

# **D**éveloppements internationaux



# Marchés financiers

## Les tensions s'apaisent

Les tensions sur le marché des dettes souveraines européennes se sont atténuées à la suite de l'annonce par la Banque Centrale Européenne (BCE) de la mise en place d'un nouveau programme de rachats de titres européens. En conséquence, les écarts de taux de financement entre États européens ont nettement diminué au quatrième trimestre 2012.

La baisse des tensions sur les dettes souveraines s'est transmise aux marchés boursiers, dont les performances sont en hausse et la volatilité en baisse depuis l'été. En revanche, et même si les tensions y sont également moindres, le fonctionnement complètement normal du marché monétaire n'a pas été rétabli depuis les interventions massives de la BCE fin 2011 et début 2012. Les conditions de transmission de la politique monétaire dans la zone euro s'en trouvent donc toujours altérées.

Dans ce contexte, le marché du crédit bancaire européen n'a pas donné de signe de détente au troisième trimestre 2012. Les perspectives d'activité morose dans la zone euro ont conduit les banques à resserrer leurs conditions d'octroi par rapport au deuxième trimestre, et celles-ci pourraient ne pas s'améliorer avant la fin de l'année.

Aux États-Unis, en revanche, le marché du crédit montre des signes de détente persistante. La Federal Reserve poursuit en outre ses opérations monétaires non conventionnelles avec la mise en place d'un nouvel assouplissement monétaire depuis septembre.

À l'horizon de la prévision, les hypothèses conventionnelles retenues pour le taux de change sont de 1,29 dollar, 102 yens et 0,80 livre pour un euro au quatrième trimestre 2012 et au premier semestre 2013.

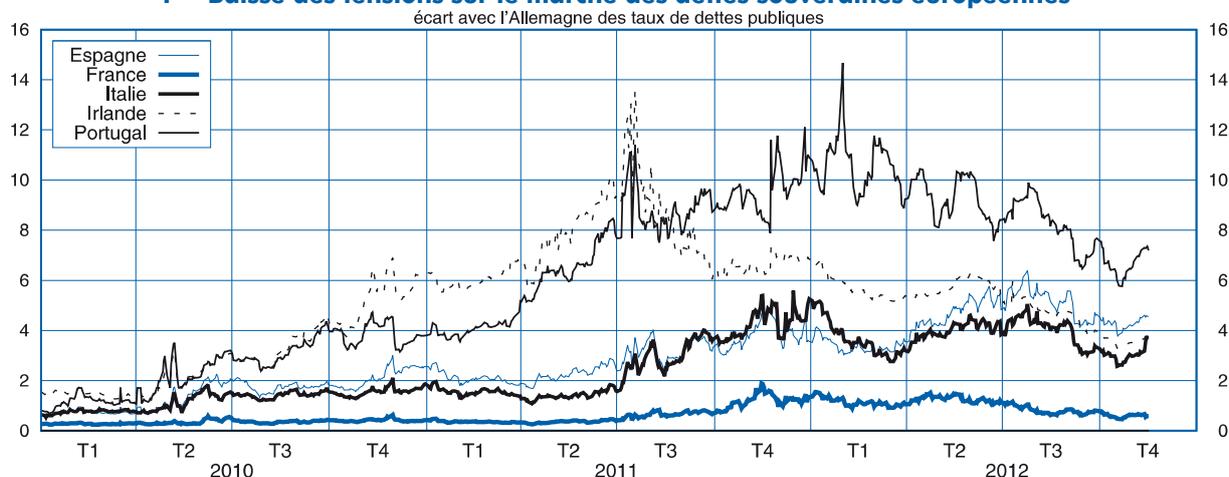
### Les tensions sur le marché des titres souverains reculent depuis l'été...

Afin de réduire les tensions sur le marché des dettes souveraines, la BCE a lancé en septembre 2012 son nouveau programme de rachat de titres souverains, les Opérations Monétaires sur Titres (OMT). Les obligations à moyen terme (1 à 3 ans) des pays qui auront déposé une demande d'aide auprès du Mécanisme Européen de Stabilité pourront ainsi être rachetées sans limitation par la BCE.

L'annonce par la BCE de la mise en place de ce programme a permis une nette amélioration des conditions de financement des États européens sur le marché des dettes souveraines. Les écarts de taux entre les obligations allemandes et celles des pays de la zone euro les moins bien notés se sont globalement réduits au troisième trimestre 2012 (cf. graphique 1). En novembre, l'écart entre les taux souverains espagnols et allemands atteignait ainsi 430 points de base, en recul de 130 points par rapport à sa valeur moyenne de juillet. De même, l'écart entre les taux souverains italien et allemand a reculé de 440 points en moyenne en juillet à 330 points en moyenne en novembre.

Les pays dont la situation était la plus difficile depuis le début de la crise des dettes souveraines (Grèce, Portugal, Irlande) ont connu une nette

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



Source : DataInsight

amélioration de leur situation. Ainsi, alors qu'il culminait à 1100 points de base en moyenne en janvier 2012, l'écart entre les taux à 10 ans portugais et allemand s'est établi en novembre 2012 à 670 points en moyenne, permettant au pays de réaliser avec succès sa première émission de dette à moyen terme depuis qu'il a sollicité l'aide du FMI en mai 2011. Le Portugal pourrait d'ailleurs revenir sur le marché de la dette de long terme avant la fin de l'année 2013. Au cours du troisième trimestre 2012, l'Irlande est revenue sur le marché de la dette de long terme (à 8 ans), dont elle s'était retirée depuis deux ans. En novembre, l'écart entre le taux souverain irlandais et le taux souverain allemand s'établit à 360 points de base, alors qu'il culminait à 520 points en juillet.

### ... mais le marché monétaire reste grippé malgré une politique monétaire accommodante

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 ont également eu pour conséquence un assèchement du marché interbancaire. 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 normal du marché interbancaire n'est en réalité pas rétabli au quatrième trimestre. Par conséquent, la BCE privilégie la mise en place de politiques monétaires non conventionnelles. Son taux directeur, abaissé à 0,75 % en juillet, n'évoluerait pas à l'horizon de la prévision.

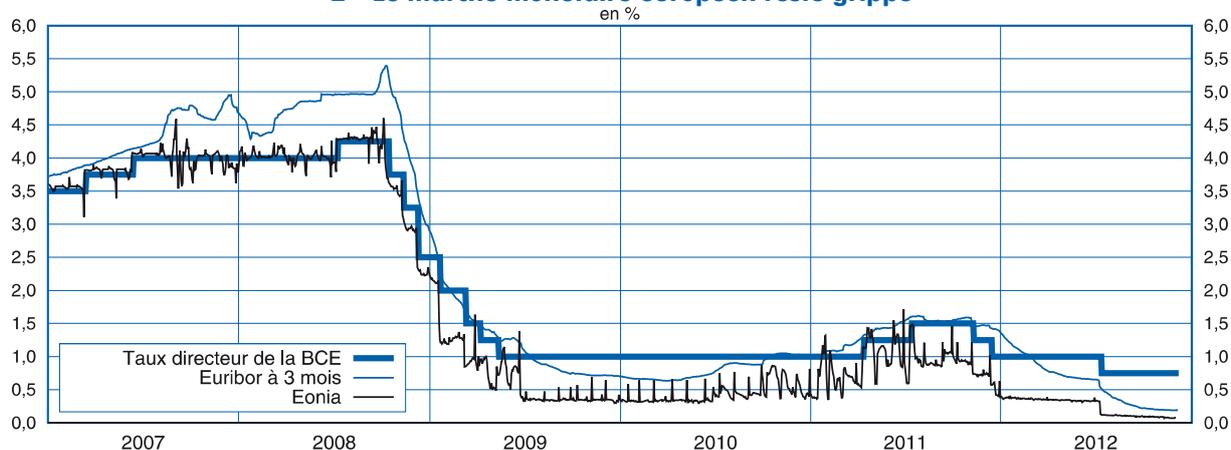
En revanche, aux États-Unis, le marché monétaire a retrouvé un fonctionnement normal. Par ailleurs, la Fed, préoccupée par le niveau élevé du chômage, a mis en place une nouvelle opération d'assouplissement quantitatif. Depuis octobre 2012, elle rachète chaque mois, et pour une durée indéterminée, 40 milliards de dollars de titres adossés à des créances hypothécaires. Son taux directeur, fixe au niveau exceptionnellement bas de 0,25 % depuis décembre 2008, ne devrait pas évoluer avant mi-2015 au plus tôt.

### Les conditions de financement de l'économie restent difficiles dans la zone euro

La baisse de l'incertitude sur le marché des dettes souveraines européennes n'a pas entraîné de redémarrage du crédit bancaire, essentiellement en raison de la faiblesse des perspectives d'activité dans la zone euro. D'après l'enquête trimestrielle de la BCE auprès des banques européennes, les conditions d'octroi de crédit se sont resserrées au troisième trimestre 2012 (cf. graphique 3). En Italie et en Allemagne en particulier, le nombre d'institutions bancaires reportant un nouveau resserrement des conditions d'octroi de crédit a augmenté, alors que ce nombre était stable en Espagne et diminuait légèrement en France.

Dans ce contexte, les taux d'intérêt accordés par les banques aux sociétés non financières continuent de différer selon les pays : l'Allemagne et la France bénéficient toujours de taux nettement plus faibles que l'Espagne et l'Italie, en particulier pour les prêts de faible montant, même si les taux sont en baisse pour l'ensemble des pays de la zone euro au troisième trimestre (cf. graphique 4). Début décembre, l'Espagne se voit néanmoins octroyer par le Mécanisme Européen de Stabilité une première

2 - Le marché monétaire européen reste grippé



Source : DataInsight, Insee

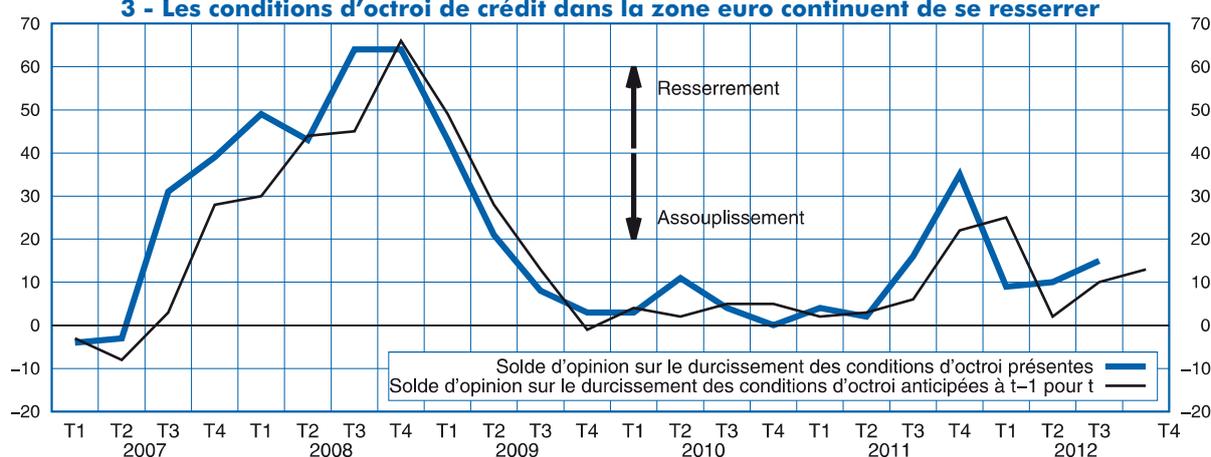
tranche d'aide de 40 Mds d'euros destinée à la recapitalisation des banques nationalisées, ce qui pourrait influencer positivement sur les conditions du crédit.

Les encours de crédit aux sociétés non financières de la zone euro se sont repliés au troisième trimestre 2012 pour le quatrième trimestre consécutif (-1,7 % de croissance trimestrielle annualisée en septembre, contre -0,6 % en juin). Ils restent en légère croissance en France au troisième trimestre (+0,4 % de croissance trimestrielle annualisée en septembre). Le crédit à la consommation est également en repli dans la zone euro au troisième trimestre (-0,4% en septembre), alors qu'il croît de 1,6 % en France sur la même période.

