

Développements internationaux



Marchés financiers

Le financement des économies européennes reste difficile

Dans toutes les économies avancées, les politiques monétaires restent accommodantes, et les Banques Centrales poursuivent ou accentuent les mesures non conventionnelles mises en place au cours du deuxième semestre 2012. En conséquence, l'apaisement des tensions se confirme sur le marché des dettes souveraines européennes.

Cependant, dans la zone euro, des difficultés perdurent : le fonctionnement du marché monétaire n'a pas été totalement normalisé, et les conditions d'octroi de crédit ne s'assouplissent pas. Le crédit dans la zone euro continue par conséquent de reculer. Aux États-Unis, en revanche, celui-ci a retrouvé un certain dynamisme.

L'abondance de liquidité fournie par les Banques Centrales et la réduction des risques pesant sur la zone euro ont également conduit à une hausse du prix des actifs, et la plupart des indices boursiers des économies avancées ont ainsi retrouvé voire dépassé leurs niveaux de 2011.

De plus, sous l'effet de la baisse de l'incertitude sur l'avenir de la monnaie européenne et des politiques monétaires expansionnistes aux États-Unis, au Royaume-Uni et surtout au Japon, l'euro s'est légèrement apprécié par rapport au dollar, au yen et à la livre. À l'horizon de la

prévision, les hypothèses conventionnelles retenues pour le taux de change sont de 1,31 dollar, 121 yens et 0,85 livre pour un euro.

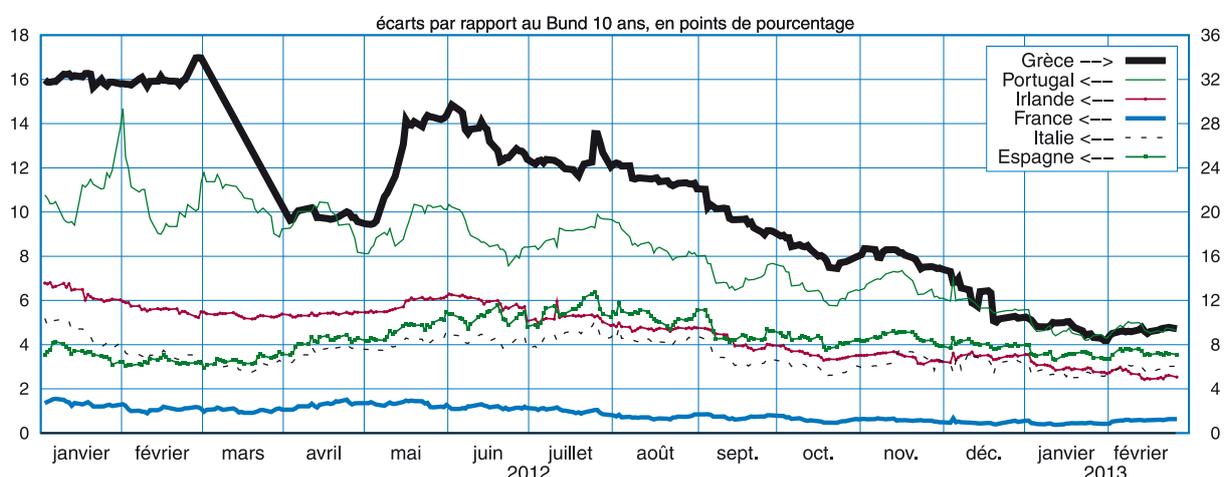
Les politiques monétaires restent très expansionnistes

Les politiques monétaires sont très accommodantes dans toutes les économies avancées, et les Banques Centrales britannique, américaine et japonaise ont même accentué l'ampleur de leur soutien depuis début 2013.

La BCE maintient son taux à 0,75 %, et est prête par ailleurs à activer le programme d'achat de titres souverains (les Opérations Monétaires sur Titres, OMT) qu'elle a annoncé au second semestre 2012. Par ailleurs, les remboursements par anticipation des prêts à trois ans contractés par les banques fin 2011 et début 2012 (les VLTRO, cf. éclairage) sont pour l'instant limités. En Grande-Bretagne, la Banque d'Angleterre maintient aussi un taux directeur très bas, à 0,5 %, et se dit prête à reprendre ses mesures non conventionnelles si nécessaire.

Aux États-Unis, le taux directeur de la Réserve Fédérale est maintenu à 0,25 %, et la Fed a intensifié sa politique d'assouplissement monétaire : depuis janvier 2013, la Banque Centrale américaine achète chaque mois, en plus des 40 Md\$ de titres adossés à des créances

1 - Baisse des tensions sur le marché des dettes souveraines européennes



Source : DataInsight, Insee

Développements internationaux

hypothécaires qu'elle acquiert depuis octobre 2012, 45 Md\$ de bons du Trésor de long terme, ce qui fait augmenter d'autant la base monétaire.

Devant la faiblesse de l'économie japonaise, la Banque Centrale nipponne a elle aussi accru en janvier 2013 la taille de son programme d'achat de titres d'État, qui devrait atteindre environ 925 Md€ fin 2014. Elle maintient par ailleurs son taux directeur à 0,1 %, et a relevé sa cible d'inflation à 2 %.

Baisse des tensions confirmée sur le marché des dettes souveraines

La baisse des tensions sur le marché des dettes souveraines amorcée à l'été 2012 s'est confirmée au premier trimestre 2013 (cf. graphique 1). En particulier, en Espagne et en Italie, les conditions de financement de la dette souveraine se sont nettement améliorées. L'écart entre le taux souverain espagnol à 10 ans et son équivalent allemand est revenu à 354 points de base en moyenne en janvier 2013, contre 558 en juillet 2012. De même, l'écart entre les taux souverains italien et allemand est passé de 442 points de base en juillet 2012 à 267 en janvier 2013. Toutefois, les incertitudes politiques impliquées par le résultat des élections italiennes ont entraîné une hausse des taux souverains italiens fin février 2013. Leur évolution à l'horizon de la prévision est également plus incertaine.

Dans les pays européens où les conditions de financement étaient les plus difficiles, celles-ci s'améliorent nettement depuis le deuxième trimestre 2012. Ainsi, le taux souverain irlandais atteint début février 4,1 %, son plus bas niveau depuis janvier 2007. Les taux souverains portugais et grec ont également fortement baissé depuis l'été 2012. En janvier 2013, le rendement de la dette portugaise était de 6,3 % sur le marché

secondaire (contre 10,5 % en juillet 2012) et celui de la dette grecque était de 11,3 % (contre 25,6 % en juillet 2012).

Les pays européens de meilleure signature (France et Allemagne) ainsi que les États-Unis et le Royaume-Uni bénéficient toujours de faibles taux de financement de leur dette souveraine. Cependant, la baisse globale de l'incertitude sur les marchés souverains, qui incite les investisseurs à prendre plus de risque, a entraîné une légère hausse des taux pour ces pays depuis le quatrième trimestre 2012.

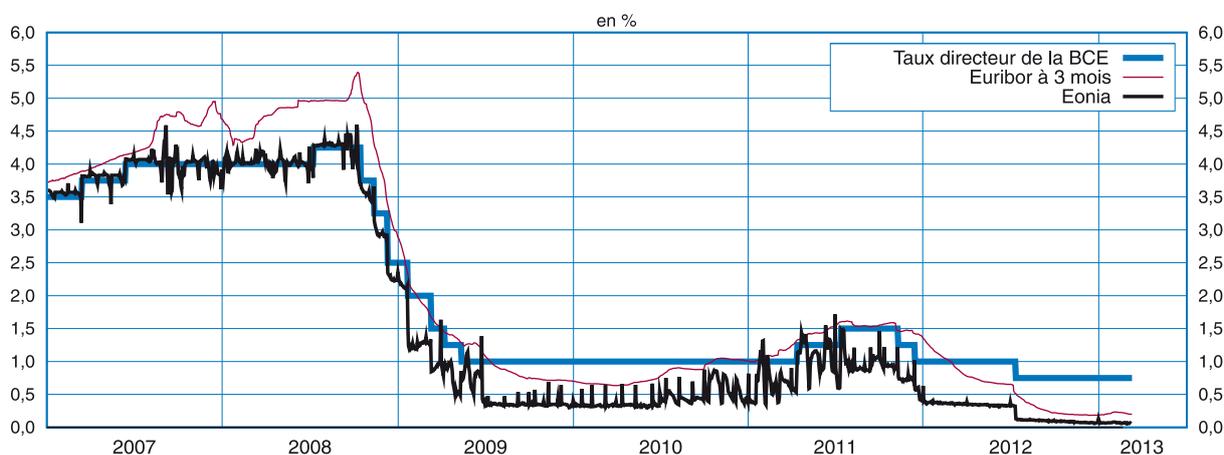
Le marché monétaire européen reste grippé

Les opérations de refinancement de long terme (LTRO) menées fin 2011 et début 2012 par la Banque Centrale Européenne ont réduit les difficultés de financement des banques européennes, mais n'ont pas normalisé le fonctionnement du marché interbancaire (cf. éclairage). Ce marché est ainsi caractérisé par des taux très bas et peu volatils (cf. graphique 2). Ainsi, même si les tensions sont de façon apparente au plus bas, le fonctionnement du marché interbancaire n'est en réalité pas normalisé.

Toujours pas de reprise du crédit dans la zone euro

Malgré l'abondance de liquidités dans l'Eurosystème, les encours de crédit ne progressent pas dans la zone euro (cf. graphique 3). En effet, les banques indiquent qu'elles n'assouplissent pas leurs conditions d'octroi de crédit compte tenu de la faiblesse des perspectives d'activité. Cette mauvaise orientation des conditions de crédit recouvre cependant des conditions divergentes selon les pays : en Allemagne et en France, les taux privés sont plus faibles qu'en Espagne et en Italie, en particulier pour les prêts de faible montant.

2- Le marché monétaire européen est toujours grippé



Source : DataInSight, Insee

En France, contrairement à la zone euro, les encours de crédit aux sociétés non financières augmentent légèrement au quatrième trimestre 2012 (+1,0 % de croissance trimestrielle annualisée en décembre). L'encours de crédit à la consommation a également crû au quatrième trimestre 2012 (+1,7 % en décembre), de même que l'encours de crédit immobilier (+2,6 % en décembre).

Aux États-Unis, les conditions d'octroi de crédit aux sociétés non financières s'assouplissent depuis un an et, soutenu par la politique de rachat de titres adossés à des créances hypothécaires de la Fed, le crédit immobilier progresse lui aussi.

La hausse des bourses se confirme

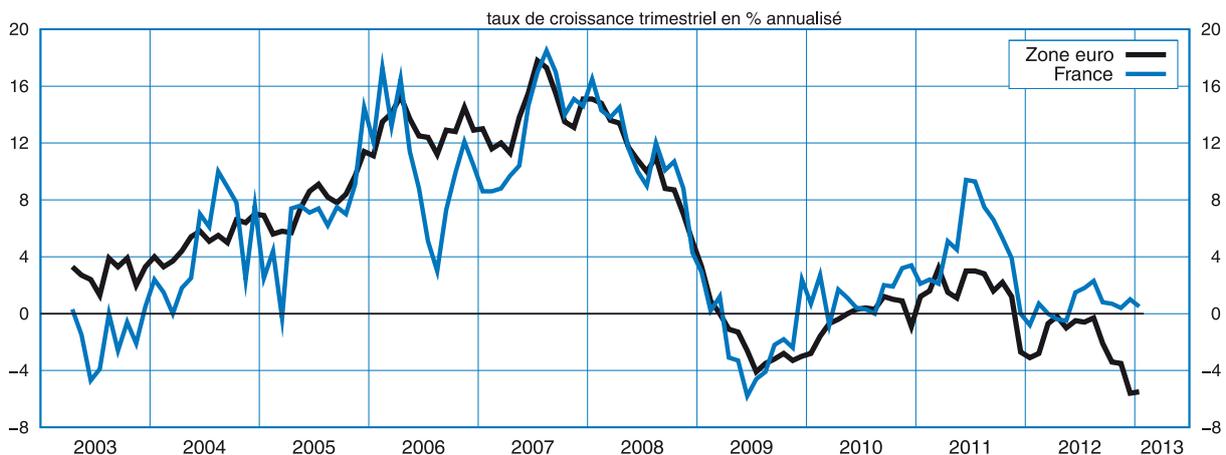
Après une stabilisation au troisième trimestre 2012, les marchés financiers européen, américain et japonais sont à nouveau en hausse au quatrième trimestre 2012 (cf. graphique 4). Au premier trimestre 2013, les indices boursiers dépassent tous leurs niveaux de janvier 2011, à l'exception du

CAC40. Cette hausse intervient dans un contexte d'abondance de liquidité procurée par l'ensemble des grandes Banques Centrales et de recul global de l'incertitude, ainsi que l'atteste la faible volatilité des indices boursiers américain et allemand.

