

1. Économie mondiale

La croissance de l'économie mondiale s'est modérée au cours de l'année 2011 : elle est estimée à 3,8%, contre 5% en 2010. Elle a été freinée, notamment, par la nouvelle hausse des prix des matières premières, par le resserrement des politiques budgétaire et monétaire dans les pays émergents en proie à une accélération de l'inflation, par la persistance de déséquilibres sur le marché immobilier et sur le marché du travail de certaines économies avancées et par la crise de la dette publique dans la zone euro. Des mesures de consolidation budgétaire ont été prises dans la plupart des pays, parfois sous la pression des marchés financiers. Les banques centrales ont encore eu recours à des mesures non conventionnelles pour préserver le financement de l'économie.

1.1 Activité économique

Vue d'ensemble

L'élan qui a soutenu le regain de l'activité économique internationale pendant deux ans s'est essouffé dans le courant de 2011, dans un contexte de chocs temporaires et de tensions financières. Ainsi, dès le printemps, l'économie mondiale a subi un ralentissement net et généralisé de l'activité et des échanges internationaux, plus prononcé que ce qui pouvait être attendu d'une normalisation au terme d'une période de sensible reprise. La modération de la croissance a d'abord résulté de facteurs temporaires: la hausse des prix des matières premières a pesé sur le pouvoir d'achat des ménages; le tremblement de terre, le tsunami et l'accident nucléaire de mars au Japon ont désorganisé la production, non seulement dans ce pays mais aussi ailleurs, en particulier en Asie et aux États-Unis, dans les secteurs de l'automobile et de l'électronique, au travers de perturbations affectant les chaînes d'approvisionnement mondiales. La décélération a ensuite été amplifiée par l'intensification des tensions sur les marchés financiers et par l'effritement de la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise.

Pendant l'été, des doutes se sont, en effet, fait jour quant à la capacité des dirigeants politiques de résoudre les problèmes de soutenabilité de la dette publique dans

plusieurs pays. La crise du secteur financier privé, qui avait provoqué la grande récession de 2008-2009, a donc fini par susciter une crise de l'endettement public. Le vif débat sur le relèvement du plafond de la dette publique aux États-Unis, les discussions qui ont entouré la mise en place de mécanismes de sauvegarde pour les pays de la zone euro en difficulté de financement, notamment en ce qui concerne la participation du secteur privé à une restructuration de la dette souveraine grecque, ainsi que les retards accumulés dans la mise en œuvre du programme d'ajustement grec, ont renforcé le sentiment global d'incertitude. L'épicentre de ces tensions se situait sur les marchés des obligations souveraines des États membres de la zone euro, et un nombre croissant de ces pays ont dû faire face à un nouvel et rapide élargissement des écarts de rendement vis-à-vis des taux des Bunds allemands. Ces évolutions ont aussi, surtout dans la zone euro, lourdement frappé les institutions financières qui détiennent de larges portefeuilles de titres publics. La crise est ainsi entrée dans une nouvelle phase, où les inquiétudes quant à la soutenabilité de la dette souveraine et les craintes relatives à la solidité des établissements financiers sont devenues fortement entrelacées, de sorte que nombre de ces derniers ont éprouvé des difficultés pour se financer sur les marchés interbancaires.

Outre l'effet de ces tensions sur les conditions de financement et sur la confiance des agents économiques et la disparition de l'incidence positive exercée en 2010 par

TABLEAU 1 PIB DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES

(pourcentages de variation en volume par rapport à l'année précédente, sauf mention contraire)

	2009	2010	2011	<i>p.m.</i> 2010, part du PIB mondial ⁽¹⁾	<i>p.m.</i> 2011, contribution à la croissance du PIB mondial ⁽¹⁾
États-Unis	-3,5	3,0	1,7	19,9	0,3
Japon	-6,3	4,1	-0,3	5,9	0,0
Zone euro ⁽²⁾	-4,2	1,8	1,6	14,7	0,2
Danemark, Royaume-Uni et Suède	-4,6	2,3	1,4	3,9	0,1
Autres pays membres de l'UE ⁽³⁾	-3,6	2,1	3,0	1,6	0,0
Autres pays avancés de l'OCDE ⁽⁴⁾	-1,1	2,3	1,6	3,6	0,1
Chine	9,2	10,4	9,3	13,7	1,3
Inde	7,0	9,9	7,7	5,5	0,4
Autres pays émergents d'Asie ⁽⁵⁾	0,2	7,8	4,8	7,2	0,3
Amérique latine ⁽⁶⁾	-1,8	6,4	4,7	8,1	0,4
Principaux pays exportateurs de pétrole ⁽⁷⁾	-2,2	4,0	4,4	7,4	0,3
Monde ⁽¹⁾	-1,2	5,0	3,8	100,0	3,8
<i>p.m. Commerce mondial</i> ⁽⁸⁾	-10,7	12,6	6,7		

Sources: CE, FMI, OCDE.

(1) Calculé sur la base des parités de pouvoir d'achat.

(2) À l'exclusion de Chypre et de Malte.

(3) Bulgarie, Chypre, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, Roumanie et République tchèque.

(4) Australie, Canada, Islande, Nouvelle-Zélande et Suisse.

(5) République de Corée du Sud, Hong Kong, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Taïwan et Thaïlande.

(6) À l'exclusion de la République bolivarienne du Venezuela.

(7) Il s'agit des pays exportateurs de pétrole qui ont affiché un surplus de la balance courante supérieur à 40 milliards de dollars des États-Unis sur la période 2008-2010 (Algérie, Arabie saoudite, Émirats arabes unis, République islamique d'Iran, Koweït, Nigéria, Norvège, Qatar, Fédération de Russie et République bolivarienne du Venezuela).

(8) Moyenne des exportations et des importations de biens et de services.

la reconstitution des stocks, l'épuisement de l'impulsion donnée par les politiques budgétaires de relance et les efforts d'assainissement des finances publiques, parfois accélérés sous la pression des marchés financiers, ont bridé la reprise dans les économies avancées, de même que la persistance de déséquilibres sur le marché de l'immobilier et sur le marché du travail, en particulier aux États-Unis.

Dans ce contexte, s'ils semblaient manifestes au début de l'année, les signes d'une croissance plus auto-entretenue, davantage tirée par les composantes domestiques, et d'une amélioration sur le marché du travail, se sont évanouis dans certains pays. Ainsi, la reprise a marqué une pause dans la zone euro à l'automne de 2011. En revanche, au Japon, l'activité a été soutenue au second semestre par une consommation en rattrapage et par des efforts de reconstruction.

Même si les économies émergentes ont encore fait montre d'un grand dynamisme, le rythme de progression de leur PIB s'est inscrit en recul par rapport aux années précédentes, en raison, notamment, de l'affaiblissement de la demande extérieure et de la poursuite des efforts des autorités pour contenir les risques de surchauffe.

