

Développements internationaux



Marchés financiers

Les tensions s'apaisent, les risques demeurent

Après un regain de tensions au dernier semestre 2011, l'environnement financier s'apaise depuis le début de l'année 2012.

À partir de l'été 2011, l'aggravation de la crise des dettes souveraines dans la zone euro a provoqué un regain d'incertitude et de tensions financières dans les pays industrialisés. Les primes de risque et les taux de financement des États européens les plus fragiles ont fortement augmenté, tandis que les marchés interbancaires ont présenté des signes de grippage. Le choc s'est transmis à l'économie réelle, et les perspectives d'activité se sont rapidement assombries, notamment dans la zone euro. En Italie et en Espagne, les tensions se sont en outre transmises aux conditions de financement de l'économie.

Face à cette situation, la Banque Centrale Européenne (BCE) a encore assoupli sa politique monétaire en décembre 2011 en injectant des montants importants de liquidité dans le système bancaire. Parallèlement, les pays de la zone euro ont renforcé leurs engagements à réduire leurs déficits. En conséquence, les tensions sur les marchés boursiers, obligataires et interbancaires se sont apaisées depuis le début de l'année. Cet apaisement des tensions financières devrait, dans les mois qui viennent, gagner progressivement les conditions de financement des agents privés, même si, pour l'instant, les dernières enquêtes auprès des banques ne signalent pas d'amélioration des conditions de crédit dans la zone euro.

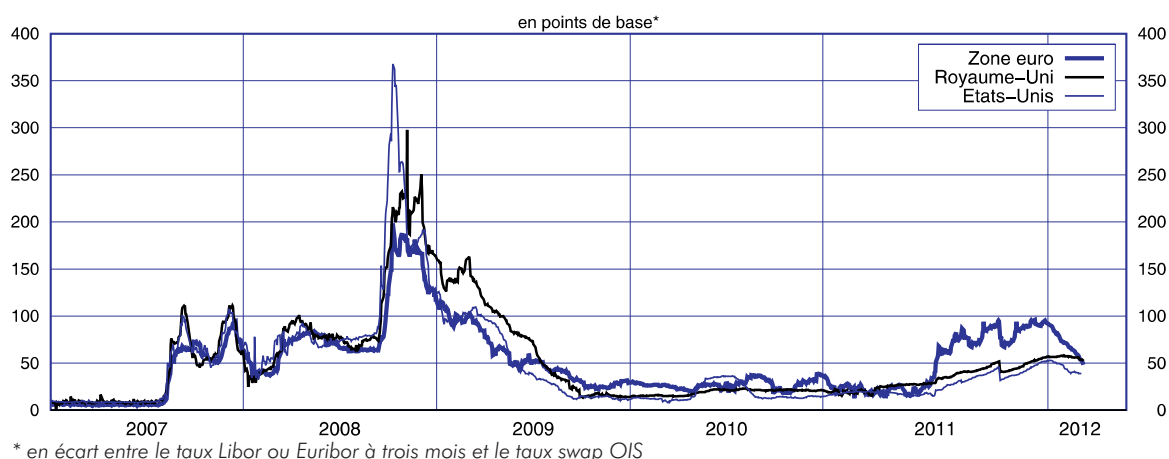
À l'horizon de la prévision, les hypothèses conventionnelles retenues pour le taux de change sont de 1,32 dollars, 104 yens et 0,84 livre pour un euro.

Grâce à l'action des banques centrales fin 2011, les tensions sur le marché interbancaire se sont apaisées

Face à l'aggravation de la crise des dettes souveraines dans la zone euro et aux tensions apparues sur les marchés interbancaires (cf. graphique 1), la BCE a intensifié dès juillet 2011 le recours à des mesures non conventionnelles. Fin décembre, la BCE a en outre lancé une opération exceptionnelle de refinancement illimité à échéance de 3 ans au taux de 1 %. Cette opération a permis l'apport de près de 500 milliards d'euros au marché interbancaire de la zone euro. Elle a été réitérée fin février. Aux États-Unis, la Fed avait annoncé en août qu'elle maintiendrait son taux directeur au niveau historiquement bas de 0,25 % jusqu'en 2013.

Les tensions sur les marchés interbancaires de la zone euro se sont ainsi nettement réduites au début de l'année 2012 (cf. graphique 1). Le marché interbancaire américain a également commencé à se détendre et les tensions se stabilisent au Royaume-Uni.

1 - Baisse des tensions sur les marchés interbancaires



Source : DataInsight

Regain de confiance sur les marchés boursiers

Avec l'amélioration des perspectives d'activité, notamment aux États-Unis, et l'apaisement des tensions financières dans la zone euro, les marchés boursiers ont recouvré une partie de la confiance qu'ils avaient perdue au deuxième semestre 2011 (cf. graphique 2) : la volatilité implicite des indices boursiers américains et allemands a ainsi retrouvé son niveau du début d'année 2011. Pour autant, et contrairement aux indices américains, les indices boursiers de la zone euro n'ont pas retrouvé fin février leur niveau du premier semestre 2011. La reprise boursière en Europe reste donc fragile.

La détente qui s'observe sur les marchés des obligations souveraines dans la zone euro...

Face à l'aggravation de la crise des dettes souveraines et à la détérioration des perspectives de croissance, les États européens ont cherché à renforcer la soutenabilité de leurs finances publiques. Des plans additionnels de réduction des déficits ont ainsi été mis en place en Italie, en Espagne et en France fin 2011. De plus, le sommet européen du 9 décembre 2011 a confirmé l'engagement des pays de la zone euro en matière de discipline budgétaire.

Dans ce contexte, les taux souverains ont commencé à baisser début 2012 en Italie, en Espagne, en Irlande ainsi qu'en France, même si dans certains pays ils restent élevés dans une perspective de long terme. Ainsi, l'écart de taux entre ces différents pays et l'Allemagne se resserre (cf. graphique 3). Sur les marchés financiers, les craintes d'une crise systémique de la dette qui,

(1) Il s'agit des taux des crédits à encours élevé (i.e. supérieur à 1 million d'euros), accordés aux sociétés non financières.

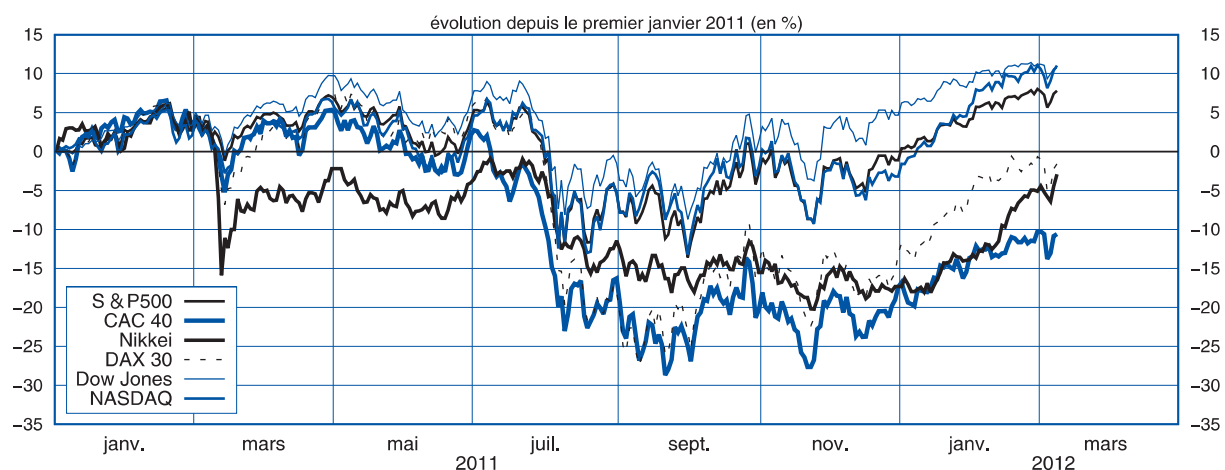
partant de l'Italie et l'Espagne, mettrait en danger la stabilité financière de l'ensemble de la zone euro, semblent s'estomper. Pour autant, les difficultés de certains pays demeurent. Ainsi, au Portugal, les tensions n'ont pas décliné et persistent début 2012. Des risques pèsent également toujours sur la stabilité financière de la Grèce, malgré l'accord du 24 février 2012 qui a permis la réduction d'au moins 100 milliards d'euros de sa dette publique, après le vote par le Parlement d'un nouveau plan de consolidation budgétaire.

