

# **D**éveloppements internationaux



# Marchés financiers

## Regain de tensions

Jusqu'à la fin de l'année, les banques centrales des principales économies avancées maintiendraient leurs taux à des niveaux faibles. En effet, le déficit de demande engendré par la crise reste important malgré la sortie de récession, et les anticipations d'inflation restent modérées.

La défiance des investisseurs à l'égard des États les plus fragiles de la zone euro, la Grèce notamment, est montée d'un cran depuis le début de l'année : en atteste la forte hausse des taux auxquels ces États se financent. L'euro s'est dans le même temps fortement déprécié face au dollar et les principaux marchés interbancaires ont subi de légères tensions. Début mai, les gouvernements européens ont mis en place un mécanisme de prêts aux États les plus vulnérables et la BCE a exceptionnellement décidé d'intervenir sur les marchés de dette souveraine. Depuis le début de la crise les tensions sur les marchés monétaires se sont accrues mais leurs effets sur le financement du secteur privé sont pour l'instant limités.

Sur le marché des changes, l'hypothèse conventionnelle retenue dans nos prévisions est de 1,20 dollar, 0,85 livre et 110 yens pour un euro.

### Stabilisation des taux directeurs

La Banque centrale européenne (BCE) a stabilisé son principal taux directeur à 1 % depuis mai 2009. La BCE, comme son discours le suggère, conserverait son principal taux directeur inchangé : en Eu-

rope, le niveau de production reste très en deçà de son potentiel et les anticipations d'inflation sont modérées.

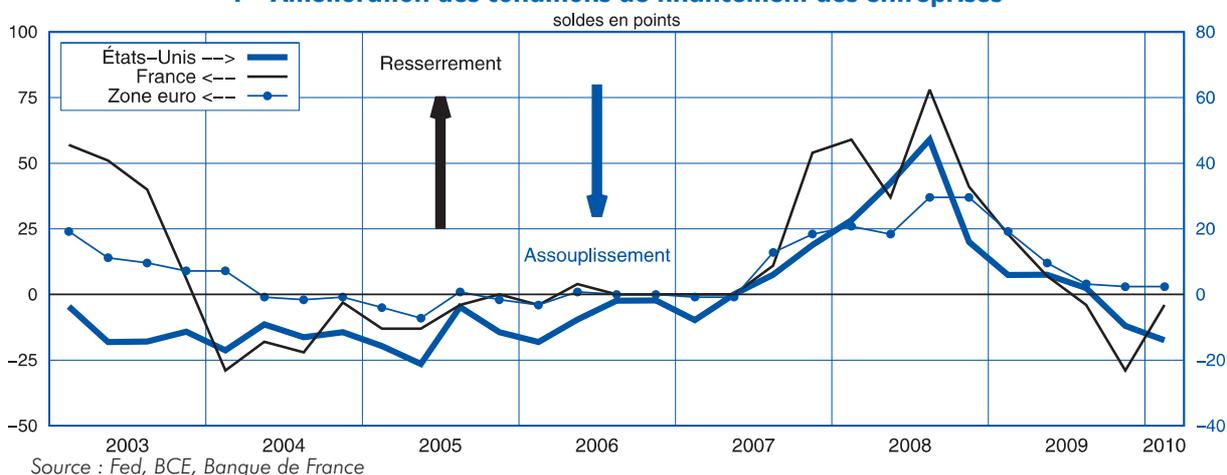
Pour les mêmes raisons, la *Federal Reserve*, et la Banque du Japon maintiendraient également leurs taux directeurs à des niveaux très bas. La Banque d'Angleterre laisserait aussi son taux directeur inchangé du fait notamment du niveau élevé du chômage, et ce malgré le niveau élevé de l'inflation.

### Les craintes sur les finances publiques européennes font baisser l'euro...

Au début du deuxième trimestre, les investisseurs ont manifesté leur défiance à l'égard de la situation des finances publiques des États les plus fragiles de la zone euro. Ainsi, la Grèce, le Portugal, l'Espagne et l'Irlande ont pâti d'une forte hausse des taux d'intérêt auxquels ils se financent sur les marchés.

Ce mouvement de défiance affecte indirectement les principaux marchés financiers mondiaux. Tout d'abord, les banques se sont montrées plus réticentes à se prêter mutuellement face au risque de dégradation des bilans des banques les plus exposées. Ainsi, les primes de risque sur les marchés interbancaires ont brusquement augmenté aux États-Unis et en zone euro, et dans une moindre mesure au Royaume-Uni (cf. graphique 2). Ces primes restent toutefois faibles, inférieures à 50 points de base aux États-Unis et en zone euro. L'incertitude entourant les bilans bancaires a égale-

### 1 - Amélioration des conditions de financement des entreprises



ment pesé sur les marchés actions, qui se sont retournés courant avril. Enfin, l'euro s'est nettement déprécié face au dollar, les actifs en euros apparaissant plus risqués (cf. graphique 3).

Début mai, les pouvoirs publics se sont accordés sur des interventions massives pour contenir ces tensions. Avec la participation du FMI, les membres de la zone euro ont mis en place un mécanisme de prêts aux États en difficulté pour un montant total de l'ordre de 750 Mds €. En outre, la BCE a décidé d'intervenir pour assurer la liquidité des marchés de dettes, privée et publique, tout en neutralisant l'effet de ces interventions sur la masse monétaire par ailleurs. La BCE a également réinstauré les facilités de financement mises en place au plus fort de la crise de 2008. Enfin, les principales banques centrales ont réactivé les échanges de devises pour assurer la liquidité des marchés de change. Toutefois, l'euro a poursuivi son repli (cf. graphique 3).

### ... mais avec des effets encore limités sur le financement des entreprises

Au premier trimestre, les conditions d'octroi de prêts bancaires aux entreprises se sont assouplies en France et stabilisées en zone euro ; les entreprises américaines bénéficient également d'un meilleur accès au crédit (cf. graphique 1). Les taux

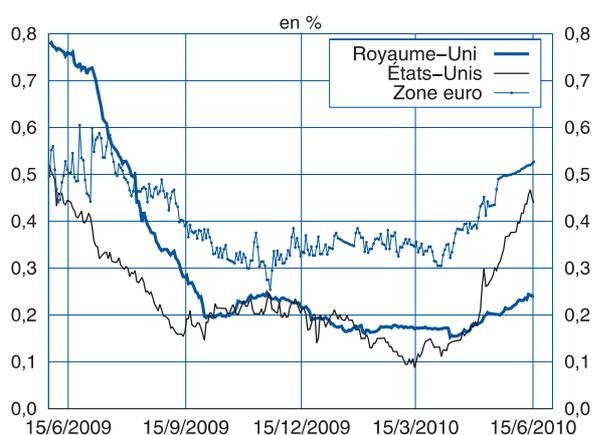
d'intérêt que les banques appliquent aux entreprises ont continué de baisser : en France, ils se situent au plus bas depuis 2003. En revanche, les primes de risque sur les marchés obligataires ont légèrement augmenté depuis début mai, dans le sillage de la remontée des taux interbancaires. Mais ces tensions ont pour l'instant des effets limités sur les conditions de financement des entreprises.

### Les conditions de financement pour les ménages se sont améliorées

Les conditions de financement des ménages se sont améliorées dans les économies avancées. Les taux d'intérêt auxquels ils empruntent s'inscrivent en baisse et sont retombés à leur plus bas niveau depuis fin 2006 en France. Néanmoins, les conditions d'octroi de crédit ne se sont pas assouplies depuis le fort durcissement de début 2009, sauf, quelque peu, en France. Elles sont stables au Royaume-Uni et aux États-Unis et se sont durcies légèrement dans l'ensemble de la zone euro.

