

Développements internationaux



Marchés financiers

Les canaux de transmission des politiques monétaires se rétablissent

Si l'activité a rebondi dans la plupart des économies avancées, ce rebond reste modeste au regard de la chute qui l'a précédé et les anticipations d'inflation restent modérées. Les grandes banques centrales maintiendraient par conséquent leurs taux directeurs à des niveaux proches de zéro au premier semestre 2010. Dans le même temps, elles stabiliseraient les montants consacrés aux politiques non conventionnelles, achats directs de titres notamment.

Après le marché interbancaire, c'est sur le marché des obligations des sociétés non financières que les tensions s'atténuent. Par ailleurs, les conditions d'octroi de crédits par les banques ont globalement cessé de se durcir et se sont même assouplies en France au quatrième trimestre 2009.

Les plans de relance pour lutter contre la récession ont gonflé les déficits publics dans l'ensemble des économies avancées, mettant en question la soutenabilité future des finances publiques. En particulier, la crédibilité de l'État grec s'est trouvée affaiblie. Le poids modeste de la Grèce invite à relativiser cette tension pour la zone euro prise dans son ensemble. Mais une telle crise n'a pas de précédent dans la zone, et elle est à ce titre scrutée avec attention (cf. éclairage).

Sur le marché des changes, l'hypothèse conventionnelle retenue est de 1,40 dollar, 0,90 livre ou 125 yens pour un euro.

Stabilisation durable des taux directeurs à un niveau proche de zéro

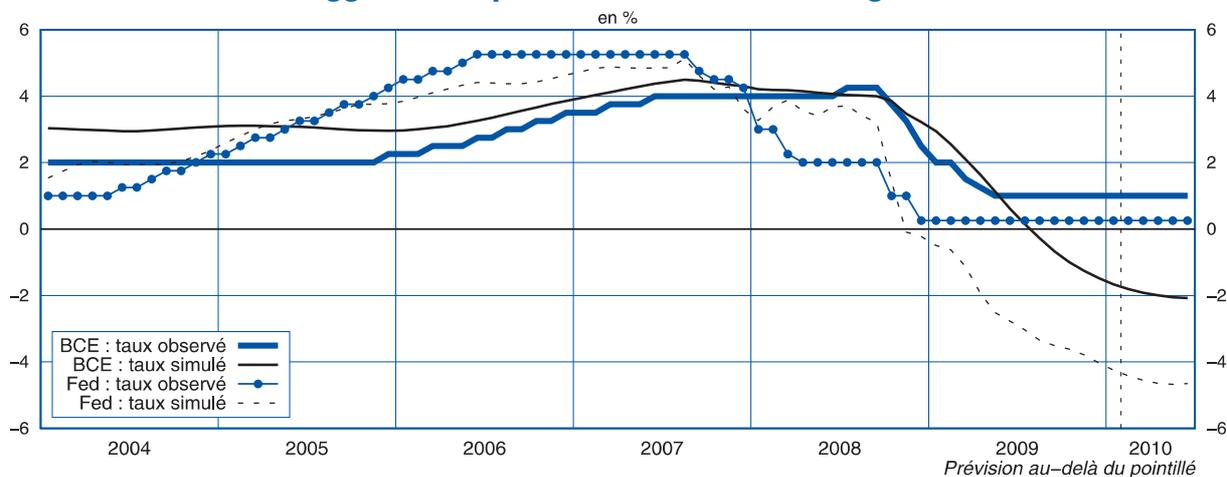
La Banque centrale européenne (BCE) a stabilisé son principal taux directeur à 1 % depuis mai 2009 et le taux de refinancement au jour le jour (Eonia) s'inscrit à 0,36 % en moyenne depuis juillet. La BCE, comme son discours le suggère, conserverait son principal taux directeur inchangé (cf. graphique 1) : le niveau de production reste très en deçà de son potentiel et les anticipations d'inflation sont modérées. Ces éléments restent cohérents avec des taux négatifs selon nos simulations.

Pour les mêmes raisons, la Federal Reserve, la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon maintiendraient également leurs taux directeurs à des niveaux très bas.

Stabilisation des encours d'actifs détenus dans le cadre de l'assouplissement quantitatif

Pour assouplir davantage leurs politiques monétaires, la Fed, la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon notamment ont procédé à des achats exceptionnels d'actifs. Toutefois, la Fed a arrêté d'acheter des titres publics depuis octobre. L'absence de tensions à la suite de cette décision illustre que les marchés de taux aux États-Unis se sont normalisés. La Banque d'Angleterre a stabilisé l'encours

1 - Les déterminants usuels de la politique monétaire suggèrent toujours des taux directeurs négatifs



Sources : BCE, DataInsight, Eurostat, Fed, calculs Insee

total de son programme, ayant atteint le plafond annoncé. Enfin, la BCE a abandonné en décembre dernier les opérations exceptionnelles de refinancement des banques à un an.

Les marchés obligataires se normalisent

Depuis la fin du printemps 2009, les marchés inter-bancaires se sont normalisés. Dans leur sillage, les primes de risque des obligations privées ont progressivement diminué. Ainsi, en Allemagne, les écarts entre obligations publiques et obligations privées se situent en deçà du niveau observé avant la faillite de Lehman Brothers (cf. graphique 2).