... ne s'est pas encore transmise aux conditions de crédit

D'après les enquêtes de la BCE publiées en janvier, le resserrement du crédit bancaire, en France comme au sein de la zone euro, s'est poursuivi au quatrième trimestre 2011. Les enquêtes n'annoncent pas d'amélioration de ces conditions début 2012 (cf. graphique 4). Parallèlement, les taux d'intérêt des crédits accordés aux entreprises⁽¹⁾ sont restés stables en Allemagne et en France au quatrième trimestre 2011, mais ont progressé en Italie et en Espagne (cf. fiche « Zone euro »), et ce, malgré la baisse du taux directeur de la BCE à l'automne 2011. La détente observée sur les marchés financiers et la politique toujours accommodante de la BCE devraient à terme se traduire par une amélioration des conditions d'accès au crédit dans la zone euro, notamment en Italie et en Espagne.

Début 2012, dans la zone euro, les encours de crédit aux sociétés non financières sont en baisse : -3,7 % en croissance trimestrielle annualisée en janvier après -3,0 % en décembre 2011. Cette baisse reflète le durcissement des conditions de crédit et le recul de la demande privée. En France, la croissance des encours de crédit aux sociétés non financières est restée positive, mais elle se

2 - Les marchés boursiers en nette reprise



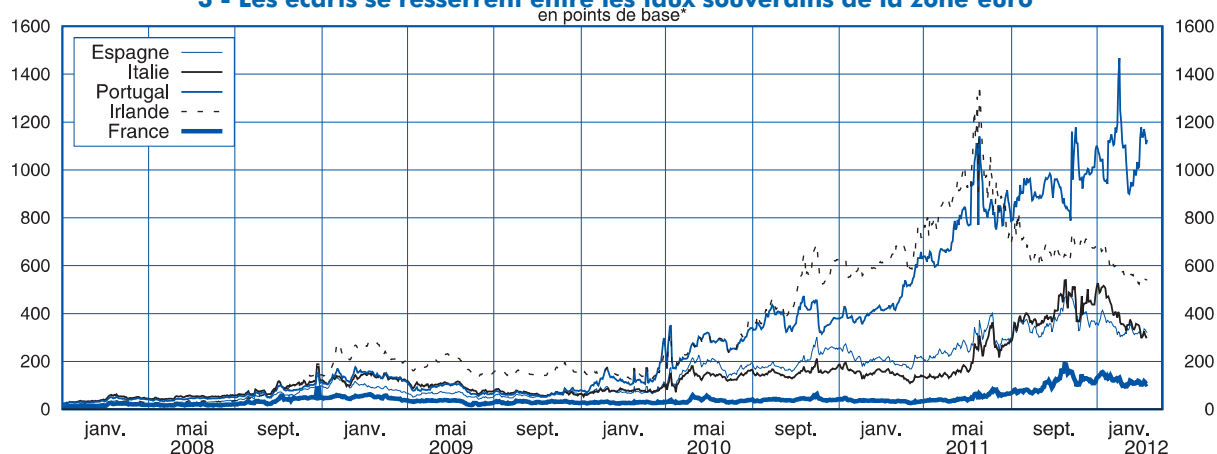
Source : DataInsight

modère nettement depuis l'été (+0,3 % en janvier 2012 en croissance trimestrielle annualisée, contre +1,5 % en décembre et +3,4 % en novembre 2011). Les crédits accordés aux ménages ont accéléré en janvier 2012 (+5,6 % en croissance trimestrielle annualisée après +3,8 % en décembre) après avoir nettement ralenti fin 2011.

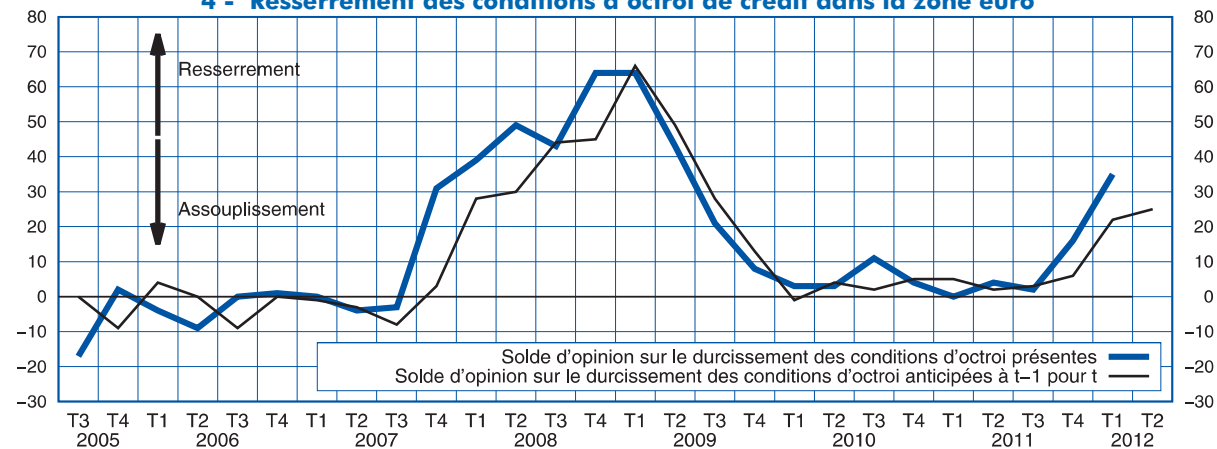
L'euro stoppe sa chute face au dollar

Après avoir chuté de façon quasi continue depuis août 2011 (cf. graphique 5), le taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar s'est à nouveau apprécié début 2012, parallèlement au reflux des tensions financières dans la zone euro. À l'horizon de la prévision, la devise européenne se stabiliserait autour de 1,32 euro pour 1 dollar. ■

3 - Les écarts se resserrent entre les taux souverains de la zone euro



4 - Resserrement des conditions d'octroi de crédit dans la zone euro



5 - Évolution du taux de change de l'euro



Zone euro

Lent rétablissement

Conformément à notre prévision de la Note de conjoncture de décembre, l'activité dans la zone euro s'est repliée au quatrième trimestre 2011 (-0,3 %). Le regain de tensions sur les dettes souveraines européennes depuis l'été 2011 et le choc d'incertitude qui l'a accompagné se sont en effet transmis à l'économie réelle. Pénalisé par le resserrement du crédit dans certains pays, l'investissement s'est contracté. En l'absence de gains de pouvoir d'achat, la consommation des ménages a reculé. Dès lors, le recul de la demande intérieure a fortement pesé sur les échanges dans la zone euro et les exportations se sont repliées.

Les deux opérations exceptionnelles de refinancement conduites récemment par la Banque Centrale Européenne (BCE) ont contribué à apaiser les tensions financières début 2012. Mais cette détente ne devrait que progressivement se traduire par une amélioration des conditions de financement de l'économie.

Après avoir atteint un point bas au quatrième trimestre 2011, le climat conjoncturel s'améliore peu à peu dans la zone euro. Globalement stable au premier semestre 2012, l'activité s'améliorerait progressivement mais lentement : -0,1 % au premier trimestre puis +0,1 % au deuxième trimestre. Elle serait soutenue par les exportations, mais la demande interne continuerait de fléchir et notamment la consommation des ménages.