Appréciation de l'euro sur le marché des changes

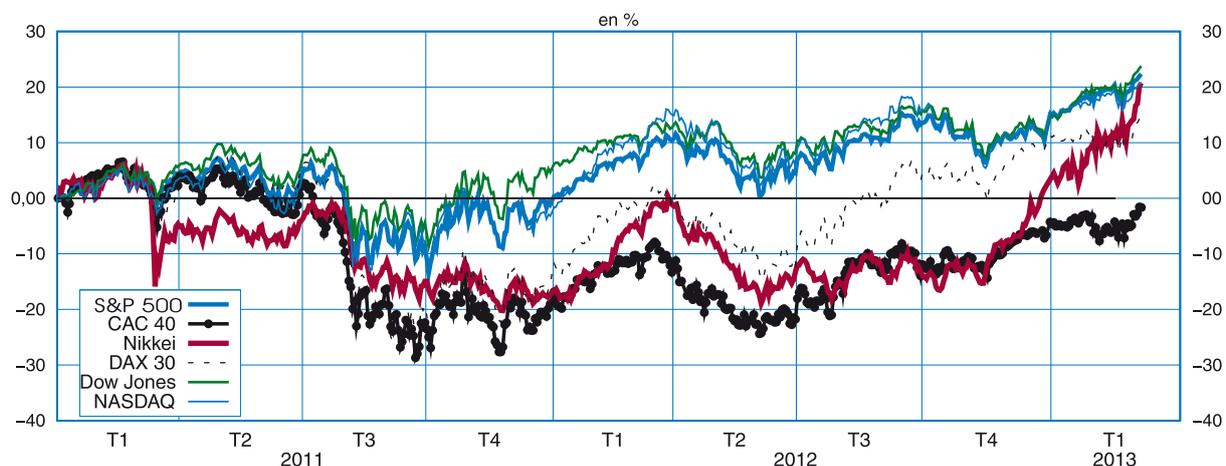
L'euro s'apprécie légèrement depuis le quatrième trimestre 2012 par rapport au dollar, à la livre et au yen (cf. graphique 5). Fin janvier 2013, la monnaie européenne a atteint la valeur de 1,35 dollar pour un euro, son plus haut niveau depuis novembre 2011. Cette appréciation reflète à la fois l'apaisement des tensions dans la zone euro et l'accentuation du caractère expansionniste de la politique monétaire dans les autres économies avancées. Fin février, cette hausse s'est interrompue à la suite des déclarations de Mario Draghi puis du résultat des élections italiennes. À l'horizon de la prévision, le cours de la devise européenne se stabiliserait autour de 1,31 dollar pour 1 euro. ■

3 - Les encours de crédit aux sociétés non financières ne progressent pas dans la zone euro



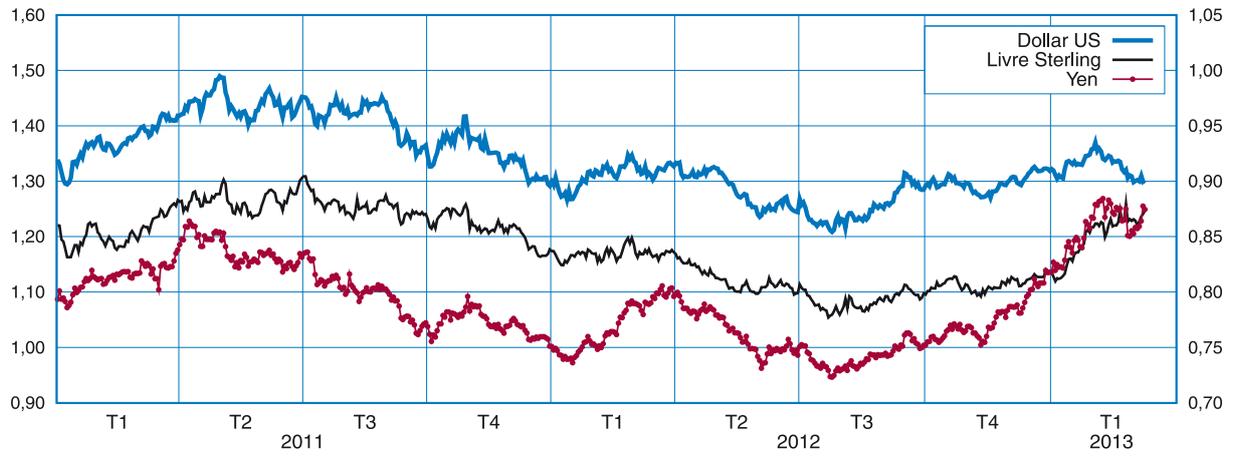
Sources : Banque centrale européenne (BCE) et Banque de France

4- Les bourses en hausse depuis l'été 2012



Source : DataInsight, Insee

5- Évolution du taux de change de l'euro



Source : DataInsight

Politique monétaire dans la zone euro : les VLTRO ont-ils rempli leurs objectifs ?

La BCE a mis en œuvre deux opérations exceptionnelles de refinancement fin 2011 et début 2012

En réaction à l'aggravation de la crise des dettes souveraines dans la zone euro, qui provoquait une montée des tensions sur le marché monétaire (en particulier une fragmentation croissante du marché interbancaire de la zone euro) du fait de l'exposition du bilan des banques au risque souverain, la Banque Centrale Européenne a graduellement accentué, à partir du troisième trimestre 2011, le caractère expansionniste de sa politique monétaire. Dans ce contexte, elle a mis en œuvre fin décembre 2011 et fin février 2012 deux opérations exceptionnelles de refinancement à trois ans des banques de la zone euro (dites *Very Long Term Refinancing Operations*, VLTRO) : les opérations de refinancement standards de la Banque Centrale sont à une semaine, les opérations dites de « long terme » ont habituellement une maturité de 3, 6 ou 12 mois. L'objectif affiché par la Banque Centrale était alors de s'assurer que la transmission de sa politique monétaire ne soit pas bloquée par les conditions de liquidité des banques européennes. Celles-ci se dégradaient fortement, et étaient devenues divergentes selon les pays de la zone euro, avec pour conséquence des conditions de financement par le canal du crédit hétérogènes selon les pays (cf. graphique 1). Les deux opérations devaient permettre de remédier à cette fragmentation, d'éviter une crise de liquidité généralisée, et le *credit crunch* (baisse brutale des encours de crédit accordés aux agents de l'économie) qui aurait pu s'ensuivre. Ces deux opérations ont conduit la BCE à octroyer des prêts à hauteur de 489 Md€ en décembre 2011 à 523 banques (respectivement 530 Md€ en février 2012 à 800 banques). Ceci s'est fait sous la forme de prêts de montant illimité à échéance de trois ans, à un taux égal à la moyenne du taux directeur sur la période, c'est-à-dire 1,0 % avant juillet 2012, et 0,75 % depuis. Cependant, une partie de ces prêts à long terme résultant en fait de la renégociation des échéances de

prêts à plus court terme qui préexistaient, l'opération ne s'est traduite que par une création nette de 210 Md€ puis de 311 Md€ (521 Md€ en tout) de monnaie par la BCE.

En gage des prêts consentis, la BCE a exigé, comme c'est l'usage lors des opérations de refinancement, la cession temporaire d'actifs (appelés collatéraux) par les banques emprunteuses, afin de se prémunir contre le risque de défaut de celles-ci. Parallèlement à la décision de conduire les opérations de VLTRO, la liste des collatéraux éligibles par la Banque Centrale a été élargie, ce qui a contribué à soutenir le prix de certaines classes d'actifs, notamment des titres de dette souveraine. Afin de contrôler le niveau de risque de son bilan, la BCE a fixé les décotes appliquées aux actifs éligibles en fonction de leur niveau intrinsèque de risque.

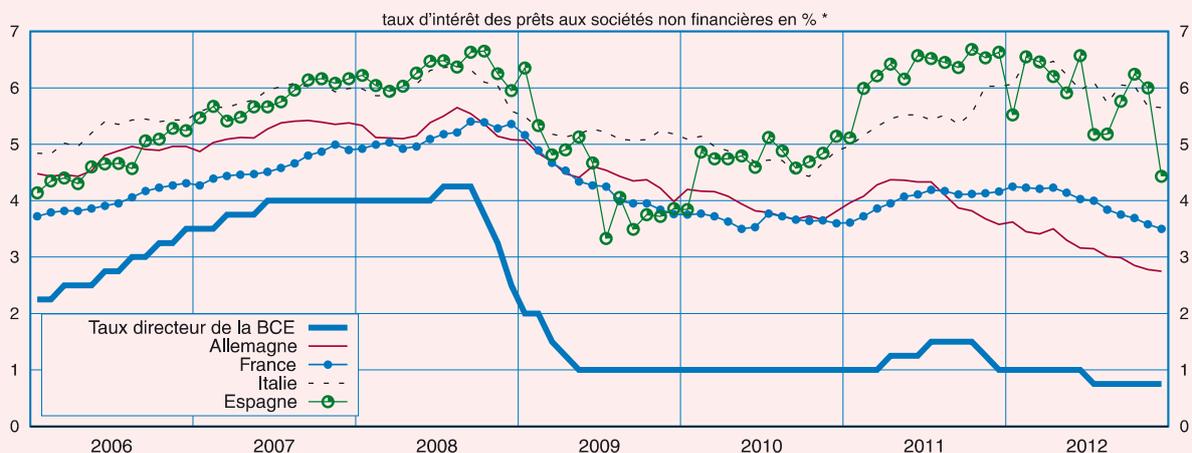
Les banques ont commencé début 2013 à rembourser les VLTRO

Les VLTRO de décembre 2011 et février 2012 sont des prêts à échéance de trois ans, mais remboursables, en partie ou en totalité, après une période d'un an. Début mars, sur les 1019 Md€ bruts alloués, les banques européennes en ont remboursé environ 155 Md€ au titre du VLTRO 1 et 68 Md€ au titre du VLTRO 2, soit environ 22 % du montant global brut et 43 % du montant net alloué.

Qui a emprunté lors des VLTRO ?

Comme pour l'ensemble des opérations de refinancement décidées par la BCE, les appels d'offre ont été mis en œuvre par les Banques Centrales Nationales de la zone euro, ce qui permet de connaître l'exposition des secteurs bancaires des différents pays de la zone euro aux deux VLTRO. Parmi les grands pays européens, l'Italie et l'Espagne sont ceux qui ont fait le plus grand usage des VLTRO, leurs banques ayant emprunté plus de 60 % du montant total net alloué (521 Md€). Les banques françaises ont quant à elles emprunté environ 14 % du montant total net qu'elles ont nettement commencé à rembourser début 2013.

1 - Fragmentation des conditions de financement dans la zone euro



* Montant inférieur à 1 million d'euros, maturité supérieure à cinq ans

Source : Banque Centrale Européenne

Quels ont été les effets des VLTRO ?

Les VLTRO ont conduit à une augmentation massive de la liquidité excédentaire dans l'Eurosystème

Les deux VLTRO consentis par la BCE ont créé un fort excédent de liquidité sur le marché monétaire européen. Avec la nomenclature de la BCE¹, on définit une offre et un besoin de liquidité. L'offre est la liquidité injectée par la Banque Centrale sur le marché monétaire. Elle résulte de la somme des montants alloués lors des opérations de refinancement et du montant des prêts au jour le jour octroyés par la BCE à ces banques (au moyen de la facilité de prêts). Le besoin de liquidité est la quantité de monnaie que les banques doivent garder sous forme liquide. Elle résulte de la somme des réserves minimales requises par la Banque Centrale et de facteurs de liquidité dits autonomes, que la BCE ne contrôle pas directement (par exemple le besoin en pièces et billets des agents de l'économie réelle). L'excès de liquidité, défini comme la différence entre l'offre et le besoin de liquidité, est donc un indicateur du déséquilibre du marché monétaire.

Entre 2008 et 2011, l'excès de liquidité n'a que rarement dépassé 200 Md€. Juste avant le premier VLTRO de décembre 2011, il atteignait 300 Md€ et, sous l'impulsion des deux VLTRO, la liquidité excédentaire a atteint un maximum de 808 Md€ en mars 2012. Mi-février 2013, cet excès de liquidité restait élevé, proche de 500 Md€.

Cette liquidité excédentaire a atténué les tensions sur le marché monétaire, mais n'en a pas normalisé le fonctionnement

L'abondance de liquidité prêtée à faible taux aux banques lors des VLTRO a entraîné un apaisement du marché interbancaire, la BCE ayant fourni la liquidité nécessaire pour couvrir les besoins de liquidité des banques. Depuis lors, le marché monétaire est caractérisé par des taux très bas et peu volatils, ce qui indique le rôle toujours important joué

par la banque centrale dans le financement du secteur financier (cf. graphique 2 de la fiche Marchés financiers). L'excès d'offre de liquidité par rapport à la demande contraint en effet les banques désireuses de prêter leur liquidité excédentaire à le faire à des taux très bas. Début mars, les remboursements des VLTRO n'ont pas occasionné de remontée des taux interbancaires, ce qui montre que la situation d'excès de liquidité perdure.