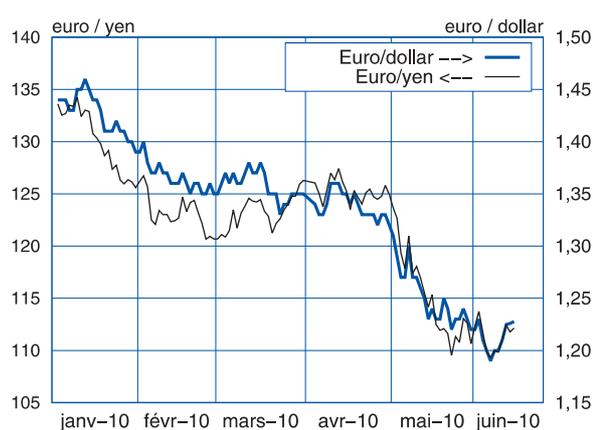
À l'horizon de la prévision, l'hypothèse conventionnelle retenue pour le marché des changes est de 1,20 dollar, 0,85 livre et 110 yens pour un euro. ■

**2 - Remontée des primes de risque sur les marchés interbancaires**



Source : DataInsight

**3 - Dépréciation de l'euro par rapport au dollar et au yen**



Source : DataInsight

# Zone euro

## La demande intérieure tarde à embrayer

Jusqu'au premier trimestre 2010, la reprise est restée timide en zone euro. Néanmoins, l'activité devrait accélérer au deuxième trimestre 2010 : elle serait toujours soutenue par les exportations et, dans leur sillage, par la reprise de l'investissement en biens d'équipement, en particulier en Allemagne. De plus, l'activité bénéficierait du rebond de l'investissement en construction, pénalisé au début de l'année par des conditions climatiques difficiles. Au second semestre 2010, la croissance se modérerait. Au total, le PIB croîtrait de 1,1 % en 2010, après une chute de 4,1 % en 2009. La demande intérieure resterait peu dynamique. Le contraste s'accroîtrait entre les économies européennes, avec d'un côté l'Allemagne, fortement tirée par son appareil exportateur, et à l'opposé l'Espagne, qui peinerait à sortir de la récession.

### L'activité devrait accélérer en zone euro au deuxième trimestre mais se modérerait en fin d'année

Après un timide redressement entre le troisième trimestre 2009 et le premier trimestre 2010 (+0,4 %, +0,1 % et +0,2 %), l'activité devrait accélérer au deuxième trimestre 2010 (+0,6 %). Cette accélération serait particulièrement visible en Allemagne, et dans une moindre mesure en France. À l'inverse, l'activité serait moins dynamique en Espagne, comme l'indiquent les indices composites des directeurs d'achat dans l'industrie (cf. graphique 1).

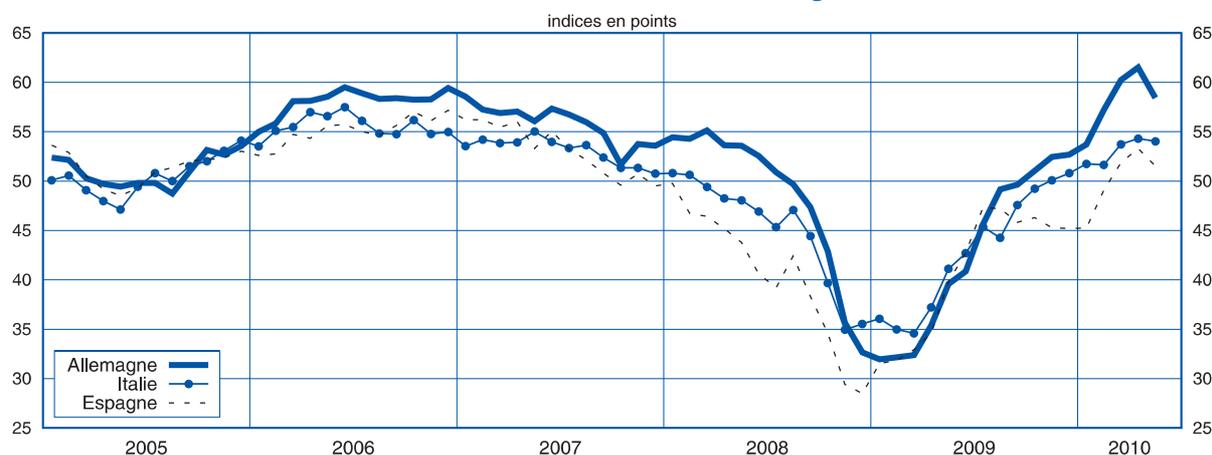
Les exportations bénéficieraient d'un environnement international toujours porteur et continueraient de soutenir l'économie de la zone euro. Dans leur sillage, l'investissement en équipements commencerait à se redresser, en particulier en Allemagne. Par ailleurs l'investissement en construction accélérerait fortement au deuxième trimestre, après un début d'année très perturbé par des conditions climatiques difficiles : cet effet serait particulièrement marquée en Allemagne, où l'investissement en construction rebondirait fortement, et en France où il baisserait encore, mais nettement moins qu'au premier trimestre. Toutefois, passé ce contrecoup, l'investissement en construction devrait stagner sur la fin de l'année, ce qui induirait un certain ralentissement de l'activité.

Enfin, la consommation tarderait à accélérer véritablement. En effet, l'horizon des ménages reste morose. Le taux de chômage a continué d'augmenter et s'est établi à 10 % au premier trimestre. De plus, le pouvoir d'achat des ménages serait peu dynamique, pénalisé par de nombreux facteurs : marché du travail toujours dégradé, remontée de l'inflation (cf. *infra*), modération salariale en Allemagne, début des mesures de consolidation budgétaire en Espagne.

### En 2010, les échanges extérieurs rebondiraient, pas la demande intérieure

Depuis la sortie de récession mi-2009, le décalage est marqué dans la zone euro entre la vive reprise des échanges extérieurs et celle, plus poussive, de la demande intérieure. En effet, alors qu'ils ont

1 - Climat des affaires dans l'industrie\* : l'Allemagne reste en tête



\* indice composite des directeurs d'achat (Purchasing Managers' Index, PMI)  
Source : Markit

lourdement chuté pendant la crise, les échanges extérieurs rebondiraient fortement et se rapprocheraient en 2010 de leur niveau d'avant la crise : les exportations progresseraient ainsi de près de 9 % en 2010, après une baisse de 13,2 % en 2009. Les importations progresseraient également vivement, dans le sillage des exportations et de la reconstitution des stocks.

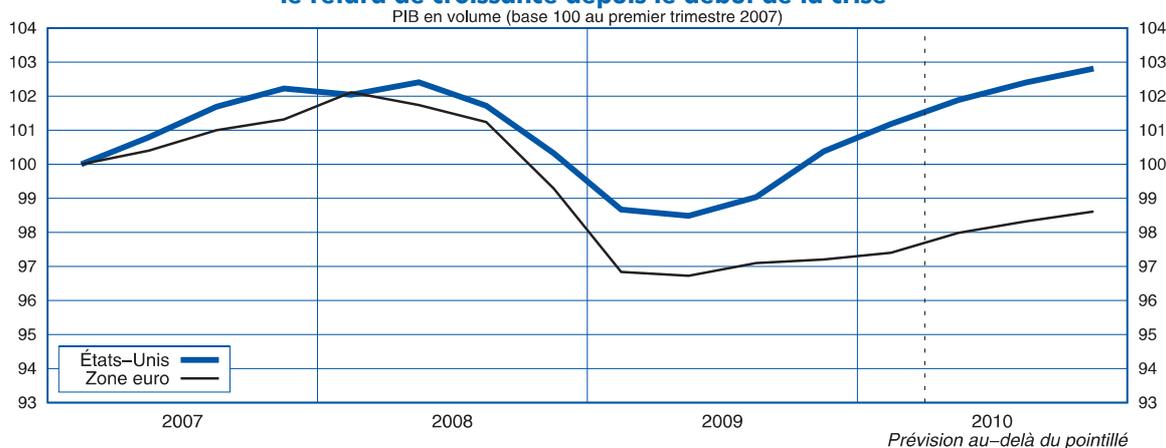
À l'inverse, la demande intérieure hors stocks, tant dans sa composante consommation qu'investissement, serait peu dynamique en 2010 après avoir baissé de 2,5 % en 2009. Avec une demande intérieure atone, le rythme de croissance de la zone euro serait inférieur en 2010 à sa moyenne observée avant la crise. À la fin de l'année, le PIB de la zone euro serait encore loin de son niveau d'avant-crise alors que celui des États-Unis l'aurait déjà dépassé (cf. graphique 2).