Les divergences resteraient marquées au sein de la zone euro. En Italie et en Espagne, la demande

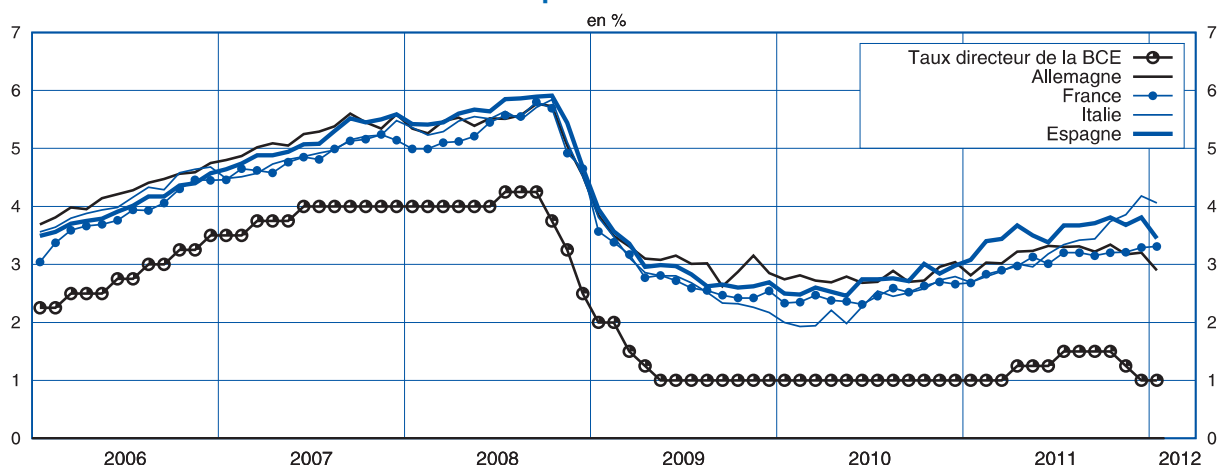
intérieure resterait très affaiblie par les tensions financières et par les plans de consolidation des finances publiques. L'activité continuerait de reculer dans ces deux pays d'ici mi-2012. À l'inverse, l'Allemagne et la France renoueraient avec une croissance modeste d'ici mi-2012.

Au quatrième trimestre 2011, l'activité a reculé dans la zone euro

Les tensions sur les marchés des dettes souveraines sont restées vives au quatrième trimestre 2011 (cf. fiche « Marchés financiers »). Ces tensions se sont transmises à l'économie réelle via le durcissement des conditions d'accès au crédit dans certains pays. Ainsi, les taux des prêts bancaires aux entreprises ont nettement augmenté en Italie et en Espagne (cf. graphique 1), malgré la baisse des taux directeurs décidée par la BCE à l'automne 2011.

Au quatrième trimestre 2011, l'investissement a reculé dans la zone euro, pénalisé par le resserrement du crédit et la dégradation des perspectives d'activité. Du fait de pertes de pouvoir d'achat, la consommation des ménages a diminué. Enfin, le ralentissement des échanges, particulièrement marqué au sein de la zone euro, a entraîné une baisse des exportations. En définitive, l'activité s'est contractée dans la zone euro (-0,3 % au quatrième trimestre 2011).

1 - Taux d'intérêt des prêts aux sociétés non financières



Source : Banque centrale européenne

Développements internationaux

atténueraient le soutien des stabilisateurs automatiques (hausse « mécanique » de prestations sociales et baisse des impôts en phase de ralentissement de la croissance).

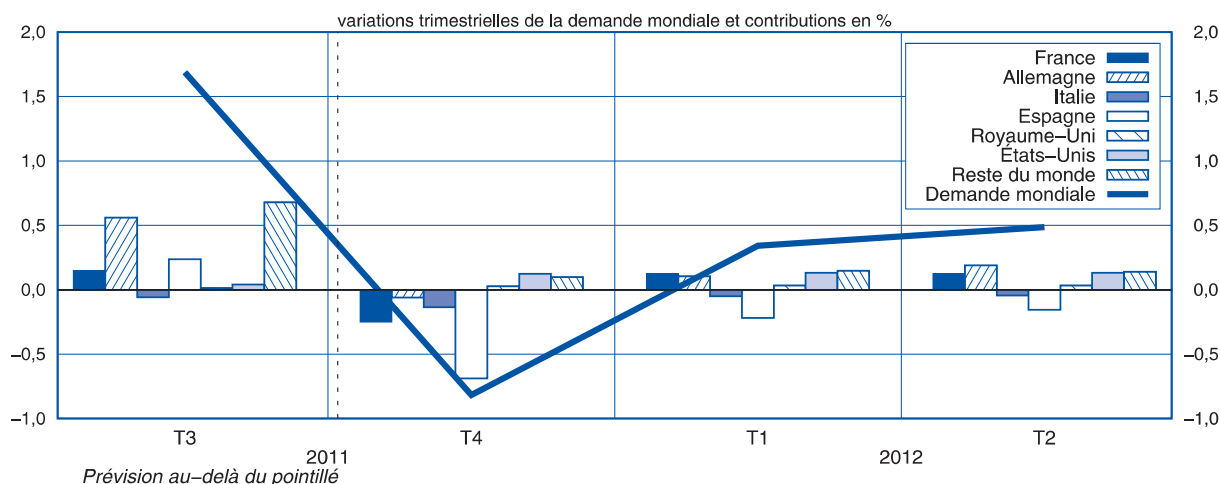
La consommation des ménages continuerait donc de baisser au premier semestre 2012 (-0,2 % par trimestre), même si la baisse du taux d'épargne amortirait quelque peu son recul.

L'inflation diminuerait quelque peu d'ici juin 2012

Le taux de chômage poursuivrait sa hausse jusqu'en juin 2012 dans la zone euro. Dès lors, les pressions inflationnistes seraient modérées et l'inflation « sous-jacente » reculerait très légèrement : elle atteindrait 1,4% en juin 2012. (cf. graphique 4).

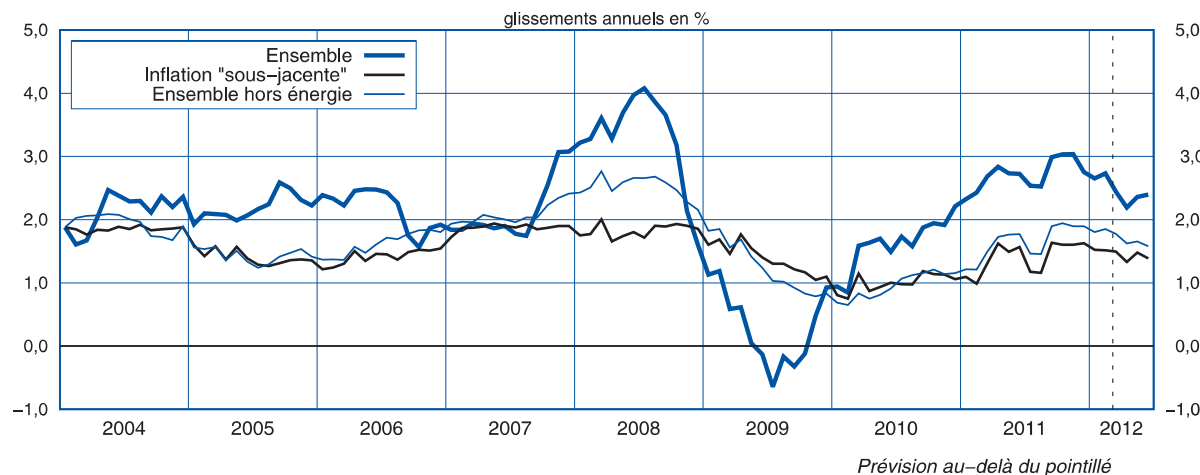
Après avoir atteint un pic à 3,0 % en novembre 2011, l'inflation totale dans la zone euro a diminué jusqu'à 2,7 % en février 2012. Malgré la hausse du prix du pétrole au premier trimestre 2012, cette baisse se poursuivrait. En effet, les hausses des prix de l'énergie en début d'année resteraient plus faibles que celles observées début 2011, de sorte que le glissement des prix énergétiques reculerait au premier trimestre. Au total, le glissement annuel des prix diminuerait progressivement jusqu'à 2,2 % en avril, puis se stabiliserait à 2,4 % en juin. ■

3 - Demande mondiale adressée à la zone euro et contribution des importations des partenaires



Sources : Centraal PlanBureau, prévisions Insee

4 - Prix à la consommation en zone euro



Sources : Eurostat, prévisions Insee

Allemagne

Redémarrage en douceur

Pénalisée par le recul des débouchés à l'exportation, notamment dans la zone euro, l'activité en Allemagne s'est repliée au quatrième trimestre 2011 (-0,2 % après +0,6 %). Grâce à l'accélération du commerce mondial, l'économie allemande renouerait avec la croissance début 2012 (+0,2 % au premier trimestre puis +0,4 % au deuxième trimestre). Dans le sillage des exportations, l'investissement en biens d'équipement progresserait à nouveau. Enfin, grâce à la bonne tenue des revenus salariaux, les ménages allemands bénéficieraient de gains de pouvoir d'achat, et leurs dépenses de consommation progresseraient modérément.

