

Quelles tendances macroéconomiques pour 2012 ?



PHILIPPE WAECHTER

Directeur de la recherche économique

La situation pourrait se débloquer sous l'impulsion des pays émergents...

Au cours du 2nd semestre 2011, la situation de l'économie globale s'est très sensiblement ralentie. La dynamique qui prévalait depuis la reprise du printemps 2009 s'est rapidement atténuée. Les enquêtes menées auprès des chefs d'entreprises le montrent bien avec un basculement entre une perception plutôt positive de l'activité au printemps 2011 et une véritable inquiétude à la fin de l'année. Cela n'est pas seulement perceptible dans les pays industrialisés puisque les indicateurs en Chine, en Inde ou encore au Brésil montrent un net ralentissement de l'activité.

Pays développés/pays émergents : une situation disparate

À court terme, cette situation conjoncturelle est bloquée, ce qui se reflète dans une progression beaucoup plus limitée du commerce mondial. Celui-ci n'a plus le rôle qu'il avait au moment de la reprise. Ce phénomène peut se comprendre en distinguant de manière grossière : pays développés et émergents.

Du côté des **pays industrialisés**, la conjoncture se caractérise par une reprise d'ampleur réduite. Pour de très nombreux pays, le niveau de l'activité n'est pas encore revenu à celui qui était observé avant la récession de 2008. Cette situation particulière reflète des contraintes internes fortes, endettement privé et public important, immobilier, secteur bancaire avec un risque de *credit crunch*. Cela se traduit par une hausse limitée de l'emploi. En conséquence, cette distribution insuffisante de revenus ne permet pas d'entretenir une dynamique de croissance autonome. Lorsque le commerce mondial progressait vivement, les pays développés y trouvaient une source d'impulsion très positive. Aujourd'hui, ils sont confrontés à un environnement global moins porteur et doivent trouver dans leurs propres ressources les moyens de croître.

Pour les **pays émergents**, la situation n'est pas tout à fait la même puisqu'après une phase de reprise rapide en 2009 et 2010, ils sont en phase de consolidation. L'accélération forte de l'activité lors de la reprise n'était pas tenable. Nous connaissons actuellement

une phase de transition avec en outre des politiques monétaires plus restrictives. Cette situation est temporaire, un changement de tendance est déjà observé dans l'orientation des stratégies monétaires. Mais cela prendra du temps et ces pays ne bénéficient plus également d'une dynamique robuste des pays industrialisés susceptible d'être un débouché pour leurs exportations. L'Europe est le plus gros client de la Chine ainsi que d'autres pays émergents. Ces derniers ne profitent plus du soutien d'un environnement global plus robuste.

Une dynamique fragile

La situation conjoncturelle est donc particulière puisque chaque grande zone est contrainte par sa situation interne et n'alimente plus le commerce mondial. C'est cette dynamique fragile qui caractérise la période depuis l'été 2011. Cela ne crée pas nécessairement de rupture à la baisse mais il n'y a pas de création d'un enchaînement vertueux dont tous peuvent profiter.

Les contraintes ne vont pas se lever spontanément et c'est pour cela qu'il serait hasardeux d'imaginer une reprise rapide de l'activité globale. Certes les banques centrales mettent en place des stratégies plus accommodantes mais leur impact sera long à se dessiner. Pendant cette période de transition, l'activité restera sur une tendance réduite. Entre les deux grandes zones géographiques évoquées, il est probable que la capacité de rebond est plus forte du côté des émergents en raison d'une dette moins conséquente, laissant des degrés

de liberté plus importants. Ces pays sont sur une dynamique de rattrapage qui doit laisser imaginer que l'inflexion actuelle est temporaire.

Le cas particulier de la Chine nécessite de rester attentif. En effet, l'activité est moins vive et elle devra amortir une situation toujours tendue sur le marché immobilier. C'est sur ce point qu'une fragilité durable pourrait apparaître.

Pour les pays développés la situation est plus complexe. Ils ne disposent plus de marges d'ajustement importantes sur les politiques économiques. Cela se traduit par une croissance modérée aux États-Unis. Il n'y a ni rupture, ni emballement particulier. Outre-Atlantique, 2012 sera néanmoins une année marquée par une élection présidentielle. Ce point n'est certes pas nouveau mais il pourrait avoir une allure particulière. En effet, des tensions fortes ont été constatées entre la Maison Blanche et le Congrès lors des discussions sur la hausse du plafond de la dette publique au cours de l'été 2011. Cette polarisation sur la régulation de l'économie américaine est au-delà de ce qui était observé par le passé. Le risque est d'engendrer de l'incertitude pénalisant ainsi la croissance.