Principales économies hors de la zone euro

La reprise économique aux États-Unis, entamée dans le courant de 2009, s'est poursuivie, mais à un rythme beaucoup plus lent qu'en 2010, eu égard à la moindre vigueur de la demande intérieure. La progression de cette dernière a encore été soutenue par la politique très accommodante de la banque centrale américaine. En revanche, elle ne l'a plus été par la politique budgétaire. La croissance, qui s'est établie à 1,7 % en termes réels sur l'ensemble de l'année, a principalement été portée par les dépenses de consommation des ménages et

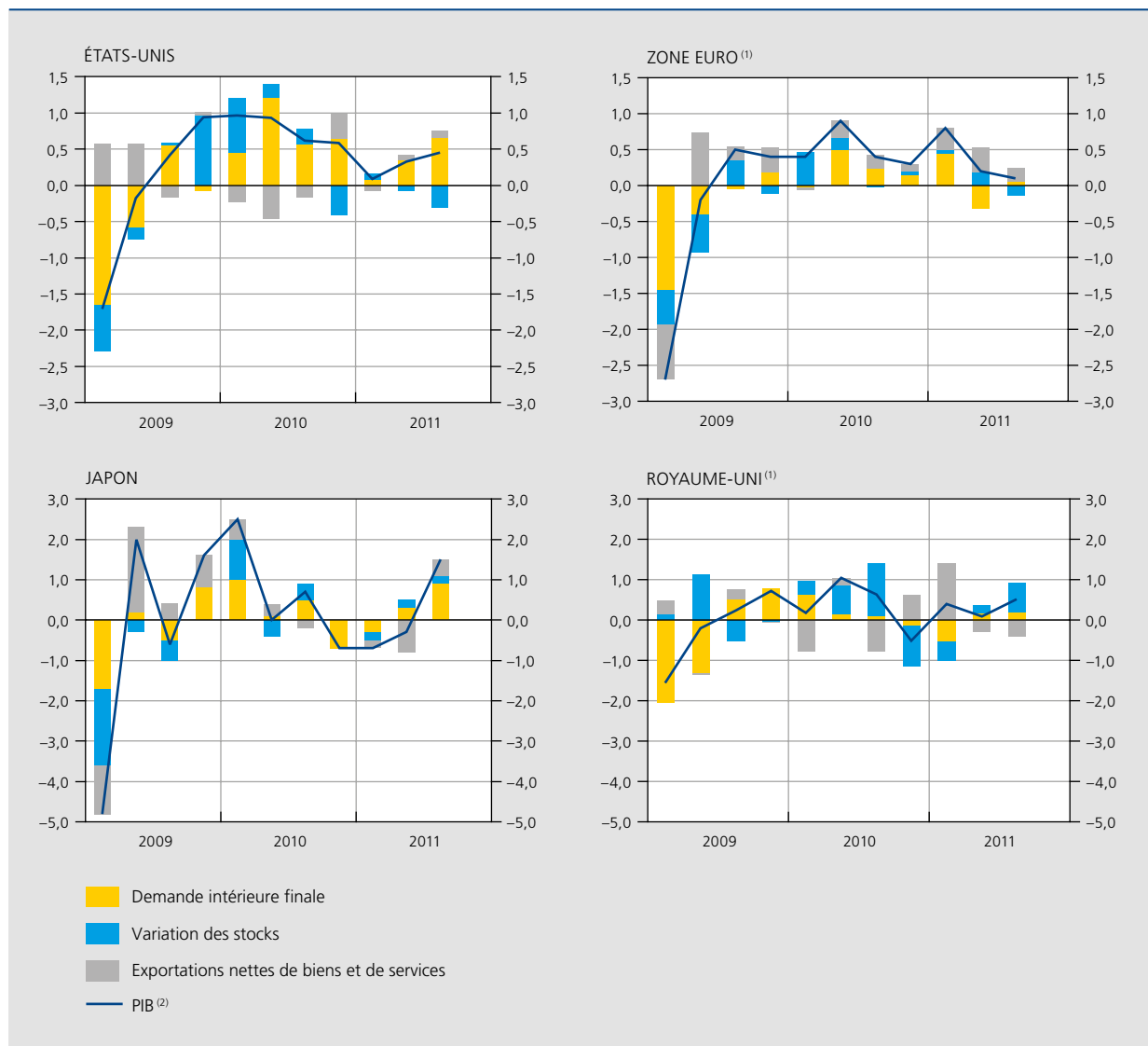
par les investissements des entreprises, ainsi que, dans une moindre mesure, par les exportations nettes; en revanche, la variation des stocks, les investissements en logements et les dépenses publiques y ont apporté une contribution négative.

L'expansion du PIB sur une base trimestrielle est revenue de 0,6% au second semestre de 2010 à 0,2% en moyenne au premier semestre de 2011. Ce ralentissement est imputable à l'incidence négative temporaire exercée par le renchérissement des matières premières et par la catastrophe au Japon, ainsi qu'à la diminution des

dépenses publiques. Grâce à la disparition de ces deux premiers facteurs, la croissance s'est accélérée à 0,5% au troisième trimestre. C'est alors seulement que le PIB a dépassé son niveau d'avant la récession, soit plus de deux ans après que celle-ci avait pris fin au deuxième trimestre de 2009, ce qui témoigne à la fois de l'ampleur de la récession et de la relative faiblesse du redressement. L'effet des politiques publiques a continué de s'estomper en 2011, et le passage à une croissance plus autonome n'a pas été aisé, puisque les moteurs traditionnels d'une reprise, à savoir les dépenses de consommation des particuliers et les investissements en logements, ont encore

GRAPHIQUE 1 PROFIL TRIMESTRIEL DU PIB ET DES GRANDES CATÉGORIES DE DÉPENSES DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES AVANCÉES

(données corrigées des variations saisonnières, contribution à la variation du PIB en volume par rapport au trimestre précédent, points de pourcentage, sauf mention contraire)



Sources : CE, BEA, ESRI, ONS.

(1) Données également corrigées des effets de calendrier.

(2) Pourcentages de variation par rapport au trimestre précédent.

été entravés par plusieurs facteurs, tels que la poursuite de l'effort d'épargne des ménages en vue de reconstituer leur patrimoine net, l'attitude plus prudente des établissements financiers lors de l'octroi de crédits et les difficultés du secteur immobilier et du marché du travail. En particulier, le chômage à long terme est demeuré à un niveau historiquement élevé.

Les dépenses de consommation privée ont donc affiché une croissance modeste de 2,3 %, en raison, notamment, de la faible augmentation des revenus réels disponibles, qui n'ont pas été soutenus par une amélioration sensible de l'emploi et ont été érodés par la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires. Les perspectives économiques incertaines et la volatilité observée sur les marchés financiers ont en outre freiné la baisse du taux d'épargne des particuliers, qui est revenu de 5,3 à 4,6 % de leur revenu disponible, demeurant largement supérieur aux niveaux d'avant la crise.

Les investissements résidentiels des particuliers, en recul pour la sixième année consécutive, ont diminué de 2,1 % en 2011. Ce nouveau tassement s'explique par le stock encore important de logements mis en vente ou saisis, par l'attitude toujours prudente de nombreux établissements financiers en matière de crédits hypothécaires et par des perspectives de nouvelles baisses des prix des logements. En revanche, les investissements des entreprises, essentiellement les dépenses en équipements et logiciels, ont progressé de 8,4 % en 2011, grâce à la situation financière solide des sociétés et aux conditions de financement favorables. Pour leur part, les investissements publics se sont fortement contractés, régressant de 6,4 %, tandis que la consommation publique s'est repliée de 1 %.

Après une baisse significative au premier semestre de 2011, l'activité économique au **Japon** a retrouvé le chemin de la croissance. Cependant, sur l'ensemble de l'année, le PIB réel a reculé de 0,3 %, alors qu'il avait augmenté de 4,1 % en 2010. La contraction enregistrée au premier semestre est essentiellement imputable au tsunami du 11 mars, qui a dévasté une partie de la région de Tohoku et a provoqué une crise du nucléaire et des pénuries d'électricité. Il s'en est suivi de nombreux bouleversements dans la chaîne de production, tout particulièrement dans les industries automobile et électronique, deux secteurs qui représentent 35 % des exportations japonaises. Au premier semestre, la production industrielle a ainsi décliné de 4 %, et les exportations de 3 %. Or, ces dernières avaient constitué le principal moteur de la croissance durant la première phase de la reprise. Leur forte progression au troisième trimestre de 2011, après le rétablissement de la chaîne de production, a été un facteur déterminant du redressement de l'activité.

À cause du tsunami, la consommation des ménages s'est repliée au premier trimestre. Les ventes au détail se sont effondrées en mars, en raison de comportements d'auto-limitation (*jishuku*) du côté de la demande et de pénuries du côté de l'offre. La consommation des particuliers a quasiment stagné le trimestre suivant, avant d'être la deuxième contributrice à la croissance du PIB au troisième trimestre, grâce à un taux de confiance des consommateurs revenu au niveau d'avant le tsunami et renforcé par une amélioration graduelle de la situation sur le marché de l'emploi. En moyenne annuelle, cette catégorie de dépenses a néanmoins diminué de 0,2 % en 2011.