L'appareil exportateur allemand redémarre

Après avoir reculé fin 2011, les exportations allemandes soutiendraient à nouveau l'activité début 2012. Elles se redresseraient au premier semestre 2012, grâce au dynamisme de la demande en provenance des pays en dehors de la zone euro. Les exportations allemandes seraient toutefois freinées par la faiblesse de la demande dans la zone euro, si bien qu'elles progresseraient à un rythme modeste, inférieur à celui observé en 2010 ou début 2011. Dans leur sillage, l'investissement en biens d'équipement des entreprises croîtrait sur un rythme modéré, les conditions de financement des entreprises restant très favorables en Allemagne.

Coup de froid sur la construction

Dans le secteur de la construction, la vague de froid du mois de février occasionnerait d'importants retards de production au premier trimestre 2012. L'investissement dans la

construction se replierait ainsi nettement (cf. éclairage). Par effet de rattrapage, il rebondirait fortement au deuxième trimestre.

Le marché du travail toujours solide

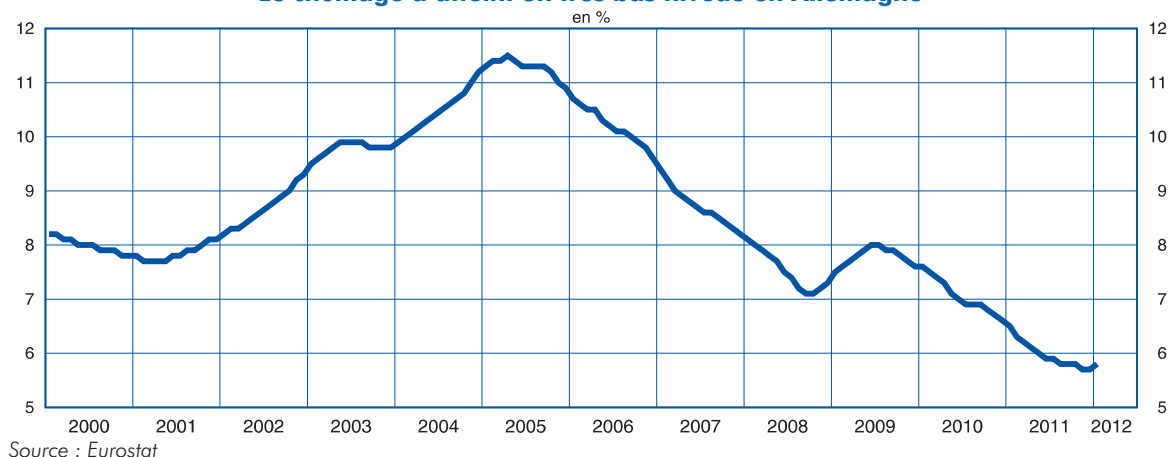
Le repli de l'activité au quatrième trimestre 2011 a peu affecté le marché du travail. Le taux de chômage a continué de baisser (cf. graphique), faisant craindre l'apparition de pénuries de main-d'œuvre dans certains secteurs. Avec l'affermissement de la croissance, la hausse de l'emploi se poursuivrait d'ici mi-2012 (+0,2 % par trimestre).

Les salaires ont été particulièrement dynamiques en 2011. Les négociations salariales, déjà conclues pour 2012, suggèrent que les ménages allemands bénéficieraient de nouveau de gains de salaires réels. Comme c'est le cas depuis 2011, le partage de la valeur ajoutée continuerait de se déformer quelque peu en faveur des salariés.

La consommation des ménages soutient l'activité

Après avoir fortement progressé au troisième trimestre 2011 (+1,2 %), la consommation des ménages s'est repliée au quatrième trimestre 2011 (-0,2 %) : les ménages ont alors en partie reconstitué leur épargne. Toutefois sur l'ensemble de l'année 2011, la consommation des ménages a été robuste (+1,4 % après +0,6 % en 2010). Début 2012, avec un marché du travail solide, le pouvoir d'achat des ménages allemands serait en hausse et leurs dépenses de consommation augmenteraient (+0,2 % par trimestre). Leur taux d'épargne serait stable au premier semestre 2012. ■

Le chômage a atteint un très bas niveau en Allemagne



Éclairage : Les effets du froid dans le secteur de la construction en Allemagne

En Allemagne comme en France, après un début d'hiver particulièrement doux, les températures ont fortement chuté au mois de février. Pendant plusieurs semaines, elles sont descendues en dessous de zéro degré. Comme lors des précédentes vagues de froid, la rigueur de l'hiver aura vraisemblablement un impact important sur l'activité du secteur de la construction au premier trimestre 2012.

Les deux précédentes vagues de froid en 2010 ont fortement pénalisé l'activité dans le secteur de la construction

Au mois de janvier 2010, les températures ont été très basses : 4,9 degrés en dessous de leur normale de saison (cf. graphique 1). La production dans la construction s'est alors repliée de 15,5 %. De même, en décembre 2010, la faiblesse des températures (4,9 degrés en dessous de leur normale saisonnière) a conduit à un recul de la production dans la construction de 21,8 %. Au total, la production dans ce secteur s'est repliée de 9,9 % au premier trimestre 2011 et de 5,9 % au quatrième trimestre. L'investissement dans la construction a fléchi de 2,5 % pour chacun de ces deux trimestres.

En ce début d'année 2012, les températures du mois de février ont été très froides en Allemagne, 4,1 degrés en dessous de leur normale saisonnière. Les effets dans le secteur de la construction pourraient donc être similaires à ceux de 2010.

Modélisation de l'effet des températures sur l'activité dans la construction

L'effet des températures n'est pas le même sur l'activité dans la construction selon la période de l'année. Il est logiquement marqué pendant les mois d'hiver (décembre, janvier, février) et peu marqué le reste du temps. Pour estimer cet effet, il paraît plus adapté de construire des modèles spécifiques pour les différents mois de l'année. Pour chacun des mois d'hiver, a été estimé le modèle suivant :

$$\Delta \text{ipicons}_m = \alpha \Delta \text{ipicons}_{m-1} + \beta \Delta \text{ipicons}_{m-2} + \lambda \text{ecart_temp}_m + \text{constante}$$

Période d'estimation : 1991 - 2011

où :

- ipicons désigne la production mensuelle dans la construction au mois m , $m-1$ et $m-2$. Les termes retardés de la production permettent de prendre en compte la dynamique habituelle du secteur.

- ecart_temp_m est l'écart de la température du mois m à sa normale saisonnière.

L'estimation des différentes équations confirme, pour chacun des mois d'hiver (décembre, janvier et février), que les écarts de température influent sur la croissance de la production dans le secteur de la construction. Pour le mois de mars cet effet n'est pas significatif. C'est au mois de janvier que les effets des aléas climatiques seraient les plus forts : une baisse de 1°C de la température par rapport à la normale de saison entraînerait ainsi une baisse de la production dans la construction de 1,8 % en décembre, 2,7 % en janvier, et 2,3 % en février (cf. tableau). La variation mensuelle observée de la production dans la construction pour les mois de janvier et février ainsi que sa prévision à partir des équations ci-dessus sont présentées ci-après (cf. graphiques 2 et 3).