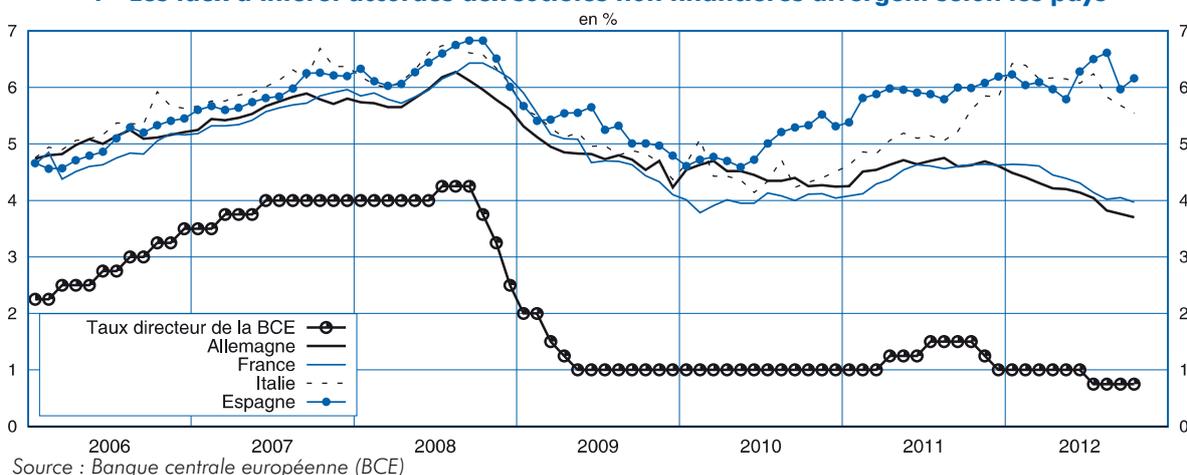
### Embellie sur les marchés boursiers

Grâce à la baisse des tensions financières dans la zone euro, les marchés boursiers ont retrouvé en septembre leur niveau du premier trimestre 2012 et se sont stabilisés depuis lors. Les indices boursiers allemand et américain dépassent même leurs niveaux du 1<sup>er</sup> janvier 2011. Signe du recul global de l'incertitude, la volatilité implicite des indices boursiers américain et allemand a diminué depuis l'été pour retrouver son niveau de début d'année 2011.

### 3 - Les conditions d'octroi de crédit dans la zone euro continuent de se resserrer



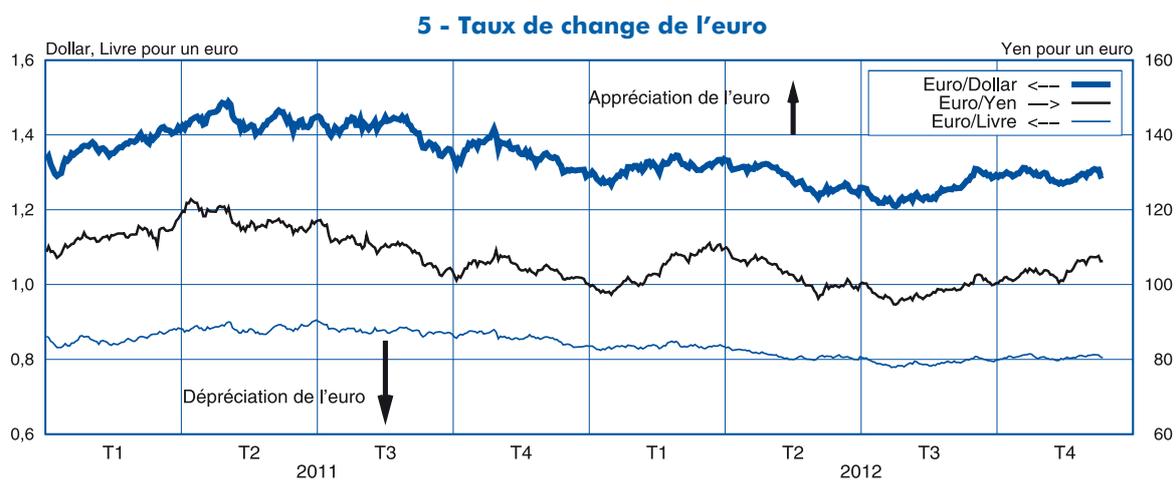
### 4 - Les taux d'intérêt accordés aux sociétés non financières divergent selon les pays



### La dépréciation de l'euro s'interrompt

Après une baisse quasi continue depuis mai 2012, l'euro a profité de l'apaisement des tensions

financières dans la zone euro et s'est réapprécié à partir d'août. À l'horizon de la prévision, le cours de la devise européenne se stabiliserait autour de 1,29 dollar pour 1 euro (cf. graphique 5). ■



Source : DataInsight, Insee

# Zone euro

## La zone euro se rétablirait lentement

L'activité dans la zone euro s'est de nouveau contractée au troisième trimestre 2012 (-0,1 % après -0,2 %). Elle a progressé en France et en Allemagne mais s'est repliée de nouveau en Italie et en Espagne. La demande intérieure a continué de reculer. En revanche, les exportations ont été dynamiques en particulier en Espagne et en Allemagne.

Selon les enquêtes de conjoncture, la situation conjoncturelle du quatrième trimestre 2012 resterait dégradée et les données d'activité disponibles sont mauvaises. Ainsi, l'activité baisserait de nouveau (-0,3 %) y compris en Allemagne. Toutefois, début 2013, la zone euro redémarrerait lentement. Le PIB serait stable au premier trimestre (0,0 %) puis progresserait légèrement au deuxième trimestre (+0,1 %). L'apaisement des tensions sur les dettes souveraines se transmettrait en effet progressivement à l'économie réelle et le financement des agents privés s'améliorerait. Après une phase marquée d'ajustement depuis l'été 2011, l'investissement se stabiliserait. Le pouvoir d'achat des ménages resterait pénalisé par la faiblesse des revenus d'activité mais l'impact des mesures de consolidation budgétaire serait moins important en 2013 qu'en 2012. En outre, l'inflation serait en baisse. Dès lors, la consommation des ménages se stabiliserait. Enfin, les exportations accéléreraient légèrement grâce au regain de dynamisme de la demande hors zone euro.

Au total, la croissance de la zone euro s'établirait à -0,4 % en 2012 et l'acquis pour 2013 à la fin du deuxième trimestre serait de -0,2 %.

### Fin 2012, le climat conjoncturel reste dégradé

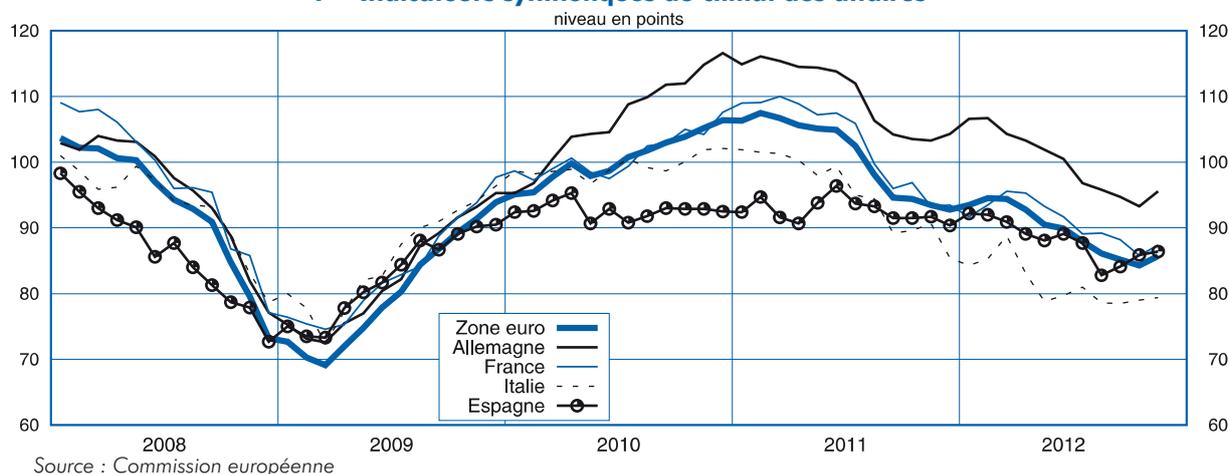
L'activité dans la zone euro s'est repliée au troisième trimestre 2012 (-0,1 %, après -0,2 % au deuxième trimestre). La consommation privée est restée stable, soutenue notamment par les achats anticipés avant la hausse de TVA en Espagne le 1<sup>er</sup> septembre. L'investissement a également reculé de nouveau, en raison de débouchés peu dynamiques et de conditions de financement toujours difficiles. En revanche, les exportations (+0,9 %) ont surpris par leur dynamisme malgré le recul du commerce mondial.

Après le léger rebond du premier trimestre 2012, le climat conjoncturel s'est dégradé dans la zone euro (cf. graphique 1). Il s'est redressé en novembre mais demeure très en deçà de son niveau moyen. Selon les enquêtes de conjoncture, les chefs d'entreprise anticipent donc un nouveau recul de l'activité au quatrième trimestre, diagnostic confirmé par les données d'indice de production industrielle de fin octobre.

### Lent redémarrage de l'activité en 2013, grâce à la stabilisation de la demande intérieure

Au premier semestre 2013, l'activité cesserait de reculer mais l'amélioration serait très progressive : elle serait stable au premier trimestre (0,0 %) et progresserait légèrement au deuxième trimestre (+0,1 %). Plusieurs facteurs contribueraient à ce redémarrage début 2013 : l'apaisement des

1 - Indicateurs synthétiques du climat des affaires



tensions financières, le ralentissement des mesures de consolidation budgétaire et l'accélération du commerce mondial.

Les situations seraient toujours contrastées selon les pays (cf. graphique 2). L'Allemagne bénéficierait de relais internes à la croissance, notamment la consommation et l'investissement en construction, et l'activité resterait dynamique. À l'inverse, la demande intérieure continuerait de reculer en Espagne, et, dans une moindre mesure, en Italie. Enfin, la France serait dans une position intermédiaire, avec une demande intérieure quasiment stable.

### Les exportations continuent de soutenir l'activité

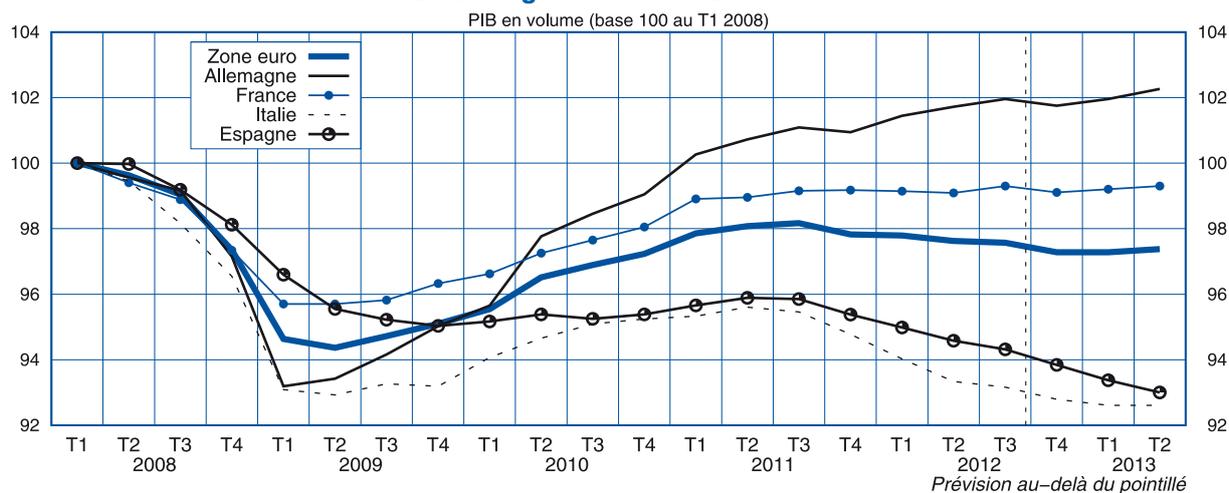
Depuis 2011, les exportations de la zone euro ont été systématiquement plus dynamiques que la demande mondiale adressée à la zone euro (cf. graphique 3). Elles ralentiraient au quatrième trimestre 2012 (+0,2 %), gagnée par l'atonie du commerce mondial, puis accéléreraient

progressivement au premier semestre 2013 (+0,6 % puis +0,7 %). En raison de la faiblesse de la demande intérieure dans la zone euro, la contribution du commerce extérieur est positive depuis plusieurs trimestres (+0,3 point de PIB au troisième trimestre). Elle baisserait légèrement à 0,1 point en 2013, sous l'effet de la stabilisation de la demande intérieure.