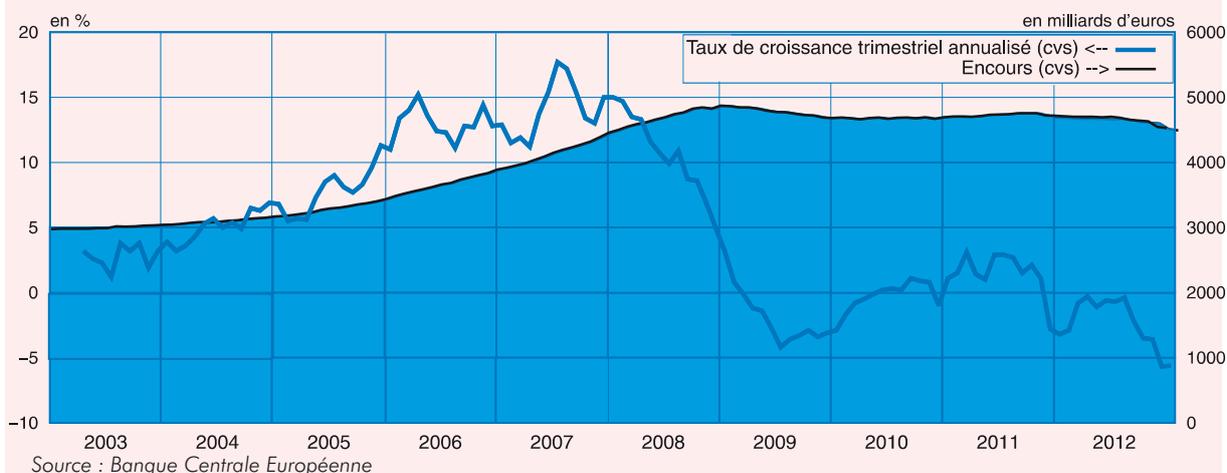
La faiblesse relative de ces remboursements confirme que le fonctionnement du marché monétaire reste altéré, et que la confiance entre les banques n'est pas revenue. Les conditions d'accès au financement restent hétérogènes : certaines banques n'ont pas retrouvé de conditions de financement à des taux suffisamment avantageux ou de manière suffisamment pérenne pour qu'elles puissent se permettre de rembourser la BCE, tandis que d'autres, plus solides, ont trouvé des moyens de financement de marché (par le crédit interbancaire mais aussi, par exemple, par l'émission de dette) et sont maintenant en capacité de rembourser la Banque Centrale (et d'autant plus désireuses de le faire par effet de réputation).

La baisse du crédit dans les pays du Sud de l'Europe a été temporairement enrayerée

En supprimant le risque de manque de liquidité auquel étaient confrontées les banques européennes à la fin de l'année 2011, les VLTRO ont permis d'enrayer début 2012 la chute des encours de crédit qui s'accélérait fin 2011 dans la zone euro (cf. graphique 2) en raison d'une dynamique particulièrement négative dans les pays sous programme

¹ <http://www.ecb.int/mopo/liq/html/index.en.html>

2 - Croissance de l'encours de crédit aux sociétés non financières de la zone euro



ainsi qu'en Espagne et en Italie. Les encours de crédit diminuent à nouveau depuis mi-2012 dans la zone euro, du fait de la faiblesse de la demande de crédit, selon les enquêtes réalisées auprès des banques et des sociétés non financières (enquêtes BLS et SAFE de la BCE). Ainsi, les inquiétudes sur la liquidité ou le financement ne contribuent plus au durcissement des conditions d'octroi de crédit (cf. graphique 3). Plus généralement, la forte création de base monétaire (la monnaie créée par la Banque Centrale entre autre par le biais des opérations de refinancement des banques) n'a pas été suivie d'une accélération de la masse monétaire (la monnaie créée par les banques lorsqu'elles financent l'économie, ici comprise dans son acception la plus large M3, cf. graphique 4)

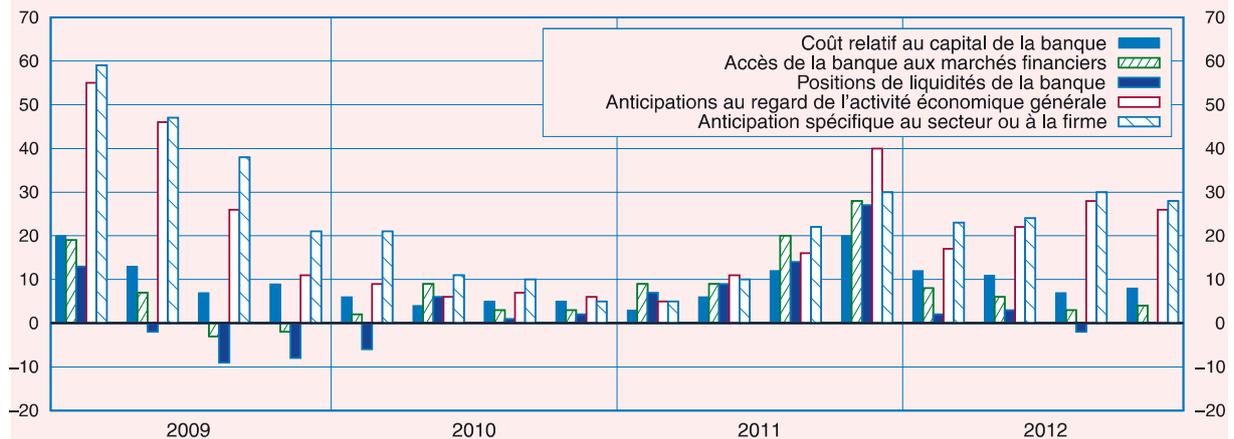
Les VLTRO ont contribué à la baisse des taux souverains

La mise en œuvre des VLTRO a été suivie d'une baisse des taux longs souverains sur le marché de la dette européenne (cf. graphique 5). D'une part, le risque de défaut des banques, et donc de recapitalisation par les États, a été revu

à la baisse. D'autre part, certaines banques européennes ont acheté à nouveau des titres souverains, le plus souvent domestiques, alors que les banques européennes dans leur ensemble étaient vendeuses nettes en 2011. Entre décembre 2011 et novembre 2012, ce sont ainsi près de 300 Md€ de titres de dette souveraine qui ont été rachetés par les banques européennes (cf. graphique 6). Les achats des bons du Trésor par les banques ont été massifs début 2012 en Italie et en Espagne.

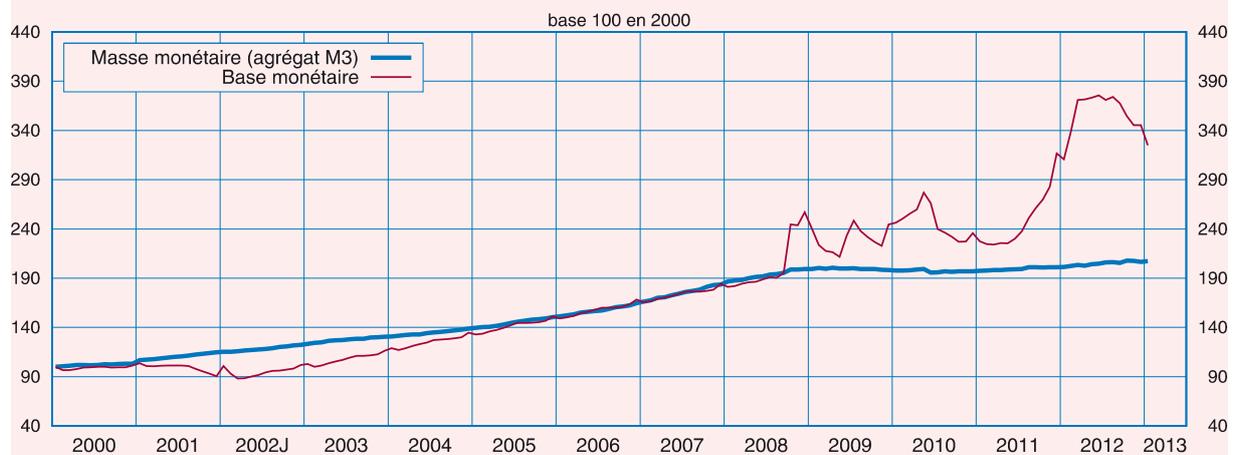
Cette baisse des tensions sur les dettes souveraines s'est cependant interrompue au printemps, et il a fallu attendre le conseil européen de juin 2012 et les déclarations de Mario Draghi sur la pérennité de la zone euro en juillet pour voir s'enclencher une nouvelle dynamique baissière, soutenue à partir de septembre par la mise en place des Opérations Monétaires sur Titres.

3 - Facteurs contribuant au resserrement du crédit



Source : Banque Centrale Européenne

4 - Croissance de la base et de la masse monétaires en zone euro



Source : Banque Centrale Européenne

La liquidité créée par les VLTRO a-t-elle circulé ?

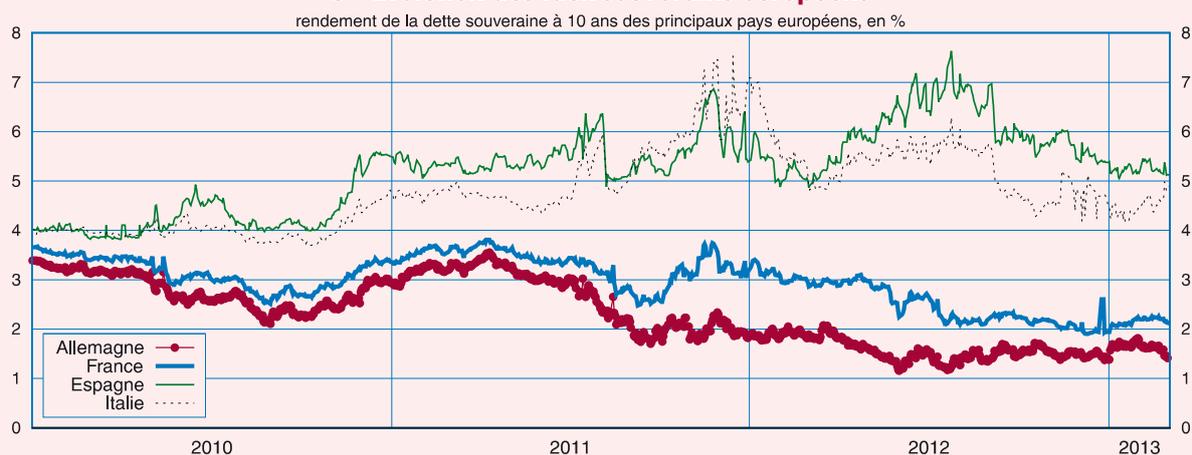
L'excès de liquidité dans le système bancaire s'est d'abord traduit par une hausse des montants déposés à la facilité de dépôt de la BCE par les banques. Les banques européennes ont en effet dans un premier temps augmenté fortement leurs dépôts au jour le jour auprès de la BCE (de 205 Md€ en novembre 2011 à 771 Md€ en avril 2012). La relocalisation immédiate d'une grande partie des fonds injectés lors du LTRO s'est effectuée avec un coût pour les banques, puisque ce qui a été emprunté au taux directeur central de la BCE a été en grande partie prêté au taux plancher de la facilité de dépôt, soit 0,25 % avant juillet 2012. Ceci témoigne de l'aversion au risque prévalant sur le marché monétaire. Après la baisse du taux de la facilité de dépôt à 0 % à partir du 11 juillet 2011 (concomitante de la baisse du taux directeur à 0,75 %), les banques européennes ont massivement cessé de placer leur liquidité excédentaire à la facilité de dépôt pour la laisser simplement sur leurs comptes courants sous forme de réserves excédentaires, le taux de rémunération étant nul dans les deux cas (à l'exception de la partie obligatoire des réserves que la BCE rémunère à 0,75 %). Ainsi, le montant

des réserves placées par les banques auprès de la BCE est passé de 109 Md€ en juin 2012 à 539 Md€ en août 2012, bien au-delà des ratios requis (107 Md€ en août 2012).

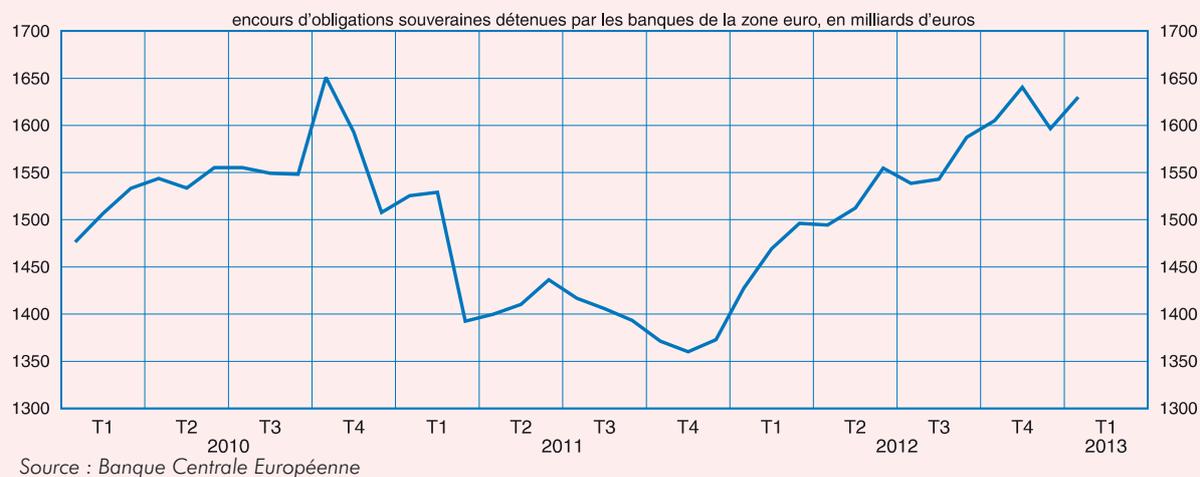
Cela ne signifie pas que la liquidité n'a pas circulé dans l'économie. Les banques ayant emprunté de la liquidité lors des LTRO et celles ayant placé des fonds au jour le jour à la BCE sont différentes², signe que la monnaie créée par la BCE a permis d'effectuer des règlements entre banques (correspondant à des transactions entre les ménages et les entreprises de la zone euro). L'importance des réserves des banques auprès de la BCE donne une information sur le mauvais fonctionnement du marché interbancaire, mais pas, *a priori*, sur la circulation de la liquidité dans la sphère réelle.