### L'inflation en zone euro remonterait légèrement d'ici la fin de l'année

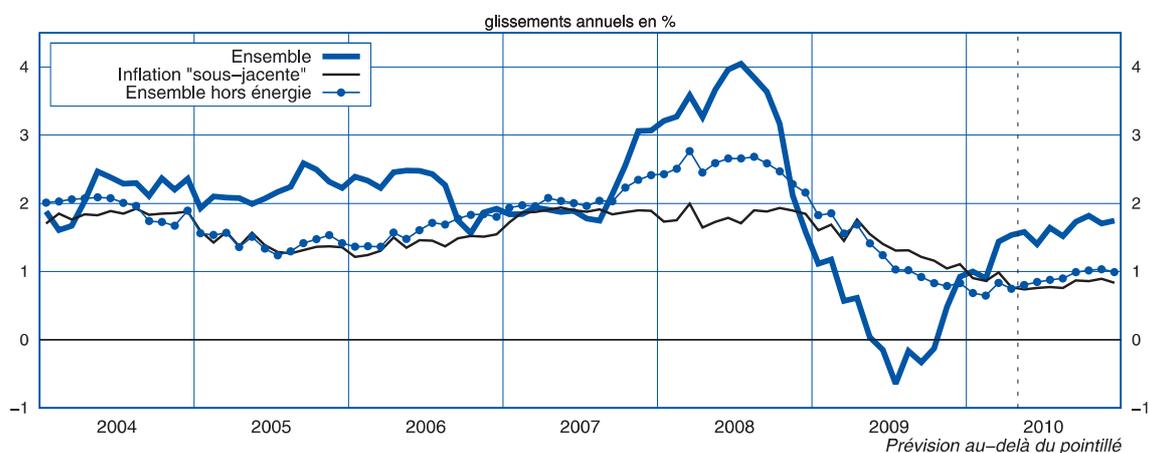
Le glissement annuel des prix s'est établi à +1,5 % en avril 2010 et augmenterait à +1,7 % jusqu'au mois de décembre 2010. Les prix des produits alimentaires remonteraient. Les prix de l'énergie resteraient peu ou prou stables à partir de l'été, sous l'hypothèse d'un baril de Brent à 75\$ en prévision. Enfin, l'inflation « sous-jacente »<sup>(1)</sup> serait stable à 0,8 % (cf. graphique 3). En effet, les perspectives de redémarrage de l'activité et la remontée des prix des matières premières se diffuseraient progressivement, entraînant une hausse de l'inflation « sous-jacente ». La dépréciation de l'euro soutiendrait également les prix, via les prix des produits importés. Mais ces effets seraient compensés par un taux de chômage toujours élevé, qui viendrait modérer la hausse des salaires, et par des surcapacités dans l'industrie toujours importantes. ■

(1) Hors énergie et alimentation. Contrairement au cas français, l'inflation « sous-jacente » de la zone euro calculée par Eurostat n'est pas corrigée de l'impact mécanique des mesures fiscales.

### 2 - Contrairement aux États-Unis, la zone euro est loin d'avoir rattrapé le retard de croissance depuis le début de la crise



### 3 - Prix à la consommation en zone euro



# Allemagne

## Reprise à l'allemande

En Allemagne, l'activité a augmenté faiblement au premier trimestre 2010 (+0,2 %) : les conditions climatiques ont fortement pesé sur l'investissement dans la construction et la consommation des ménages a continué de reculer. Au deuxième trimestre, l'activité accélérerait nettement (+0,9 %), grâce aux exportations et au rebond de la construction. Au second semestre, l'activité resterait sur un rythme soutenu (+0,5 % par trimestre). La reprise de l'investissement en biens d'équipement se confirmerait. Toutefois, la consommation des ménages continuerait de tirer vers le bas la croissance allemande.

### La demande des entreprises, principal moteur de la croissance

D'ici la fin 2010, les exportations resteraient dynamiques, bénéficiant du rebond du commerce mondial et de la dépréciation de l'euro. Elles ralentiraient toutefois quelque peu au second semestre, dans le sillage du commerce mondial (cf. graphique).

L'investissement en biens d'équipement croîtrait vigoureusement sur l'année, grâce à l'élargissement des débouchés à l'exportation et au soutien des allègements fiscaux prévus en faveur des entreprises. Dans le secteur de la construction, l'investissement rebondirait fortement au deuxième trimestre, après avoir été fortement pénalisé au premier par la rigueur de l'hiver. Puis il stagnerait au second semestre.

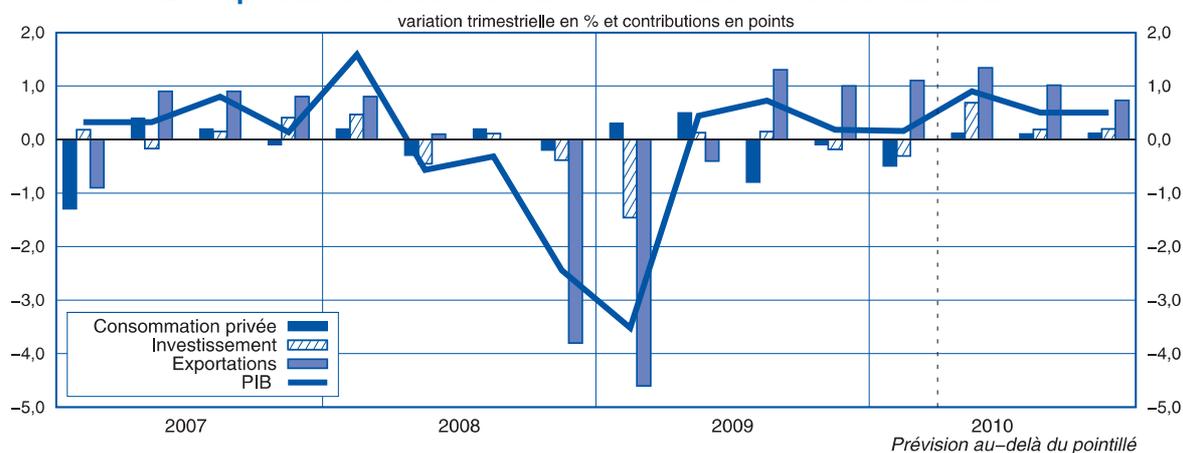
### L'emploi et les salaires progresseraient peu

En 2009, l'emploi n'a que très peu baissé malgré la contraction sévère de l'activité. En effet, les entreprises ont massivement recouru au chômage partiel, ce qui a permis d'éviter les licenciements. En conséquence, la productivité du travail a fortement reculé. Avec la reprise de l'activité, les entrepreneurs seraient plus enclins à restaurer leur niveau de productivité et embaucheraient peu. En outre, les négociations salariales de début 2010 continuent de privilégier la préservation de l'emploi à la hausse des salaires. D'ici la fin de l'année, les salaires ne progresseraient que modestement, bien que soutenus par la hausse de l'inflation et le recul du chômage partiel.

### Une consommation en légère hausse

Au premier trimestre 2010, la consommation des ménages a encore reculé, malgré la hausse du pouvoir d'achat. Elle a notamment continué de subir le contrecoup de la prime à la casse. Celui-ci s'atténuerait au deuxième trimestre puis disparaîtrait au second semestre. De plus, le pouvoir d'achat continuerait de progresser, soutenu par des baisses d'impôts sur le revenu. Mais les effets des mesures de soutien resteraient modestes alors que des restrictions budgétaires sont déjà annoncées pour 2011. Au total, la consommation des ménages repartirait légèrement à la hausse, mais resterait faible en Allemagne. ■

### Les exportations et l'investissement soutiendraient l'activité allemande



Source : Destatis, prévisions Insee

# Italie

## Une demande intérieure toujours peu dynamique

L'activité italienne a rebondi au premier trimestre 2010 (+0,4 % après -0,1 %). En avril et mai, les directeurs d'achat signalent toujours une croissance de l'activité dans l'industrie manufacturière (cf. graphique 1). Au deuxième trimestre, la croissance italienne augmenterait au même rythme qu'au trimestre précédent (+0,4 %). Elle ralentirait ensuite au second semestre (+0,2 % par trimestre).

L'activité serait principalement tirée par les exportations, et dans leur sillage, par le redressement de l'investissement productif. À l'inverse, la consommation des ménages serait atone, pénalisée par un taux de chômage élevé et par un pouvoir d'achat peu dynamique.

### La consommation des ménages serait atone

Les perspectives des ménages italiens sont moroses : l'indice de confiance des consommateurs s'est nettement replié depuis le début de l'année (cf. graphique 2). Le taux de chômage, qui a augmenté rapidement depuis le début de la crise, reste sur une nette tendance à la hausse : il est passé de 8,4 % à 8,8 % entre décembre 2009 et mars 2010.