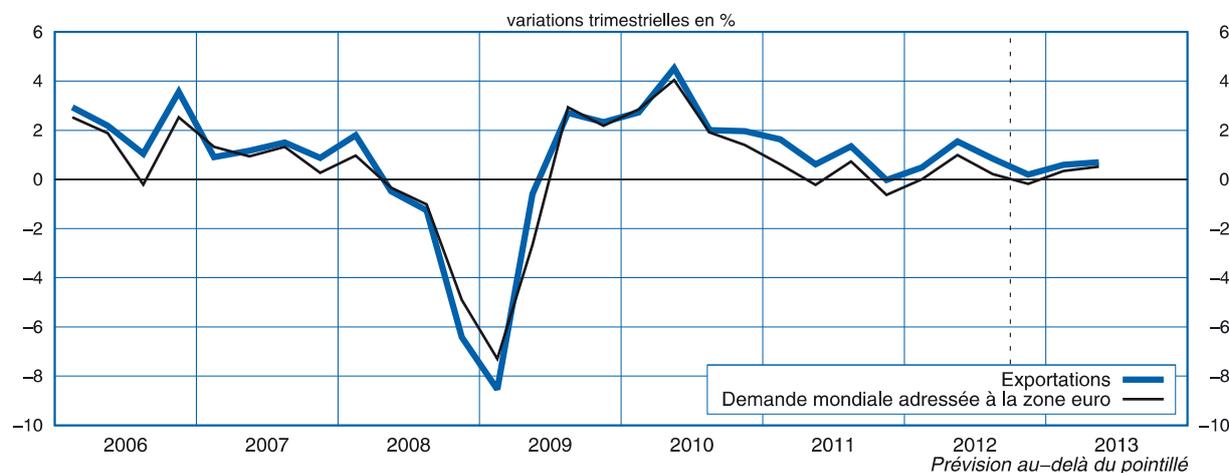
### Apaisement des tensions financières et redémarrage de l'investissement

Le rétablissement de l'activité dans la zone euro viendrait aussi de facteurs internes. Ainsi, depuis l'été 2012, les taux souverains de la zone euro ont reflué, du fait notamment du programme d'opérations monétaires sur titres (OMT) annoncé par la Banque Centrale Européenne (cf. fiche « Marchés financiers »). Les conditions de financement des agents privés restent difficiles mais l'apaisement des tensions sur le marché de la dette souveraine devrait se traduire par une baisse progressive des taux d'intérêt des crédits accordés aux entreprises.

## 2 - Divergences dans la zone euro



## 3 - Demande mondiale adressée à la zone euro et exportations



L'amélioration de l'accès au crédit permettrait de mettre un terme à la phase de très fort ajustement de l'investissement en biens d'équipement depuis fin 2011. L'accélération de la demande mondiale soutiendrait également le développement de nouvelles capacités de production à l'horizon de la prévision. Dans le secteur de la construction, en revanche, l'investissement resterait en repli, toujours pénalisé par l'apurement de la bulle immobilière en Espagne. Début 2013, il bénéficierait cependant d'un regain de dynamisme en Allemagne.

### La consommation à la peine

L'emploi diminuerait de 0,2 % par trimestre jusqu'au premier semestre 2013 en raison de la faiblesse de l'activité. La productivité, qui s'était fortement dégradée pendant la crise, se redresse progressivement et ce mouvement se poursuivrait. La dégradation du marché du travail pèse sur le pouvoir de négociation des salariés et, en outre, la modération salariale est toujours en cours, en Italie et en Espagne, via des gels de salaire dans la fonction publique et des réformes du marché du travail. Les revenus salariaux nominaux progresseraient donc à peine.

Cependant, le pouvoir d'achat reculerait moins vite début 2013 qu'en 2012. Les mesures de consolidation budgétaire (hausse des impôts, baisse des prestations sociales) seraient en effet

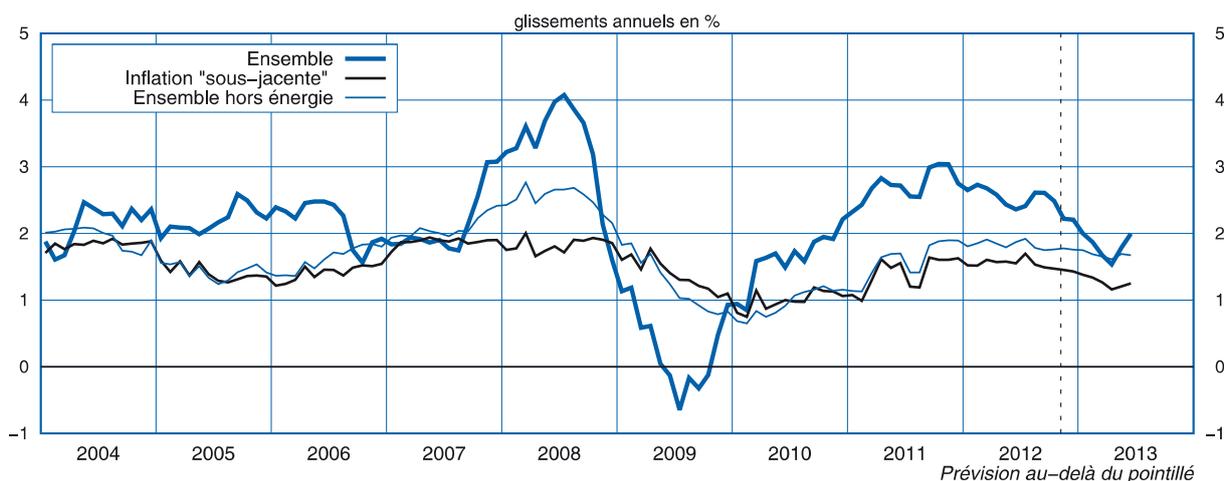
globalement moins importantes en 2013 qu'en 2012, en particulier en Italie. En outre, l'inflation continuerait de baisser. Après un nouveau recul au quatrième trimestre (-0,3 %), la consommation se stabiliserait donc au premier semestre 2013. Les ménages amortiraient toujours, en partie, le recul de leur pouvoir d'achat en réduisant leur taux d'épargne.

### Nouveau recul de l'inflation

Le taux de chômage a augmenté au troisième trimestre 2012 (11,7 % en octobre) et continuerait de progresser jusqu'en juin 2013. Dès lors, les pressions inflationnistes resteraient modérées et l'inflation « sous-jacente » diminuerait de 1,5 % en octobre 2012 à 1,2 % en juin 2013.

La baisse de l'inflation totale dans la zone euro, nette depuis le début de l'année 2012, se poursuivrait également (cf. graphique 4). L'inflation diminuerait ainsi à 2,0 % en juin 2013 après 2,5 % en octobre 2012. En effet, sous l'hypothèse d'un prix du baril de Brent stable en prévision à 81€, le glissement annuel des prix des produits énergétiques reculerait nettement à 4,7 % en juin 2013, après 8,0 % en octobre 2012. En revanche, les hausses des matières premières alimentaires survenues depuis le début de l'année se diffuseraient aux prix de l'alimentation. ■

4 - Prix à la consommation dans la zone euro



Sources : Eurostat, calculs Insee

## Compétitivité-coût et taux de marge dans l'industrie manufacturière dans la zone euro : quelles ruptures depuis 2008 ?

### Depuis 2008, une rupture dans l'évolution des coûts salariaux unitaires des quatre grands pays de la zone euro

Entre 2000 et 2008, les coûts salariaux unitaires<sup>1</sup> (CSU) dans l'industrie manufacturière au sein des quatre plus grands pays de la zone euro ont évolué de façon contrastée (cf. graphique 1). En Allemagne, ils ont diminué sur la période de 16 %. En Espagne et en Italie en revanche, ils ont fortement progressé. En France, ils sont restés stables.

Depuis 2008, ces tendances se sont modifiées. Les coûts salariaux unitaires ont progressé en moyenne sur des rythmes proches en Allemagne, en Italie et en France. Du premier trimestre 2008 au premier trimestre 2012, ils ont augmenté de 8 % en France, 9 % en Allemagne et 14 % en Italie. Ils ont en revanche nettement reculé en Espagne sur la période (-12 %).

(1) Les coûts salariaux unitaires rapportent le coût du travail à la valeur ajoutée en volume, pour mesurer le « coût d'une unité produite ».

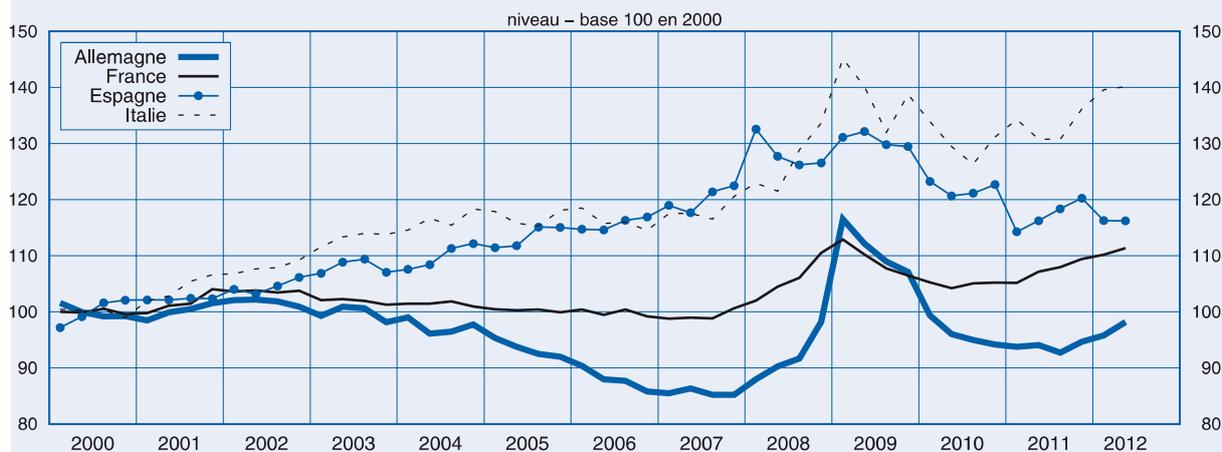
### En Allemagne, la productivité stagne depuis 2008

Alors qu'il avait beaucoup baissé de 2004 à 2008 du fait de la conjonction de gains de productivité très dynamiques (cf. graphique 2) et de la modération salariale, le coût salarial unitaire en Allemagne a augmenté de 2008 à 2012 et se situe désormais proche de son niveau de 2004. En effet, la rétention de main-d'œuvre pendant la crise a fortement dégradé la productivité horaire qui est juste revenue en 2012 à son niveau de 2008.

### En Espagne, le coût du travail ne progresse plus depuis 2008

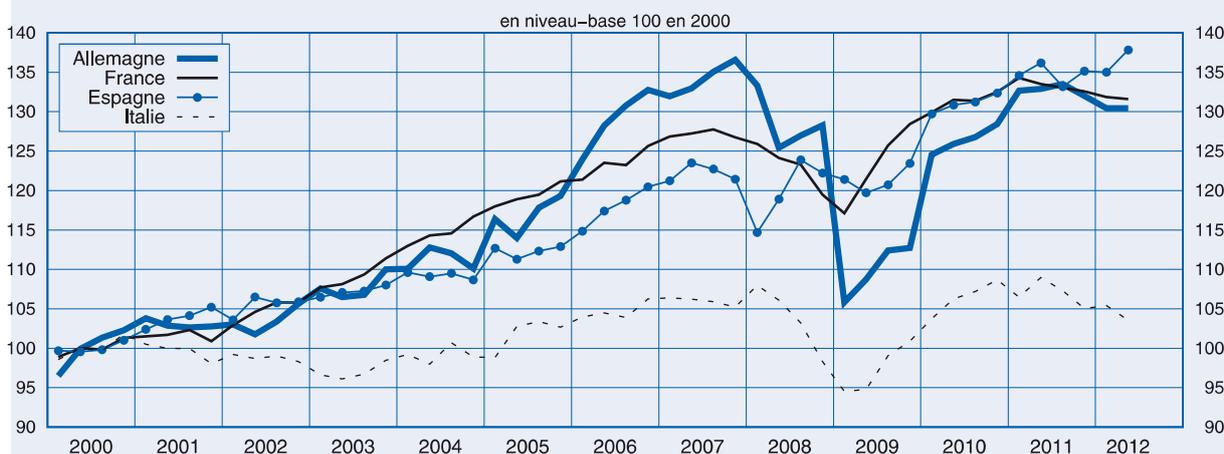
L'Espagne a connu des évolutions inverses. Alors qu'il augmentait depuis 2000, le coût salarial unitaire baisse depuis 2008. Il n'y a pas eu de rétention de main-d'œuvre en Espagne et la productivité dans l'industrie manufacturière a continué de croître au même rythme pendant la crise. En parallèle, le coût horaire s'est stabilisé depuis 2009 (cf. graphique 3).

1 - Coût salarial unitaire dans l'industrie manufacturière



Source : Eurostat

2 - Productivité horaire dans l'industrie manufacturière



Source : Eurostat

## En France, la productivité augmente moins vite que le coût du travail depuis 2008

Le coût salarial unitaire en France augmente en France depuis 2008 après avoir été stable entre 2000 et 2008. En effet, même si le coût horaire du travail continue de progresser au même rythme que par le passé, la productivité a reculé pendant la crise et n'a pas rattrapé son retard par rapport à sa tendance passée.