Les investissements immobiliers sont repartis à la hausse au second semestre, principalement pour la reconstruction, et ont rebondi de 6 % en 2011. Les investissements publics n'ont pas encore contribué à la croissance, mais certains budgets alloués à la reconstruction ont été votés. La consommation publique a augmenté de 2,3 %.

La progression de l'activité économique a été faible au **Royaume-Uni**: le PIB réel a crû de 0,9 % en 2011. La demande intérieure s'est contractée, tandis que les exportations nettes ont apporté une contribution de 1,5 % à la croissance.

La consommation des ménages a diminué de 0,9 %, sous l'effet conjugué d'un affaiblissement de leur confiance et d'un recul de leur revenu disponible réel. Hormis l'impact de la hausse des prix de l'énergie, la principale cause de l'érosion de leur pouvoir d'achat a été la consolidation budgétaire en cours. Celle-ci a impliqué un relèvement des impôts directs, une hausse des taux de TVA et une compression de l'emploi dans le secteur public. Le taux de chômage a atteint en cours d'année des niveaux inégalés depuis 15 ans. Les ménages n'ont pas non plus pu compter sur une revalorisation de leurs actifs car l'embellie observée sur le marché immobilier résidentiel en 2010 s'est interrompue, ce qui les a incités à maintenir un taux d'épargne élevé dans une perspective historique, à 6,8 % de leur revenu disponible, pour reconstituer leur patrimoine et poursuivre la résorption de leur endettement brut excessif.

Le marché résidentiel restant en berne, les investissements en logements se sont encore contractés. Les investissements des entreprises n'ont augmenté que légèrement et sont encore loin d'avoir recouvré leur niveau d'avant la crise. Les sociétés ont continué de postposer certains de leurs projets, nonobstant des capacités de financement substantielles et une politique monétaire exceptionnellement accommodante. Les raisons en tiennent notamment à un faible degré d'utilisation des capacités de production, à des perspectives de demande médiocres, tant au niveau

intérieur qu'à l'exportation, et à un accès limité de certaines firmes au crédit bancaire.

Les exportations nettes de biens et de services ont constitué le principal soutien à la croissance en 2011, en partie sous l'effet d'une stagnation des importations. Le rééquilibrage de l'économie britannique en faveur des secteurs exposés est néanmoins relativement lent, malgré la dépréciation, de l'ordre de 25 %, du taux de change effectif de la livre sterling depuis le début de la crise financière, en 2007. Si la détérioration tendancielle de la balance commerciale a cessé depuis lors, il n'y a pas non plus eu d'inversion majeure de la tendance. La crise des finances publiques dans la zone euro et la dégradation de l'environnement extérieur global peuvent cependant aussi expliquer en partie cette évolution.

En **Chine**, la croissance est demeurée vive, mais sa décélération, entamée en 2010, s'est poursuivie tout au long de l'année sous revue. En moyenne annuelle, la hausse du PIB en volume est revenue de 10,4 % en 2010 à 9,3 % en 2011.

La consommation des ménages a continué de croître de manière vigoureuse, en raison de la progression de l'emploi et des salaires réels. Mais, comme ce fut le cas les années précédentes, la formation brute de capital fixe a été le principal moteur de l'expansion. Tandis que la poursuite du retrait des importantes mesures de soutien de l'activité a pesé sur l'investissement public, l'augmentation des investissements privés est restée forte, grâce, en particulier, à la construction résidentielle. Le relèvement répété des taux d'intérêt et le resserrement des conditions d'octroi de crédits immobiliers ont cependant fini par modérer l'activité et la hausse des prix sur le marché du logement.

Le ralentissement de la production a également été induit par celui de la demande extérieure. Tandis que les exportations vers les pays voisins ont continué d'augmenter à un rythme élevé, le net fléchissement de la demande émanant des économies avancées, en particulier de l'UE, a pratiquement interrompu la croissance des exportations à la fin de l'année. Ainsi, celles-ci n'ont crû que de 10 % en moyenne annuelle, contre 28 % en 2010.

1.2 Matières premières et échanges internationaux

Matières premières

L'évolution des prix des matières premières au cours de l'année 2011 a été caractérisée par deux périodes distinctes. Durant les quatre premiers mois, la tendance

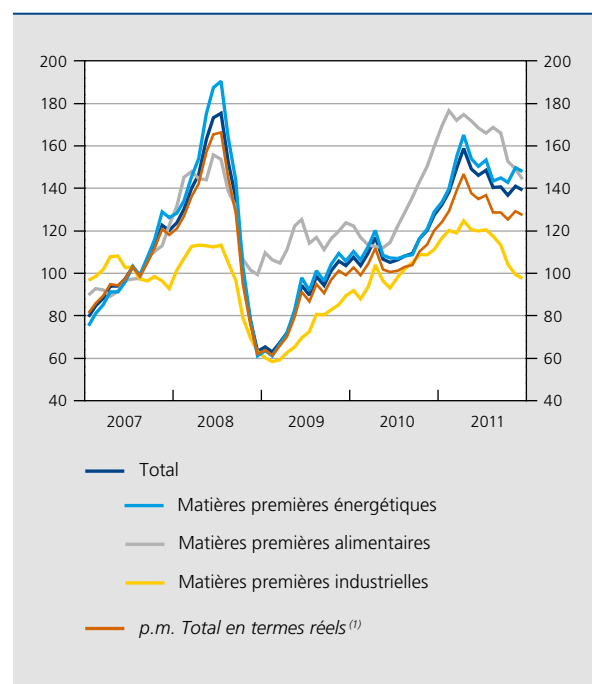
hausnière, entamée au début de 2009, s'est prolongée, sous l'impulsion de la reprise persistante de l'économie mondiale, des turbulences en Afrique du Nord et au Moyen-Orient, ainsi que de l'affaiblissement du dollar des États-Unis. Les prix de plusieurs matières premières ont ainsi atteint de nouveaux records. À partir du mois de mai, une baisse s'est amorcée à la suite de la décélération de la croissance économique – le ralentissement de l'économie chinoise a été déterminant pour les marchés des matières premières – et de la dégradation des perspectives économiques. De plus, l'aversion accrue pour le risque a également pesé sur les cours. Le recul est toutefois resté globalement limité, si bien que, à la fin de l'année, les prix des produits de base exprimés en dollars des États-Unis selon l'indice HWWI dépassaient encore de 9,2 % le niveau enregistré à l'issue de 2010. En moyenne annuelle, l'indice a progressé de 28,6 % en 2011.

Bien que le renchérissement des matières premières ait été pratiquement généralisé, des écarts notables ont été observés entre les principales catégories de produits.

Ce sont les prix des matières premières énergétiques qui ont affiché, en moyenne, la hausse la plus marquée, de 31,4 %. Les cotations du pétrole brut de type Brent ont grimpé de 38,3 %. Durant les quatre premiers mois de

GRAPHIQUE 2 PRIX DES PRODUITS DE BASE

(données mensuelles, dollars des États-Unis, indices 2007 = 100)

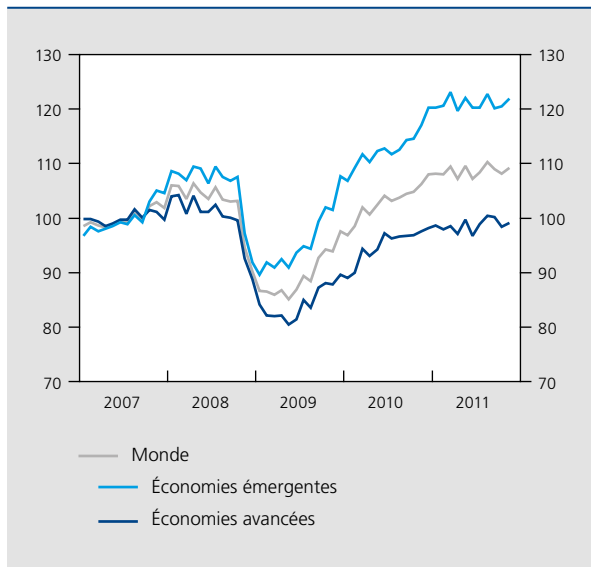


Source : HWWI.