2 - cf. Benoît Coeuré, « Financer l'économie de la zone euro : le rôle de la BCE », 11 Avril 2012 (<http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120411.fr.html>)

5 - Évolution des taux souverains européens



6 - Achat de titres souverains par les banques



Pas de décrochage des anticipations d'inflation

La mise en place des *VLTRO* et la forte croissance de la base monétaire qui en résulte a suscité des craintes sur une possible poussée de l'inflation dans la zone euro. Mais, pour l'instant, la préférence pour la liquidité et la forte aversion au

risque des banques ainsi que la faiblesse de la demande de crédit du fait de perspectives d'activité toujours dégradées ont freiné la transmission à l'économie réelle. Dès lors, les anticipations d'inflation demeurent aujourd'hui faibles, à des niveaux compatibles avec les objectifs de la BCE (cf. graphique 7). ■

7 - Point mort d'inflation³ en France et dans la zone euro jusqu'en février 2013



Note de lecture : En février 2013, l'inflation anticipée à 10 ans s'établit à 1,7 % en moyenne en France et 1,5 % en moyenne dans la Zone Euro.

Source : Banque de France

3 - Le point mort d'inflation est l'écart de rendement entre une obligation souveraine et une obligation de maturité proche dont le taux est indexé sur l'inflation. Sous certaines conditions, il peut donc être assimilé à l'anticipation de l'inflation future par le marché.

Zone Euro

Lent redémarrage sur fond de divergences

Au quatrième trimestre 2012, l'activité dans la zone euro s'est fortement contractée (-0,6 % après -0,1 %). En effet, malgré l'accélération du commerce mondial, les exportations se sont repliées pour la première fois depuis 2009 et les échanges extérieurs n'ont plus soutenu la croissance. La demande intérieure a continué de reculer au même rythme qu'aux trimestres précédents.

Au premier semestre 2013, la zone euro renouerait avec la croissance, +0,1 % par trimestre, ainsi que le suggère le net redressement du climat des affaires. La zone euro bénéficierait en effet de l'accélération des débouchés extérieurs tandis que le repli de la demande intérieure perdrait en intensité. Après une phase marquée d'ajustement, le taux d'investissement est faible et les besoins de renouvellement des capacités de production sont importants : l'investissement en biens d'équipement ne reculerait plus en 2013. Le pouvoir d'achat resterait pénalisé par la faiblesse des revenus salariaux mais l'impact des mesures de consolidation budgétaire serait moins important en 2013 qu'en 2012 et l'inflation serait en baisse. Dès lors, la consommation se contracterait début 2013 moins fortement qu'en 2012.

À l'horizon de la prévision, les divergences de trajectoire persisteraient entre, d'une part, l'Allemagne, où l'activité rebondirait

vigoureusement dès le premier trimestre 2013, et d'autre part, l'Espagne et l'Italie, où elle continuerait de se replier. En France, l'activité serait quasi stable. Au total, après -0,5 % de croissance en 2012, l'acquis pour 2013 à la fin du deuxième trimestre serait de -0,3 %.

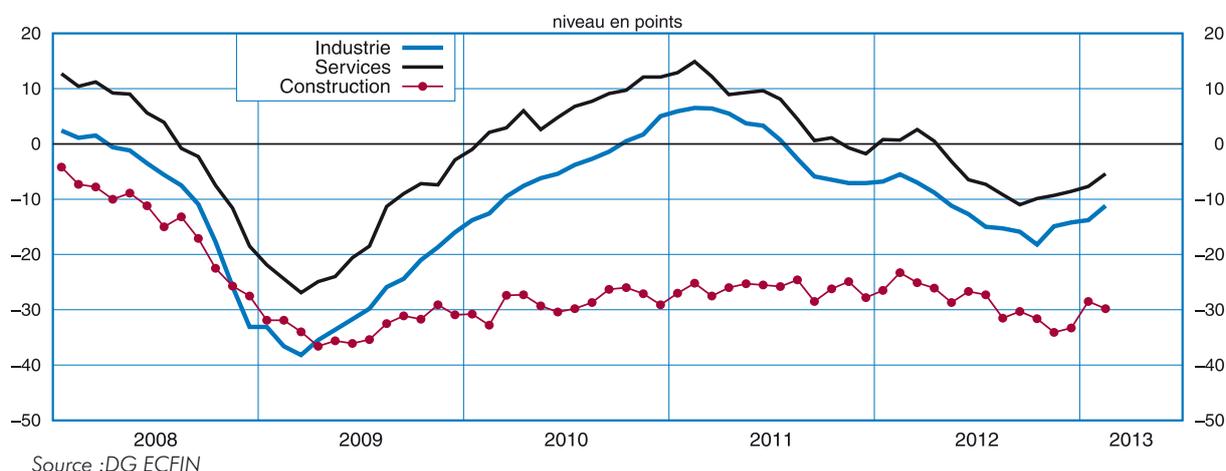
Fort recul de l'activité au quatrième trimestre 2012

L'activité dans la zone euro s'est vivement contractée au quatrième trimestre 2012 (-0,6 % après -0,1 %). Pour la première fois depuis trois ans, les exportations ont reculé (-0,9 %). Malgré l'accélération de la demande des économies émergentes, elles ont été pénalisées par le recul des échanges dans les pays développés. En outre, la consommation et l'investissement ont poursuivi leur repli au même rythme qu'aux trimestres précédents.

Lent redémarrage début 2013...

Après avoir atteint un point bas en octobre 2012, le climat des affaires se redresse nettement dans la zone euro, particulièrement en Allemagne (cf. graphique 1). Selon les enquêtes de conjoncture dans l'industrie comme dans les services, les chefs d'entreprise anticipent une amélioration de l'activité au premier trimestre 2013. Après un peu plus d'un an de recul, le PIB de la zone euro renouerait donc avec une faible croissance au premier semestre 2013 (+0,1 % par trimestre). L'acquis de croissance pour 2013 à

1 - Climat des affaires dans la zone euro



l'issue du deuxième trimestre resterait cependant négatif (-0,3 %).

...mais les dynamiques seraient toujours divergentes

L'écart de trajectoire entre les pays de la zone euro continuerait de s'accroître (cf. graphique 2). L'activité serait dynamique en Allemagne, portée par le rebond de l'investissement en équipement et en construction. À l'inverse, en Italie et en Espagne, l'activité continuerait de reculer, même si le rythme de contraction se modérerait. En France, l'activité augmenterait peu, freinée par le manque de vigueur de la demande intérieure.

Soutien des exportations

Selon les enquêtes de conjoncture, les perspectives d'exportation s'amélioreraient nettement au début 2013 (cf. graphique 3). Après avoir reculé au quatrième trimestre 2012 (-0,9 %), les exportations rebondiraient donc au premier semestre 2013 (+0,7 % puis +0,9 %). Elles bénéficieraient du rebond des échanges au sein de la zone euro, notamment du fait de la hausse des importations en Allemagne. En outre, la demande continuerait de progresser dans les autres économies avancées et elle accélérerait dans les économies émergentes. L'appréciation récente de l'euro pèserait toutefois légèrement sur les exportations, principalement en Espagne et en Italie.

L'investissement se stabiliserait

Après plusieurs trimestres de repli marqué, l'investissement en équipement amorcerait une timide reprise début 2013. En effet, les

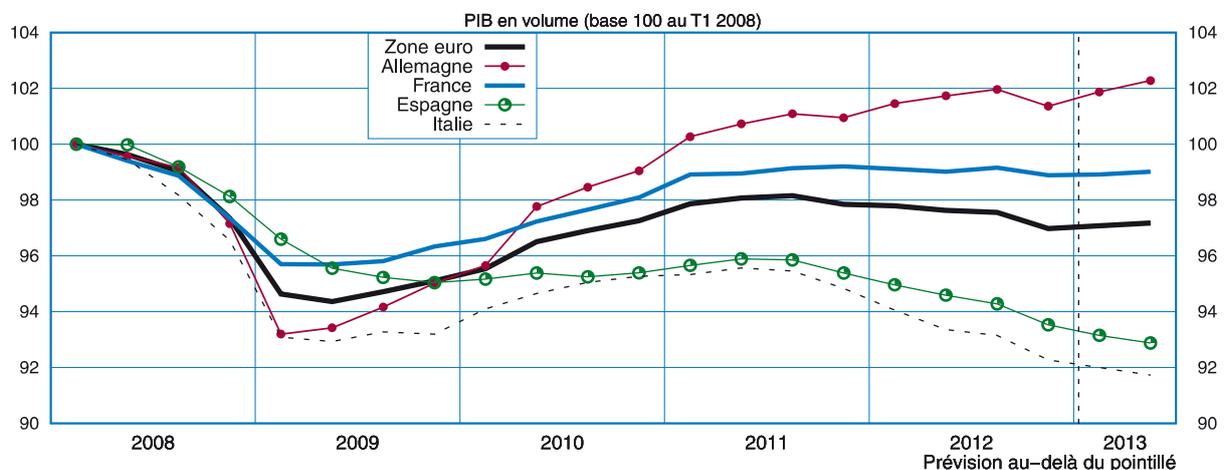
perspectives d'activité, selon les enquêtes de conjoncture, s'améliorent nettement et le taux d'utilisation des capacités de production a enfin augmenté en janvier. Toutefois, la reprise de l'investissement serait progressive. En effet, les conditions de financement des agents privés restent difficiles en Italie et en Espagne, même si elles s'améliorent graduellement. Ainsi, dans ces deux pays, les taux d'intérêt des crédits accordés aux entreprises restent élevés. En outre, l'investissement en construction continuerait de se replier. Ce recul serait toutefois moins marqué en 2013 car le secteur de la construction redémarrerait en Allemagne.

La consommation toujours à la peine

La faiblesse passée de l'activité continuerait de peser sur le marché du travail et l'emploi reculerait de nouveau. La dégradation du marché du travail pèse sur le pouvoir de négociation des salariés et les salaires progresseraient peu en Espagne et en Italie. Dès lors, les revenus salariaux augmenteraient à peine début 2013.

Par ailleurs, les efforts de consolidation budgétaire freineraient le revenu disponible des ménages même si l'effort global voté pour 2013 est moindre qu'en 2012. Ces mesures atténueraient le soutien des stabilisateurs automatiques (hausse « mécanique » de prestations sociales et baisse des impôts en phase de ralentissement de la croissance). En revanche, la modération de l'inflation soutiendrait légèrement le pouvoir d'achat, qui reculerait début 2013 moins vite qu'en 2012.

2 - Divergences dans la zone euro



Sources : Eurostat, calculs Insee

Développements internationaux

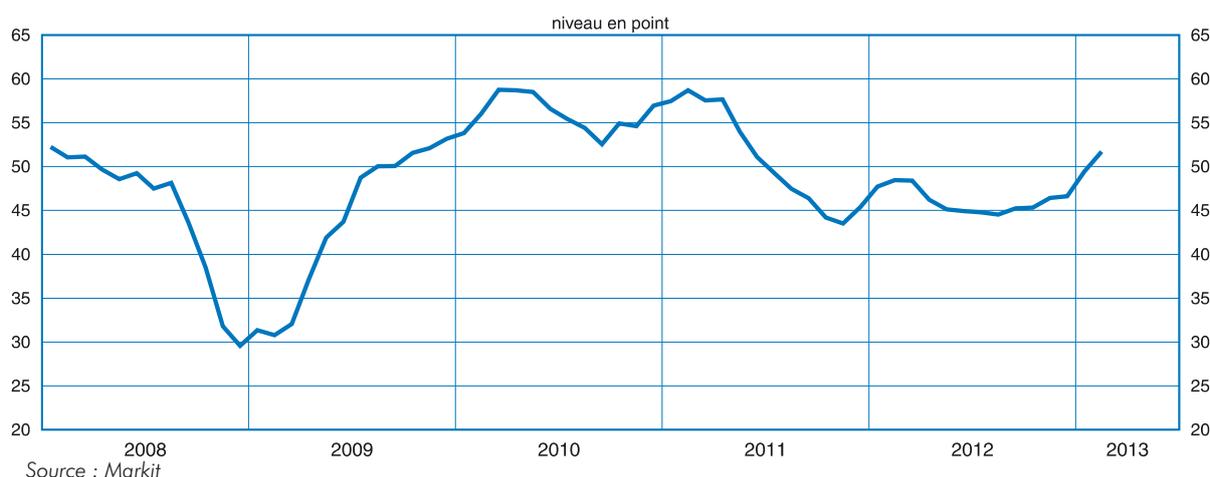
La consommation continuerait donc de baisser au premier semestre 2013 (-0,2 % puis -0,1 %), mais moins fortement qu'en 2012, suivant le profil attendu du pouvoir d'achat. Le taux d'épargne des ménages serait stable à 13,0 %, comme en 2012.