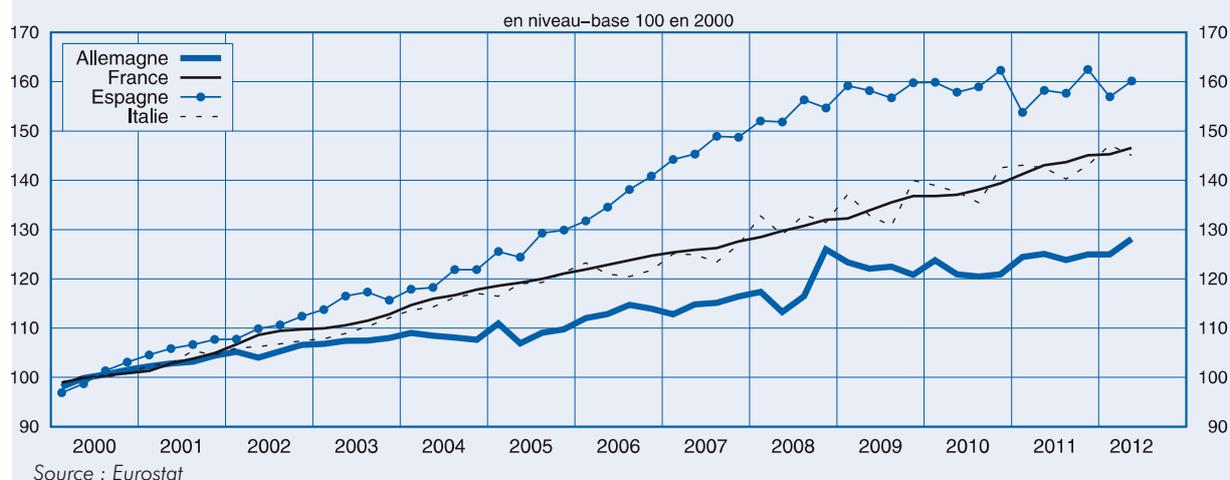
## En Italie, le coût salarial unitaire augmente depuis 2000

Le coût horaire dans l'industrie manufacturière en Italie évolue au même rythme que dans les autres pays de la zone euro mais la faiblesse des gains de productivité (+5 % seulement de 2000 à 2012) pèse très fortement sur le coût salarial unitaire, qui augmente depuis 2000.

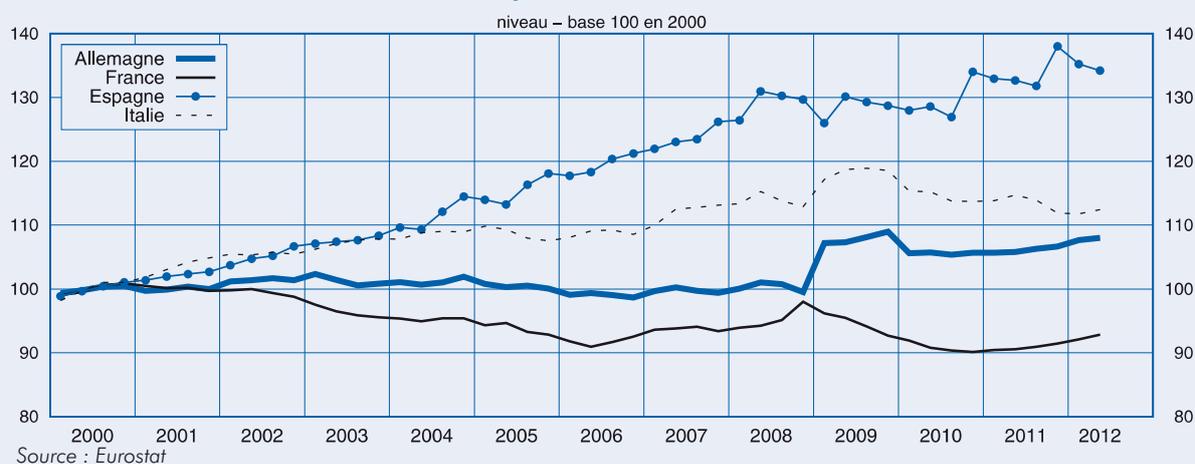
## Net redressement du taux de marge en Espagne depuis 2008

En Allemagne, la hausse des coûts salariaux unitaires s'est accompagnée d'une nette augmentation des prix de la valeur ajoutée début 2009 si bien que le taux de marge est en 2012 proche de celui de 2008. À l'inverse, en Italie et en France, les entreprises n'ont pas augmenté le prix de la valeur ajoutée depuis 2008, alors que les coûts salariaux unitaires augmentent, et le taux de marge a reculé. En Espagne, les prix de la valeur ajoutée ont continué de croître (cf. graphique 4), si bien que la baisse des coûts salariaux unitaires s'est avant tout traduite par une remontée spectaculaire du taux de marge dans l'industrie manufacturière (cf. graphique 5). ■

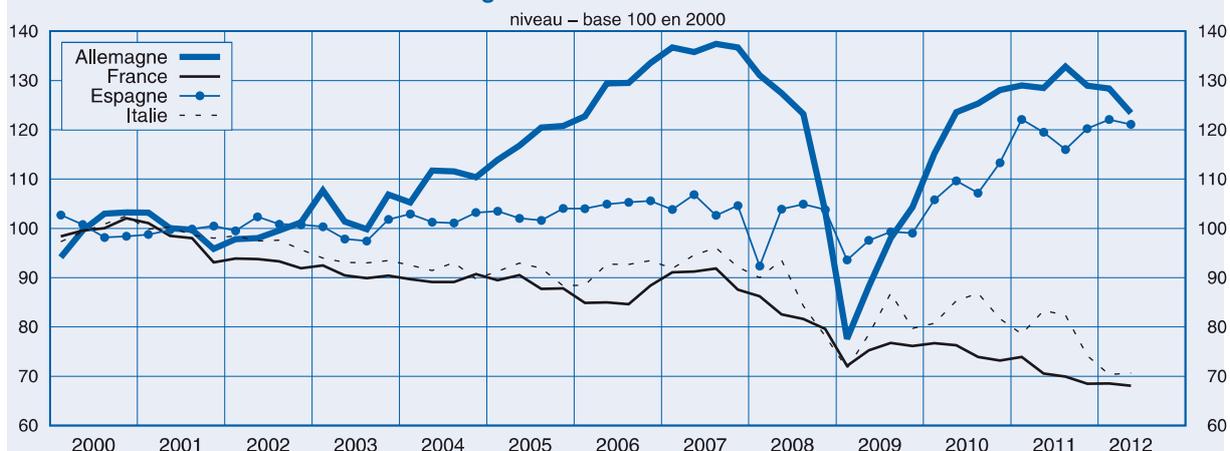
### 3 - Coût horaire l'industrie manufacturière



### 4 - Prix de la valeur ajoutée dans l'industrie manufacturière



### 5 - Taux de marge dans l'industrie manufacturière\*



\* calculé comme la part de la valeur ajoutée restant après rémunération du travail (cf. annexe).

Source : Eurostat

### Annexe - Des coûts salariaux unitaires aux taux de marge : définitions et données utilisées

#### Décomposition du taux de marge

Le taux de marge mesure la part de la valeur ajoutée qui rémunère le capital. En négligeant les impôts et les subventions sur produits, elle correspond à la part de la valeur ajoutée restant après rémunération du travail. Plusieurs variables modifient la part de la masse salariale dans la valeur ajoutée : le coût d'une heure de travail (coût du travail horaire), le nombre d'unités produites pendant une heure de travail (productivité horaire), et la valeur d'une unité produite (prix de la valeur ajoutée). Si le coût du travail horaire augmente plus vite que la productivité horaire, alors la compétitivité-coût de l'entreprise se dégrade (le coût salarial unitaire augmente) : produire la même quantité de bien coûte de plus en plus cher. Pour maintenir ses marges, l'entreprise doit donc augmenter les prix de la valeur ajoutée, c'est-à-dire en général augmenter ses prix de vente.

Cette décomposition s'écrit comptablement de la façon suivante :

$$TM = \frac{EBE}{VA\_val} \approx 1 - \frac{D1}{VA\_val} = 1 - \frac{D1}{H} \frac{H}{VA\_vol} \frac{VA\_vol}{VA\_val}$$

Avec

TM = taux de marge

EBE = excédent brut d'exploitation

D1 = masse salariale

H = nombre d'heures travaillées

VA\_vol = Valeur ajoutée en volume, base 2005

VA\_val = Valeur ajoutée en valeur

$\frac{D1}{H}$  représente le coût horaire du travail. Il s'agit du coût total d'une heure de travail.

$\frac{VA\_vol}{H}$  représente la productivité horaire, qui traduit le nombre d'unités produites par heure de travail

$\frac{VA\_val}{VA\_vol}$  représente le prix de la valeur ajoutée. Il vaut 1 en moyenne en 2005 (année de base) et traduit l'évolution des prix de la valeur ajoutée.

#### Données utilisées

Les données utilisées sont celles d'Eurostat. Pour la France, les données d'Eurostat sont celles publiées par l'Insee.

Les grandeurs utilisées englobent tous les agents économiques de la branche Industrie manufacturière. Le taux de marge n'est donc pas celui des sociétés non financières de la branche mais de l'ensemble des agents. Les SNF représentent cependant l'essentiel de l'activité de la branche Industrie manufacturière.

La masse salariale (D1) comprend les salaires et traitements bruts (D11) et les cotisations sociales à la charge de l'employeur (D12). Il s'agit de la meilleure approximation possible du coût du travail en utilisant les données des comptes trimestriels. Elle exclut cependant les frais de formation professionnelle, les taxes sur salaires et les subventions perçues. Ces dernières données (qui représentent moins de 4 % du coût total du travail) ne sont disponibles qu'une fois tous les quatre ans dans les résultats de l'enquête européenne sur le coût de la main-d'œuvre. Elles sont par ailleurs très stables dans le temps. ■

# Allemagne

## Le potentiel de rebond reste intact

L'activité en Allemagne a continué de progresser sur un rythme modeste au troisième trimestre 2012 (+0,2 % après +0,3 %). L'investissement en biens d'équipement a reculé pour le quatrième trimestre consécutif, mais les exportations, la consommation des ménages et l'investissement dans la construction sont en hausse.

Pénalisée par la faiblesse du commerce mondial et le recul persistant de l'investissement en biens d'équipement, l'activité calerait au quatrième trimestre (-0,2 %). Néanmoins, l'économie allemande rebondirait début 2013 (+0,2 % puis +0,3 % aux premier et deuxième trimestres 2013). En effet, l'investissement en biens d'équipement cesserait de peser sur la croissance tandis que la consommation des ménages et l'investissement dans la construction progresseraient.

### La consommation des ménages soutiendrait l'activité

Le marché du travail allemand resterait solide à l'horizon de la prévision. Dans le sillage du fléchissement de l'activité, l'emploi ralentirait et le taux de chômage se stabiliserait à son niveau actuel (5,5 %). La bonne santé du marché du travail renforce le pouvoir de négociation des salariés allemands. Les salaires, qui ont été dynamiques en début d'année, augmenteraient encore à un rythme soutenu à l'horizon de la prévision. Début 2013, les baisses de cotisations sociales mises en oeuvre au 1<sup>er</sup> janvier et le ralentissement des prix à la consommation soutiendraient également le pouvoir d'achat des ménages (cf. graphique). Les ménages pourraient ainsi augmenter leurs dépenses de consommation (+0,3 % par trimestre au premier semestre 2013)

tout en stabilisant leur taux d'épargne, qui reste à un niveau élevé (15 %).

### À-coups dans la construction

Après des années de repli, une reprise s'amorce dans le secteur de la construction : depuis 2011, les commandes et les permis de construire sont en hausse. Mais l'activité dans le secteur resterait heurtée selon les données de permis de construire. Après avoir rebondi au troisième trimestre (+1,5 %) l'investissement dans la construction reculerait au quatrième trimestre. Il progresserait ensuite au premier semestre 2013 à un rythme soutenu (+1,0 % par trimestre).

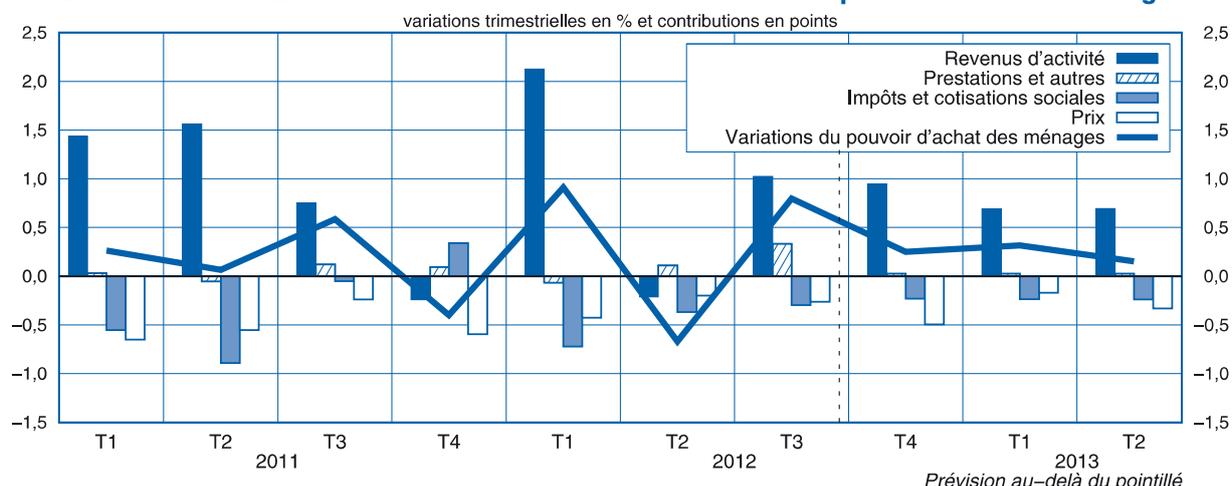
### L'activité calerait fin 2012...