(1) Déflaté par l'indice des prix à la consommation des États-Unis.

GRAPHIQUE 3 ÉCHANGES INTERNATIONAUX DE BIENS

(données mensuelles corrigées des variations saisonnières, moyenne des exportations et des importations, en volume, indices 2007 = 100)



Source : CPB.

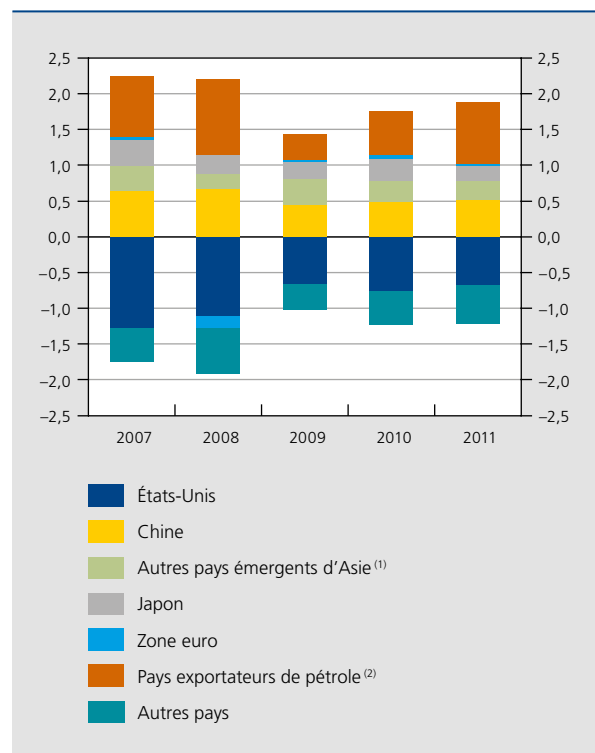
l'année, elles se sont envolées, atteignant, au début du mois de mai, un pic de 125,6 dollars le baril, sous l'effet d'une demande soutenue, conjuguée à l'incertitude au niveau de l'offre découlant, notamment, des événements en Afrique du Nord et au Moyen-Orient. La détérioration du climat économique, le déblocage de réserves stratégiques de pétrole par les pays membres de l'AIE, l'accroissement de la production pétrolière en Arabie saoudite et, finalement, le relèvement du plafond de production fixé par l'OPEP ont entraîné une baisse des cours durant le reste de l'année; ceux-ci sont revenus à environ 108 dollars à la fin du mois de décembre, soit un niveau toujours supérieur de 15,1 % à celui de la fin de l'année précédente. Les cours des autres matières premières énergétiques importantes, comme le gaz naturel et le charbon, ont également progressé en 2011, fût-ce dans une moindre mesure que ceux du pétrole.

Les prix des matières premières alimentaires ont crû en moyenne de 29,2 %. Au cours des premiers mois de l'année, ils ont considérablement augmenté, sous l'effet de la vigueur de la demande, combinée à l'incertitude que les mauvaises conditions climatiques dans l'hémisphère Sud faisaient planer sur l'offre. Les prix ont ainsi battu de nouveaux records historiques en février. Ils sont repartis à la baisse en mars, grâce aux meilleures perspectives de récolte, et, à la fin de l'année, ils étaient inférieurs de 9,8 % à ceux enregistrés à la fin de 2010.

Les prix des matières premières industrielles ont haussé de 14,4 % sur l'ensemble de l'année. En début de période, ils ont dépassé leur sommet de 2008, avant d'amorcer un recul au printemps, plus net que dans les autres catégories de produits, car ils sont plus sensibles à la conjoncture. À la fin de l'année, les prix étaient inférieurs de 12 % à ceux observés à la fin de 2010.

Le cours de l'or, qui ne fait pas partie de l'indice HWWI, a progressé en moyenne de 28,2 %. La hausse de la demande d'or en tant que placement sûr en période d'incertitude, le nouvel affaiblissement du dollar des États-Unis au premier semestre et les achats d'or effectués par différentes banques centrales y ont largement contribué. Après avoir atteint un niveau sans précédent de 1 898 dollars l'once au début du mois de septembre, le cours de l'or s'est inscrit en net repli durant le reste de l'année.

GRAPHIQUE 4 SOLDES DE LA BALANCE COURANTE DES PAIEMENTS DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES
(pourcentages du PIB mondial)



Source : FMI

- (1) République de Corée du Sud, Hong Kong, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Taïwan, Thaïlande.
- (2) Algérie, Angola, Arabie saoudite, Azerbaïdjan, Bahreïn, République du Congo, Émirats arabes unis, Équateur, Gabon, Guinée équatoriale, République islamique d'Iran, Koweït, Jamahiriya arabe libyenne, Nigéria, Norvège, Oman, Qatar, Fédération de Russie, Syrie, Turkménistan, République bolivarienne du Venezuela et Yémen.

Commerce mondial et soldes de la balance courante des paiements

Le commerce mondial a fait montre d'un moindre dynamisme durant l'année sous revue. Une nouvelle expansion au début de l'année a été suivie, au deuxième trimestre, d'une contraction largement imputable aux perturbations des échanges commerciaux internationaux dues au tremblement de terre au Japon. Cet événement a exercé une incidence négative sur les exportations de ce pays et a ébranlé les chaînes de production mondiales. La reprise qui s'est esquissée au cours du troisième trimestre a été assez timide.

La résorption des déséquilibres au sein de l'économie mondiale demeure une préoccupation, comme l'a encore confirmé le sommet du G20 à Cannes en novembre 2011. Les déséquilibres mondiaux affectant le compte courant des balances des paiements se sont en effet encore amplifiés en 2011, tout en restant inférieurs à ceux observés durant les années antérieures à la crise économique et financière. Cette évolution s'explique principalement par le renchérissement des matières premières, qui a fait gonfler l'excédent des pays exportateurs de pétrole. Le déficit commercial des États-Unis s'est encore aggravé, sous l'effet de

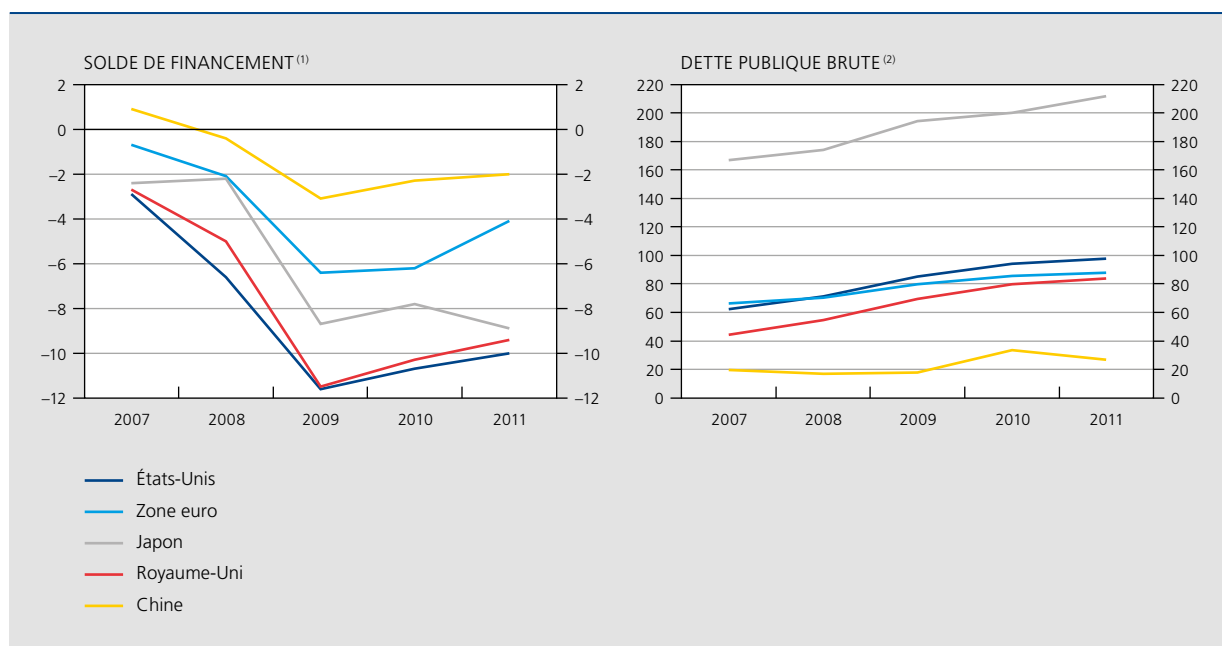
la détérioration des termes de l'échange. Toutefois, grâce à la hausse des revenus des investissements directs des États-Unis à l'étranger, le déficit courant est revenu, dans ce pays, de 3,2 à 3 % du PIB. En Chine, en dépit du frein à la croissance des importations que constitue le fléchissement de l'expansion économique, le ralentissement encore plus marqué des exportations a provoqué un resserrement du surplus de la balance courante, qui a été ramené de 5,2 % du PIB en 2010 à 3,1 % en 2011.