L'inflation continuerait de baisser

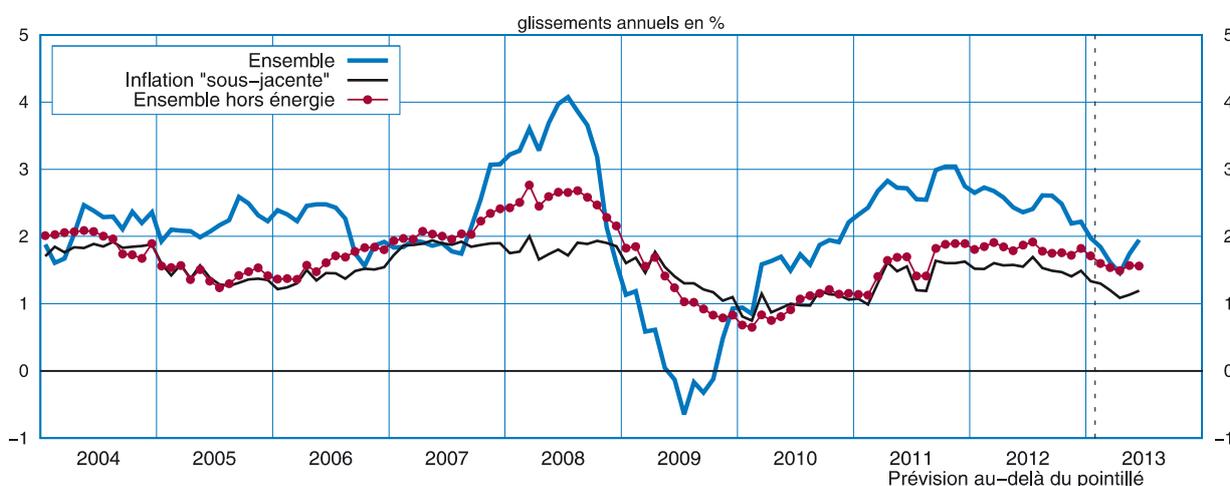
Au quatrième trimestre 2012, la hausse du taux de chômage s'est poursuivie (11,9 % en janvier). Compte tenu de la faiblesse de l'activité, il continuerait d'augmenter jusqu'en juin 2013. Dès lors, les pressions inflationnistes seraient limitées et l'inflation sous-jacente reculerait à 1,2 % en juin 2013, après 1,3 % en janvier 2013 (cf. graphique 4).

La baisse de l'inflation totale dans la zone euro, nette depuis le début de l'année 2012, se poursuivrait jusqu'en avril 2013. Elle remonterait ensuite, suivant le profil de l'inflation énergétique. En effet, sous l'hypothèse d'un baril de Brent stable en prévision à 110\$ (84 €), le glissement annuel des prix des produits énergétiques diminuerait jusqu'à 1,4 % en avril 2013, après 5,2 % en décembre 2012. Il augmenterait ensuite à 5,1 % en juin, sous l'effet de sorties de glissement des baisses survenues en mai et juin 2012. En outre, le renchérissement des matières premières alimentaires survenu depuis le début de l'année 2013 se diffuserait aux prix de l'alimentation. Au total, l'inflation d'ensemble, à 2,0 % en janvier, s'établirait à nouveau à ce niveau en juin 2013. ■

3 - Perspectives d'exportations dans l'industrie manufacturière



4 - Prix à la consommation dans la zone euro



Allemagne

Redémarrage

L'activité a fortement reculé au quatrième trimestre 2012 en Allemagne (-0,6 %). Les échanges extérieurs ont lourdement pesé sur la croissance : les exportations se sont repliées (-2,0 %), tandis que les importations ont plutôt résisté au vu du recul de l'activité. En outre, l'investissement en équipement a reculé pour le cinquième trimestre consécutif. Seule la consommation, publique et privée, a légèrement progressé.

Selon les enquêtes de conjoncture, l'économie allemande rebondirait au premier semestre 2013. Les exportations seraient à nouveau en hausse, de même que l'investissement, et la consommation des ménages resterait solide. L'activité augmenterait de 0,5 % au premier trimestre 2013, et de 0,4 % au deuxième. L'acquis de croissance pour l'année 2013 à l'issue du premier semestre s'élèverait à +0,5 %.

Les exportations allemandes redémarreraient

Après avoir reculé fin 2012, les exportations allemandes rebondiraient début 2013 grâce au dynamisme de la demande hors zone euro : la composante des nouvelles commandes à l'exportation des enquêtes PMI est en effet en hausse depuis octobre 2012, de même que les perspectives de demande étrangère des enquêtes de l'Ifo-Institut (cf. graphique).

L'investissement rebondirait

Après avoir reculé de 4,1 % en 2012, l'investissement en biens d'équipement se relèverait dans le sillage des exportations à l'horizon de la

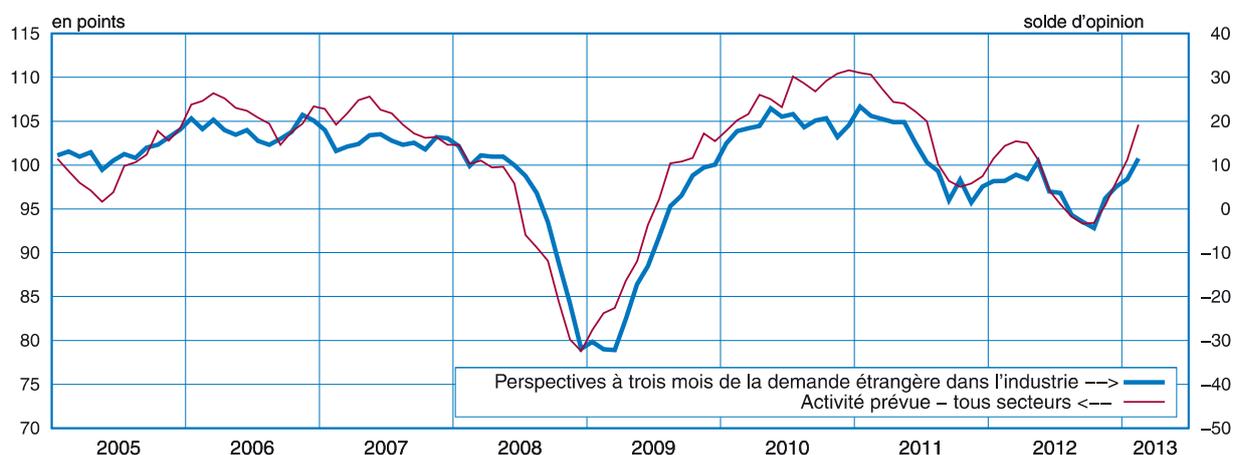
prévision (+0,7 % au premier trimestre 2013 et +2,0 % au deuxième). En effet, les commandes en biens d'équipement se sont redressées en 2012, de même que le taux d'utilisation des capacités de production. Et surtout, l'optimisme des enquêtes de conjoncture depuis octobre témoigne d'un retour de confiance dans les perspectives économiques.

Après avoir baissé en 2012 (-0,9 %), l'investissement en construction rebondirait en 2013. En effet, le nombre de permis de construire ainsi que les commandes dans la construction augmentent tendanciellement depuis 2010.

La consommation des ménages resterait solide

La situation du marché du travail allemand reste favorable aux salariés. La légère baisse de la productivité constatée depuis début 2011 s'est accentuée au quatrième trimestre 2012, l'emploi ayant continué d'augmenter malgré le recul de l'activité. Début 2013, la productivité se redresserait, si bien que l'emploi croîtrait moins que l'activité. Le taux de chômage à 5,3 % resterait stable à l'horizon de la prévision. Les hausses de salaires se poursuivraient et le pouvoir d'achat des ménages, soutenu également par une baisse de cotisations sociales au 1^{er} janvier 2013 progresserait de nouveau. Dans ce contexte, la consommation des ménages, en augmentation en 2012 malgré les à-coups de l'activité, progresserait de 0,3 % par trimestre début 2013, et le taux d'épargne resterait stable, à 15,3 %.

Le climat des affaires s'améliore



Source : Enquêtes de conjoncture de l'Ifo-Institut

Italie

Les freins sont moins puissants

L'activité italienne s'est fortement repliée au quatrième trimestre 2012 (-0,9 %) et le recul se poursuivrait au premier semestre 2013 (-0,3 % par trimestre) avec, toutefois, une intensité moindre. Début 2013, les enquêtes auprès des entreprises donnent en effet des signes d'amélioration. Les exportations accéléreraient et, soutenu par le besoin de renouvellement des capacités productives, l'investissement en équipement se stabiliserait. En revanche, les ménages continueraient de réduire leur consommation en 2013 car, malgré la modération de l'inflation, le pouvoir d'achat reculerait fortement au premier semestre 2013.

Frémissement des enquêtes dans le secteur manufacturier

La production manufacturière continuerait de se replier au premier semestre 2013, mais à un rythme nettement moins soutenu que fin 2012. D'une part, les enquêtes auprès des directeurs d'achat dans l'industrie manufacturière (PMI) se redressent nettement depuis l'été, notamment la composante relative aux nouvelles commandes à l'exportation (cf. graphique). D'autre part, l'indice de la production industrielle a légèrement rebondi en décembre (+0,4 %) après trois mois de recul. La dégradation du PIB italien se modérerait ainsi au premier semestre 2013 (-0,3 % par trimestre). L'acquis de croissance pour 2013 à la fin du deuxième trimestre serait de -1,5 %.

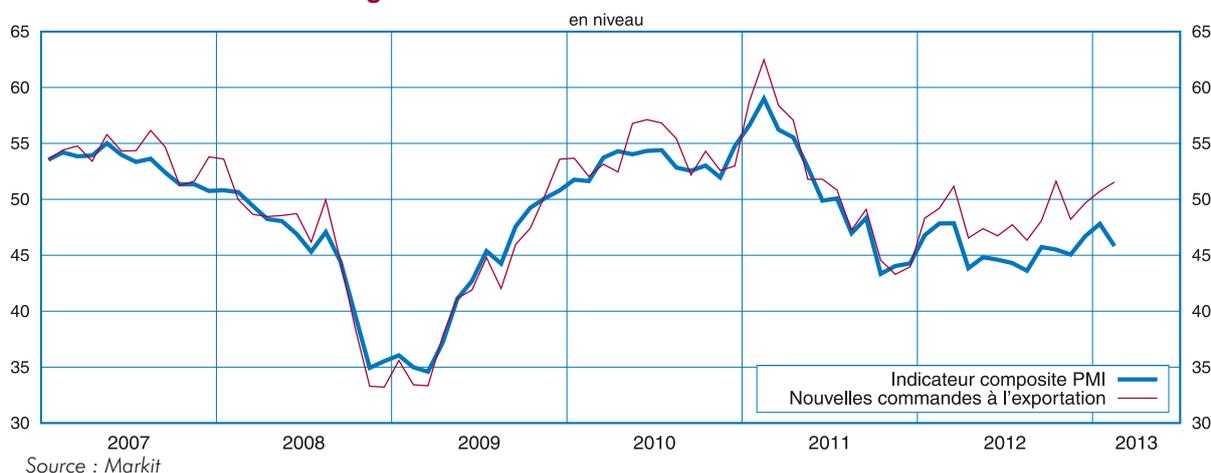
L'effort de consolidation budgétaire s'atténue mais continue de peser sur la consommation

En l'état actuel des mesures votées, l'effort de consolidation budgétaire se poursuivrait en 2013 à un rythme toutefois plus faible qu'en 2012. Les prélèvements supplémentaires sur les ménages atteindraient 1,7 % de leur revenus, soit légèrement moins qu'en 2012 (2,1 points de RDB). De surcroît, l'inflation baisserait, passé le choc de TVA en 2012. En revanche, la dégradation de l'emploi se poursuivrait et le taux de chômage atteindrait 11,6 % au deuxième trimestre 2013 : dans ce contexte, les salariés ne parviendraient pas à maintenir leurs salaires réels malgré la modération de l'inflation. Le pouvoir d'achat des ménages continuerait ainsi de reculer d'ici mi-2013. Dans un contexte politique incertain, le taux d'épargne serait stable, comme depuis mi-2011, et les ménages réduiraient leur consommation au premier semestre 2013 (-0,6 % par trimestre).

Rebond des exportations et stabilisation progressive de l'investissement

Le recul de l'investissement en biens d'équipement (-9,2 % en 2012) perdrait progressivement de son intensité. Les perspectives d'activité se redressent en effet selon les enquêtes de conjoncture. De plus, les taux accordés aux petites entreprises baissent depuis début 2012 et les exportations, bien que freinées par l'appréciation récente de l'euro, restent stimulées par la demande étrangère. Le besoin de renouvellement des capacités productives croît du fait du sous-investissement des dernières années. Les incertitudes politiques pourraient toutefois freiner quelque peu la reprise de l'investissement. ■

Le climat global dans l'industrie manufacturière s'améliore



Espagne

Le rythme d'ajustement se maintient

L'activité espagnole se contracte depuis fin 2011 et ce mouvement se poursuivrait à l'horizon de la prévision : -0,4 % et -0,3 % aux premier et deuxième trimestres 2013. Du fait de la situation dégradée du marché du travail et de la poursuite de l'effort de consolidation budgétaire, le pouvoir d'achat des ménages reculerait toujours, malgré la baisse de l'inflation. Les ménages continueraient ainsi de réduire fortement leur consommation. En revanche, les exportations progresseraient grâce au rebond du commerce mondial, même si l'appréciation récente de l'euro les pénaliserait. L'investissement en biens d'équipement se stabiliserait d'ici mi-2013, soutenu par la demande extérieure, la baisse des tensions financières et le besoin de renouvellement des capacités productives.