Néanmoins, l'emploi salarié devrait se stabiliser d'ici à la fin 2010, du fait de la légère reprise de l'activité. Les salaires croîtraient faiblement.

Le pouvoir d'achat des ménages, peu dynamique, serait de surcroît freiné par la hausse des prix. Par conséquent, la consommation devrait rester atone jusqu'à la fin de l'année.

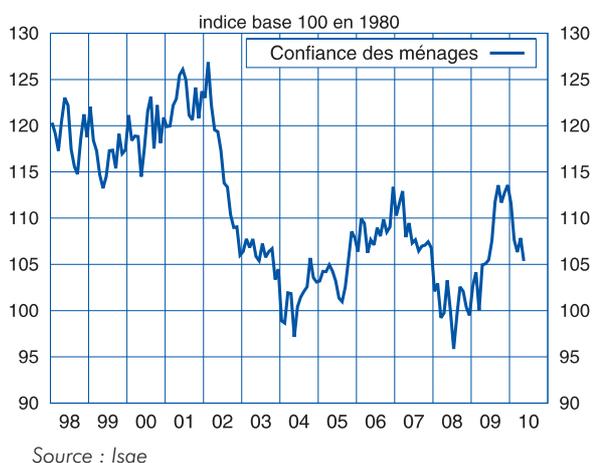
### L'activité serait tirée par l'extérieur et par le redressement de l'investissement

La croissance viendrait en premier lieu de l'extérieur. En effet, les exportations bénéficieraient d'un environnement international toujours porteur ainsi que des gains de compétitivité liés à la dépréciation de l'euro. Toutefois, la croissance des exportations se modérerait sur la fin de l'année, avec le ralentissement du commerce mondial, ce qui limiterait la progression de l'activité. Dans le sillage des exportations, l'investissement productif se redresserait, et viendrait soutenir l'activité sur le reste de l'année 2010. ■

1 - Les directeurs d'achats de l'industrie manufacturière restent optimistes...



2 - ... alors que les ménages sont pessimistes



# Espagne

## À la peine

Après un timide rebond au premier trimestre 2010 (+0,1 %), l'activité espagnole peinerait encore à se redresser (+0,2 % au deuxième trimestre puis -0,1 % et 0,0 % aux troisième et quatrième trimestres). Elle serait fortement pénalisée par son marché immobilier, qui continue de se dégrader, et par les mesures de redressement des comptes publics, qui entrent en vigueur dès cet été. A contrario, l'activité serait légèrement portée par les exportations et, dans leur sillage, par l'investissement en équipement.

### La construction resterait en difficulté

En Espagne, l'investissement en construction resterait en repli jusqu'à la fin 2010. En effet, le marché immobilier espagnol reste dégradé. La baisse des prix immobiliers s'est accentuée au premier trimestre. En outre, du fait des mesures de redressement budgétaire décidées en mai, l'investissement public devrait de moins en moins soutenir le secteur. Même après une forte correction, engagée depuis 2008, le taux d'investissement en construction resterait pourtant plus élevé en Espagne que dans le reste de la zone euro (cf. graphique).

### Le redressement budgétaire pèserait sur le pouvoir d'achat et la consommation

D'ici à la fin 2010, la situation sur le marché du travail resterait préoccupante : le secteur de la construction en particulier continuerait de perdre des emplois et le taux de chômage se maintiendrait

ainsi à un niveau élevé. Du côté des salaires, les mesures de redressement annoncées comprennent une réduction de ceux des fonctionnaires dès juin, suivie d'un gel en 2011. Le salaire moyen par tête ralentirait donc dès le deuxième trimestre 2010. Enfin, la hausse de l'inflation, alimentée par le relèvement de la TVA le 1<sup>er</sup> juillet<sup>(1)</sup> et par les effets de la dépréciation de l'euro, viendrait également rogner les gains en pouvoir d'achat : celui-ci baisserait cette année.

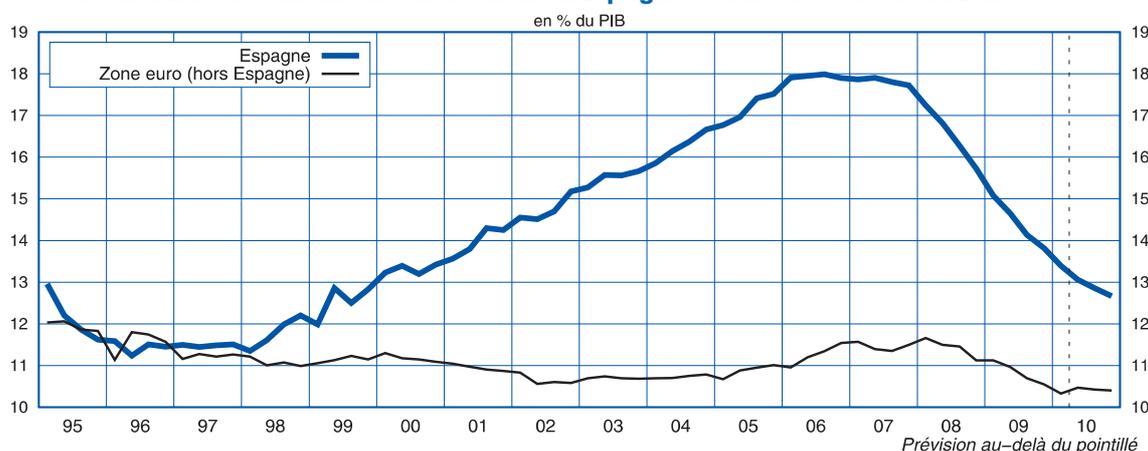
Avec de surcroît l'expiration de la prime à la casse, la consommation serait mal orientée. Néanmoins, elle devrait augmenter au deuxième trimestre car les ménages anticiperaient une partie de leurs achats en biens durables avant la hausse de la TVA le 1<sup>er</sup> juillet. Elle baisserait par contrecoup au troisième trimestre. Puis elle resterait en repli au quatrième trimestre : les ménages maintiendraient un taux d'épargne élevé pour se désendetter.

### L'activité un peu soutenue par l'extérieur

Le secteur extérieur pourrait soutenir l'économie espagnole. Jusqu'à fin 2010, la bonne tenue de la demande mondiale et la dépréciation de l'euro favoriseraient une nouvelle hausse des exportations. Dans le sillage des exportations, l'investissement en équipement se redresserait légèrement, après s'être vivement contracté en 2009. ■

(1) Le principal taux de TVA augmentera de 2 points (de 16 % à 18 %) et le taux de TVA réduit de 1 point (de 7 % à 8 %). Le gouvernement estime que cette mesure devrait rapporter 5,15 Mds€ en année pleine.

### Taux d'investissement en construction en Espagne et dans le reste de la zone euro



Source : Eurostat, calculs et prévisions Insee

# États-Unis

## Reprise engagée, mais ralentissement en fin d'année

Jusqu'à la fin de l'année 2010, la croissance américaine resterait dynamique, soutenue par la demande des ménages et des entreprises. En effet, les perspectives de débouchés continuent de s'améliorer pour les entreprises : celles-ci augmenteraient donc leurs investissements et embaucheraient. Parallèlement, les ménages bénéficieraient de ce redémarrage de l'emploi. Toutefois, en fin d'année, les mesures de relance s'affaibliraient, et les dépenses des ménages ralentiraient. Par conséquent, la croissance américaine se modérerait au second semestre. Au total, l'économie américaine croîtrait de 2,9 % en 2010 après avoir reculé de 2,4 % en 2009.

### La demande des entreprises resterait soutenue

Du côté des entreprises, les débouchés continueraient de s'améliorer au cours de 2010, comme l'attestent les enquêtes auprès des directeurs d'achats. En effet, la demande des ménages resterait dynamique et les exportations augmenteraient avec le commerce mondial. Par conséquent, les dépenses de biens d'équipement croîtraient rapidement. Sur l'année, l'investissement des entreprises serait globalement dynamique, malgré la crise de l'immobilier commercial qui persiste.