1.3 Politiques budgétaire et monétaire

Politique budgétaire

Les déficits budgétaires, qui s'étaient fortement creusés en 2009 à la suite de la grande récession, ont continué de se réduire progressivement en 2011 dans la plupart des pays, à l'exception notable du Japon, dont les budgets publics ont subi les conséquences du tsunami de mars 2011. Dans la zone euro, la montée des tensions sur les marchés de titres de la dette de plusieurs États membres a entraîné une accélération du rythme de la consolidation budgétaire (cf. chapitre 2).

GRAPHIQUE 5 SOLDE DE FINANCEMENT ET DETTE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES
(pourcentages du PIB)



Sources : CE, FMI, OCDE.

(1) Pour la zone euro et le Royaume-Uni, conformément aux règles fixées pour la procédure de déficit public excessif (EDP), y compris les gains nets d'intérêts provenant de certaines transactions financières, tels les contrats d'échange (swaps).

(2) Pour la zone euro et le Royaume-Uni, il s'agit de l'endettement brut consolidé, c'est-à-dire déduction faite des dettes qui ont pour contrepartie des actifs au sein même du secteur des administrations publiques.

Aux **États-Unis**, le déficit de l'ensemble des administrations publiques a affiché un nouveau recul, revenant de 10,7 à 10 % du PIB. En effet, la reprise économique perdurant, les recettes ont de nouveau progressé plus rapidement que les dépenses, lesquelles ont été bridées par l'extinction graduelle des stimuli budgétaires. La dette publique brute a poursuivi son ascension, passant de 94,2 à 97,6 % du PIB. La soutenabilité des finances publiques américaines est restée sous le feu de l'actualité internationale durant une grande partie de l'année, eu égard, notamment, aux longs débats sur le relèvement du plafond de la dette fédérale. Un accord a finalement été trouvé au début du mois d'août, dans le cadre du *Budget Control Act*. Celui-ci prévoit l'augmentation de ce plafond en trois étapes, pour un montant total de 2 100 milliards de dollars (environ 16 % du PIB), et la réduction, d'un montant similaire, du déficit public fédéral cumulé au cours de la période comprise entre 2012 et 2021. Cet accord n'a pas empêché l'agence de notation Standard & Poor's d'abaisser la note de la dette publique américaine à long terme, de AAA à AA+.

Le **Japon** est resté l'une des dernières économies de l'OCDE à ne pas avoir entamé de consolidation de ses finances publiques. Le gouvernement japonais a annoncé des dépenses destinées à la reconstruction pour un montant équivalant à 4 % du PIB de 2011 sur une période de cinq ans, qui seront partiellement financées par une hausse des taxes. En raison de la politique budgétaire expansionniste et d'une légère baisse de l'activité, le déficit public a augmenté de 1,1 point de pourcentage, pour atteindre 8,9 % du PIB. La dette publique a poursuivi sa hausse, s'établissant à 211,7 % du PIB.

Au **Royaume-Uni**, nonobstant le ralentissement marqué de la conjoncture internationale et la faiblesse de la demande intérieure, le gouvernement a maintenu le calendrier d'assainissement budgétaire établi au printemps de 2010. Le déficit a été ramené de 10,3 % du PIB en 2010 à 9,4 % en 2011, tandis que le ratio de la dette publique au PIB est passé de 79,9 à 84 %.

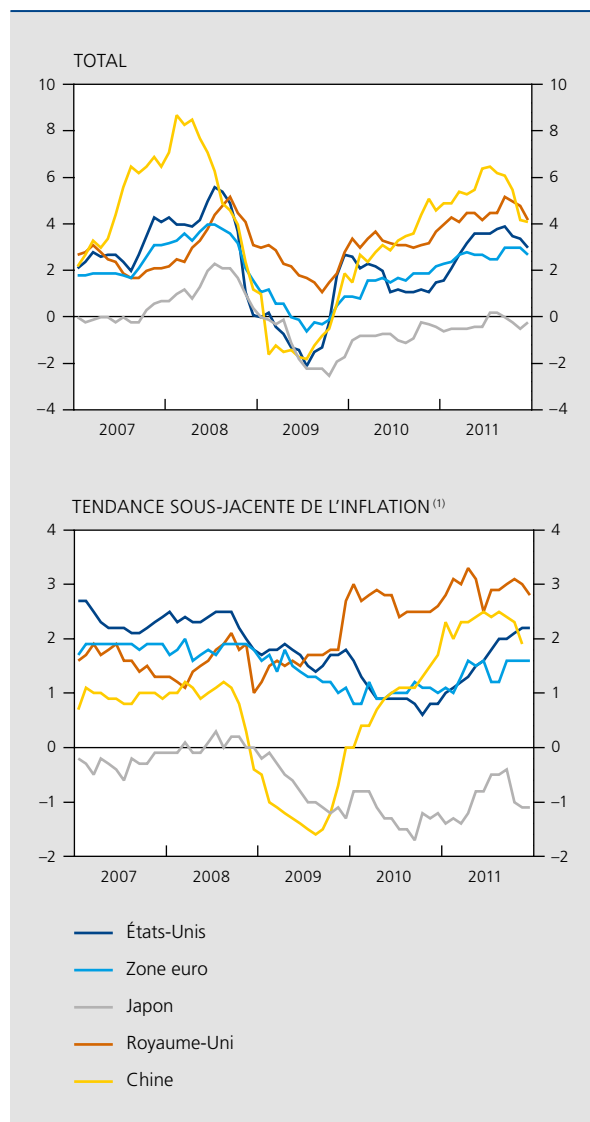
En **Chine**, le déficit des administrations publiques est revenu de 2,3 % du PIB en 2010 à 2 % en 2011. Cette amélioration, essentiellement d'ordre structurel, a résulté, principalement, d'un relèvement de la part des recettes publiques dans le PIB. Après la forte augmentation de la dette publique enregistrée en 2010, qui avait été provoquée par les importants investissements d'infrastructure des pouvoirs locaux et des parastataux, le ratio de la dette au PIB s'est réduit de près de 7 points de pourcentage en 2011, en raison de la vive croissance nominale du PIB, retombant à 26,6 %.

Politique monétaire

Les banques centrales des pays avancés ont maintenu leurs taux directeurs à des niveaux très bas en 2011. En outre, alors que la nécessité de prendre des mesures non conventionnelles semblait s'estomper au début de l'année, l'aggravation de la crise de la dette publique au cours de l'été a conduit plusieurs banques centrales à prendre toute une série de mesures destinées à garantir la stabilité financière. Dans les économies émergentes, des signes de surchauffe ont incité les banques centrales à continuer de durcir leur

GRAPHIQUE 6 PRIX À LA CONSOMMATION DANS LES PRINCIPALES ÉCONOMIES

(données mensuelles, variations par rapport à la période correspondante de l'année précédente)



Sources : CEIC, Thomson Reuters Datastream, Statistics Bureau of Japan.