Les exportations espagnoles freinées par la hausse de l'euro

Même si elles ont légèrement reculé au quatrième trimestre 2012 (-0,9 %), pénalisées par le recul des échanges dans les pays développés, les exportations espagnoles sont dynamiques depuis 2009. Elles ont notamment bénéficié de la baisse depuis trois ans de l'euro. Au premier semestre 2013, les exportations espagnoles profiteraient du rebond du commerce mondial, mais seraient freinées par l'appréciation récente de l'euro. Elles rebondiraient modérément (+0,8 % puis +1,2 % par trimestre). Avec une demande intérieure toujours en repli, la demande extérieure continuerait d'être l'unique soutien de la croissance en Espagne.

L'investissement : renouvellement des capacités productives

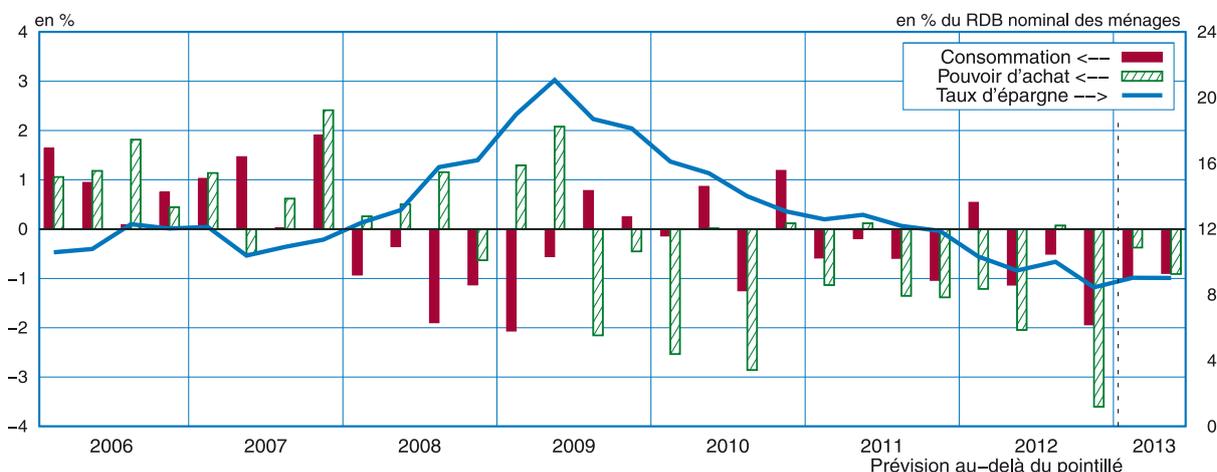
Le fort repli de l'investissement depuis plusieurs trimestres génère des besoins de renouvellement. L'investissement en biens d'équipement débiterait ainsi une phase de rattrapage, favorisée par le niveau élevé des marges des entreprises. L'investissement en biens d'équipement se stabiliserait alors d'ici mi-2013, sans progresser vraiment, compte tenu de la faible sollicitation des capacités de production. Dans la construction, l'investissement poursuivrait son recul, déprimé par l'apurement de la bulle immobilière et la baisse de l'investissement public.

Consommation en repli et stabilisation du taux d'épargne

Les pertes d'emploi se poursuivraient début 2013 et le taux de chômage, à 26 % fin 2012, continuerait d'augmenter. La hausse du niveau du chômage d'une part, et l'effort de modération salariale d'autre part, limiteraient les revenus d'activité, tandis que les hausses d'impôts et les baisses de prestations sociales votées pour 2013 sont d'ampleur comparable à celles de 2012. Mais, grâce au recul de l'inflation, le pouvoir d'achat du RDB se replierait au premier semestre 2013 à un rythme plus faible qu'en 2012 (cf. graphique).

Après l'avoir fortement réduit jusqu'à fin 2012, les ménages stabiliseraient leur taux d'épargne à un niveau bas (cf. graphique) et la consommation se contracterait de nouveau en 2013 (-1,0 % au premier puis -0,9 % au deuxième trimestre 2013). ■

Le taux d'épargne se stabiliserait



Sources : Ine, Calculs et prévisions Insee

États-Unis

Malgré les hausses de prélèvements, la demande intérieure résiste

L'économie américaine a calé au quatrième trimestre 2012 (0,0 %) : la demande intérieure privée a été dynamique (+0,9 %) mais les dépenses publiques de défense se sont fortement contractées. L'activité accélérerait nettement au premier trimestre 2013 (+0,6 %). L'investissement résidentiel poursuivrait son redressement et les exportations américaines bénéficieraient de l'accélération du commerce mondial. Au deuxième trimestre, la consommation des ménages pâtirait de la hausse des prélèvements et les dépenses publiques se contracteraient à nouveau : l'activité ralentirait nettement (+0,3 %)

Une « falaise budgétaire » d'environ 1,5 point de PIB ...

L'accord intervenu fin décembre 2012 entre le Congrès et le président représente un prélèvement supplémentaire de 195 Mds de \$ sur le revenu des ménages en 2013. L'essentiel de cette somme provient de la hausse des cotisations salariales. Par ailleurs, les taux d'imposition augmentent pour les revenus du capital et pour la tranche supérieure de l'impôt sur le revenu. Les prélèvements supportés par les ménages augmenteraient ainsi de plus de 7 % dès le premier trimestre 2013. Côté dépenses, les coupes automatiques entrées en vigueur le 1^{er} mars, représentent potentiellement 7 % des dépenses programmées de l'État fédéral en 2013. La prévision retient l'hypothèse qu'un accord serait trouvé et que la consommation publique se contracterait modérément au deuxième trimestre (-0,5 %).

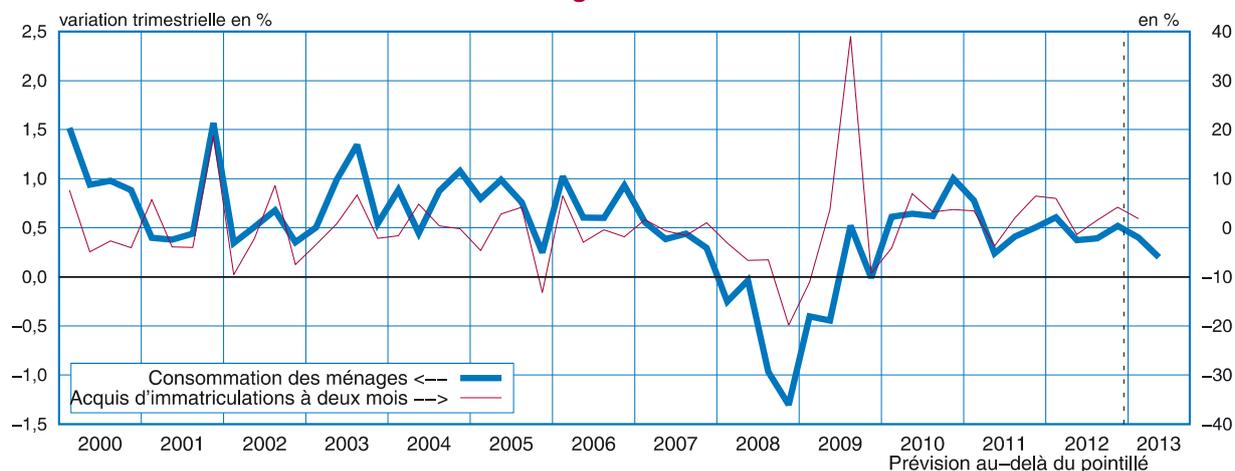
...qui provoquerait un ralentissement de la consommation

Sous l'effet du choc fiscal, le pouvoir d'achat des ménages reculerait au premier semestre 2013. Ce recul serait toutefois amorti par la modération de l'inflation et le dynamisme de l'emploi. En effet, les créations d'emplois, 180 000 en moyenne par mois en 2012, ne faibliraient guère à l'horizon de la prévision et le taux de chômage se replierait légèrement (cf. éclairage). En outre, plusieurs facteurs favoriseraient une baisse du taux d'épargne : d'un côté la hausse de certains prélèvements concernerait les ménages les plus aisés ; de l'autre, la hausse du prix des actifs générerait des effets de richesse. Au total, la consommation résisterait au premier trimestre 2013 (+0,4 %), comme le suggèrent les immatriculations jusqu'en février 2013 (cf. graphique) mais ralentirait fortement au deuxième trimestre (+0,2 %).

L'investissement reste dynamique, le moteur extérieur redémarre

Les exportations américaines, en fort repli au quatrième trimestre 2012, profiteraient de l'accélération des échanges commerciaux, et notamment de la demande asiatique, et rebondiraient nettement. À l'horizon de la prévision, les entreprises profiteraient du haut niveau de leurs marges et de conditions de financement toujours favorables pour continuer de développer leurs capacités productives. Parallèlement, le secteur de la construction continuerait à croître à un rythme soutenu. ■

La consommation des ménages américains résiste au choc fiscal



Sources : Bureau of Economic Analysis, calculs et prévisions Insee

La baisse du taux d'activité aux États-Unis s'explique-t-elle par des effets de flexion ?

Le taux de chômage baisse aux États-Unis depuis fin 2009

Après avoir fortement et très rapidement augmenté depuis le début de la crise, passant de 4,5 % mi-2007 à un pic de 10,0 % en octobre 2009, le taux de chômage américain a depuis nettement décru. Il s'est établi ainsi à 7,8 % en décembre 2012 (cf. graphique 1).

Le taux d'activité recule également

Parallèlement, le taux d'activité des plus de 16 ans a également fortement décru. Depuis 2007, il a baissé d'environ 2,5 points, et de 1,4 point depuis fin 2009. Ce recul, y compris dans la phase d'amélioration du marché du travail, apparaît beaucoup plus marqué que lors des cycles conjoncturels précédents (cf. graphique 2). Dès lors, il est naturel de se demander dans quelle mesure la baisse du chômage traduit un phénomène de découragement des travailleurs sans emploi, qui les conduirait à sortir du marché du travail.

La structure par âge explique environ la moitié de la baisse du taux d'activité

Le taux d'activité est le rapport entre la population active et la population totale en âge de travailler. En tenant compte de la structure par âge et par sexe de la population, l'évolution entre deux dates du taux d'activité global peut se décomposer en deux contributions (cf. annexe) : d'une part l'évolution des taux d'activité dans chaque tranche d'âge et de sexe (dite « variation sous-jacente » ici), d'autre part la variation des poids des différentes tranches d'âge et de sexe dans la population en âge de travailler, à taux d'activité des tranches donné (dit « effet de la structure par âge et par sexe » ici).

En particulier, le vieillissement de la population se traduit par une augmentation de la part des personnes âgées dans la

(1) Les données du Bureau of Labor Statistics ont permis de distinguer 13 tranches d'âge avec des intervalles de 5 ans de 16-19 ans à plus de 75 ans, soit 26 catégories au total en tenant compte à la fois de la stratification par âge et par sexe.

population. Or, celles-ci ayant un taux d'activité plus faible que la moyenne, le taux d'activité global tend à diminuer mécaniquement même si les taux d'activité par âge restent constants.

On construit dès lors un taux d'activité sous-jacent en figeant les poids de chaque tranche d'âge et de sexe à une date donnée². La baisse constatée entre 2007 et 2012 de ce taux d'activité sous-jacent, de l'ordre de 1,2 point, est moitié moindre que celle du taux global (cf. graphique 3).

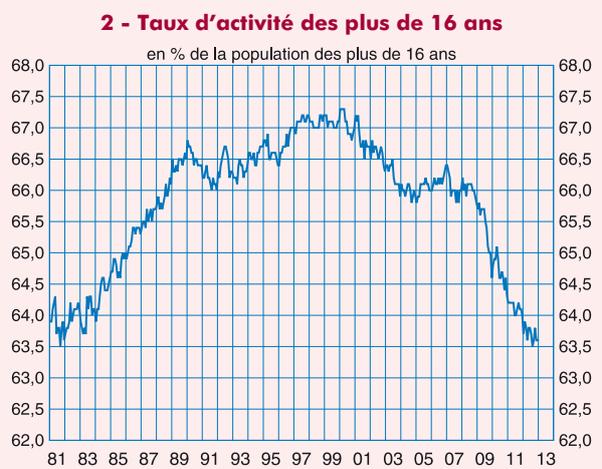
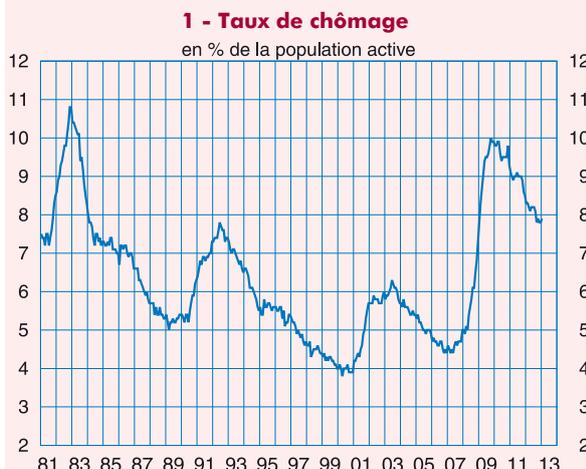
Des ruptures dans les évolutions du taux d'activité des différentes classes d'âge

Ce taux d'activité sous-jacent rend compte des évolutions des taux d'activité dans les différentes classes d'âge. Certaines sont structurelles, comme la baisse de la participation des plus jeunes du fait de la poursuite des études, mais la crise a manifestement amplifié ce mouvement (cf. graphique 4). Inversement, elle semble avoir eu peu d'effet sur la hausse structurelle des taux d'activité des plus de 55 ans (cf. graphique 5). Pour les âges médians (25-54 ans), la baisse des taux d'activité, de l'ordre de 1,5 point depuis 2007, est homogène entre les différentes tranches d'âge (cf. graphique 6).