### Un pouvoir d'achat des ménages moins soutenu par les mesures de relance...

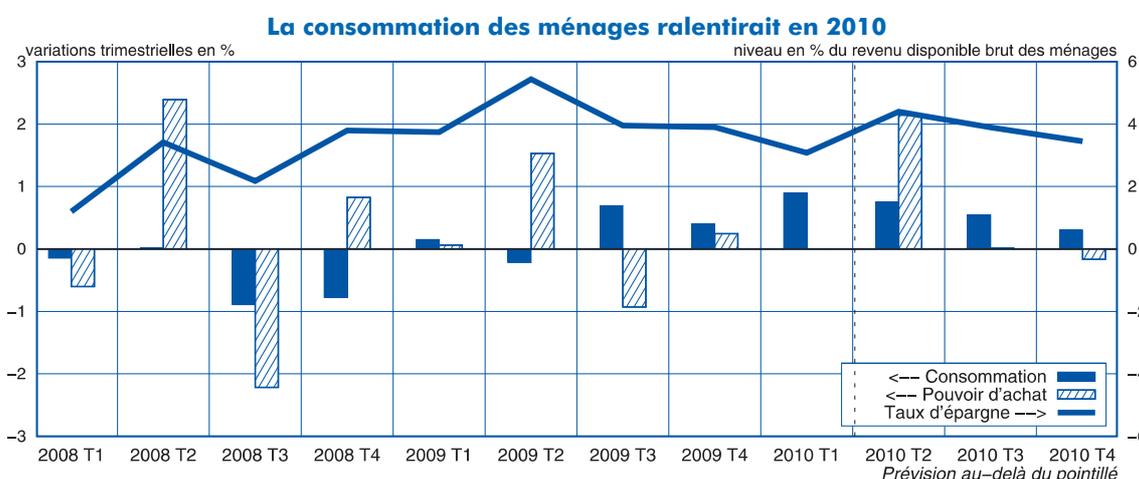
D'ici à la fin 2010, les ménages bénéficieraient de la reprise de l'emploi et d'une inflation modérée. Au deuxième trimestre, leur pouvoir d'achat serait

porté par les mesures de relance. Au second semestre toutefois, le soutien des mesures de relance fléchirait et le pouvoir d'achat ralentirait nettement. Ce profil heurté du pouvoir d'achat serait accentué au deuxième trimestre par les embauches temporaires liées au recensement décennal.

### ... et une demande des ménages au ralenti en fin d'année

Au deuxième trimestre, la consommation continuerait de progresser fortement, avec le rebond du pouvoir d'achat, comme l'annoncent les dernières données de ventes au détail. Toutefois, les ménages épargneraient une partie de ces gains de pouvoir d'achat. Au second semestre, les ménages puiseraient dans leur épargne pour lisser la baisse de leur revenu et limiter le ralentissement de leur consommation (cf. graphique). Au total, le taux d'épargne resterait faible au regard de l'endettement des ménages.

En avril, les ménages ont profité, pour le dernier mois, du crédit d'impôt pour l'achat d'un logement neuf, et les ventes ont bondi. Par contrecoup, elles baisseraient fortement en mai, puis se redresseraient de façon limitée. En tenant compte des délais de construction, l'investissement résidentiel serait ainsi très dynamique au deuxième trimestre puis ralentirait au second semestre. ■



# Royaume-Uni

## Après la relance, la consolidation budgétaire

En 2010, la reprise au Royaume-Uni serait faible : +0,8 %, après une chute de 4,9 % en 2009. La croissance serait plus affirmée au premier semestre qu'au second. Elle accélérerait quelque peu au deuxième trimestre, soutenue par les échanges extérieurs et par la légère augmentation de la consommation. Au second semestre, l'activité ralentirait, notamment sous l'effet des mesures de redressement des finances publiques. Sur l'année, les ménages resteraient prudents, alors que les entreprises auraient des perspectives légèrement meilleures.

### Des mesures de redressement des comptes publics au second semestre

Pour l'année fiscale 2010-2011, des mesures d'économies sur les dépenses publiques sont déjà programmées (6,2 Mds £, soit 0,4 % du PIB). De plus, l'investissement public se contracterait. Cette baisse pèserait sur l'activité, notamment au second semestre (cf. graphique).

### Le pouvoir d'achat des ménages resterait faible, les ménages augmenteraient prudemment leur consommation

Après une faible hausse au premier trimestre, le pouvoir d'achat des ménages britanniques reculerait à nouveau au deuxième trimestre, malgré la légère hausse des revenus d'activité. En effet, il serait freiné par une hausse des impôts et un ralentissement des prestations sociales. De surcroît, la

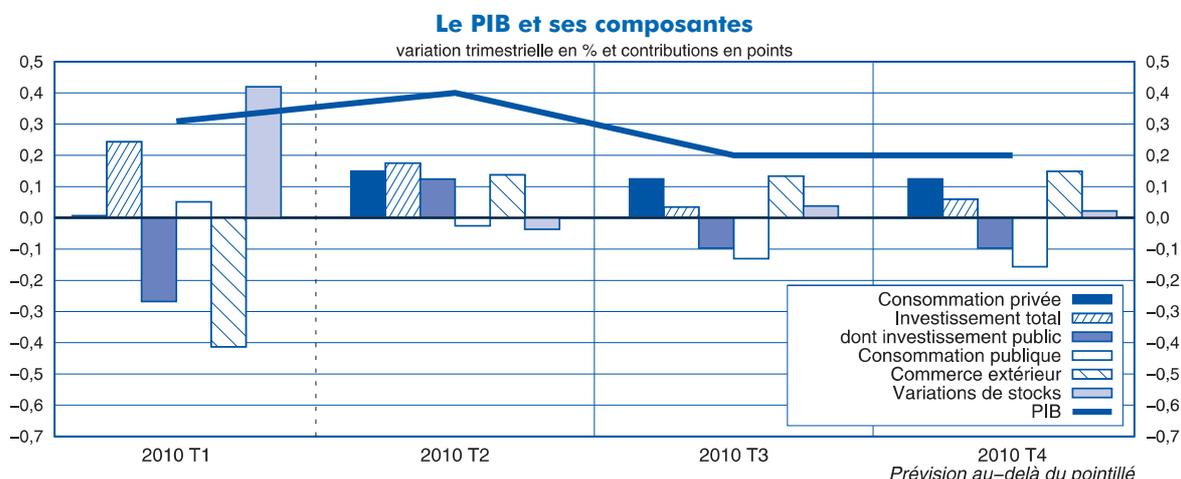
hausse de la TVA au 1<sup>er</sup> janvier et la dépréciation passée de la livre continueraient de pousser les prix à la hausse au deuxième trimestre.

Au second semestre, le pouvoir d'achat repartirait légèrement à la hausse, suivant les revenus d'activité. Face à des gains de pouvoir d'achat qui resteraient faibles, les ménages puiseraient dans leur épargne pour lisser leur consommation. Au total, celle-ci serait peu dynamique sur l'ensemble de l'année (+0,2 % par trimestre).

### L'investissement des entreprises croîtrait, mais sans vigueur

Après avoir bondi au premier trimestre, porté par un investissement exceptionnellement fort dans les transports, l'investissement total des entreprises croîtrait plus modérément sur le reste de l'année. Il bénéficierait de la faiblesse des coûts de financement et du retour, même modeste, de la croissance.

Au deuxième trimestre 2010, les exportations retrouveraient de la vigueur, après une stagnation au premier trimestre. Elles ralentiraient ensuite, en ligne avec la demande mondiale adressée au Royaume-Uni. Parallèlement, les importations seraient moins dynamiques, sous le coup principalement d'un ralentissement de la demande des entreprises exportatrices. Au total, la contribution des échanges extérieurs à la croissance serait positive à l'horizon de la prévision. ■



Source : ONS et calculs Insee

# Japon

## Changement de rythme

Après deux trimestres de forte croissance, l'activité japonaise ralentirait d'ici la fin 2010. Le PIB progresserait ainsi de 0,6 % au deuxième trimestre puis de 0,5 % et 0,4 % aux troisième et quatrième trimestres. Les exportations japonaises resteraient dynamiques mais leur croissance se modérerait au second semestre, sous l'effet conjugué de l'appréciation du yen et du ralentissement de la croissance chinoise. Sur le marché intérieur, les effets des mesures de soutien à la consommation seraient de plus en plus ténus et la dégradation du marché du travail pèserait sur la demande des ménages.