L'investissement dans la construction chuterait au premier trimestre 2012

Les données de janvier et la prévision pour le mois de février permettent d'obtenir un acquis à deux mois pour la production ; une autre équation économétrique permet de déduire une prévision pour la variation de l'investissement dans la construction au premier trimestre 2012 : celui-ci reculerait de 2,6 % au premier trimestre 2012, avec la même ampleur que lors des vagues de froid de 2010. ■

Impact d'une baisse de 1°C sur la production hivernale dans la construction

	Modèle sur le mois de décembre	Modèle sur le mois de janvier	Modèle sur le mois de février
$\Delta \text{ipicons}_{m-1}$	-0,8 *	-1,1 ***	-0,3 **
$\Delta \text{ipicons}_{m-2}$	-1,6 **	-1,7 ***	-0,3 *
ecart_temp_m	1,8 ***	2,7 ***	2,3 ***
R ²	0,5	0,8	0,6

Significativité à 1 % : *** Significativité à 5 % : ** Significativité à 15 % : *

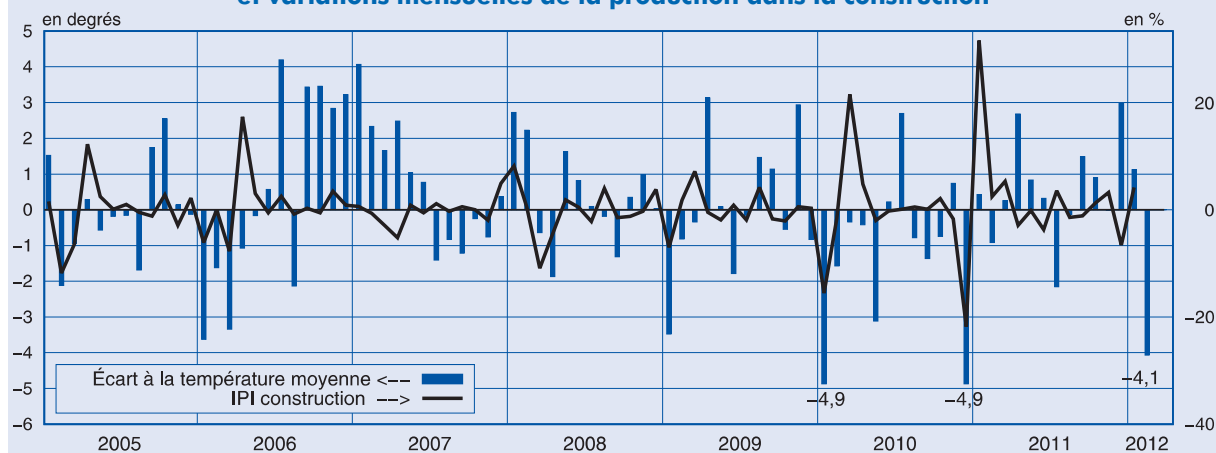
Note de lecture : en décembre, une baisse de température de 1°C par rapport à la normale saisonnière entraînerait, toutes choses égales par ailleurs, une baisse de 1,8 % de la production dans le secteur de la construction.

Source : Insee

Bibliographie :

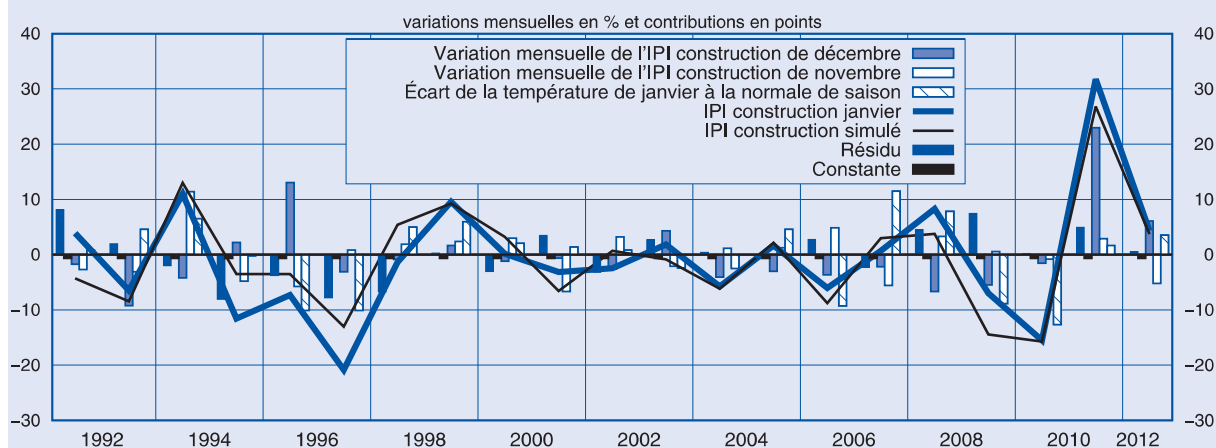
Apicella L., Tallet F., Hallegatte S., Nadaud F. (2007), « Aléas climatiques, aléas économiques : les effets du climat sur l'activité économique en France », *Note de Conjoncture*, juin, pp. 33-42, Insee.
(2010), « Vagues de froid : des effets faiblement positifs sur l'activité », *Note de Conjoncture*, mars, pp. 100-101, Insee.

1 - Écart en degré de la température de chaque mois par rapport à la normale saisonnière et variations mensuelles de la production dans la construction



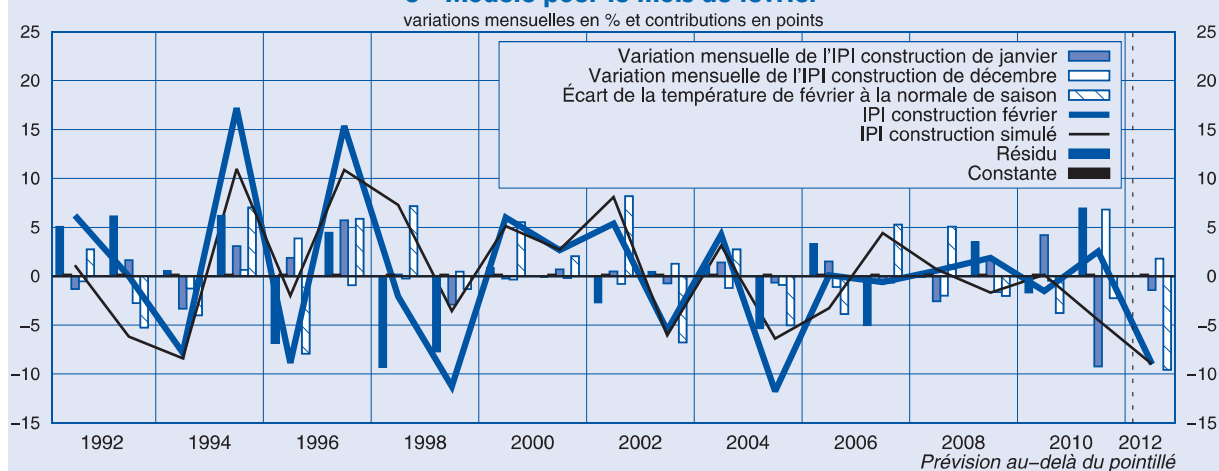
Sources : Deutscher Wetterdienst pour les températures, Destatis et calculs Insee

2 - Modèle pour le mois de janvier



Sources : Deutscher Wetterdienst pour les températures, Destatis et calculs Insee

3 - Modèle pour le mois de février



Sources : Deutscher Wetterdienst pour les températures, Destatis et calculs Insee

Italie

La botte sur la touche

Depuis l'été 2011, l'économie italienne est en récession, fortement touchée par la crise des dettes souveraines. L'activité italienne s'est ainsi contractée au quatrième trimestre 2011 (-0,7 % après -0,2 %). Pour restaurer la crédibilité des finances publiques italiennes, le gouvernement de Mario Monti a adopté en décembre le plan « *Salva Italia* », qui vise le retour à l'équilibre en 2013.

D'ici juin 2012, seules les exportations soutiendraient la croissance, grâce à l'affermissement de la demande mondiale. La consolidation budgétaire pèserait sur la consommation publique et le revenu des ménages. Avec le repli de la demande interne et le renchérissement du crédit, les entreprises hésiteraient à investir. Au total, l'activité italienne continuerait de se contracter au premier semestre 2012 (-0,4 % au premier trimestre puis -0,3 % au deuxième).

Face aux tensions sur les dettes souveraines, la consolidation budgétaire s'intensifie

Fin 2011, l'aggravation de la crise des dettes souveraines s'est traduite par une envolée du taux d'intérêt des obligations italiennes à 10 ans : celui-ci a dépassé 6 % au quatrième trimestre. Pour restaurer la crédibilité des finances publiques italiennes, le gouvernement Monti a adopté le 22 décembre 2011 le plan « *Salva Italia* », qui vise un retour à l'équilibre budgétaire en 2013.

Le poids de l'ajustement budgétaire sur le revenu des ménages s'intensifierait en 2012, avec une

baisse des prestations sociales, notamment les retraites, et des hausses d'impôts. Par ailleurs, les salaires réels stagneraient : le niveau élevé du chômage pèse sur le pouvoir de négociation des salariés, tandis que dans le secteur public, les salaires des fonctionnaires sont gelés en valeur. Ainsi, d'ici mi-2012, le pouvoir d'achat des ménages reculerait (-1,9 %). Les ménages italiens amortiraient cependant la baisse de leurs dépenses de consommation (-0,4 % par trimestre), en réduisant légèrement leur épargne.