(1) Mesurée par l'indice des prix à la consommation, à l'exclusion des produits alimentaires et des produits énergétiques.

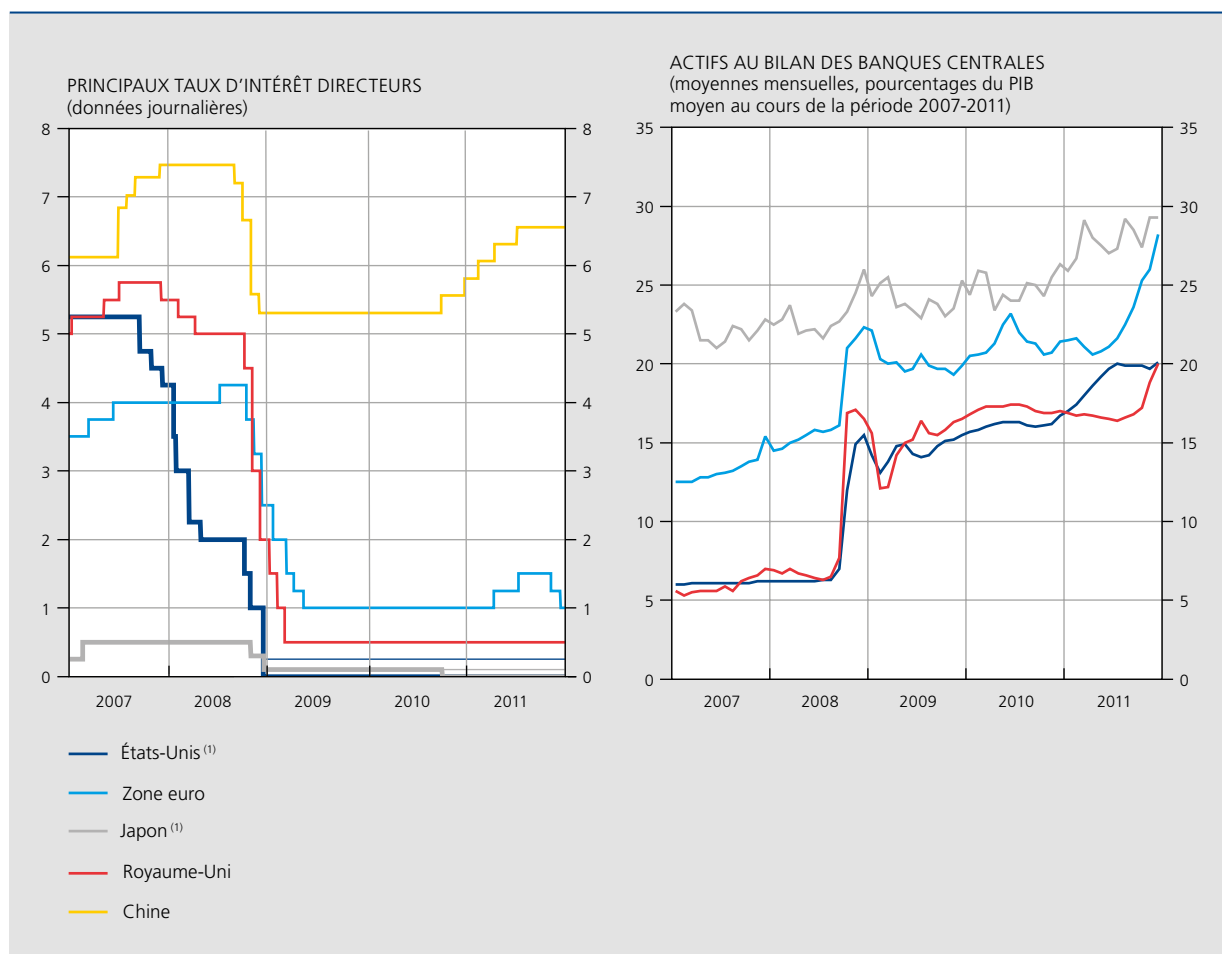
politique monétaire au début de l'année; ce resserrement ne s'est généralement pas prolongé au second semestre.

Aux **États-Unis**, durant les sept premiers mois de l'année, la Federal Reserve a poursuivi la politique qu'elle s'était fixée l'année précédente, en particulier le programme d'achats supplémentaires de titres publics annoncé en novembre 2010. À partir du mois d'août, sa politique est devenue encore plus accommodante, à la suite de la dégradation de la conjoncture économique survenue pendant l'été et compte tenu des perspectives d'inflation modérées à moyen terme. Il a d'abord été annoncé, après la réunion du Federal Open Market Committee (FOMC) du 9 août, que le taux cible des fonds fédéraux pourrait être maintenu à un niveau exceptionnellement bas vraisemblablement jusqu'à la mi-2013. En outre, lors de sa réunion des 20 et 21 septembre, le FOMC a décidé d'augmenter la durée moyenne du portefeuille de la

Federal Reserve en emprunts publics (« Operation Twist »). Il s'agit de la vente d'emprunts publics de maturité courte (inférieure ou égale à trois ans), pour un montant qui devrait atteindre 400 milliards de dollars en juin 2012, et de l'achat, jusqu'à concurrence d'un même montant, d'emprunts publics de maturité longue (comprise entre six et trente ans). L'objectif est de faire baisser les taux d'intérêt à long terme et de stimuler ainsi l'activité économique. Outre l'« Operation Twist », il a été décidé que le produit du remboursement des titres de la dette des agences gouvernementales américaines de refinancement hypothécaire et des titres adossés à des créances hypothécaires serait réinvesti dans ces derniers titres, à partir du mois d'octobre, en vue de soutenir le secteur du logement.

La Banque du **Japon** a maintenu son taux directeur entre 0 et 0,1 %, en vue, notamment, de promouvoir la reconstruction et de limiter la déflation. Elle est intervenue

GRAPHIQUE 7 TAUX D'INTÉRÊT DIRECTEURS ET ACTIFS AU BILAN DES PRINCIPALES BANQUES CENTRALES



Sources : FMI, Bank of England, Banque du Japon, Banque populaire de Chine, Federal Reserve, BCE.

(1) Pour les taux directeurs, le trait est dédoublé lorsque la banque centrale s'est donné pour objectif une fourchette, le dessus de celle-ci étant indiqué par une ligne plus fine de même couleur.

régulièrement sur le marché des changes pour tenter d'inverser la tendance à l'appréciation du yen en essayant de stabiliser son cours aux alentours de 80 yens pour 1 dollar. Après le tsunami, la Banque du Japon a également élargi l'approvisionnement en liquidités des banques commerciales, de même qu'elle a augmenté son programme d'achat de titres d'un montant de 15 000 milliards de yens, soit 3,3 % du PIB. L'indice des prix à la consommation hors énergie et produits alimentaires a néanmoins baissé de 0,8 % en 2011.

Au **Royaume-Uni**, malgré le niveau élevé du taux d'inflation en cours d'année, jugé transitoire, la Bank of England a maintenu inchangé son taux d'intérêt directeur, à 0,5 %, tout au long de l'année. Cela n'a pas suffi pour relancer le crédit aux sociétés non financières, dont l'encours a continué de se contracter. Les difficultés de financement sur les marchés de gros qu'ont rencontrées de nombreuses banques britanniques à la suite des tensions dans la zone euro ont expliqué, pour une bonne part, leurs réticences à octroyer plus de crédits. Par conséquent, la Bank of England a décidé en octobre d'accroître la taille du programme de rachat d'actifs de 75 milliards de livres sterling, portant celui-ci à 275 milliards, soit 18 % du PIB.