Au quatrième trimestre 2012, les exportations seraient freinées par l'atonie du commerce mondial. Par ailleurs, l'investissement en biens d'équipement poursuivrait son repli pour le quatrième trimestre consécutif, malgré des conditions de financement favorables pour les entreprises allemandes.

### ... puis redémarrerait début 2013

Le dynamisme de la consommation se poursuivrait au premier semestre 2013 et l'investissement dans la construction redémarrerait. Les exportations progresseraient modestement, en ligne avec le redémarrage du commerce mondial. Après une baisse de 4,2 % en 2012, l'investissement en biens d'équipement se stabiliserait, les incertitudes liées à la crise de la dette dans la zone euro s'atténuant. La progression de l'activité atteindrait 0,2 % puis 0,3 % aux premier et deuxième trimestres 2013. ■

### La hausse des salaires et la baisse des cotisations soutiendraient le pouvoir d'achat des ménages



# Italie

## L'Italie sortirait la tête de l'eau

Le rythme de contraction de l'activité italienne s'est réduit au troisième trimestre 2012 (-0,2 %). L'activité reculerait encore au quatrième trimestre 2012 (-0,4 %) et au premier trimestre 2013 (-0,2 %), avant de se stabiliser au deuxième trimestre 2013 (0,0 %).

En effet, la réduction du pouvoir d'achat serait freinée en 2013 d'une part par la modération de l'effort de consolidation budgétaire et d'autre part par la baisse de l'inflation. En outre, après un fort ajustement ces dernières années, l'investissement en biens d'équipement se stabiliserait, et ce d'autant plus que l'environnement financier, bien que toujours peu favorable, s'améliore.

### L'environnement financier et budgétaire s'améliore

Les tensions sur la dette souveraine italienne diminuent depuis l'annonce par la BCE, à la fin de l'été 2012, de son opération d'achat de titres souverains. Les taux souverains se sont ainsi repliés au troisième trimestre 2012, permettant l'amorce d'une baisse des taux privés. En l'absence de regain des tensions financières, les conditions de financement s'amélioreraient progressivement. Par ailleurs, l'effort de consolidation budgétaire continuerait certes de freiner l'activité en 2013, mais il serait nettement moins important qu'en 2012, en particulier en l'absence d'une nouvelle hausse de TVA.

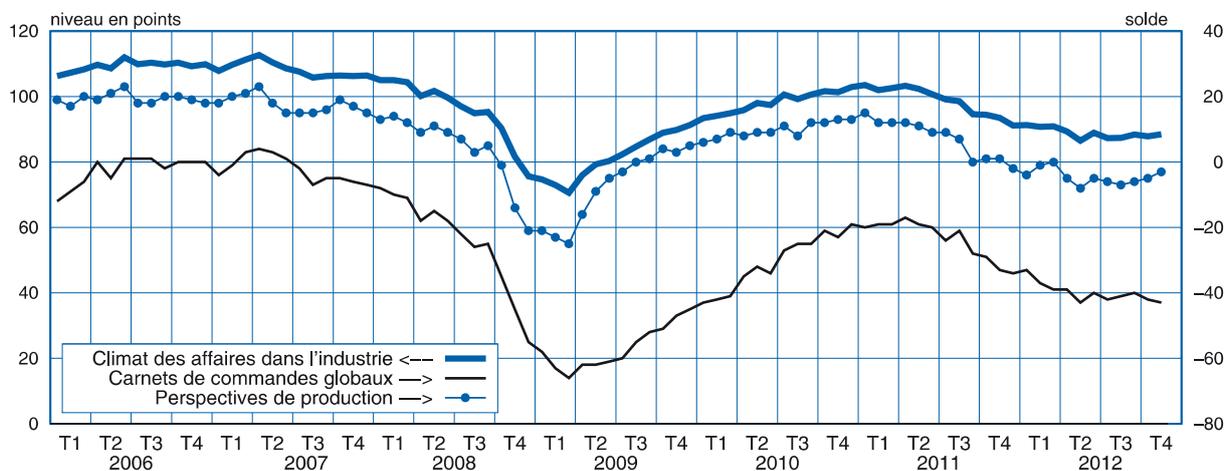
### Le climat des affaires se stabilise

Le climat des affaires, notamment dans l'industrie, reste à un niveau bas mais ne se dégrade plus (cf. graphique). Le jugement sur la situation économique future dans l'industrie des biens d'équipement s'améliore et les perspectives de production dans l'industrie se redressent même légèrement alors que les carnets de commande étrangers semblent également se stabiliser. Les nouvelles commandes dans l'industrie restent toutefois dégradées. L'activité continuerait ainsi de se contracter au quatrième trimestre 2012 (-0,4 %) et au premier trimestre 2013 (-0,2 %), puis se stabiliserait au deuxième trimestre (0,0 %).

### Le repli de la demande intérieure s'atténue

Les exportations progresseraient à un rythme faible mais continueraient de soutenir l'activité. Après une longue phase d'ajustement, l'investissement se stabiliserait début 2013 soutenu notamment par la baisse des taux d'intérêt au secteur privé. Par ailleurs, la baisse du pouvoir d'achat serait atténuée. Le marché du travail reste dégradé et la masse salariale décroît en termes nominaux. Mais la consolidation budgétaire serait moins importante qu'en 2012, et la progression des prix à la consommation, qui était encore sous l'effet début 2012 de la hausse de la TVA, s'atténuerait progressivement. Au total, bien que les ménages continuent de réduire leur taux d'épargne, la consommation reculerait à un rythme moins soutenu (-0,4 % par trimestre, contre -3,4 % en moyenne annuelle en 2012).■

### Le climat des affaires se stabilise



Sources : Istat et calculs Insee

# Espagne

## L'ajustement se poursuit

L'activité espagnole s'est de nouveau contractée au troisième trimestre 2012 (-0,3 %) et ce mouvement se poursuivrait à l'horizon de la prévision : -0,5 % au quatrième trimestre 2012 puis -0,5 % et -0,4 % aux premier et deuxième trimestres 2013. Du fait de la situation dégradée du marché du travail, de l'augmentation de l'inflation après la hausse de TVA en septembre 2012 et de la poursuite de l'effort de consolidation budgétaire, la consommation des ménages reculerait fortement. En revanche, malgré le manque de dynamisme du commerce mondial, les exportations continueraient de progresser. L'investissement en biens d'équipement, après avoir fortement reculé fin 2011 et début 2012, a légèrement augmenté au troisième trimestre (+0,3 %) et il se stabiliserait d'ici mi-2013. Sur l'ensemble de l'année 2012, le PIB reculerait de 1,3 % et l'acquis de croissance pour 2013 à l'issue du deuxième trimestre serait de -1,4 %.

### Les exportations espagnoles à toute épreuve

Depuis mi-2009, les exportations espagnoles sont dynamiques et elles ont de nouveau fortement progressé au troisième trimestre 2012 (+4,8 %). Elles ne conserveraient pas ce rythme exceptionnel mais continueraient néanmoins de progresser au quatrième trimestre 2012 (+0,7 %) puis début 2013 (+0,9 % puis +1,1 % par trimestre).

### L'investissement : stabilisation en vue

L'investissement en équipement a légèrement progressé au troisième trimestre 2012 (+0,3 %). Plusieurs facteurs sont en effet plus favorables à l'investissement : les marges des entrepreneurs

espagnols sont désormais élevées (cf. graphique), les taux d'intérêt accordés aux entreprises sont plus faibles et le fort repli de l'investissement depuis plusieurs trimestres génère des besoins de renouvellement en bien d'équipement. Néanmoins, les capacités de production étant toujours faiblement sollicitées, l'investissement se stabiliserait d'ici mi-2013. Dans la construction, l'investissement reculerait toujours, déprimé par l'apurement de la bulle immobilière et l'atonie de l'investissement public.

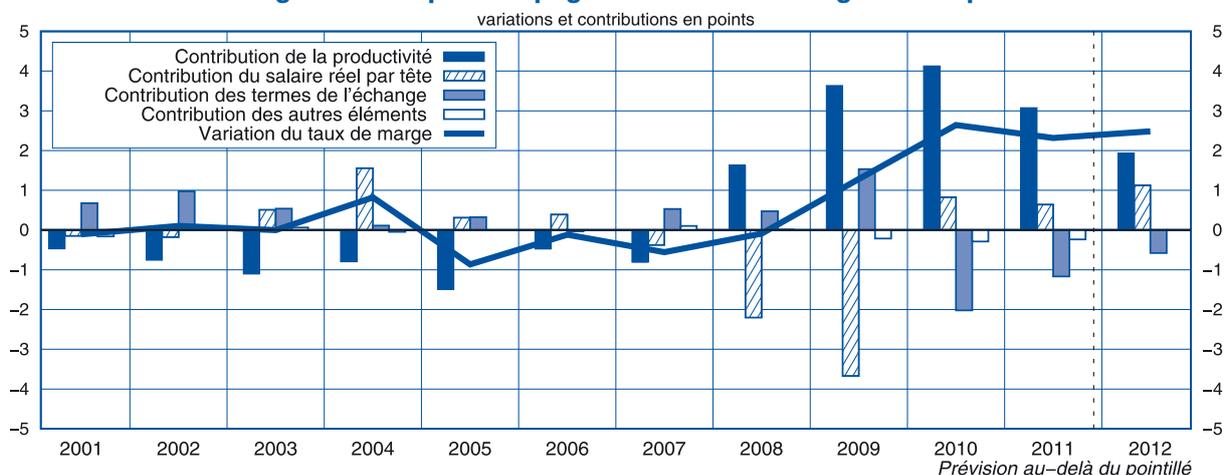
### Le repli de la consommation se poursuivrait

Depuis le début de la crise, les entreprises ont fortement ajusté l'emploi. Les pertes d'emplois se poursuivraient d'ici mi-2013, mais à un rythme moindre.

Par ailleurs, les gains salariaux resteraient limités compte tenu du très fort niveau du taux de chômage (25,6 % au troisième trimestre 2012) qui continuerait d'augmenter et de l'affaiblissement du lien entre l'inflation et les salaires, habituellement fort en Espagne. Enfin, les hausses d'impôts et les baisses de prestations se poursuivraient en 2013 au même rythme qu'en 2012 et l'inflation augmenterait, portée par la hausse de la TVA. Le pouvoir d'achat du RDB continuerait donc de se replier fortement.

La contraction de la consommation des ménages a été limitée au troisième trimestre par des achats anticipés avant la hausse de la TVA intervenue en septembre 2012. Par contrecoup, la consommation baisserait fortement au quatrième trimestre 2012 puis plus modérément en 2013. Après avoir fortement réduit leur taux d'épargne depuis trois ans, les ménages le maintiendraient à un niveau faible, de l'ordre de 7 %, d'ici mi-2013. ■

### Le taux de marge des entreprises espagnoles a fortement augmenté depuis trois ans



# États-Unis

## L'Amérique ne succomberait pas à la « falaise budgétaire »

Au troisième trimestre 2012, l'économie américaine a rebondi (+0,7 % après +0,3 %), portée par le dynamisme de la demande intérieure. L'économie américaine ne resterait pas sur le rythme soutenu du troisième trimestre mais conserverait néanmoins un rythme de progression modéré à l'horizon de la prévision. Au quatrième trimestre, l'activité serait affectée par les conséquences de l'ouragan Sandy (+0,3 %). Au premier semestre 2013, les autorités américaines parviendraient, selon notre scénario, à un compromis budgétaire permettant de limiter les hausses d'impôt et les coupes dans les dépenses publiques. L'effort de consolidation finalement mis en œuvre ne provoquerait ainsi pas de ralentissement marqué de l'activité au premier semestre (+0,4 % puis +0,5 % aux premier et deuxième trimestres 2013).

### Une consolidation en douceur...

En l'état actuel de la législation américaine, un ensemble de hausses d'impôts et de baisses de dépenses doivent entrer en application au 1<sup>er</sup> janvier 2013, pour un montant d'environ 4,7 points de PIB, dont 75 % sur le revenu disponible brut des ménages (la « falaise budgétaire »). Cependant, selon notre scénario, les autorités américaines parviendraient à un compromis qui permettrait de limiter le choc budgétaire à environ 1 point de PIB (cf. éclairage). En outre, la politique toujours accommodante de la Réserve Fédérale et la fin de la consolidation des finances locales soutiendraient l'activité.

