998 à 2009, le commerce extérieur avait amputé la croissance de l'équivalent de 0,4 point de PIB en moyenne chaque année, cette contribution a été nulle au cours des deux dernières années en raison notamment d'un ralentissement des pertes de parts de marché. La trajectoire de la croissance française

Perspectives de l'économie française pour 2012 et 2013

	2011	2012	2013
I - Ressources-emplois (volume)	Variations sur la période précédente (% taux annuel)		
PIB	1,7	0,6	1,4
Demande interne stocks compris	1,9	-0,1	1,2
Demande interne hors stocks	0,9	0,7	1,0
Consommation des ménages	0,3	0,3	0,8
Consommation publique	0,9	0,6	0,3
FBCF totale	2,9	2,0	2,7
ménages	2,6	1,7	-1,3
productif	4,2	2,3	4,7
administrations publiques	-0,1	1,3	1,6
Exportations de biens et services	5,0	2,7	6,0
Importations de biens et services	5,0	0,3	5,4
II - Evolutions nominales			
PIB	3,3	2,3	3,3
Exportations de marchandises	9,0	4,9	7,5
Importations de marchandises	12,1	2,6	6,5
Déflateur du PIB	1,6	1,7	1,9
Prix de détail	2,1	1,9	2,0
Salaire mensuel de base	2,1	1,9	2,1
Taux de salaire horaire	2,1	1,8	1,9
III - Marché du travail			
Emploi salarié "marchand"	1,2	-0,1	0,4
Taux de chômage au sens du BIT (%) **	9,3	9,8	9,8
Durée annuelle du travail	0,0	0,1	0,2
Productivité horaire (SMNA)	0,6	0,6	0,8
Coût Salarial Unitaire (SMNA)	1,9	1,3	1,1
IV - Comptes d'agents			
Prix de la VA (SMNA) / CSU	-0,6	0,4	0,7
Taux de marge des SNF en %*	29,5	30,1	30,6
Pouvoir d'achat du RDB des ménages***	1,2	-0,1	0,4
Taux d'épargne brute des ménages (%)*	16,9	16,6	16,2
Solde des comptes publics en % du PIB *	-5,4	-4,5	-3,8
V - Solde extérieur en valeur*			
Balance commerciale FAB-FAB en mrds d'euros (taux annuel)	-70,4	-62,8	-62,5
Taux de couverture (%)	85,8	87,7	88,5
Balance courante (taux annuel)			
- en mrds d'euros	-44,5	-35,5	-31,6
- en mrds \$	-62,1	-45,8	-38,9
- en % du PIB	-2,2	-1,7	-1,5
VI - Taux d'intérêt (%)			
Euro-euro 3 mois *	1,3	1,0	1,0
Obligations d'Etat à 10 ans *	3,3	2,7	3,3
VII - Taux de change			
1 euro = ... \$ *	1,39	1,29	1,23

* moyenne sur la période

** moyenne sur la période, France métropolitaine

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

dépendra de la poursuite ou non de cette substitution entre ses moteurs.

Du côté de la demande extérieure, l'inconnue porte sur l'équilibre qui s'établira entre le soutien associé à une croissance mondiale encore robuste et la contraction attendue des importations des pays du sud de l'Europe. Les données quantitatives et qualitatives donnent sur ce point des indications contradictoires. Les exportations de marchandises en valeur sont restées plutôt bien orientées (+4 % l'an au cours des trois derniers mois connus en janvier), même si elles ont bénéficié d'éléments de soutien exceptionnels. A l'inverse, les opinions des industriels sur les commandes étrangères demeurent très inférieures à leur moyenne de longue période, sans émettre de signes de redressement.

Au total, nous retenons que la demande mondiale adressée à la France, c'est-à-dire la croissance spontanée que devraient afficher les exportations françaises en volume compte tenu de la croissance prévue des importations des pays partenaires et à part de marché inchangée, verrait sa progression se renforcer pour avoisiner 5 % en 2013. L'affaiblissement du taux de change effectif de l'euro (hypothèse que nous retenons) et la baisse des charges sociales et du coût du travail à partir du dernier trimestre 2012 viendraient soutenir les exportations en 2013 et contribuer au renforcement de l'activité.