Les effets de flexion ont en réalité été probablement plus faibles depuis 2008 que ceux constatés lors des crises précédentes

En complément des évolutions structurelles dans les comportements d'activité, la situation conjoncturelle peut induire des modifications de comportements de participation

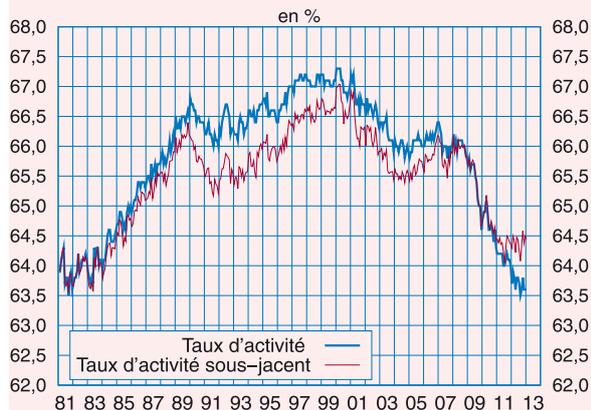
(2) Le résultat est sensible à l'année de base retenue. Cependant, en testant plusieurs années de base sur l'intervalle 1981-2012, on conclut que le résultat est qualitativement toujours le même, à savoir que la moitié de la baisse du taux de participation entre 2007 et 2012 est due à la structure par âge et par sexe de la population. Quantitativement le taux sous-jacent a perdu entre 1 et 1,5 point entre 2007 et 2012 selon l'année de base retenue. Dans toute la suite, la répartition de la structure de la population active en 1981 est retenue comme référence.



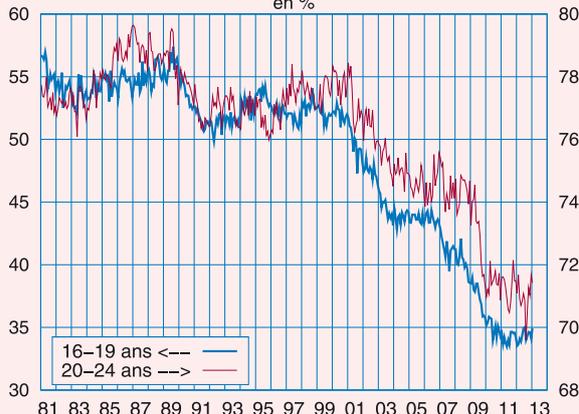
Source : Bureau of Labor Statistics

Développements internationaux

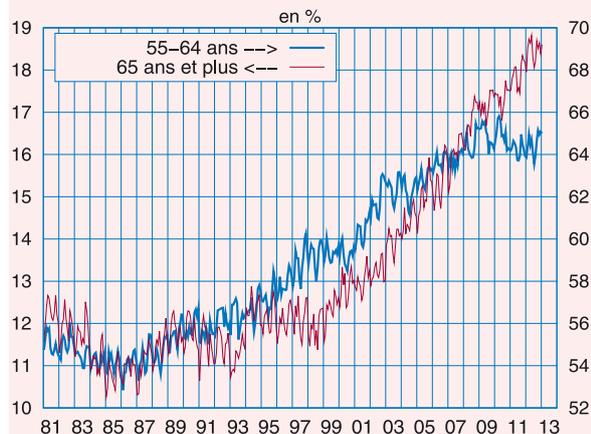
3 - Taux d'activité total et sous-jacent



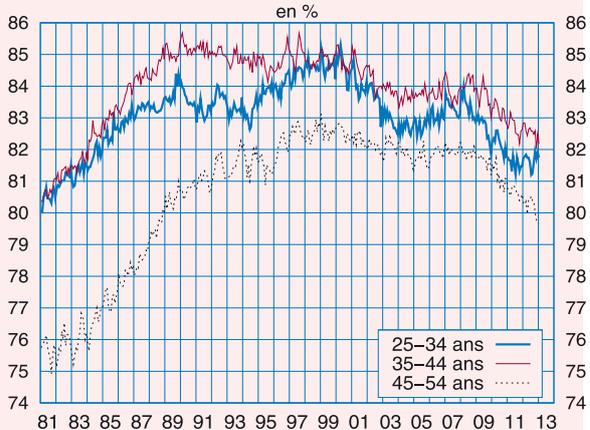
4 - Taux d'activité des 16-24 ans



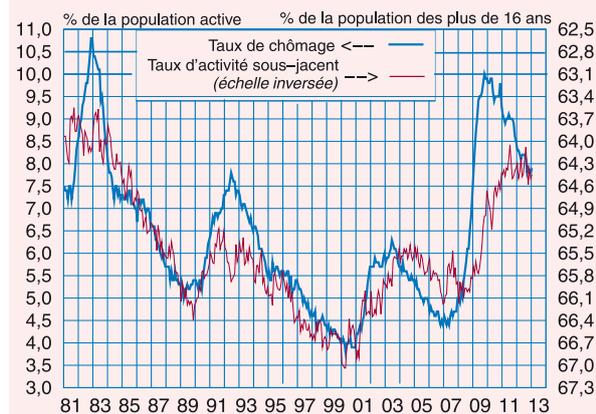
5 - Taux d'activité des plus de 55 ans



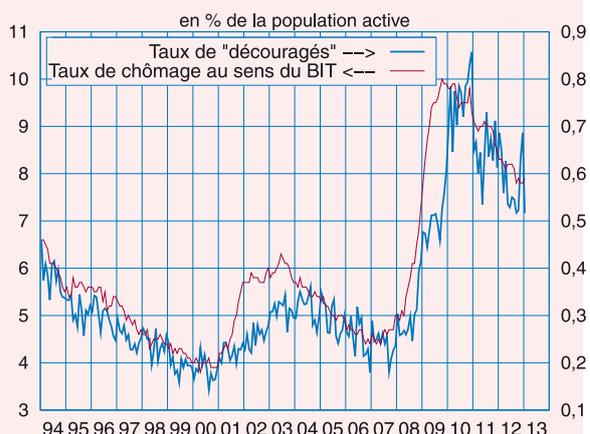
6 - Taux d'activité des 25-54 ans



7 - Taux de chômage et taux d'activité sous-jacent



8 - Taux de chômage et taux de « découragés »



Source : Bureau of Labor Statistics

au marché du travail, à travers les « effets de flexion » : une partie de la population peut se retirer de la population active lorsque le marché du travail se détériore et y revenir lorsque les perspectives de trouver un emploi s'améliorent. Ce comportement de flexion apparaît clairement dans les évolutions relatives du taux de chômage et du taux d'activité « sous-jacent » (cf. graphique 7).

Ainsi, en 2008, la baisse du taux d'activité est plutôt modérée, étant donné l'ampleur et la rapidité de la hausse du taux de chômage. Inversement, depuis 2010, le taux d'activité ne se redresse pas alors que le taux de chômage baisse. Au final le niveau du taux d'activité semble conforme à la situation sur le marché du travail.

Un autre indice de la relative résistance de la population active américaine pendant la crise est donnée par l'évolution, parmi les inactifs, du nombre de personnes qui désirent en emploi mais qui ne répondent pas à la définition

statistique des chômeurs (cf. annexe). Parmi ceux-ci, les statistiques américaines distinguent les personnes qui ont récemment interrompu leurs recherches par découragement. Le taux de « découragement » de la population en âge de travailler a beaucoup augmenté mais semble conforme à ce qui aurait été attendu étant donné l'ampleur et la rapidité de la hausse du taux de chômage (cf. graphique 8). En revanche, le nombre de personnes désirant un emploi mais ayant abandonné toute recherche depuis plus d'un an a augmenté depuis 2007, d'environ 700 000 personnes (0,4 % de la population active). Près de 2 % de la population active est dans ce cas, un niveau comparable à celui de la fin des années 1990.

Au total, le taux d'activité aux États-Unis est aujourd'hui conforme à ce que laissent attendre le niveau de l'emploi, la structure démographique et les phénomènes usuels de travailleur découragé. ■

Annexe

1. Définitions

Les statistiques sur le marché du travail américain sont issues du *Current Employment Statistics (CES) program* dont les résultats sont publiés chaque mois par le *Bureau of Labor Statistics (BLS)*. Pour chaque mois, la semaine de référence est celle qui inclut le 12^{ème} jour du mois.

Les personnes **en emploi** regroupent l'ensemble des personnes qui, durant la semaine de référence :

- ont été rémunérées pour un travail, quelle qu'en soit la durée,
- ont travaillé pour leur propre compte dans leur entreprise ou dans leur exploitation,
- ou bien ont travaillé gratuitement dans une entreprise ou exploitation familiale pendant au moins 15 heures.

Les personnes absentes de leur travail pour cause de maladie, mauvais temps, vacances, conflit professionnel ou raisons personnelles sont également comptabilisées en emploi.

Les **chômeurs** désignent l'ensemble des personnes qui respectent tous les critères suivants : ne pas avoir d'emploi durant la semaine de référence, être disponible pour travailler immédiatement et avoir entrepris des actions spécifiques pour trouver un emploi durant les 4 semaines se terminant avec la semaine de référence. Cette définition est conforme à celle du Bureau International du Travail (BIT).

La **population active** regroupe les personnes en emploi et les chômeurs. Le **taux d'activité** est défini comme le ratio de la population active sur la population en âge de travailler. Parmi les inactifs, le BLS distingue les personnes désirant travailler mais n'ayant pas été comptabilisées comme chômeurs soit parce qu'elle n'étaient pas disponibles durant la semaine de référence, soit parce qu'elles n'entreprennent plus de démarches actives de recherche d'emploi.

2. Décomposition de l'évolution du taux d'activité en fonction de la structure par âge et par sexe

Le taux d'activité s'écrit comme une somme pondérée des taux d'activité des différentes classes d'âge et de sexe, sous la forme :

$$\begin{aligned} \text{Taux}_d \text{ d'activité} = TA &= \frac{\text{Population_active}}{\text{Population_totale}} = \frac{\sum_i PA_i}{\sum_i PT_i} \\ &= \sum_i \frac{PA_i}{PT_i} \frac{PT_i}{PA_i} \end{aligned}$$

où i représente les tranches d'âge et de sexe.

Dès lors, la variation (en point) du taux d'activité entre la date 1 et la date 2 peut s'écrire :

$$\begin{aligned} TA_2 - TA_1 &= \sum_i \left(\frac{PA_{2i}}{PT_{2i}} \frac{PT_{2i}}{PA_{1i}} - \frac{PA_{1i}}{PT_{1i}} \frac{PT_{1i}}{PA_{1i}} \right) \\ &= \sum_i \left\{ \left(\frac{PA_{2i}}{PT_{2i}} - \frac{PA_{1i}}{PT_{1i}} \right) \frac{PT_{1i}}{PA_{1i}} + \left(\frac{PT_{2i}}{PT_2} - \frac{PT_{1i}}{PT_1} \right) \frac{PA_{2i}}{PT_{2i}} \right\} \\ &= \underbrace{\sum_i \left\{ \left(\frac{PA_{2i}}{PT_{2i}} - \frac{PA_{1i}}{PT_{1i}} \right) \frac{PT_{1i}}{PA_{1i}} \right\}}_{\text{variation sous-jacente}} + \underbrace{\sum_i \left\{ \left(\frac{PT_{2i}}{PT_2} - \frac{PT_{1i}}{PT_1} \right) \frac{PA_{2i}}{PT_{2i}} \right\}}_{\text{effet de la structure par âge et par sexe}} \end{aligned}$$



■

Royaume-Uni

Manque d'énergie

Après s'être repliée au quatrième trimestre 2012, l'activité britannique se redresserait au premier semestre 2013. En effet, la consolidation budgétaire se poursuivrait mais la demande intérieure resterait résiliente : avec la baisse de l'inflation et la bonne tenue de l'emploi privé, les ménages augmenteraient modérément leurs dépenses de consommation tandis que l'affermissement des débouchés extérieurs soutiendrait l'investissement des entreprises. L'activité resterait toutefois pénalisée par la faiblesse de la production énergétique.

Toujours peu d'énergie début 2013

L'activité britannique s'est à nouveau repliée fin 2012 (-0,3 %) avec l'effacement des soutiens ponctuels du troisième trimestre (J.O. de Londres, jour ouvré supplémentaire après le Jubilé de la reine) et l'arrêt prolongé d'une partie de la production de pétrole en mer du Nord. Au total, au-delà des à-coups trimestriels, l'activité a ralenti en 2012 au Royaume-Uni (+0,2 %). La production énergétique resterait faible au premier trimestre 2013, pénalisée par l'arrêt de la production sur la plateforme de *Schiehallion* (Atlantique Nord). Au total, l'activité progresserait modérément : +0,2 % par trimestre.

La consolidation budgétaire se poursuit...