### Le commerce extérieur resterait bien orienté...

Les exportations japonaises demeureraient vigoureuses à l'horizon 2010, soutenues notamment par la demande des principales économies asiatiques. Cependant, elles ralentiraient légèrement au second semestre. D'une part, elles seraient pénalisées par l'appréciation passée du yen. D'autre part, le ralentissement attendu de l'investissement des entreprises en Chine, induit par le resserrement monétaire du début d'année, soutiendrait moins fortement la demande chinoise.

Porté par le commerce extérieur, l'investissement des entreprises continuerait de progresser jusqu'à la fin de l'année. Cette hausse serait toutefois modérée car les surcapacités de production persistent et, surtout, la demande intérieure demeure faible.

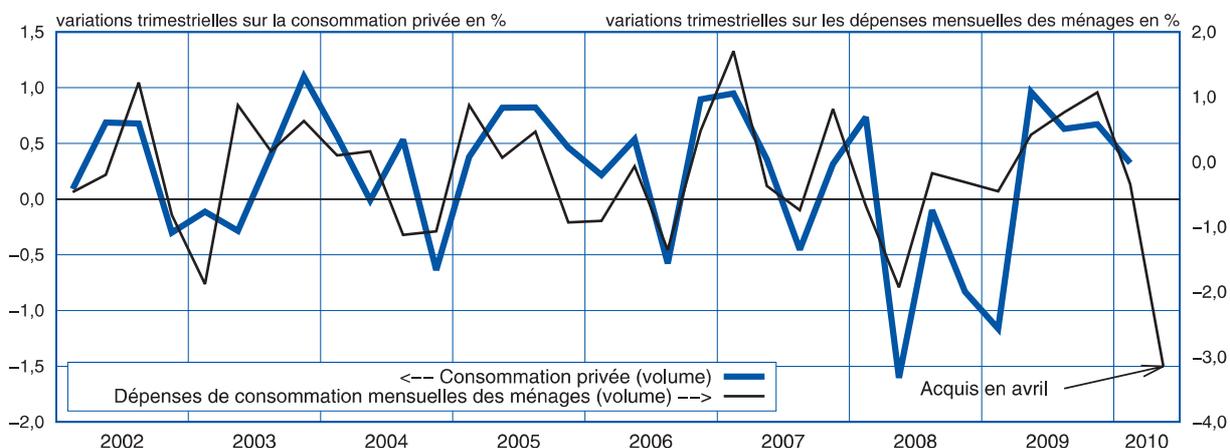
### ... mais la demande des ménages stagnerait au second semestre

L'emploi a fortement augmenté au premier trimestre, en ligne avec la vigueur de l'activité. Ce rebond serait toutefois éphémère et les ajustements sur le marché du travail se poursuivraient dans les prochains trimestres en raison essentiellement du retard de productivité accumulé pendant la crise. L'emploi reculerait ainsi d'ici fin 2010, mais à un rythme cependant moins prononcé qu'en 2009.

Par ailleurs, les entreprises japonaises chercheraient encore à contenir les augmentations salariales afin de restaurer des profits sévèrement amputés par la crise. Par conséquent, les salaires stagneraient au deuxième trimestre avant de se redresser légèrement au second semestre, sous l'effet de la hausse des primes estivales et hivernales. Cette faible dynamique salariale reflète celle des prix à la consommation. Ceux-ci continueraient en effet de reculer au second semestre, soulignant ainsi la persistance de la déflation au Japon à l'horizon de la fin 2010.

Enfin, les mesures de soutien à la consommation des plans de relance ne stimuleraient plus guère la demande des ménages d'ici la fin de l'année. Face à des salaires atones et à un emploi en recul, les ménages japonais réduiraient légèrement leur consommation au deuxième trimestre (cf. graphique) avant de la stabiliser au second semestre 2010. ■

### Un repli de la consommation attendu au deuxième trimestre



Source : ESRI, DataInsight

# Chine et Asie émergente

## Ralentissement en vue

Au premier trimestre 2010, la croissance est demeurée très vigoureuse en Chine et dans les principaux pays asiatiques. L'investissement des entreprises a continué de progresser et les exportations sont restées dynamiques. À l'horizon de la fin 2010, l'activité se modérerait légèrement en Chine : l'investissement productif serait freiné par le resserrement monétaire opéré en début d'année. Dans les autres économies asiatiques, la croissance serait soutenue par la bonne tenue des exportations et le dynamisme de l'investissement.

### L'activité se modérerait en Chine en fin d'année

Au premier trimestre, les prix de l'immobilier chinois se sont nettement accrus, en lien avec la forte progression des crédits bancaires en 2009. Cette hausse, conjuguée aux risques de surchauffe de l'économie, pourrait inciter les banquiers centraux chinois à opérer un nouveau resserrement monétaire dans les prochains trimestres. Dans ce contexte, les entreprises modèreraient leurs investissements au second semestre comme elles l'ont déjà fait en début d'année.

Par ailleurs, les exportations ont de nouveau progressé au premier trimestre. Le commerce extérieur chinois continuerait d'être porté par le dynamisme de ses principaux partenaires asiatiques. Cependant, la dépréciation de l'euro par rapport au yuan ainsi que le durcissement des politiques budgétaires au sein de la zone euro freineraient légèrement la croissance des exportations chinoises fin 2010.

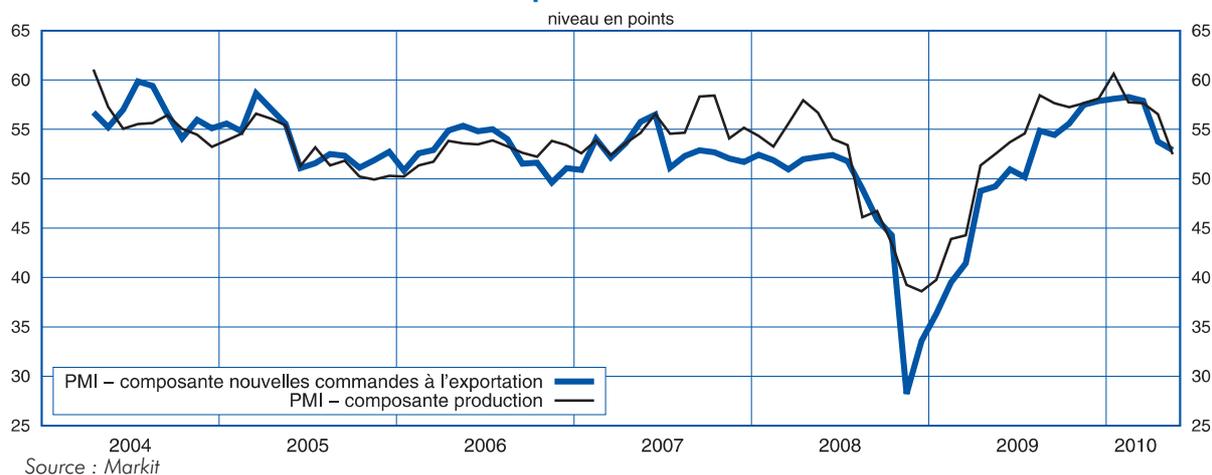
Au total, l'activité industrielle resterait stimulée par la poursuite de l'application du plan de relance chinois. Mais elle commencerait à ralentir au second semestre, avec un tassement conjoint de l'investissement et des exportations (cf. graphique).

### La croissance demeurerait vigoureuse dans le reste de la zone Asie du Sud-Est

Après avoir fortement accéléré fin 2009, les exportations des pays asiatiques ont de nouveau nettement augmenté en début d'année 2010. D'ici la fin de cette année, le commerce extérieur demeurerait un facteur de croissance pour la zone. Cependant, les exportations progresseraient à un rythme moins soutenu qu'en début d'année, du fait de la modération attendue de l'investissement en Chine.