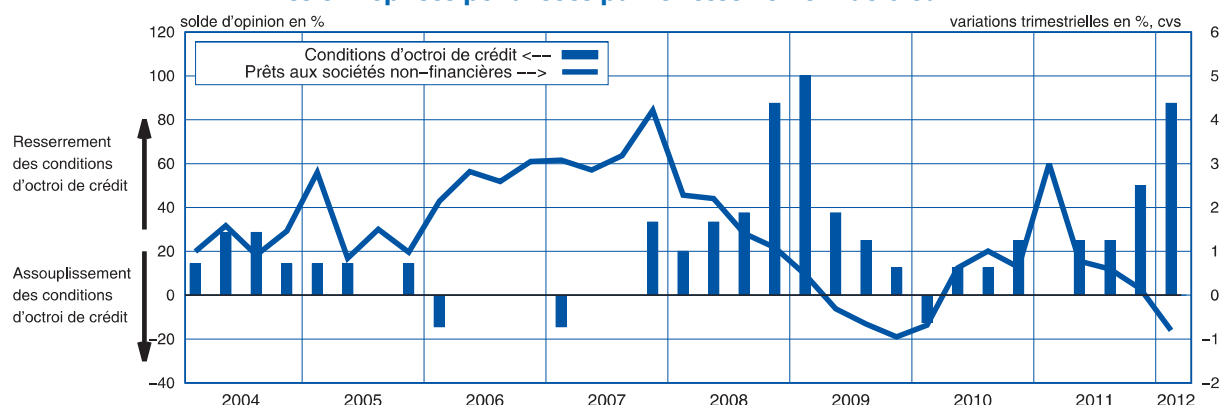
Des conditions économiques et financières défavorables à l'investissement

Les tensions sur les dettes souveraines ont certes reflué depuis début 2012, mais ceci ne s'est pas encore traduit par une amélioration des conditions de financement des agents privés (cf. graphique). Face à des capacités de production faiblement utilisées et à des débouchés intérieurs moroses, les entreprises italiennes continueraient donc de réduire leurs investissements en biens d'équipement au premier semestre 2012.

Soutien modeste des exportations

Pénalisées par la faiblesse des débouchés européens, les exportations italiennes sont restées stables fin 2011. Elles se redresseraient quelque peu d'ici mi-2012, soutenues par l'accélération du commerce mondial et la dépréciation récente de l'euro. La faiblesse de la demande intérieure induirait un recul des importations. La contribution du commerce extérieur à la croissance resterait ainsi nettement positive. ■

Les entreprises pénalisées par le resserrement du crédit



La série trimestrielle des prêts accordés aux sociétés non-financières est prolongée par l'acquis à un mois.

Sources : Banque d'Italie, Banque Centrale Européenne

Espagne

Vaches maigres

En Espagne, les tensions financières se sont transmises à l'économie réelle au quatrième trimestre 2011 : les conditions de crédit aux entreprises se sont durcies et l'investissement privé a fortement reculé. Pénalisée en outre par le recul de la demande dans la zone euro, l'activité espagnole s'est repliée fin 2011 (-0,3 %).

Le gouvernement de M. Rajoy a adopté, le 30 décembre 2011, un ensemble de mesures pour un montant de 1,4 point de PIB en 2012. Ces mesures, associées à la nette dégradation du marché du travail, pèseraient fortement sur le revenu des ménages : leur consommation diminuerait. Au premier semestre 2012, les entreprises réduiraient également leur investissement, compte tenu de leurs difficultés de financement et de l'absence de débouchés intérieurs. Profitant du rebond du commerce mondial, les exportations seraient l'unique moteur de la croissance. Au total, l'économie espagnole poursuivrait son repli au premier semestre 2012 (-0,2 % par trimestre).

Rebond des exportations

Depuis mi-2009, les exportations espagnoles ont été très dynamiques, davantage que celles des autres grands pays de la zone euro (cf. graphique). Après avoir reculé au quatrième trimestre 2011, en raison du ralentissement marqué de la demande dans la zone euro, elles progresseraient à nouveau au premier semestre 2012, dans le sillage du rebond de la demande en provenance de

l'Allemagne, de la France et des pays situés en dehors de la zone euro. Leur hausse serait légèrement amplifiée par la dépréciation récente de l'euro.

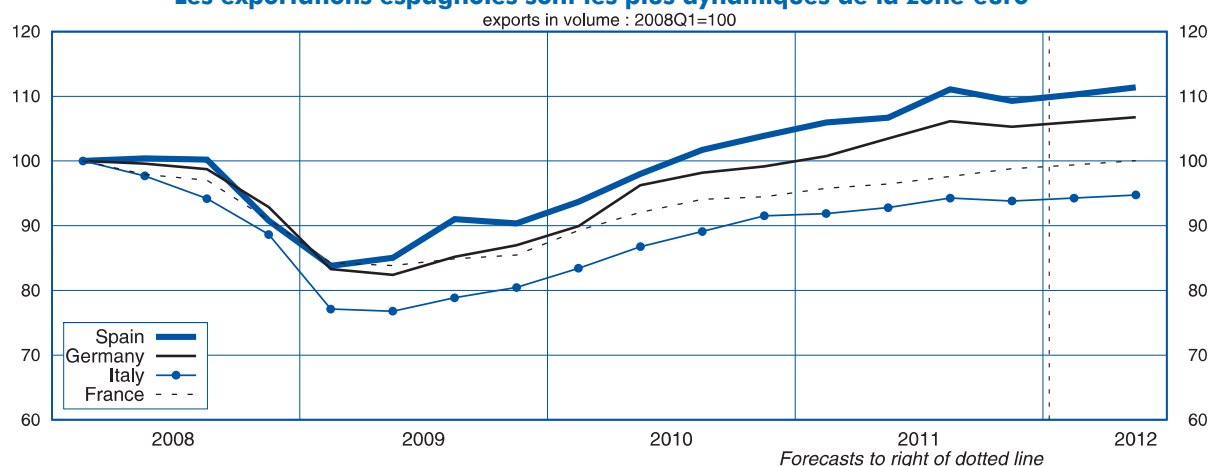
L'investissement : un environnement économique et financier dégradé

L'investissement en biens d'équipement continuerait de se replier à l'horizon de mi-2012. En effet, malgré la mise en œuvre de conditions exceptionnelles de refinancement par la BCE et la baisse des taux sur la dette souveraine espagnole, l'accès au crédit resterait difficile pour les entrepreneurs espagnols au premier semestre 2012. Dans la construction le recul de l'investissement, continu depuis trois ans, se poursuivrait.

Chute de la consommation

Dans ce contexte récessif, l'emploi continuerait de baisser d'ici mi-2012. Avec la hausse du chômage, les mécanismes habituels d'indexation des salaires nominaux à l'inflation s'affaibliraient considérablement. Le revenu des ménages serait en outre affecté par les mesures de consolidation budgétaire, notamment le gel des prestations sociales et des salaires des fonctionnaires. Face à la baisse de leur pouvoir d'achat (-2,5 % au premier semestre 2012), les ménages espagnols réduiraient drastiquement leurs dépenses : malgré une légère baisse du taux d'épargne, leur consommation chuterait à l'horizon de la prévision (-0,9 % par trimestre).■

Les exportations espagnoles sont les plus dynamiques de la zone euro



États-Unis

Clignotants au vert

Portée par le dynamisme de la consommation privée, l'économie américaine a légèrement accéléré au quatrième trimestre 2011 (+0,7 % après +0,5 % au troisième trimestre). Le climat conjoncturel reste favorable en ce début d'année 2012. Toujours soutenue par la demande intérieure, l'activité resterait robuste au premier semestre 2012. Elle croîtrait de 0,6 % par trimestre. La progression de l'emploi soutiendrait les revenus salariaux et la reconduction de mesures de soutien aux ménages éviterait un choc fiscal trop brutal. Grâce à la progression de leur revenu, les ménages américains augmenteraient leurs dépenses tout en stabilisant leur taux d'épargne. Pour servir cette demande en hausse, les entreprises intensifieraient leurs dépenses d'investissement productif.