### ... que le secteur privé amortirait

Avec les fortes hausses d'impôt, le pouvoir d'achat des ménages ne progresserait pas au premier trimestre 2013 (cf. graphique), même s'il reste soutenu par la faiblesse de l'inflation énergétique. En outre, les revenus d'activité resteraient dynamiques. D'une part, les créations d'emplois, qui se sont élevées à 789 000 en cinq mois de juillet à novembre 2012 ne faibliraient guère à l'horizon de la prévision. D'autre part, au premier semestre 2013, les employeurs, dont les marges sont très hautes, compenseraient en partie la hausse des cotisations salariales.

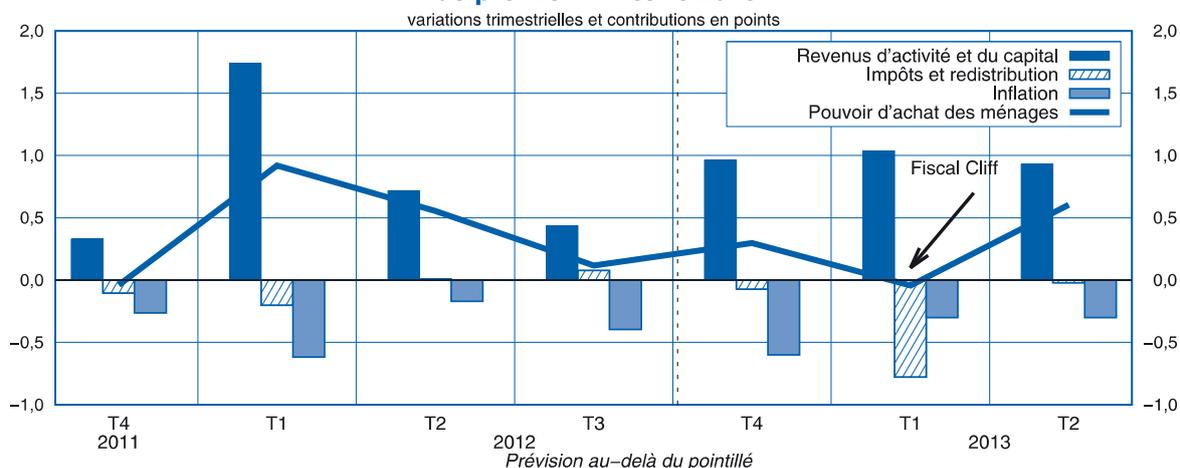
Par ailleurs, les hausses d'impôt entrant en vigueur début 2013 concerneraient avant tout les ménages les plus aisés, qui en amortiraient les conséquences sur leurs dépenses de consommation en réduisant leur taux d'épargne. Au total, la consommation des ménages américains aurait un profil peu heurté.

Parallèlement, l'investissement des entreprises resterait porté par la hausse des débouchés intérieurs, et par des conditions de crédit toujours favorables. Le redressement du secteur de la construction se poursuivrait également.

### Un soutien extérieur limité

Au troisième trimestre 2012, les exportations américaines ont marqué le pas, pénalisées notamment par la faiblesse de l'activité en Asie. Elles regagneraient progressivement en dynamisme grâce à l'accélération des débouchés extérieurs et en particulier de la demande asiatique. ■

### La hausse des salaires et la baisse de l'inflation amortiraient les hausses d'impôt au premier trimestre 2013



## États-Unis : une « falaise » budgétaire moins haute qu'attendu ?

### La « falaise » budgétaire : un choc fiscal potentiel de près de 5 points de PIB qui provoquerait une récession marquée

En l'absence d'accord entre le Congrès et le Président, des hausses d'impôts et des baisses de dépenses devraient entrer en application au 1<sup>er</sup> janvier 2013. Cette « falaise » budgétaire (*fiscal cliff*) représente potentiellement 4,7 points de PIB<sup>1</sup> sur l'année 2013 (cf. tableau 1). L'entrée en vigueur de l'ensemble de ces mesures induirait certainement une contraction de la première économie mondiale. Selon le *Congress Budget Office* (CBO), l'activité se contracterait de 1,0 % au premier trimestre 2013 puis de nouveau de 0,5 % au deuxième trimestre (cf. tableau 2).

(1) Les montants évoqués s'entendent pour l'ensemble de l'année calendaire 2013 (1<sup>er</sup> janvier 2013 au 31 décembre 2013). Ils sont issus du chiffrage effectué par le *Congress Budget Office* (CBO) dans les mises à jour effectuées en mai 2012 (CBO, mai 2012, *Economic effects of Reducing the Fiscal Restraint that Is Scheduled to Occur in 2013*) et août 2012 (CBO, août 2012, *An Update to the Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2012 to 2022*) pour l'année fiscale 2013 (octobre 2012 à septembre 2013). La conversion en valeurs annuelles calendaires repose sur des hypothèses de répartition trimestrielle effectuées par l'Insee selon le type de mesures.

### Des hausses d'impôts pour les ménages et les entreprises...

Si l'ensemble de ces hausses d'impôts était mis en application au 1<sup>er</sup> janvier, le revenu disponible des ménages serait amputé de près de 4,6 points. Une grande partie de l'effort provient de l'expiration des baisses d'impôts votées par l'administration Bush en 2001 et en 2003 puis reconduites en 2010. Celles-ci consistent en divers abattements sur l'assiette de l'imposition, une baisse des taux des différentes tranches, une fiscalité favorable pour les revenus du capital et une augmentation et une indexation de l'abattement forfaitaire pour le calcul de l'impôt minimum. L'expiration conjointe de ces mesures provoquerait une hausse de plus de 326 Mds de \$ des impôts en 2013 soit 2,7 % du revenu des ménages.

Par ailleurs, pour soutenir l'activité, le Congrès avait voté, fin 2010, un abaissement temporaire de deux points des cotisations salariales pour les salaires inférieurs à 107 000 \$ annuels destinées à financer la Sécurité Sociale (*Payroll tax cut*) en remplacement du crédit d'impôt forfaitaire pour chaque actif gagnant moins de 75 000 \$ par an (*Making*

**Tableau 1**  
« *Fiscal Cliff* » intégral, Scénario Insee et Scénario dit « *Alternatif* » du *Congress Budget Office*

Ménages	<i>Fiscal Cliff</i> intégral	Scénario Insee	Scénario CBO dit « <i>Alternatif</i> »
Prélèvement sur le Revenu disponible en 2013 en Mds \$			
Exonérations administration Bush	326	43	0
dont abattement impôt minimum	180	0	0
dont revenus du capital et revenus > 250 000 \$	56	43	0
Cotisations sécurité sociale ( <i>Payroll Tax cut</i> )	126	32	126
Réforme Assurance santé ( <i>Affordable Care Act</i> )	24	24	24
Tarifs de remboursement des médecins du Medicare	15	0	0
Assurance chômage « exceptionnelle »	35	18	35
Autres (dont Crédit d'impôt énergie)	17	17	0
<b>Total</b>	<b>543</b>	<b>134</b>	<b>185</b>
<b>en % du Revenu disponible des ménages</b>	<b>4,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>
<b>Entreprises</b>	<i>Fiscal Cliff</i> intégral	Scénario Insee	Scénario CBO dit « <i>Alternatif</i> »
Prélèvement sur le revenu en 2013 en Mds \$			
Amortissement accéléré	56		
Autres crédits d'impôt	25		
<b>Total</b>	<b>81</b>	<b>30</b>	<b>0</b>
<b>en % des marges des entreprises</b>	<b>2,8</b>	<b>1,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Dépenses publiques</b>	<i>Fiscal Cliff</i> intégral	Scénario Insee	Scénario CBO dit « <i>Alternatif</i> »
Baisse des dépenses en 2013 en Mds \$			
Coupes budgétaires automatiques ( <i>Sequestration</i> )	86	25	0
<b>en % des dépenses fédérales</b>	<b>7,1</b>	<b>2,1</b>	<b>0,0</b>
<b>Total</b>	<i>Fiscal Cliff</i> intégral	Scénario Insee	Scénario CBO dit « <i>Alternatif</i> »
en 2013 en Mds \$	710	159	185
<b>en % du PIB</b>	<b>4,7</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>

Sources : *Congress Budget Office*, calculs et prévisions Insee

Work Pay). Le retour au taux de 6,2 % de ces cotisations (contre 4,2 % actuellement) augmenterait mécaniquement de 126 Mds de \$ les prélèvements effectués sur les ménages.

Enfin, la montée en puissance de la réforme de l'assurance santé défendue par le président Obama (*Affordable Care Act*) entraîne une hausse des cotisations (patronales et salariales) au 1<sup>er</sup> janvier 2013. Côté transferts, le système d'assurance chômage « exceptionnel » mis en place en juin 2008 est censé expirer au 31 décembre 2012 et les tarifs des médecins (remboursement des patients relevant du programme *Medicare*) seraient abaissés de près de 28 % en vertu de la formule de calcul adoptée en 1997.

De leur côté, les impôts des entreprises augmenteraient d'environ 80 Mds de \$ en 2013, soit 2,8 % de leurs marges. L'essentiel de cette somme provient de l'expiration des dispositifs permettant aux entreprises d'amortir dès la première année 50 % des investissements réalisés depuis 2008 (le taux avait même été porté à 100 % pour certains investissements de l'année 2011).

### ... et des baisses de dépenses automatiques

Cette « falaise » budgétaire provient, de plus, de baisses automatiques de dépenses prévues pour le 1<sup>er</sup> janvier 2013 : l'accord sur le plafond de la dette à l'été 2011 (*Budget Control Act*) avait en effet lié l'autorisation d'endettement à l'engagement de réduire drastiquement le déficit en dix ans. Faute d'accord entre les parties, des coupes automatiques (*sequestration*) dans les dépenses sociales et militaires doivent être pratiquées pour un montant de 1 200 Mds de \$ en 10 ans. Dès 2013, les coupes automatiques représenteraient environ 86 Mds de \$ soit 7 % des dépenses habituelles de l'État fédéral (0,6 point de PIB).

### Un accord entre le Congrès et le Président : hypothèse la plus probable, permettant de limiter l'ampleur de la « falaise » budgétaire

Il est probable que les autorités américaines chercheront à éviter un *fiscal cliff* total et le CBO a ainsi proposé en mars 2012 un « scénario alternatif » (cf. tableaux 1 et 2). Le scénario retenu ici est proche de celui du CBO.

Par ailleurs, nous supposons que l'accord entre Républicains et Démocrates interviendrait avant le 31 décembre 2012. Il ne peut toutefois être exclu qu'en cas de désaccord persistant, le Congrès choisisse de prolonger de deux mois l'ensemble des dispositifs expirant au 31 décembre 2012 : d'une part, le plafond de la dette négocié en 2011 sera probablement dépassé autour du mois de mars 2013 et, d'autre part, les nouveaux élus en novembre 2012 ne prendront leur fonction qu'en janvier 2013. Les différentes mesures peuvent être regroupées selon leur degré de probabilité de mise en application effective.

### Certaines hausses d'impôt seront très vraisemblablement effectives

Certaines mesures ont une très forte probabilité d'entrer en vigueur. C'est notamment le cas des augmentations de cotisations liées à la mise en place de l'assurance santé (24 Mds \$). L'*Affordable Care Act* est voté et a été confirmé par la Cour suprême saisie par l'opposition républicaine. Par ailleurs, il s'agit d'une réforme emblématique du premier mandat de Barack Obama qui sera vraisemblablement maintenue.

### D'autres mesures seront très probablement écartées

À l'inverse, certaines mesures paraissent très peu probables à moins d'un blocage total de la situation. C'est le cas de la baisse des tarifs des médecins : en vertu du *Budget Control Act* de 1997, une formule automatique permet d'ajuster automatiquement les tarifs de remboursement des médecins dans le cadre du programme *Medicare* de façon à limiter la progression des dépenses du programme. Cependant, depuis 2002, le Congrès décide systématiquement de revaloriser les tarifs de médecins sans tenir compte de l'application de la formule (cf. tableau 3).

De même, l'administration Bush avait augmenté en 2001 et en 2003 l'abattement forfaitaire pratiqué à la base pour calculer l'impôt minimum. Depuis, chaque année, le Congrès vote une reconduction annuelle de cet abattement. En

Tableau 2

### Croissance du PIB selon les hypothèses retenues

Croissance du PIB		Variations semestrielles et moyenne annuelle en %			
		S2 2012	S1 2013	S2 2013	2013
Scénarios CBO	Aucun durcissement mis en œuvre		1,7	1,7	3,1
	Fiscal Cliff intégral	1,1	-1,0	0,4	-0,3
	« Scénario alternatif » CBO		0,8	1,0	1,8
Scénario Insee		1,0	0,8	-	1,4 (acquis)

Source : Budget Office, prévisions Insee

Tableau 3

### Formule automatique de revalorisation des tarifs des médecins issue du Budget Control Act de 1997 et revalorisation votée par le Congrès

Variation annuelle en %	janv-09	janv-10	janv-11	janv-12	janv-13
Formule Automatique	-5,3	-11,5	-5,9	-10,2	-27,5
Revalorisation votée par le Congrès	0,5	1,1	1,3	0,9	?