La croissance de la demande extérieure encouragerait les chefs d'entreprise à augmenter leurs investissements sur le second semestre au même rythme qu'au premier trimestre. Ils y sont également incités par le niveau élevé du taux d'utilisation de leurs capacités de production. Cette dynamique de la demande, tant externe qu'interne, porterait l'activité industrielle des principaux pays de la zone Asie du Sud-Est. Toutefois, la croissance asiatique pourrait se modérer en fin d'année, comme le suggère la baisse récente des indices des directeurs d'achats en Corée du Sud et à Taiwan (cf. fiche Synthèse). ■

### Les indices des directeurs d'achats (PMI) annoncent une modération des exportations et de la production chinoises



# **C**omptes des pays



ZONE EURO	Variations trimestrielles en %												Variations annuelles en %			
	2008				2009				2010				2008	2009	2010	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES</b>																
<b>PIB</b>	0,8	-0,4	-0,5	-1,9	-2,5	-0,1	0,4	0,1	0,2	0,6	0,3	0,3	0,4	-4,1	1,1	
Consommation des ménages (57 %)	0,2	-0,4	0,0	-0,6	-0,6	0,1	-0,2	0,2	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	-1,2	0,2	
Investissement (20 %)	0,6	-1,4	-1,2	-4,0	-5,2	-1,7	-1,0	-1,3	-1,1	1,4	0,3	0,5	-0,9	-10,9	-1,7	
Consommation publique (22 %)	0,5	0,8	0,5	0,8	0,7	0,7	0,7	-0,1	0,7	0,3	0,3	0,3	2,2	2,6	1,6	
Exportations (36 %)	1,8	-0,4	-1,2	-7,3	-8,2	-1,2	2,8	1,7	2,5	2,6	2,1	1,5	0,7	-13,2	8,5	
Importations (35 %)	1,9	-1,0	0,1	-4,7	-8,0	-2,7	2,8	1,2	4,1	2,1	1,7	1,3	0,8	-11,9	8,7	
<b>Contributions :</b>																
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,3	-0,4	-0,2	-1,1	-1,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,4	0,2	0,2	0,4	-2,5	0,1	
<i>Variations de stocks</i>	0,4	-0,2	0,2	0,3	-1,0	-0,5	0,5	0,1	0,8	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,9	1,0	
<i>Commerce extérieur</i>	0,0	0,2	-0,5	-1,1	-0,2	0,6	0,0	0,2	-0,5	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,7	0,1	

### Inflation de la zone euro

variations en %, contributions en points

Secteurs (poids dans l'indice en 2009)	juin 2009		déc. 2009		juin 2010		déc. 2010		Moyennes annuelles	
	ga	cga	ga	cga	ga	cga	ga	cga	2009	2010
<b>Ensemble (100,0 %)</b>	-0,1	-0,1	0,9	0,9	1,4	1,4	1,7	1,7	0,3	1,5
<b>Alimentation (alcools et tabac inclus) (19,3 %)</b>	0,7	0,1	-0,2	0,0	1,1	0,2	1,6	0,3	0,8	1,0
<i>dont : produits alimentaires (15,6 %)</i>	-0,2	0,0	-1,3	-0,2	0,7	0,1	1,4	0,2	0,0	0,4
<i>boissons alcoolisées et tabac (3,7 %)</i>	4,3	0,2	4,8	0,2	3,0	0,1	2,3	0,1	4,0	3,3
<b>Énergie (9,6 %)</b>	-11,7	-1,1	1,8	0,2	6,6	0,6	8,9	0,8	-8,1	7,5
<b>Inflation sous-jacente (71,1 %)</b>	1,4	1,0	1,1	0,8	0,8	0,5	0,8	0,6	1,4	0,8
<i>dont : produits manufacturés (29,7 %)</i>	0,6	0,2	0,4	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,6	0,1
<i>services (41,4 %)</i>	2,0	0,8	1,6	0,7	1,3	0,6	1,4	0,6	2,0	1,3

FRANCE (21 %) <sup>(1)</sup>	Variations trimestrielles en %												Variations annuelles en %			
	2008				2009				2010				2008	2009	2010	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES</b>																
<b>PIB</b>	0,5	-0,6	-0,3	-1,7	-1,4	0,2	0,3	0,5	0,1	0,5	0,4	0,4	0,1	-2,5	1,4	
Consommation des ménages (57%)	-0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,4	0,3	0,9	0,0	0,0	0,3	0,3	0,5	0,7	1,2	
Investissement (21 %)	0,9	-1,6	-0,9	-2,5	-2,5	-1,3	-1,3	-1,1	-0,8	0,4	0,1	0,5	0,3	-7,0	-2,2	
Consommation publique (26 %)	0,4	0,4	0,7	0,6	0,5	0,7	0,8	0,7	0,1	0,4	0,4	0,4	1,6	2,6	1,8	
Exportations (23 %)	1,9	-2,2	-0,6	-6,6	-7,7	0,2	1,7	0,4	3,9	2,4	2,1	1,5	-0,8	-12,2	8,6	
Importations (25 %)	1,5	-1,0	-0,2	-4,0	-6,0	-3,0	0,2	2,6	2,0	2,0	1,7	1,6	0,3	-10,6	6,2	
<b>Contributions :</b>																
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,1	-0,3	0,0	-0,4	-0,4	0,1	0,1	0,5	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,7	-0,5	0,7	
<i>Variations de stocks</i>	0,3	0,0	-0,2	-0,7	-0,8	-0,8	-0,2	0,6	-0,1	0,2	0,0	0,0	-0,3	-1,8	0,3	
<i>Commerce extérieur</i>	0,1	-0,3	-0,1	-0,6	-0,3	0,9	0,4	-0,6	0,4	0,1	0,1	-0,1	-0,3	-0,2	0,4	

■ Prévision

Note : les % entre parenthèses représentent le poids dans le PIB en valeur en 2009.

ga : glissement annuel

cga : contributions au glissement annuel de l'indice d'ensemble

(1) Part dans le PIB de la zone euro

Source : Eurostat, prévisions Insee

ALLEMAGNE (28 %) <sup>(1)</sup>	Variations trimestrielles en %												Variations annuelles en %			
	2008				2009				2010				2008	2009	2010	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES</b>																
<b>PIB</b>	1,6	-0,6	-0,3	-2,4	-3,5	0,4	0,7	0,2	0,2	0,9	0,5	0,5	1,0	-4,9	1,8	
Consommation des ménages (59 %)	0,4	-0,6	0,3	-0,4	0,4	0,8	-1,3	-0,2	-0,8	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	-1,1	
Investissement (16 %)	2,6	-2,4	0,6	-2,1	-7,8	0,7	0,8	-1,0	-1,6	4,1	1,1	1,1	2,3	-8,9	2,1	
Consommation publique (20 %)	0,8	0,7	0,0	1,0	1,5	0,7	0,7	-0,2	1,1	0,3	0,3	0,3	2,1	3,4	1,9	
Exportations (41 %)	1,7	0,2	-0,1	-7,9	-10,2	-1,0	3,2	2,3	2,6	3,3	2,5	1,8	2,4	-14,5	10,2	
Importations (36 %)	3,3	-1,5	3,4	-4,2	-6,1	-4,8	4,7	-1,6	6,1	3,0	2,3	1,6	3,9	-9,5	10,0	
<b>Contributions :</b>																
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,9	-0,7	0,3	-0,4	-0,9	0,7	-0,5	-0,3	-0,6	0,9	0,4	0,4	0,9	-1,1	0,1	
<i>Variations de stocks</i>	1,2	-0,5	0,8	0,1	-0,5	-1,8	1,7	-1,1	1,9	-0,3	0,0	0,0	0,4	-0,9	1,2	
<i>Commerce extérieur</i>	-0,5	0,7	-1,4	-2,1	-2,1	1,5	-0,5	1,6	-1,1	0,3	0,2	0,2	-0,5	-2,9	0,6	

ITALIE (19 %) <sup>(1)</sup>	Variations trimestrielles en %												Variations annuelles en %			
	2008				2009				2010				2008	2009	2010	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES</b>																
<b>PIB</b>	0,4	-0,7	-1,1	-2,0	-2,9	-0,3	0,4	-0,1	0,4	0,4	0,2	0,2	-1,3	-5,1	0,9	
Consommation des ménages (60 %)	0,5	-1,0	0,1	-1,4	-0,9	0,2	0,5	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,8	-1,8	0,2	
Investissement (19 %)	-0,5	-0,5	-2,3	-6,4	-5,2	-1,8	-0,4	0,4	0,6	1,3	0,7	0,6	-4,0	-12,6	1,7	
Consommation publique (22 %)	-0,1	0,7	-0,1	0,2	-0,1	0,8	-0,3	-0,2	-0,5	0,3	0,3	0,3	0,8	0,6	-0,2	
Exportations (24 %)	0,7	-1,4	-3,1	-7,9	-11,6	-2,3	2,5	-0,4	5,3	1,8	1,0	0,8	-3,9	-20,1	7,7	
Importations (24 %)	1,0	-3,0	-1,6	-5,1	-8,8	-3,3	1,2	3,4	3,3	1,4	1,1	0,8	-4,3	-15,2	7,4	
<b>Contributions :</b>																
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,2	-0,5	-0,4	-2,1	-1,6	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	-1,1	-3,6	0,4	
<i>Variations de stocks</i>	0,4	-0,6	-0,2	1,0	-0,5	-0,5	-0,1	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,2	0,6	
<i>Commerce extérieur</i>	-0,1	0,5	-0,4	-0,8	-0,8	0,3	0,3	-1,1	0,5	0,1	0,0	0,0	0,1	-1,3	-0,1	