Un marché du travail porteur

Les créations d'emploi se sont nettement intensifiées fin 2011 : l'économie américaine a créé environ 200 000 emplois par mois en décembre 2011 et janvier 2012, contre une moyenne mensuelle de l'ordre de 150 000 créations d'emplois sur l'ensemble de l'année 2011. Ce rythme se maintiendrait à l'horizon de la prévision. La productivité par tête, qui, en sortie de récession, avait largement dépassé son niveau d'avant-crise, se rapprocherait ainsi de sa tendance de long terme. Le taux de chômage, qui est revenu à 8,3 % en janvier, continuerait de baisser (cf. graphique). L'amélioration du marché du travail permettrait aux salariés d'accroître leur pouvoir de négociation et le partage de la valeur ajoutée leur serait plus favorable : en forte progression depuis 2009, le taux de marge des entreprises se stabiliserait.

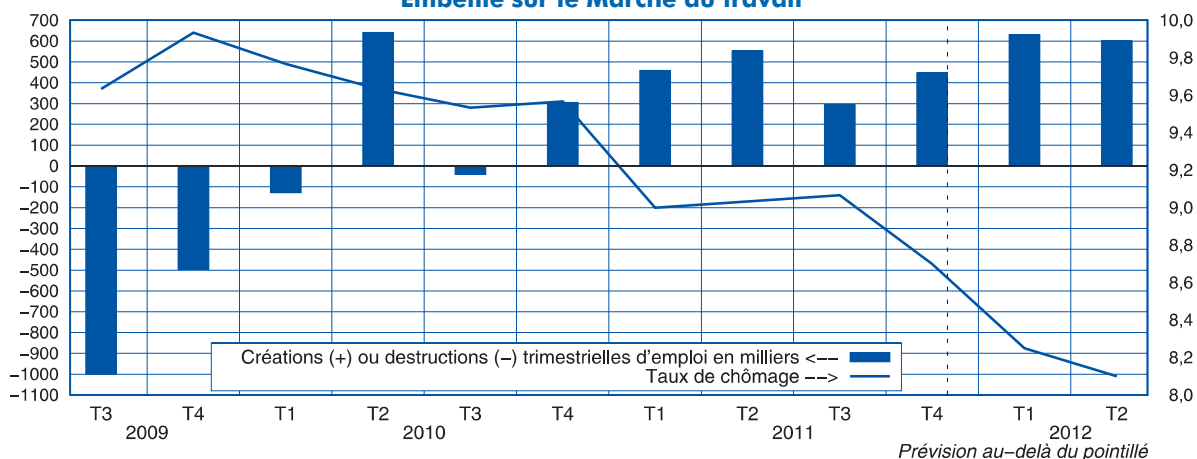
La consommation des ménages en ligne avec la progression de leur revenu

Depuis plusieurs trimestres, les stabilisateurs automatiques ont cessé de soutenir le revenu des ménages : les transferts en valeur aux ménages stagnent et les impôts augmentent plus vite que les revenus. Cette tendance se poursuivrait au premier semestre 2012. Mais le prolongement des mesures budgétaires en faveur des ménages, voté fin décembre et mi-février, éviterait un choc fiscal trop brutal sur le pouvoir d'achat des ménages. D'ici mi-2012, la croissance de la consommation serait portée par les gains de pouvoir d'achat, malgré un léger regain d'inflation. Les ménages américains stabiliseraient ainsi leur taux d'épargne après une forte baisse au second semestre 2011.

Exportations et investissement dynamiques

Au premier semestre 2012, les exportations resteraient dynamiques. Elles seraient soutenues par le rebond de la demande adressée aux États-Unis, notamment en provenance d'Asie, et par les gains de compétitivité apportés par la récente dépréciation du dollar. La vitalité de la demande interne et des débouchés extérieurs inciterait les entreprises à accroître leur investissement en biens d'équipement, d'autant plus que leur capacité de financement serait soutenue par le niveau historiquement élevé du taux de marge. Parallèlement, l'ajustement du marché immobilier est en voie d'achèvement et le secteur de la construction commencerait à se redresser. En effet, les mises en chantier et les permis de construire enregistrent une hausse modérée et les stocks de logements vacants refluent peu à peu. ■

Embellie sur le Marché du travail



Royaume-Uni

Reprise flegmatique

L'activité britannique croîtrait faiblement au premier semestre 2012 (+0,2 % par trimestre, après -0,2 % au quatrième trimestre 2011). Le Royaume-Uni n'entrerait donc pas en récession (cf. graphique), mais l'acquis de croissance mi-2012 ne serait que de 0,5 %. Le rebond du commerce mondial, l'assouplissement monétaire et les mesures gouvernementales de soutien aux PME favoriseraient l'investissement. La consommation privée croîtrait modérément : le pouvoir d'achat des ménages britanniques serait notamment affecté par les mesures d'ajustement budgétaire et par la hausse récente du prix du pétrole.

Les exportations soutiendraient quelque peu l'activité

Au quatrième trimestre 2011, de façon surprenante compte tenu de l'atonie du commerce mondial, les exportations britanniques ont été particulièrement dynamiques (+2,3 %) : le recul des débouchés européens à l'export a été compensé par une accélération des exportations à destination des États-Unis et des pays émergents. Ce rythme exceptionnel ne se maintiendrait pas au premier semestre 2012 et les exportations britanniques ralentiraient pour revenir plus en ligne avec le commerce mondial. Elles seraient en outre quelque peu freinées par l'appréciation récente de la livre.

Les ménages augmenteraient modérément leurs dépenses

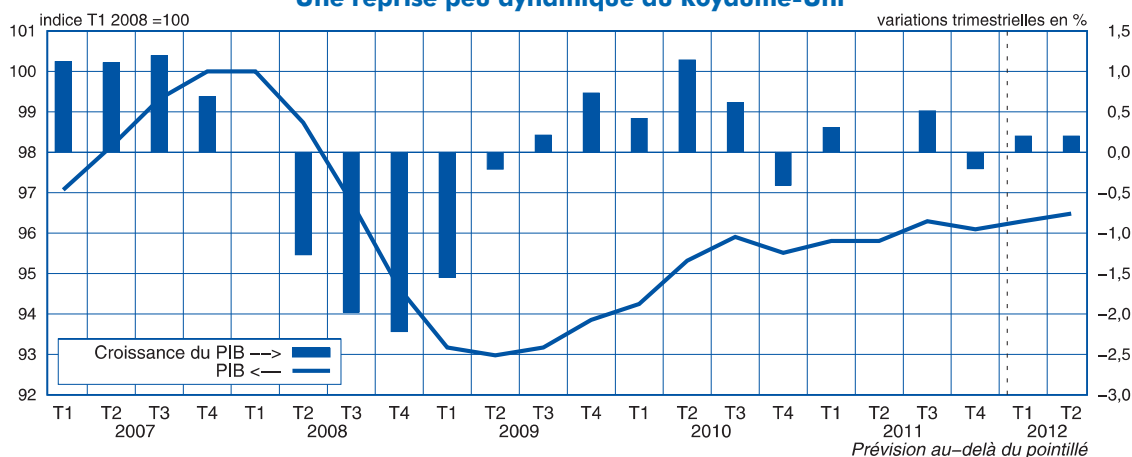
Après avoir reculé pendant quatre trimestres consécutifs, la consommation des ménages a nettement rebondi au quatrième trimestre 2011 (+0,5 %). Début 2012, les gains de pouvoir d'achat

se modéreraient, et les ménages britanniques augmenteraient leurs dépenses à un rythme moins soutenu (+0,2 % par trimestre). En effet, l'emploi serait stable malgré le léger rebond de l'activité : les entreprises continueraient de restaurer leur productivité, toujours très dégradée par rapport à son niveau d'avant-crise. En outre, le niveau élevé du chômage pèserait sur le pouvoir de négociation des salariés et les salaires réels progresseraient à peine plus rapidement que l'inflation, qui serait soutenue par la hausse récente du prix du pétrole. Par ailleurs, les revenus non salariaux se redresseraient.