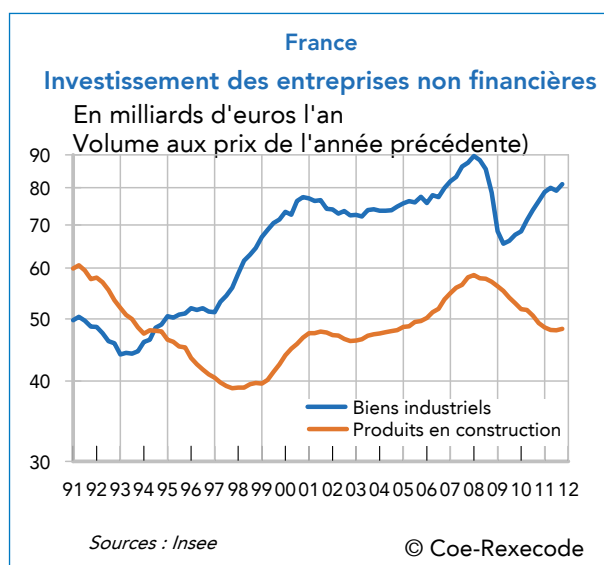
Un second soutien à la croissance serait associé à la dépense d'investissement des entreprises. La poursuite probable du mouvement de déstockage se traduirait en revanche par une contribution négative des stocks à la croissance en 2012. L'orientation positive de l'investissement productif ne paraît pas se démentir. Les industriels interrogés en janvier dernier anticipent une progression de 7 % de leurs dépenses d'investissement en valeur en 2012. Le solde d'opinions des chefs d'entreprise du secteur des services quant à leurs anticipations d'investissement reste pour sa part supérieur à son niveau moyen du passé. L'incertitude majeure qui pèse sur la trajectoire de l'investisse-

ment productif tient à l'accès au financement qu'il soit de nature bancaire, qu'il provienne du marché ou de l'autofinancement, ce dernier étant équivalent fin 2011 à 72 % des dépenses d'investissement.

Stagnation attendue du pouvoir d'achat du revenu des ménages

Soutenue par l'extérieur et par l'investissement des sociétés non financières, l'activité serait en revanche freinée par la dépense finale des ménages comme des administrations publiques. Les premiers verraient en 2012 le pouvoir d'achat de leur revenu disponible brut (RDB) reculer de 0,1 %. Une telle configuration n'est pas intervenue depuis 1984, y compris lors de la phase de récession traversée par l'économie française en 2008 et 2009. Entre 2007 et 2011, le pouvoir d'achat du RDB a en effet progressé de 3,7 % quand le volume du PIB affichait pour sa part une quasi-stagnation (+0,2 %).

Ce recul attendu du pouvoir d'achat du RDB des ménages s'explique par la remontée du taux apparent de l'imposition sur le revenu en ligne avec les mesures annoncées dans les différentes lois de finances votées à l'automne dernier. Il tient également à la modération des prestations sociales



associée à la désindexation de certaines d'entre elles (famille, logement). Il s'explique encore par la modération de la masse salariale (+ 1,8 % en 2012 en euros courants), conséquence du recul attendu des effectifs salariés marchands (-0,1 % en moyenne annuelle en 2012).

Par ailleurs, une hausse de 1,6 point du taux normal de la TVA votée début mars en compensation d'une réduction des cotisations sociales employeurs interviendrait début octobre. L'application de cette mesure pourrait conduire à des achats par anticipation durant l'été 2012 et à un repli temporaire des dépenses de consommation le trimestre suivant. Au total, les dépenses de consommation des ménages afficheraient une progression limitée à 0,3 % en volume en 2012 puis à 0,8 % en 2013, à la faveur de la baisse progressive de leur taux d'épargne qui a culminé à plus de 17 % du RDB en 2011.

Le profil des dépenses d'investissement en logement des ménages serait modelé pour sa part par les évolutions des dispositifs incitatifs. La réduction programmée du dispositif Scellier pour l'investissement locatif début 2013 vient à la suite de la hausse du taux de TVA sur les travaux d'entretien-rénovation des bâtiments et, parallèlement, à la moindre générosité des dispositifs incitatifs à l'amélioration de l'efficacité énergétique des bâti-

ments, autant d'éléments qui pourraient freiner la dépense. En contrepoint, le rehaussement des coefficients d'occupation des sols vient atténuer une contrainte réglementaire à la construction. Il demeure délicat d'apprécier ex-ante l'impact d'une telle mesure sur l'investissement en logements. En tout état de cause, et en raison de l'atypie du marché immobilier français dont la hausse maintenue des prix fait exception, nous retenons que l'investissement en logement poursuivrait sa progression en 2012 avant de fléchir en 2013.

La dépense des administrations publiques sera pour sa part freinée, et non en contraction, au cours des deux exercices 2012-2013 sous le double effet de l'objectif affiché de la maîtrise de la dérive des comptes publics, d'une part, et du vif durcissement des conditions d'accès au crédit bancaire pour les administrations publiques locales, d'autre part. L'impact du cycle électoral communal resterait ainsi particulièrement amorti au cours des deux prochaines années en comparaison de ses manifestations antérieures. Au total, nous retenons que l'objectif de déficit public à hauteur de 4,5 % du PIB en 2012 serait atteint, le retour à 3 % en 2013 serait plus délicat en l'état actuel des annonces, surtout si la croissance du PIB peinait à dépasser le rythme de 1,4 % que nous retenons pour l'année prochaine. ■

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.