ESPAGNE (12 %) <sup>(1)</sup>	Variations trimestrielles en %												Variations annuelles en %			
	2008				2009				2010				2008	2009	2010	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES</b>																
<b>PIB</b>	0,4	0,0	-0,6	-1,1	-1,7	-1,0	-0,3	-0,1	0,1	0,2	-0,1	0,0	0,9	-3,6	-0,3	
Consommation des ménages (56 %)	-0,3	-0,8	-1,1	-1,2	-2,5	-1,3	0,0	0,3	0,5	0,3	-0,4	-0,1	-0,6	-5,0	0,4	
Investissement (24 %)	-1,5	-1,7	-3,5	-4,6	-6,0	-4,1	-2,4	-1,0	-2,7	-1,0	-0,7	-0,7	-4,4	-15,3	-6,9	
Consommation publique (21%)	1,0	1,7	1,9	1,6	0,7	0,4	1,4	-1,7	1,4	0,2	0,2	0,2	5,4	3,8	1,2	
Exportations (24 %)	2,2	-1,5	-2,4	-5,4	-8,4	0,7	2,1	3,0	2,0	1,7	2,0	1,2	-1,0	-11,5	8,3	
Importations (26 %)	-0,7	-3,0	-4,1	-6,3	-10,8	-2,3	1,7	2,0	1,1	1,0	0,5	0,4	-4,9	-17,9	4,1	
<b>Contributions :</b>																
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	-0,5	-0,7	-1,3	-1,8	-3,1	-1,9	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	-0,4	-0,2	-0,7	-6,5	-1,2	
<i>Variations de stocks</i>	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0	
<i>Commerce extérieur</i>	0,8	0,6	0,8	0,7	1,4	0,9	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,2	1,4	2,8	0,9	

Prévision

Note : les % entre parenthèses représentent le poids dans le PIB en valeur en 2009.

(1) Part dans le PIB de la zone euro

Source : Eurostat

ÉTATS-UNIS	Variations trimestrielles en %												Variations annuelles en %			
	2008				2009				2010				2008	2009	2010	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES</b>																
<b>PIB</b>	-0,2	0,4	-0,7	-1,4	-1,6	-0,2	0,6	1,4	0,8	0,7	0,5	0,4	0,4	-2,4	2,9	
Consommation des ménages (71 %)	-0,1	0,0	-0,9	-0,8	0,2	-0,2	0,7	0,4	0,9	0,6	0,4	0,1	-0,2	-0,6	2,1	
Consommation publique (21 %)	0,6	0,9	1,2	0,3	-0,7	1,6	0,7	-0,3	-0,5	0,8	0,2	0,3	3,1	1,8	0,8	
Investissement (11 %)	-1,6	-0,7	-2,2	-5,5	-11,6	-3,3	-0,3	1,2	0,0	1,8	1,4	1,2	-5,1	-18,3	2,3	
Exportations (11 %)	0,0	2,9	-0,9	-5,3	-8,5	-1,0	4,2	5,3	1,8	2,0	1,5	1,5	5,4	-9,6	10,5	
Importations (14 %)	-0,6	-1,3	-0,6	-4,5	-10,7	-3,9	4,9	3,7	2,5	3,0	2,0	1,0	-3,2	-13,9	10,6	
<b>Contributions à la croissance :</b>																
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	-0,2	0,1	-0,7	-1,4	-1,8	-0,3	0,6	0,4	0,5	0,8	0,5	0,3	-0,3	-3,0	2,0	
<i>Variations de stocks</i>	-0,1	-0,3	0,1	-0,2	-0,6	-0,4	0,2	0,9	0,4	0,1	0,0	0,0	-0,4	-0,7	1,2	
<i>Commerce extérieur</i>	0,1	0,6	0,0	0,1	0,8	0,6	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	1,1	1,3	-0,4	

ROYAUME-UNI	Variations trimestrielles en %												Variations annuelles en %			
	2008				2009				2010				2008	2009	2010	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES</b>																
<b>PIB</b>	0,7	-0,1	-0,9	-1,8	-2,6	-0,7	-0,3	0,4	0,3	0,4	0,2	0,2	0,5	-4,9	0,8	
Consommation des ménages (62 %)	0,9	-0,3	-0,3	-1,2	-1,6	-0,9	0,0	0,4	0,0	0,2	0,2	0,2	0,9	-3,2	0,4	
Consommation publique (26 %)	0,7	0,9	0,4	0,9	-0,5	0,7	0,4	0,8	0,2	-0,1	-0,5	-0,6	2,6	1,6	0,7	
Investissement (15 %)	-3,6	0,2	-3,6	-2,4	-7,3	-7,2	2,8	-2,7	1,5	1,2	0,2	0,4	-3,5	-14,9	-0,6	
Exportations (28 %)	1,2	0,3	-0,6	-4,5	-7,2	-1,8	0,6	3,8	0,0	2,2	2,0	1,5	1,1	-10,6	5,9	
Importations (30 %)	-0,3	-0,8	-1,1	-6,1	-6,5	-2,9	1,2	4,7	1,4	1,6	1,4	0,9	-0,5	-11,9	7,0	
<b>Contributions à la croissance :</b>																
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,1	0,1	-0,7	-0,9	-2,3	-1,6	0,6	0,0	0,3	0,3	0,0	0,0	0,6	-4,2	0,3	
<i>Variations de stocks</i>	0,3	-0,5	-0,4	-1,5	-0,3	0,5	-0,6	0,8	0,4	0,0	0,0	0,0	-0,5	-1,4	1,0	
<i>Commerce extérieur</i>	0,4	0,3	0,2	0,6	0,0	0,4	-0,2	-0,3	-0,4	0,1	0,1	0,1	0,5	0,7	-0,5	

JAPON	Variations trimestrielles en %												Variations annuelles en %			
	2008				2009				2010				2008	2009	2010	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES</b>																
<b>PIB</b>	0,3	-1,0	-1,1	-2,5	-4,2	1,7	0,1	1,1	1,2	0,6	0,5	0,4	-1,2	-5,3	3,4	
Consommation des ménages (60 %)	0,7	-1,6	-0,1	-0,8	-1,2	1,0	0,6	0,7	0,4	-0,2	0,0	0,0	-0,6	-1,0	1,4	
Consommation publique (20 %)	-0,2	-1,1	-0,3	1,1	0,7	0,1	0,1	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	0,3	1,5	1,1	
Investissement (21 %)	2,3	-1,5	-1,8	-4,4	-7,0	-2,5	-2,5	0,2	0,4	0,6	1,0	1,0	-2,8	-14,0	-0,2	
Exportations (13 %)	2,8	-1,1	-0,5	-14,2	-24,8	10,1	8,6	5,8	6,9	6,5	4,5	4,0	1,7	-24,1	28,5	
Importations (13 %)	0,7	-2,7	3,0	0,4	-18,0	-3,5	5,7	1,0	2,3	3,0	3,0	3,0	1,0	-16,8	9,8	
<b>Contributions à la croissance :</b>																
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,9	-1,5	-0,5	-1,3	-2,1	0,1	-0,1	0,6	0,4	0,0	0,2	0,2	-1,0	-3,6	1,0	
<i>Variations de stocks</i>	-0,9	0,2	0,0	1,4	-1,2	-0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	
<i>Commerce extérieur</i>	0,4	0,3	-0,6	-2,8	-0,8	1,5	0,4	0,6	0,7	0,6	0,3	0,2	0,1	-1,3	2,4	

■ Prévision

Note : les % entre parenthèses représentent le poids dans le PIB en valeur en 2009.

Source : BEA (États-Unis), ONS (Royaume-Uni), gouvernement japonais (Japon), calculs Insee.