Soutien public à l'investissement

L'investissement rebondirait au premier semestre 2012, dans le sillage de la hausse des débouchés à l'export et de la consommation. Ce rebond serait également favorisé par les mesures de soutien mises en œuvre par les autorités britanniques. Ainsi, le Gouvernement britannique a annoncé fin novembre 2011 qu'il se portera garant de prêts aux PME pour un montant total de 20 milliards de £ et qu'il financera directement des prêts à hauteur de 1 milliard de £. De même, la politique monétaire accommodante menée par la Banque d'Angleterre devrait faciliter l'accès au crédit pour les entreprises. Enfin, le Gouvernement met en œuvre un plan de renouvellement des infrastructures, notamment routières et dans le domaine de l'éducation, qui se traduira par une hausse de l'investissement public d'environ 700 millions de £ à partir du deuxième trimestre 2012, début de l'année fiscale 2012-2013. Dans ce contexte plus favorable, l'investissement augmenterait donc au premier semestre 2012. ■

Une reprise peu dynamique au Royaume-Uni



Japon

Avec les aides à la reconstruction

Au quatrième trimestre 2011, la contraction de l'activité au Japon a surpris (-0,2 % après +1,7 % au troisième trimestre). Les inondations en Thaïlande ont, davantage que prévu, affecté le tissu industriel et les exportations japonaises. Celles-ci ont également pâti du ralentissement de la demande mondiale et de la forte appréciation du yen. Parallèlement, le déblocage des fonds en faveur de la reconstruction se fait encore attendre, et l'investissement public a de nouveau reculé fin 2011. La demande intérieure privée est toutefois restée dynamique.

Au premier semestre 2012, sous l'effet conjugué de la dissipation du choc thaïlandais, de l'accélération de la reconstruction et de la robustesse de la demande intérieure privée, l'économie japonaise rebondirait. Les exportations se redresseraient également, mais le déficit commercial japonais continuerait de se dégrader, en raison d'importations énergétiques très importantes pour pallier l'arrêt des centrales nucléaires.

Le choc thaïlandais se dissipe, mais le potentiel de production reste contraint par les capacités électriques

Fin 2011, les inondations survenues en Thaïlande ont provoqué une rupture des chaînes d'approvisionnement japonaises et un repli de la production industrielle et des exportations. Le Japon possède en effet de nombreuses usines d'assemblage et de fabrication dans ce pays. Début 2012, la normalisation des conditions de production dans l'industrie permettrait à l'activité japonaise de rebondir, comme le suggèrent l'indice de production de janvier (cf. graphique) et les enquêtes de conjoncture. Toutefois, le potentiel de rebond de la production japonaise reste limité

par des contraintes de capacités, car la production électrique est loin d'avoir retrouvé son niveau d'avant le séisme : 52 réacteurs nucléaires sur 54 sont à l'arrêt, le temps pour les autorités d'en contrôler la sécurité. Au total, l'activité au Japon croîtrait de 0,6 % au premier trimestre et de 0,5 % au deuxième trimestre.

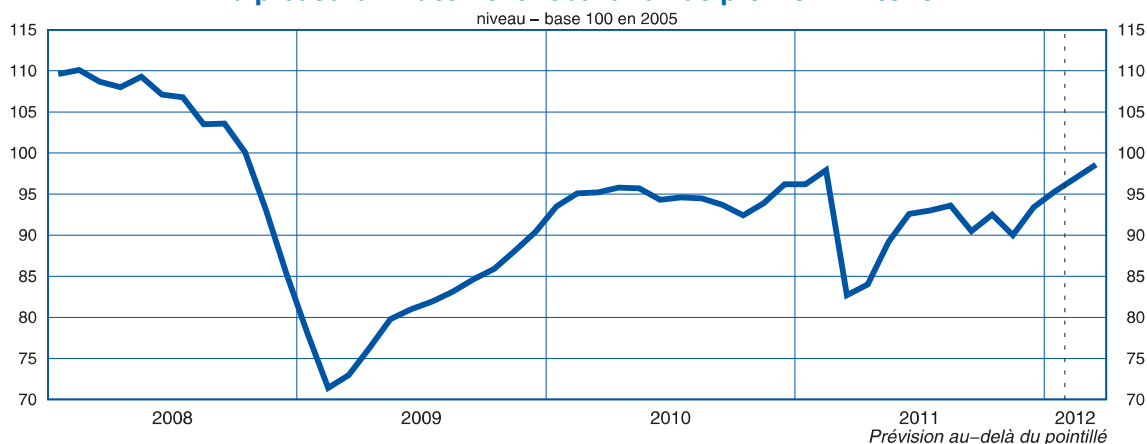
Les aides à la reconstruction se débloquent

Depuis la catastrophe du 11 mars 2011, quatre plans de soutien à la reconstruction ont été votés par le Parlement pour une valeur totale de 18,5 trillions de yen (3,8 points de PIB). Le repli de l'investissement public fin 2011 est cependant le signe que le déblocage des fonds tarde à s'effectuer. Mais il devrait s'accélérer nettement au premier semestre 2012, entraînant un rebond de l'investissement public. Parallèlement, portée par les aides publiques, à l'image de la subvention à l'achat des véhicules propres, la demande intérieure privée resterait solide.

Le déficit extérieur continuerait de se creuser

Pour pallier l'arrêt des centrales nucléaires, d'anciennes centrales thermiques ont été réactivées et leur fonctionnement induit un surcroît d'importations énergétiques. Au premier semestre 2012, les importations seraient en outre soutenues par le dynamisme de la demande intérieure. Elles croîtraient ainsi plus vite que les exportations, dont la compétitivité sur les marchés internationaux pâtit de l'appréciation du yen depuis l'été 2011. La balance commerciale japonaise, devenue déficitaire au deuxième trimestre 2011, continuerait donc de se dégrader. ■

La production industrielle rebondirait au premier trimestre



Chine et Asie émergente

Une impulsion modeste

Au second semestre 2011, l'activité a ralenti en Asie émergente, sous l'effet des politiques monétaires restrictives mises en œuvre pour juguler les tensions inflationnistes. Au quatrième trimestre 2011, les inondations survenues en Thaïlande et le repli de la demande en provenance d'Europe ont accentué ce ralentissement.

Début 2012, l'impact des inondations en Thaïlande s'estomperait et l'assouplissement monétaire, initié en décembre 2011 après le reflux de l'inflation, se poursuivrait. Les débouchés extérieurs européens resteraient toutefois limités et le risque de surchauffe inflationniste persiste. Au total, l'activité accélérerait quelque peu dans les pays d'Asie émergente mais resterait sur un rythme inférieur à celui d'avant-crise.

Ralentissement marqué au second semestre 2011

Confrontés à une inflation élevée, les pays d'Asie émergente ont, jusqu'à l'automne 2011, mis en œuvre des mesures de politique monétaire restrictives. L'inflation a reflué : ainsi en Chine elle est passée de 6,5 % en glissement annuel en juillet 2011 à 4,1 % en décembre, mais au prix d'un ralentissement marqué de l'activité au second semestre 2011. En outre, au quatrième trimestre 2011, les économies très ouvertes d'Asie émergente ont été pénalisées par le recul de la demande européenne ; les conséquences des inondations en Thaïlande ont également entraîné un repli de la production des industries dépendantes de la filière électronique.

Légère accélération de l'activité au premier semestre 2012...

Au premier semestre 2012, avec la dissipation du choc thaïlandais et l'accélération de la reconstruction au Japon (cf. fiche « Japon »), l'activité accélérerait dans les économies d'Asie émergente. Leur politique monétaire s'est par ailleurs assouplie depuis décembre 2011. Ainsi, en Chine, le taux de réserves obligatoires a été abaissé en décembre 2011 et en février 2012, et le crédit, à nouveau en hausse dès le quatrième trimestre 2011, resterait dynamique au premier semestre 2012.

... mais un rythme de croissance toujours inférieur à celui d'avant-crise

Début 2012, les cours du pétrole et des matières premières alimentaires augmentent à nouveau, tandis que les capacités productives des pays d'Asie émergente restent très sollicitées et que les tensions sur le marché du travail génèrent des hausses de salaires. Ainsi en Chine, le salaire minimum devrait croître de 15 % cette année après +20 % en 2011. Le risque inflationniste reste donc présent. À l'horizon de la prévision, il limiterait les capacités de soutien des politiques budgétaire et monétaire à la demande intérieure. Enfin, les débouchés extérieurs européens resteraient moroses. Au total, au premier semestre 2012, les économies d'Asie émergente croîtraient à un rythme toujours inférieur à celui d'avant-crise, ce que confirment les enquêtes de conjoncture (cf. graphique). Elles contribueraient certes à la croissance des économies avancées, mais de façon modeste. ■

La progression de l'activité resterait en deçà de son rythme d'avant-crise