En **Chine**, face à une augmentation rapide de l'inflation, qui a largement dépassé son objectif de 4 %, la banque centrale a poursuivi le resserrement de la politique monétaire entamé au dernier trimestre de 2010. Elle a relevé son taux directeur de 25 points de base à trois nouvelles reprises, faisant passer le taux d'intérêt sur les prêts bancaires à un an à 6,56 % dès le mois de juillet. Mais la hausse des taux d'intérêt présente l'inconvénient d'alimenter l'afflux de capitaux étrangers. Dès lors, pour limiter la croissance du crédit intérieur, la banque centrale a également majoré les coefficients de réserves obligatoires des banques, à hauteur de quelque 3 points de pourcentage, ceux-ci atteignant 21,5 % pour les grandes banques dès le mois de juin, et elle a laissé se prolonger le mouvement d'appréciation du renminbi vis-à-vis du dollar amorcé en septembre 2010. Le 30 novembre 2011, cependant, pour la première fois depuis le début de 2009, la banque centrale a annoncé une légère diminution des coefficients de réserves obligatoires, les anticipations de croissance et d'inflation ayant été revues à la baisse.

1.4 Marchés financiers internationaux

Durant l'année sous revue, les marchés financiers internationaux ont été affectés par des inquiétudes quant à la stabilité financière, causées en grande partie par l'absence de réponse rapide et cohérente à la crise de la dette souveraine dans la zone euro, ainsi que par

des craintes d'une forte détérioration des perspectives économiques.

Obligations souveraines

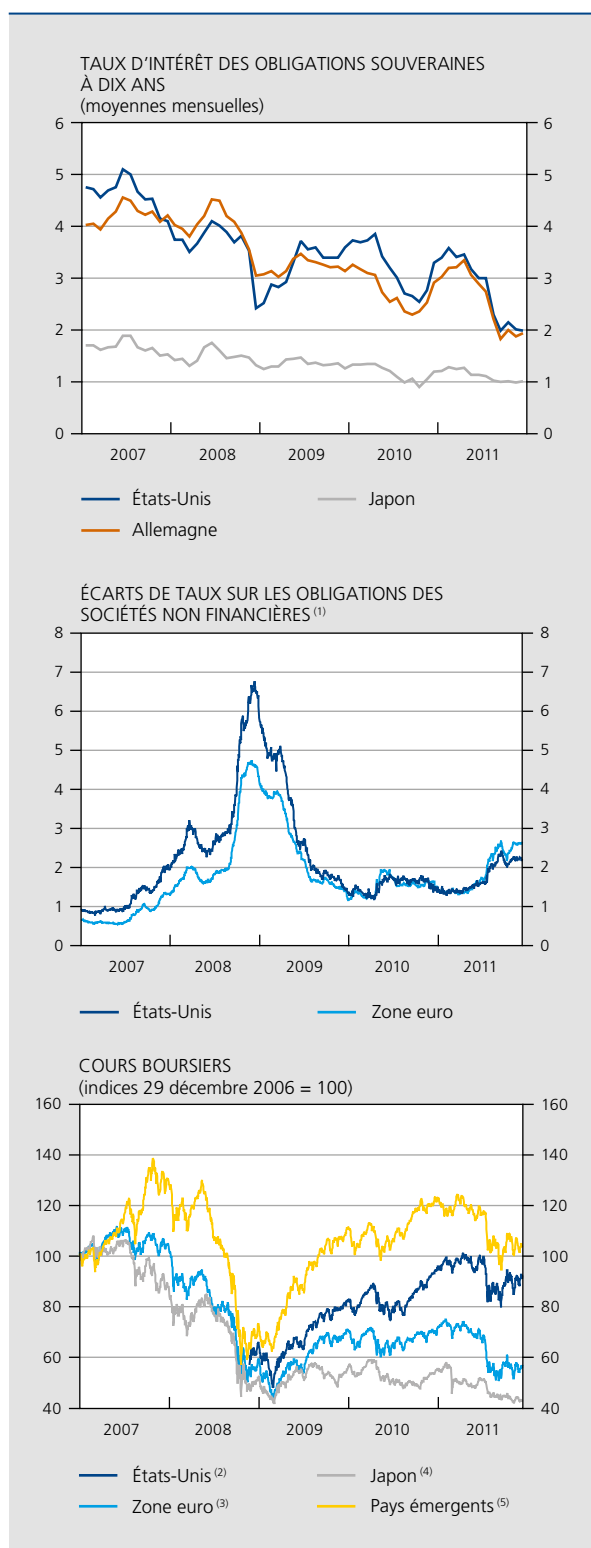
L'année 2011 a été marquée par la crise de la dette souveraine au sein de la zone euro. Alors que, au cours de la première décennie de l'union monétaire européenne, les opérateurs financiers n'avaient guère prêté d'attention aux évolutions macroéconomiques et budgétaires propres aux divers pays, ils y ont réagi de plus en plus nettement à partir de 2009. L'hétérogénéité a encore fortement augmenté en 2011 sur le marché des obligations d'État, et les spreads vis-à-vis du Bund allemand se sont accrues à des degrés divers. Le chapitre 2 examine en détail l'ensemble des évolutions sur les marchés des titres publics de la zone euro, tandis que le présent chapitre se concentre sur le taux de l'emprunt de référence le mieux coté de la zone, à savoir le Bund allemand.

La montée des taux de rendement à long terme des emprunts souverains en Allemagne et aux États-Unis, qui avait débuté en novembre 2010, s'est poursuivie au début de l'année sous revue, reflétant le dynamisme qui caractérisait alors l'économie aux États-Unis et dans la zone euro.

L'orientation à la hausse des taux longs de référence en Europe et aux États-Unis s'est brusquement inversée à partir du deuxième trimestre de 2011. Ce revirement est imputable à l'assombrissement de plus en plus net des perspectives économiques de part et d'autre de l'Atlantique, la croissance faiblissant d'abord aux États-Unis, ce qui explique le léger décalage observé entre les évolutions respectives des taux. Dans le même temps, les tensions politiques naissantes en Afrique du Nord et au Moyen-Orient, de même que le tsunami au Japon, ont déclenché un mouvement de fuite vers la qualité qui a également exercé une pression baissière sur les rendements des obligations souveraines tant en Allemagne qu'aux États-Unis.

La sensible dégradation des perspectives de reprise de l'économie mondiale a accéléré le mouvement de déclin des taux d'intérêt à long terme sur les emprunts d'État en août. Ces évolutions ont aussi été amplifiées par les révisions à la baisse des attentes relatives aux taux d'intérêt à court terme, en particulier aux États-Unis, ainsi que par les turbulences accrues provoquées par la crise des dettes souveraines dans la zone euro. Ces périodes de tensions se sont traduites par une augmentation significative de l'aversion des investisseurs pour le risque et ont entraîné une hausse de la demande de valeurs refuge traditionnelles. Les rendements des obligations souveraines les mieux notées et les plus liquides – américaines, allemandes, japonaises,

GRAPHIQUE 8 ÉVOLUTION DES MARCHÉS MONDIAUX DES VALEURS MOBILIÈRES



Sources: BRI, Thomson Reuters Datastream.

(1) Écarts vis-à-vis du Bund allemand pour la zone euro et des bons du Trésor pour les États-Unis; obligations d'une maturité de cinq à sept ans.

(2) Indice Wilshire 5000.

(3) Indice Dow Jones EuroStoxx large.

(4) Indice Topix.

(5) Indice MSCI Emerging Markets.

suisses – ont dès lors diminué au cours du troisième trimestre de 2011, tombant à des planchers historiques. La décision de Standard & Poor's, au début d'août, de déclasser la dette américaine à long terme n'a guère eu d'impact sur les taux d'intérêt des valeurs souveraines américaines, qui ont continué de servir de havres aux investisseurs confrontés à de fortes incertitudes.

Au dernier trimestre de l'année, les taux des emprunts d'État ont eu tendance à se stabiliser aux États-Unis et en Allemagne. D'une part, certaines informations ont donné à penser que le ralentissement conjoncturel aux États-Unis pourrait rester limité. D'autre part, la crise de la dette souveraine dans la zone euro a semblé s'étendre aux États les mieux notés, une adjudication de titres de la dette publique n'ayant pas rapporté le montant attendu en Allemagne.