Source : Centers for Medicare & Medicaid Services

l'absence de vote, il est censé revenir automatiquement à son niveau de 2000, ce qui paraît très improbable (cf. tableau 4).

Enfin, tant les Démocrates que les Républicains ont défendu la prolongation des baisses d'impôt de l'administration Bush pour les tranches de revenu inférieures à 250 000 \$ annuels et les déductions au titre des enfants. Au total, ces trois éléments, pesant sur les ménages et représentant près de la moitié du *fiscal cliff* (285 Mds de \$), ne seraient finalement pas mis en application au 1er janvier 2013.

### **Certaines hausses d'impôt et baisses de dépenses seraient incluses dans le cadre d'un accord politique**

Certaines mesures ont en revanche de bonnes chances d'expirer dans leur forme actuelle pour être remplacées par de nouveaux dispositifs. C'est notamment le cas de l'exonération de cotisations salariales de Sécurité Sociale (*Payroll Tax Cut* soit 126 Mds \$). En effet, aucune proposition d'un sénateur ou d'un représentant visant à les prolonger en l'état n'a été déposée<sup>2</sup> et aucun des deux camps n'a défendu cette position durant la présidentielle. Cependant, l'administration Obama a émis le souhait de revenir à un dispositif plus proche de celui qui existait jusqu'en 2010 (*Making Work pay*), de façon à concentrer les baisses de prélèvements sur les catégories modestes et moyennes

(2) cf. *An overview of Tax Provisions Expiring in 2012*, Congressional Research Service, septembre 2012.

(cf. graphique 1). Dans l'hypothèse qu'un compromis se dessine autour de cette proposition, l'effet net serait celui d'une hausse d'impôts d'environ 32 Mds de \$.

Enfin, pour les mesures restantes, aucun consensus ne semble se dégager pour le moment. Le président Obama a défendu l'idée de laisser expirer les baisses des taux des deux tranches supérieures de l'impôt sur le revenu et de l'imposition des revenus du capital (56 Mds \$), ce que refuse la Chambre à majorité républicaine. De même, le débat reste ouvert sur la taxation des entreprises (84 Mds \$), l'expiration du système d'assurance chômage « exceptionnel » (35 Mds \$) et les coupes automatiques nées de l'accord sur le plafond de la dette (86 Mds \$). L'hypothèse retenue est celle d'un compromis dans lequel seule la dernière tranche de revenu et la taxation du capital seraient augmentées (43 Mds \$), le système d'assurance chômage serait réformé mais non abrogé (18 Mds \$) et les coupes automatiques seraient contenues à 25 Mds \$.

### **L'effet sur l'activité resterait limité, grâce à la baisse de l'inflation et du taux d'épargne.**

Au total, l'impact de la « falaise » budgétaire serait de l'ordre de 1,1 point de PIB en 2013, soit à peine un quart de l'effet potentiel du *fiscal cliff* total (cf. tableau 1).

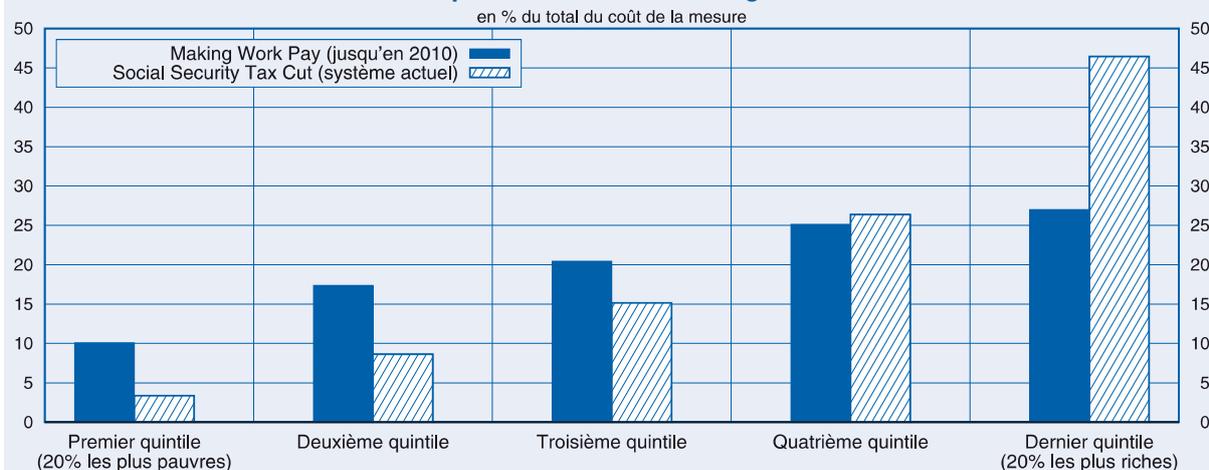
Plusieurs facteurs viendraient amortir l'effet macroéconomique de ce durcissement budgétaire. Tout d'abord, l'inflation baisserait au premier semestre 2013 du

**Tableau 4**  
**Abattements forfaitaires à la base pour le calcul de l'impôt minimum pour les célibataires et les couples mariés depuis 1991(en \$)**

	1986-1990	1991-1992	1993-2000	2001-2002	2003-2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012 (fiscal cliff)
Couples mariés	40 000	40 000	45 000	49 000	58 000	62 550	66 250	69 950	70 950	72 450	74 450	45 000
Célibataires	30 000	30 000	33 750	35 750	40 250	42 500	44 350	46 200	46 700	47 450	48 450	33 750

Source : Tax Policy Center

### **1 - Distribution du « Making Work Pay Credit » et du « Payroll Tax Cut » en fonction du quintile de revenu du ménage.**



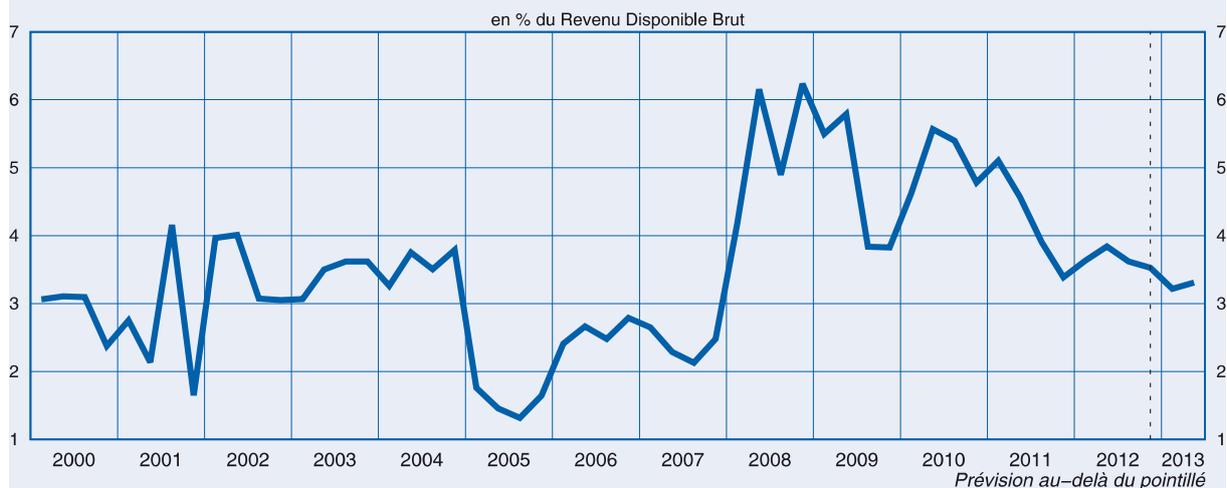
Source : Tax Policy Center

fait du tassement des prix de l'énergie (cf. *fiche États-Unis*). De plus, une grande part des hausses d'impôts retenues pèserait sur les ménages américains les plus aisés, dont la propension à épargner est la plus forte. Globalement, le taux d'épargne des ménages se replierait ainsi au premier semestre 2013, amortissant l'effet des hausses d'impôts sur la consommation (cf. *graphique 2*).

Il est probable que la plupart des entreprises avait anticipé la baisse du taux d'amortissement accéléré de 100 % à 50 % pour les investissements réalisés en 2012. Ainsi, même si leur trésorerie continue d'être pénalisée par cette mesure début

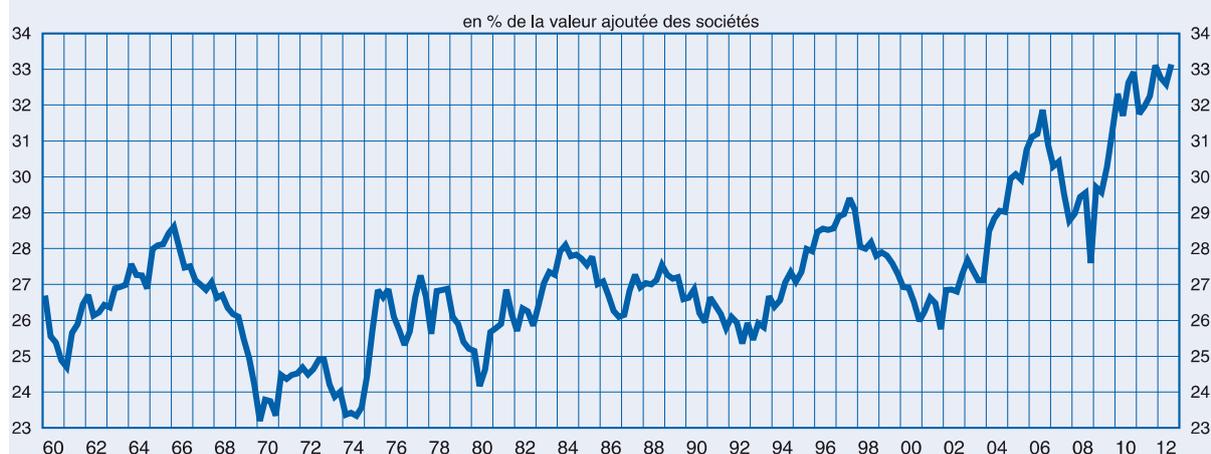
2013 avec le paiement des soldes de l'impôt sur les sociétés au titre de l'année 2012, l'effet sur l'investissement peut avoir déjà eu lieu durant l'année 2012. Pour 2013, nous supposons que l'amortissement accéléré de 50 % serait maintenu. En outre, les prélèvements supplémentaires opérés sur les entreprises seraient de l'ordre de 30 Mds de \$ en 2013 soit 1 % de leurs marges. Le très haut niveau du taux de marge des entreprises (cf. *graphique 3*) leur permettrait d'amortir ce durcissement de la fiscalité. ■

### 2 - Taux d'épargne des ménages



Sources : BEA, prévisions Insee

### 3 - Taux de marge des sociétés



Source : BEA

# Royaume-Uni

## Les Jeux sont faits

Au quatrième trimestre 2012, les facteurs exceptionnels qui ont soutenu l'activité au Royaume-Uni au troisième trimestre s'effaceraient et celle-ci se replierait à nouveau (-0,1 %). La croissance pâtirait également de la faiblesse des débouchés extérieurs et de la baisse de la production énergétique. Au premier semestre 2013, les mesures de consolidation budgétaire continueraient de peser sur la consommation publique et privée. Au total, malgré l'affermissement de l'investissement et la fin de l'ajustement dans la construction, l'activité britannique ne progresserait que faiblement à l'horizon de la prévision.

### Rebond ponctuel de l'activité au troisième trimestre

Le rebond de la croissance britannique au troisième trimestre 2012 (+1,0 % après -0,4 %) s'explique principalement par des facteurs techniques et transitoires (jour ouvré supplémentaire après le Jubilé de la reine au deuxième trimestre et J.O. de Londres). En dehors de ces soutiens ponctuels, l'activité britannique n'aurait progressé que de 0,2 % à 0,3 %, un rythme nettement inférieur à la tendance d'avant-crise.