La situation est plus complexe en Europe. Le retour vers une croissance autonome est

lent et manque de catalyseurs. Cette crise du modèle de croissance a abouti à une dégradation des finances publiques. Sous la pression des marchés financiers et avec l'assentiment du gouvernement allemand, le rééquilibrage budgétaire a été perçu comme prioritaire. Les accords entre Européens se sont donc faits sur la nécessité de tendre rapidement vers l'équilibre des soldes budgétaires de l'État et une réduction vers 60 % du PIB des dettes publiques.

Ces choix seront pénalisants pour la croissance. En effet, la réduction des déficits publics doit s'assimiler à une hausse de l'épargne de la part des États. Si les ménages et les entreprises ne modifient pas leurs comportements cela aura un impact déprimant sur la demande interne. Au regard des résultats inquiets des enquêtes auprès des ménages et des entreprises, une modification de leurs comportements en faveur de dépenses supplémentaires semble peu imaginable. Dès lors l'impact de la politique budgétaire sera négatif sur l'activité et prolongera la période de très faible croissance. L'effet sur la conjoncture pourrait être plus limité en cas de dépréciation forte de la monnaie redonnant de la compétitivité aux exportations. Ce type de situation a été observé en Suède au début des années 90

mais ne s'applique pas à la zone euro sauf à imaginer de façon crédible que la parité de la monnaie européenne se déprécie très rapidement et très fortement. Toutefois, c'est une hypothèse excessive.

L'économie de la zone euro est probablement en récession à la fin de l'année 2011 et y restera jusqu'à l'été 2012. Tout arbitrage en faveur du rééquilibrage rapide des finances publiques sera pénalisant pour l'expansion.

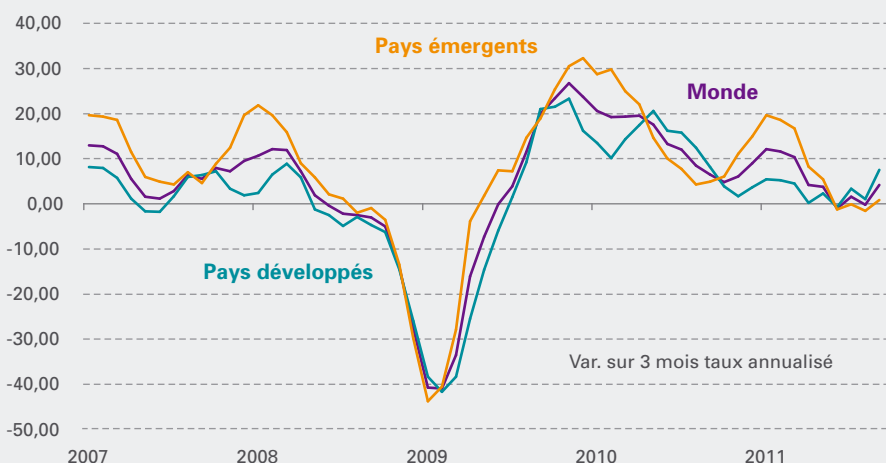
Au-delà de ces orientations, la méthode est problématique puisque chaque pays devra tendre vers l'équilibre budgétaire mais sans entrer dans le cadre d'une union fiscale. Il n'y aura a priori pas de transferts d'un pays à l'autre laissant imaginer une coordination budgétaire forte au sein de la zone euro. Le cadre est alors un peu curieux puisque malgré les réformes décidées la monnaie reste le seul facteur commun de la zone euro. L'approfondissement dont il a été beaucoup question reste limité. La stratégie développée par l'Allemagne depuis plus d'un an l'a emportée et crée ainsi une asymétrie entre les pays de la zone. En Allemagne la dépendance à la demande interne est réduite alors que ce n'est pas le cas en France ou en Italie.

Ces choix vont donc redessiner l'allure, la forme et les rapports de force au sein de la zone euro.

Conclusion

L'hypothèse d'une reprise rapide de la croissance globale en 2012 ne semble pas envisageable. Des marges de manœuvre vont se manifester via la baisse du prix des matières premières ou le caractère plus accommodant des politiques monétaires. La situation pourrait se débloquer sous l'impulsion des pays émergents. La phase de consolidation va s'achever et compte tenu des éventuelles marges de manœuvre sur la politique budgétaire, ces pays ont les moyens de contribuer encore davantage à la croissance mondiale.

ÉVOLUTION DU COMMERCE MONDIAL EN VOLUME



Sources : Datastream, Natixis AM