Obligations de sociétés

Au cours de l'année, et plus particulièrement au second semestre, l'aversion pour le risque et la recherche de valeurs refuge par les investisseurs ont accru les primes de risque incluses dans les rendements des obligations émises par les sociétés financières et non financières, tant en Europe qu'aux États-Unis.

Ainsi, la dégradation de la solvabilité des emprunteurs souverains a continué d'alourdir les coûts de financement des banques, en particulier dans la zone euro (cf. chapitre 2). Les primes de risque demandées pour la détention d'obligations de sociétés non financières de la zone euro ont été moins affectées; au second semestre de 2011, elles ont néanmoins plus augmenté que celles réclamées pour des obligations de sociétés non financières américaines.

Actions

Durant les premiers mois de l'année, les principaux indices boursiers ont poursuivi le mouvement haussier entamé à la mi-2010, grâce à une perception positive par les investisseurs de la tendance de l'activité dans les principales économies avancées. En revanche, dans les économies émergentes, la détérioration des perspectives liée à l'impact des tensions inflationnistes grandissantes dans plusieurs pays a entraîné un tassement du cours des actions dès le début de l'année.

Le tsunami au Japon, au début de mars, a pesé sur l'évolution des cours boursiers, tant aux États-Unis et en Europe qu'au Japon même. Contrairement aux attentes, l'incidence de ces événements a cependant été limitée, et les cours des actions se sont rapidement rétablis, du

moins aux États-Unis et en Europe. Toutefois, au Japon, le principal indice boursier n'a plus retrouvé le niveau qui était le sien avant la catastrophe.

À partir de mai, les cours boursiers ont baissé, avant de s'effondrer en septembre ; les pertes moyennes ont atteint près de 20 % par rapport au pic du printemps de 2011. Le recul a été particulièrement important pour les actions du secteur financier de la zone euro, dont les cours se sont repliés d'environ 50 % durant cette période. En effet, l'intensification des inquiétudes relatives aux dettes publiques a grevé la valeur boursière des établissements financiers européens qui détenaient un volume important de ces actifs.

En outre, les révisions à la baisse, au début du troisième trimestre, des perspectives de croissance, à la suite de la publication d'indicateurs macroéconomiques décevants dans les principaux pays avancés, ont également influé négativement sur les cours des actions.

Au quatrième trimestre, les cours des actions ont été plus stables. Ils se sont cependant légèrement redressés aux États-Unis, alors qu'ils ont continué de faiblir au Japon.

Cours de change

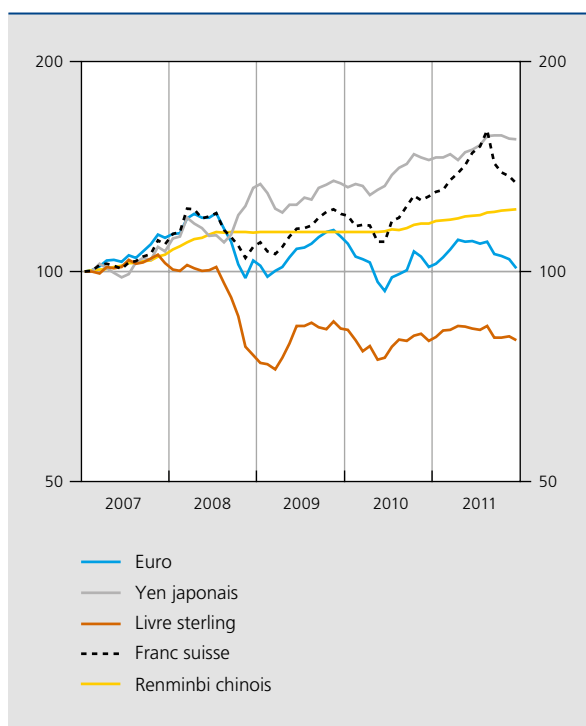
Au début de l'année sous revue, le rétablissement plus rapide qu'attendu dans la zone euro, alors que la croissance végétait aux États-Unis, de même que les anticipations de hausses de taux d'intérêt par la BCE, ont entraîné une appréciation du taux de change de l'euro, qui a atteint, le 4 mai, 1,49 dollar pour 1 euro, soit son niveau le plus élevé de l'année. Ensuite, l'euro s'est plus ou moins stabilisé jusqu'au mois d'août, avant de fortement se déprécier en septembre, quand les problèmes de la dette souveraine dans la zone euro se sont exacerbés. Après s'être temporairement raffermi en octobre, lorsque des mesures de sauvegarde de la zone se sont précisées, il a continué de se déprécier jusqu'à la fin de l'année. Le cours de change de l'euro vis-à-vis du dollar a de la sorte clôturé l'année sous revue à un niveau légèrement inférieur à celui de la fin de 2010. Cette relative stabilité s'explique par le fait que les économies des États-Unis et de la zone euro ont toutes deux été confrontées à des problèmes d'endettement et de morosité conjoncturelle en 2011.

Comme ce fut le cas au cours des deux dernières années, le cours de change de la livre sterling vis-à-vis du dollar a suivi une évolution similaire à celle de l'euro, fût-elle moins volatile.

En revanche, les turbulences financières ont induit une forte appréciation du yen japonais et du franc suisse, deux

GRAPHIQUE 9 COURS DE CHANGE DES PRINCIPALES MONNAIES VIS-À-VIS DU DOLLAR DES ÉTATS-UNIS

(moyennes mensuelles, indices janvier 2007 = 100, échelle semi-logarithmique)



Sources : BRI, Thomson Reuters Datastream.

monnaies considérées comme des valeurs refuge par les investisseurs et qui ont dès lors été fortement demandées lorsque les incertitudes sur les marchés ont provoqué des fuites vers la qualité.

Ainsi, au cours de l'année sous revue, le yen a poursuivi son appréciation vis-à-vis du dollar des États-Unis, entamée en avril 2010. Après le tsunami du 11 mars, son cours a grimpé, en raison d'anticipations selon lesquelles les assureurs japonais rapatrieraient des fonds en dollars afin de satisfaire les demandes d'indemnisation en yens. Pour contrer la flambée du yen, le ministère des Finances et la Banque du Japon ont mené, le 18 mars, avec les autorités monétaires d'autres pays du G7, une intervention concertée sur le marché des changes qui a été couronnée – temporairement – de succès. L'appréciation du yen a ensuite repris, ce qui a amené les autorités japonaises à procéder à des interventions non concertées au début d'août et à la fin d'octobre.

De son côté, le franc suisse a affiché en 2011 une appréciation rapide vis-à-vis de l'euro, qui s'est sensiblement accélérée dès le mois de mai. Au début d'août, lorsque le franc suisse s'approchait de la parité avec l'euro, la

Banque nationale suisse a estimé que la surévaluation de la monnaie était extrême, constituant une grave menace pour l'économie nationale et recelant des risques d'évolutions déflationnistes. Elle a commencé à prendre des mesures destinées à freiner l'appréciation du franc : ainsi, elle a d'abord déclaré viser un Libor à trois mois en francs suisses aussi proche que possible de zéro. À cette fin, elle a, à plusieurs reprises, accru l'expansion des liquidités en francs. Ces mesures n'ayant eu qu'un impact limité, la BNS a annoncé, le 6 septembre, qu'elle ne tolérerait plus de cours inférieur à 1,2 franc pour 1 euro sur le marché

des changes. À la suite de cette déclaration, le cours de change du franc suisse vis-à-vis de l'euro s'est effectivement maintenu un peu au-dessus de ce niveau.

Depuis que la banque centrale chinoise avait affirmé, le 19 juin 2010, qu'elle allait accroître la flexibilité du cours de change du renminbi, celui-ci s'est régulièrement apprécié vis-à-vis du dollar, et ce malgré la dépréciation de plusieurs monnaies de pays émergents. Sur l'ensemble de l'année, le renminbi a gagné 5 % vis-à-vis du dollar.