### L'activité calerait fin 2012

Au quatrième trimestre 2012, selon les enquêtes de conjoncture, l'activité britannique se replierait (-0,1 %). La faiblesse des débouchés extérieurs peserait sur la croissance britannique. Celle-ci pâtirait également de la baisse de la production énergétique en raison de travaux de maintenance plus longs qu'à l'accoutumée en mer du Nord (cf. graphique). En contrecoup du surcroît de demande lié à l'accueil des Jeux à l'été, la

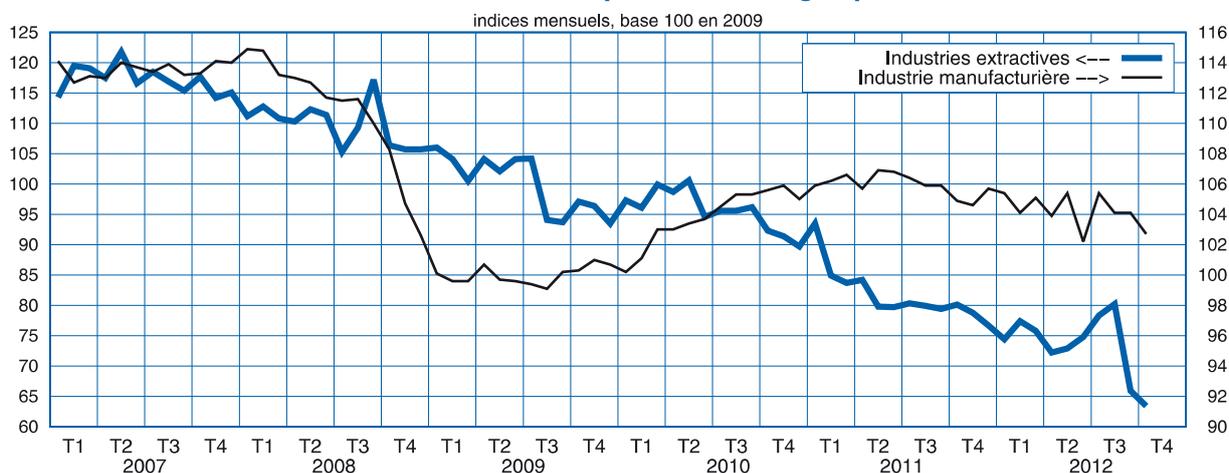
demande intérieure se replierait (-0,1 %). La consommation des ménages serait en outre freinée par la hausse de l'inflation avec l'accélération des prix énergétiques et la forte augmentation des prix de l'enseignement en septembre (+19,2 %) due au relèvement du plafond des frais d'inscription en licence. Sur l'année, le Royaume-Uni n'échapperait pas à un recul du PIB (-0,1 % après +0,9 % en 2011 et +1,8 % en 2010).

### Léger mieux au premier semestre 2013

Début 2013, l'activité britannique progresserait seulement légèrement (+0,2 % puis +0,1 % aux premier et deuxième trimestres). L'environnement fiscal du pays reste peu porteur du fait de la poursuite de l'ajustement des finances publiques. Les économies additionnelles programmées pour l'année fiscale 2013-2014 représenteront 1,3 point de PIB (après 1,2 point de PIB en 2012-2013). La politique monétaire reste toutefois toujours très accommodante et le gouvernement continue de proposer des mesures<sup>1</sup> destinées à favoriser l'accès au crédit des ménages et des PME. Les entreprises augmenteraient donc légèrement leurs dépenses d'investissement productif début 2013. Parallèlement, après avoir fortement chuté en 2012 avec l'achèvement des principales infrastructures pour les J.O., le secteur de la construction cesserait de peser sur la croissance. Enfin, avec l'affermissement de la demande mondiale, les exportations britanniques se redresseraient progressivement (+0,1 % puis +0,3 %). ■

(1) Prêts aux PME, taux d'emprunt réduits pour les banques qui augmentent leurs prêts aux agents privés, paiement direct des fournisseurs par les banques.

### Très forte chute de la production énergétique



Sources : ONS et calculs Insee

# Japon

## Rechute temporaire

Au troisième trimestre 2012, l'activité au Japon s'est contractée (-0,9 % après 0,0 % au deuxième trimestre). En particulier, la production industrielle s'est fortement repliée sous l'effet de l'effondrement des exportations et de l'investissement des entreprises.

L'activité continuerait de se replier au quatrième trimestre 2012 (-0,2 %). Les tensions diplomatiques avec la Chine pèseraient toujours sur les exportations et la demande intérieure serait atone.

Au premier semestre 2013, le Japon renouerait avec une croissance modérée (+0,3 % par trimestre) : les exportations profiteraient de l'accélération du commerce mondial et la demande privée retrouverait un peu de dynamisme, notamment l'investissement.

### Les exportations pâtissent fin 2012 des relations tendues avec la Chine

Au troisième trimestre 2012, les exportations japonaises ont chuté (-5,1 %) pénalisées par la contraction du commerce mondial et notamment par la faiblesse des demandes asiatique et américaine. Par ailleurs, depuis mi-août, les mesures de rétorsion et de boycott de la Chine ont entraîné une forte baisse des ventes à destination de ce pays, qui en absorbe habituellement près de 20 %. Les exportations japonaises ont ainsi très nettement reculé en septembre et en octobre, de sorte que sur l'ensemble du quatrième trimestre 2012, elles seraient de nouveau en repli (cf. graphique). Elles rebondiraient toutefois au premier semestre 2013 (+1,2 % par trimestre).

### L'effet des plans de reconstruction se dissiperait

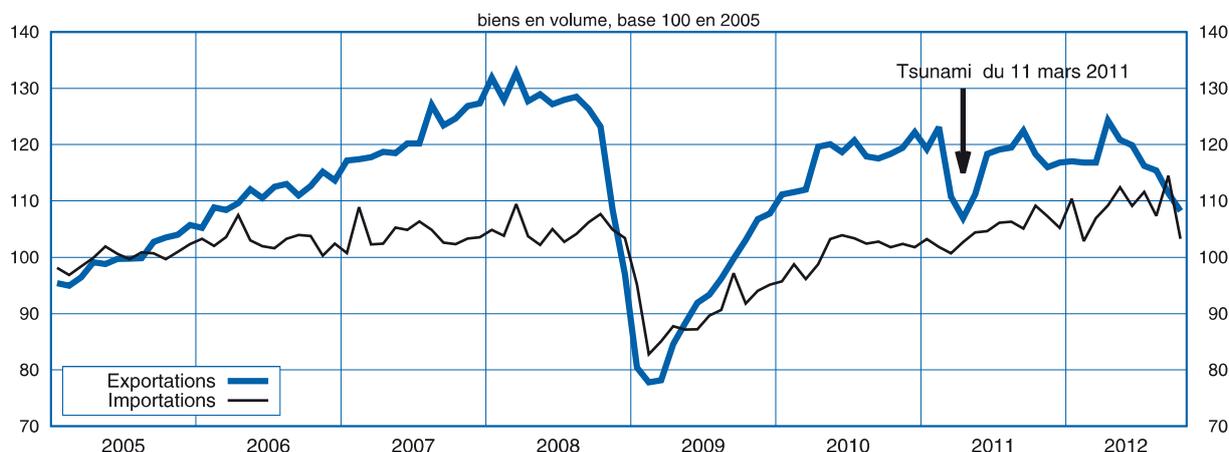
La demande intérieure japonaise donne également des signes d'essoufflement. En particulier, l'effet des plans de reconstruction se dissiperait. Depuis la catastrophe du 11 mars 2011, quatre plans de soutien à l'activité ont en effet été votés par le Parlement à hauteur de 3,8 points de PIB. En conséquence, l'investissement public progresse fortement depuis le début de l'année. Le budget alloué à la reconstruction d'urgence s'épuiserait progressivement mais l'investissement public resterait soutenu par le plan de moyen-terme voté en novembre 2011. Il progresserait au total à un rythme modéré (+0,5 % par trimestre).

### La demande privée progresserait seulement faiblement

L'investissement des entreprises s'est fortement contracté au troisième trimestre et il poursuivrait son repli au quatrième. Les commandes à l'industrie se situent en effet à un niveau extrêmement bas. L'investissement rebondirait légèrement au premier semestre 2013, soutenu par le redémarrage des exportations.

La consommation des ménages a connu un coup d'arrêt au troisième trimestre 2012 (-0,4 %) en raison de l'épuisement du soutien public à l'achat des voitures écologiques. Elle progresserait seulement faiblement à l'horizon de prévision. L'investissement résidentiel conserverait un certain dynamisme, en lien avec l'effort de reconstruction. Au total, le Japon connaîtrait une contraction de l'activité au quatrième trimestre 2012 (-0,2 %), avant de rebondir modestement au premier semestre 2013 (+0,3 % par trimestre). ■

### Les tensions diplomatiques avec la Chine pénalisent les exportations fin 2012



Source : Banque du Japon, dernier point : octobre 2012

# Chine et Asie émergente

## À la relance

Au troisième trimestre 2012, les échanges ont stagné en Asie émergente. Les exportations des économies très ouvertes du Sud-est asiatique ont continué de pâtir du ralentissement du commerce mondial et en particulier de celui de l'activité chinoise aux trimestres précédents.

Cependant, l'activité chinoise donne des signes d'accélération, après avoir fortement ralenti au premier semestre. Au troisième trimestre 2012, la demande intérieure s'est raffermie, et le PIB a accéléré. À la faveur des assouplissements monétaires mis en œuvre et des impulsions budgétaires annoncées, l'activité chinoise accélérerait ainsi à l'horizon de la prévision, soutenant les échanges mondiaux, et permettrait un rebond de l'activité des autres économies asiatiques au premier semestre 2013.

### Un léger rebond des échanges fin 2012 après un repli important cet été

Entre juin et août 2012, le commerce s'est nettement contracté en Asie, les échanges reculant de près de 5 % par rapport aux trois mois précédents. En septembre, les échanges ont fortement rebondi, permettant une stabilisation sur l'ensemble du troisième trimestre. En Chine, les importations ont stagné et les exportations se sont repliées, notamment vers l'Union Européenne et les États-Unis qui absorbent près de 40 % des exportations chinoises. Dans le reste de l'Asie, les importations se sont contractées notamment à Singapour, à Taiwan et en Corée.

Cependant, d'après les données douanières de septembre et d'octobre comme d'après la composante commandes des enquêtes PMI, les échanges se redressent. La chute des échanges bilatéraux entre la Chine et le Japon profiterait aux

exportations des économies d'Asie émergente. Après avoir baissé au troisième trimestre 2012, l'activité accélérerait ainsi dans cette zone du monde à partir du quatrième trimestre.

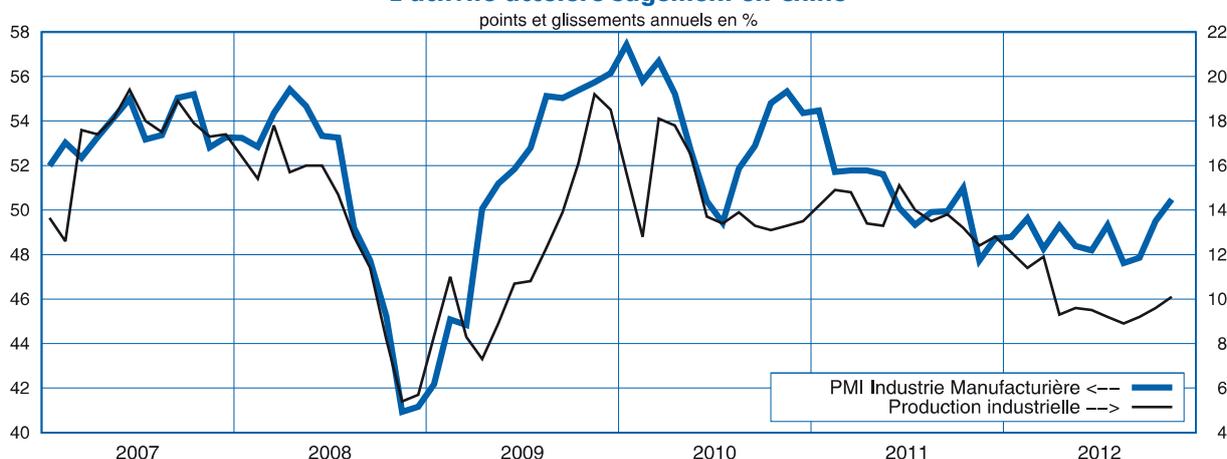
### L'économie chinoise accélère sagement

En Chine, l'activité exprimée en variation trimestrielle a accéléré au troisième trimestre 2012, même si ces chiffres restent fragiles. En particulier, la demande intérieure a gagné en dynamisme au troisième trimestre. En outre, en novembre, la production industrielle atteint 10,1 % en glissement annuel contre 8,9 % en août et, selon les enquêtes PMI de l'institut Markit, les perspectives économiques rebondissent (cf. graphique). La forte baisse de l'inflation (2,0 % en novembre) 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. L'activité continuerait donc d'accélérer à l'horizon de la prévision.

### Dans le sillage de la Chine, les « dragons » accéléreraient

La demande intérieure des « dragons asiatiques » est restée peu dynamique au troisième trimestre 2012. À Singapour, l'activité s'est ainsi contractée et elle a continué de faiblir en Corée du sud. Ces économies réagissant avec retard aux à-coups de la croissance chinoise, elles bénéficieraient en 2013 du regain du dynamisme chinois : au premier semestre, l'Asie émergente accélérerait donc sans toutefois retrouver un rythme de croissance équivalent à celui qui prévalait avant 2008. ■

### L'activité accélère sagement en Chine



Sources : Markit, National Bureau of Statistics of China