Pour l'année fiscale se terminant en mars 2013, les mesures nouvelles de consolidation budgétaire ont représenté un effort de l'ordre de 1,2 point de PIB. Elles ont reposé très majoritairement sur des économies de dépenses : sous-indexation des prestations sociales versées aux ménages, suppression, à partir de janvier 2013, des

allocations familiales pour les ménages aux plus hauts revenus, et baisse des budgets ministériels. Environ 300 000 emplois publics ont ainsi été supprimés depuis 2011. Les économies budgétaires se poursuivraient au même rythme en 2013-2014 et les baisses de prestations sociales se renforceraient. En revanche, les ménages bénéficieraient d'un nouveau relèvement du seuil d'assujettissement à l'impôt sur le revenu.

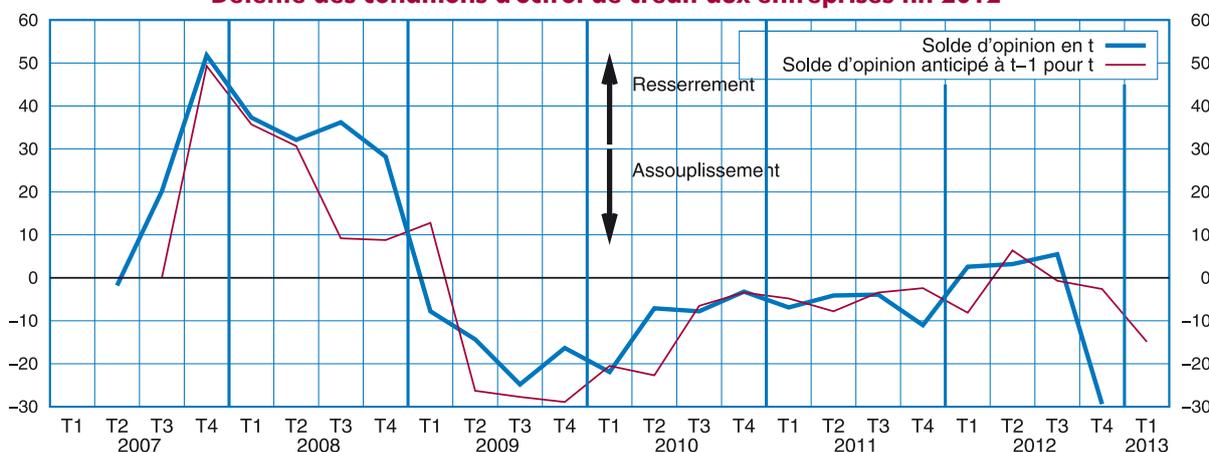
... mais l'emploi privé soutiendrait le pouvoir d'achat des ménages

Début 2013, le pouvoir d'achat des ménages serait pénalisé par les nouvelles baisses des transferts, mais l'inflation diminuerait après les hausses de tarifs fin 2012 (frais universitaires, tarifs de l'électricité). Et surtout, il serait soutenu par le dynamisme de l'emploi privé qui continuerait de progresser malgré la faiblesse de l'activité. Les ménages britanniques augmenteraient ainsi modérément leurs dépenses de consommation.

Les conditions de financement s'assouplissent

Malgré l'effet défavorable sur leurs marges de l'absence de gains de productivité, les entreprises augmenteraient légèrement leurs dépenses d'investissement productif début 2013. D'une part, elles bénéficieraient d'une politique monétaire toujours accommodante et de mesures gouvernementales destinées à favoriser leur accès au crédit (programmes *Funding For Lending* et *Supply Chain Finance*). Celles-ci ont conduit à un très net assouplissement des conditions d'octroi de crédit fin 2012 (cf. graphique). D'autre part, les débouchés extérieurs s'affermiraient, soutenus par l'accélération de la demande mondiale et la dépréciation récente de la livre. ■

Détente des conditions d'octroi de crédit aux entreprises fin 2012



Source : Banque d'Angleterre

Japon

À la relance

Au quatrième trimestre 2012, l'activité a stagné au Japon (0,0 % après -1,0 % au troisième trimestre), sous l'effet de la contraction de l'investissement des entreprises et surtout du nouveau recul des exportations, pénalisées par les tensions diplomatiques avec la Chine.

Au premier semestre 2013, l'activité japonaise renouerait avec la croissance (+0,6 % au premier trimestre et +0,4 % au deuxième trimestre). En effet, les exportations seraient stimulées par la dépréciation récente du yen et l'accélération de la demande asiatique. En outre, le nouveau plan de relance voté en février 2013, soutiendrait l'activité.

La production industrielle rebondirait au premier trimestre 2013

Après avoir fortement reculé au troisième trimestre (-4,2 %) et au quatrième trimestre 2012 (-1,9 %), l'indice de production industrielle a rebondi en décembre 2012 et en janvier 2013 (cf. graphique). Selon l'enquête sur les prévisions de production dans l'industrie du Ministère de l'Économie (METI), il augmenterait de nouveau fortement en février 2013, notamment dans les branches automobile et électronique. Le climat des affaires mesuré par les enquêtes de conjoncture signale également une nette amélioration des anticipations dans le secteur manufacturier début 2013.

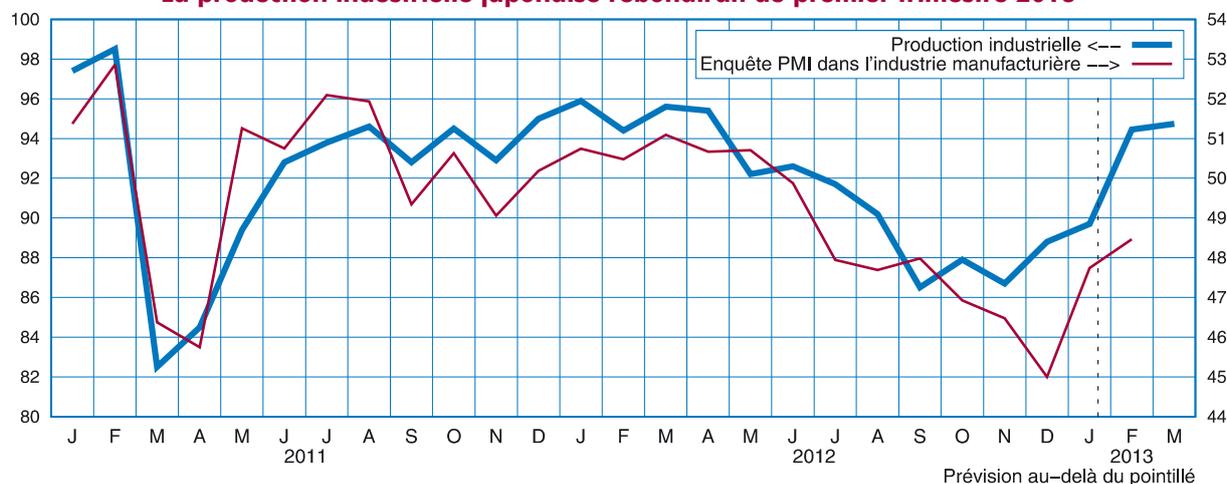
La demande intérieure serait plus vigoureuse

Au quatrième trimestre 2012, la consommation privée a rebondi (+0,5 % après -0,5 %). En particulier, les immatriculations, qui s'étaient effondrées à l'été avec l'arrêt des subventions publiques pour l'achat de voitures « écologiques », rebondissent nettement depuis octobre. Le faible niveau du taux de chômage, revenu à 4,2 % en janvier 2013, permet en outre aux salariés de négocier des gains de salaires réels et la consommation des ménages continuerait d'augmenter modérément à l'horizon de la prévision. Par ailleurs, le plan de relance de 10,3 Mds de Yen (2,2 % du PIB) annoncé par le nouveau gouvernement de Shinzo Abe stimulerait les dépenses publiques. Pour servir cette demande en hausse, les entreprises augmenteraient leurs dépenses d'investissement.

La forte dépréciation du yen soutiendrait les exportations

Les exportations japonaises ont fortement chuté au quatrième trimestre 2012 du fait des tensions diplomatiques avec la Chine. Elles croîtraient nettement au premier semestre 2013, soutenues par l'accélération de la demande asiatique hors Chine et la forte dépréciation du yen. Le vaste programme d'achat d'actifs lancé par la Banque du Japon (cf. fiche marchés financiers) a en effet entraîné une forte baisse du yen vis-à-vis des autres grandes devises depuis décembre (-12 % de novembre 2012 à février 2013 vis-à-vis du dollar). ■

La production industrielle japonaise rebondirait au premier trimestre 2013



Sources : Ministère de l'Économie, du Commerce et de l'Industrie, Markit

Chine et Asie émergente

L'accélération se confirme

Au quatrième trimestre 2012, l'activité, notamment industrielle, a accéléré en Chine et dans l'ensemble de l'Asie émergente et les échanges ont fortement rebondi dans cette zone. Selon les enquêtes de conjoncture et les données de production de janvier, l'activité accélérerait encore au premier semestre 2013. La forte hausse de la demande intérieure chinoise, notamment de la consommation des ménages et de l'investissement, profiterait en effet à l'ensemble de la région.

Les échanges rebondissent en Asie

Très dynamiques dans la phase de reprise de l'économie mondiale, les échanges en Asie ont brutalement ralenti à partir de mi-2011. Les exportations des pays d'Asie hors Japon ont ainsi progressé de 0,8 % entre le troisième trimestre 2011 et le troisième trimestre 2012 et les importations de 4,0 % contre une progression annuelle moyenne de l'ordre de 12 % entre 2000 et 2007. La baisse de la demande finale des pays avancés, notamment européens, et le resserrement des politiques monétaires, en Chine notamment, semblaient avoir grippé l'ensemble de la chaîne de production asiatique.

Cependant, au quatrième trimestre 2012, les échanges ont nettement rebondi en Asie et les exportations chinoises à destination de l'Europe se sont stabilisées. Selon les données douanières et les enquêtes de conjoncture du début 2013, ce regain d'activité se confirmerait.

La demande intérieure accélère en Chine

L'activité serait notamment soutenue par le regain de vigueur de la demande intérieure chinoise. Ainsi, la consommation privée a accéléré au

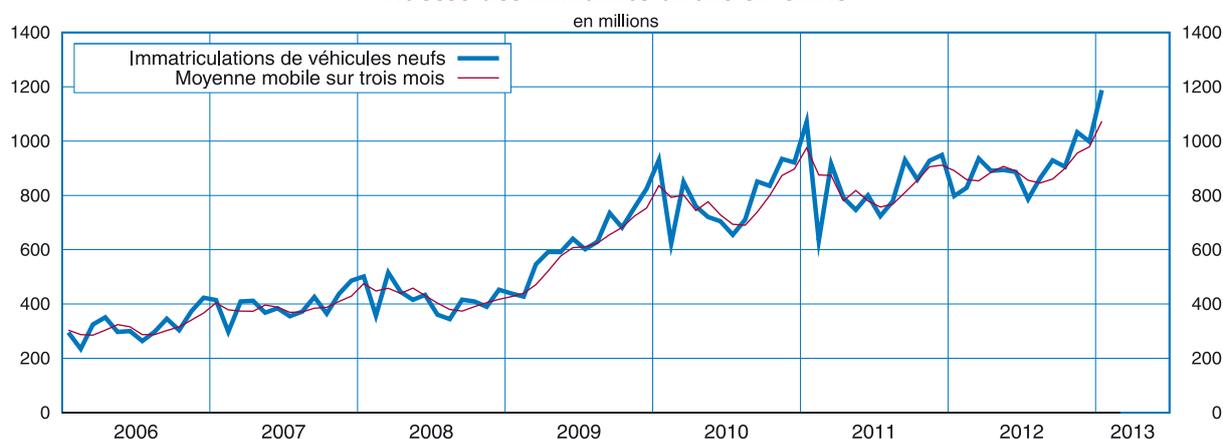
quatrième trimestre 2012 et ce mouvement se poursuivrait au premier semestre 2013 : les immatriculations ont atteint un niveau exceptionnellement élevé en janvier, dépassant pour la première fois le pic atteint en janvier 2011 (cf. graphique). Ce rebond de la demande intérieure a été favorisé par les politiques macroéconomiques.

Depuis début 2012, la forte baisse de l'inflation, à nouveau à 2,0 % en janvier 2013, a en effet permis aux autorités chinoises de poursuivre l'assouplissement de la politique monétaire. Par ailleurs, le gouvernement chinois et les provinces locales ont annoncé le financement de plusieurs infrastructures publiques pour un montant qui avoisinerait 2 % du PIB. Pour servir cette demande en hausse, la production industrielle resterait dynamique : l'enquête PMI pour l'industrie manufacturière se situe au-dessus du seuil d'expansion depuis le mois de décembre 2012 (50,4 points en février 2013).

Les « dragons » profitent du différentiel sino-japonais

Au quatrième trimestre 2012, l'activité a nettement accéléré en Corée du Sud, à Taiwan et a rebondi à Singapour. En particulier, la production manufacturière a été très dynamique, soutenue par les exportations, notamment à destination de la Chine. Les tensions sino-japonaises ont provoqué un recul important des importations chinoises en provenance du Japon, premier fournisseur de la Chine, et les produits coréens et taiwanais semblent avoir tenu un rôle de substituts aux produits japonais. À l'horizon de la prévision, ils continueraient à bénéficier du dynamisme des demandes japonaise et chinoise. ■

Hausse des immatriculations en Chine



Source : China Association of Automobile Manufacturers