Au premier semestre 2010, les taux publics se stabiliseraient en zone euro et aux États-Unis. Certes, les émissions de titres publics sont de grande ampleur en raison du niveau élevé des déficits publics. Mais ces émissions continueraient d'être absorbées par une demande soutenue, notamment dans le secteur financier.

Les conditions de financement bancaire pour les entreprises se sont assouplies en France fin 2009

Les conditions d'octroi de crédits bancaires consentis aux entreprises se sont améliorées en France au quatrième trimestre 2009. Pour la zone

euro, une stabilisation est constatée au quatrième trimestre et un très léger durcissement est attendu début 2010.

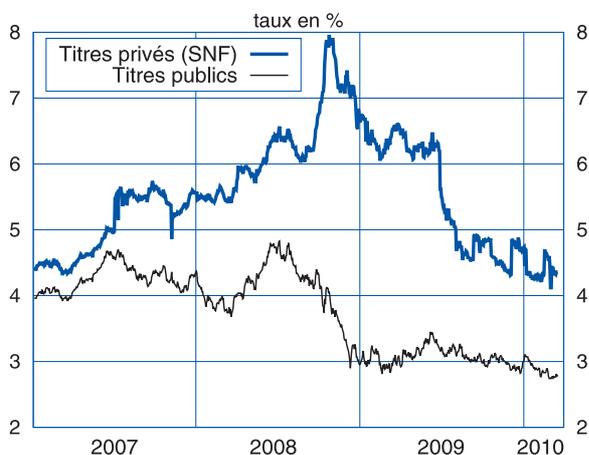
Pour les ménages, les conditions d'octroi restent stables en France. En zone euro, les banques durcissent encore un peu leurs conditions d'octroi de prêts à la consommation.

Aux États-Unis, les conditions d'octroi du crédit se sont stabilisées au quatrième trimestre, après deux années de durcissement important. Toutefois, celles qui portent sur les crédits immobiliers et l'utilisation des cartes de crédit sont toujours restrictives.

L'euro s'est déprécié, en lien avec les incertitudes entourant la dette de l'État grec

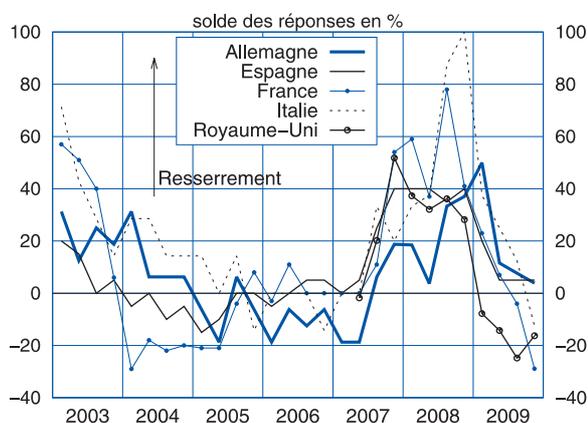
L'euro s'est légèrement déprécié depuis deux mois par rapport au dollar et au yen : la dette de certains membres de la zone euro, comme la Grèce, a pu inquiéter les investisseurs (cf. éclairage). Du fait des incertitudes à ce sujet, les variations de l'euro pourraient être de plus grande amplitude dans les mois à venir. À l'horizon de la prévision, l'hypothèse conventionnelle retenue pour le marché des changes est de 1,40 dollar, 0,90 livre ou 125 yens pour un euro. ■

2 - Allemagne : l'écart de taux entre titres publics et privés reste supérieur à celui qui prévalait avant la crise



Source : Bundesbank (dernier point : 16 mars 2010)

3 - Critères d'octroi des crédits aux entreprises



Sources : banques centrales nationales

Encadré - Dette publique en zone euro : la Grèce scrutée de près par les marchés financiers

Avec la récession, les déficits publics ont fortement augmenté au cours de l'année 2009 dans l'ensemble des économies avancées. Les stabilisateurs automatiques se sont conjugués aux stimuli budgétaires pour creuser les déficits. La dette des États s'est beaucoup alourdie, le coût des plans de sauvetage du système financier s'ajoutant à la croissance des déficits publics.

Défiance sur la dette grecque

Une trop forte dette peut générer des craintes sur la capacité de l'État concerné à faire face dans le futur à ses engagements financiers. Lorsque ces craintes s'intensifient, les primes de risque sur les obligations « souveraines » augmentent. L'État se retrouve alors confronté à des difficultés pour emprunter et à une hausse du coût de sa dette, alors même que la situation de ses finances publiques est déjà tendue.

La Grèce fait face à ces problèmes de déficit et de dette publics élevés, aggravés par un manque de crédibilité. Les investisseurs ont manifesté leur défiance à l'égard de la soutenabilité de la dette grecque : depuis quelques semaines, l'écart entre les taux d'intérêt publics grecs et allemands a fortement augmenté (cf. graphique). L'État grec a réagi par des mesures drastiques visant à améliorer dès 2010 sa situation budgétaire : il vise une réduction du déficit de quatre points de PIB cette année. Les composantes les plus emblématiques de son plan de redressement sont : la hausse de la TVA et la baisse du salaire des agents publics.

(1) 3 % du PIB de la zone Euro

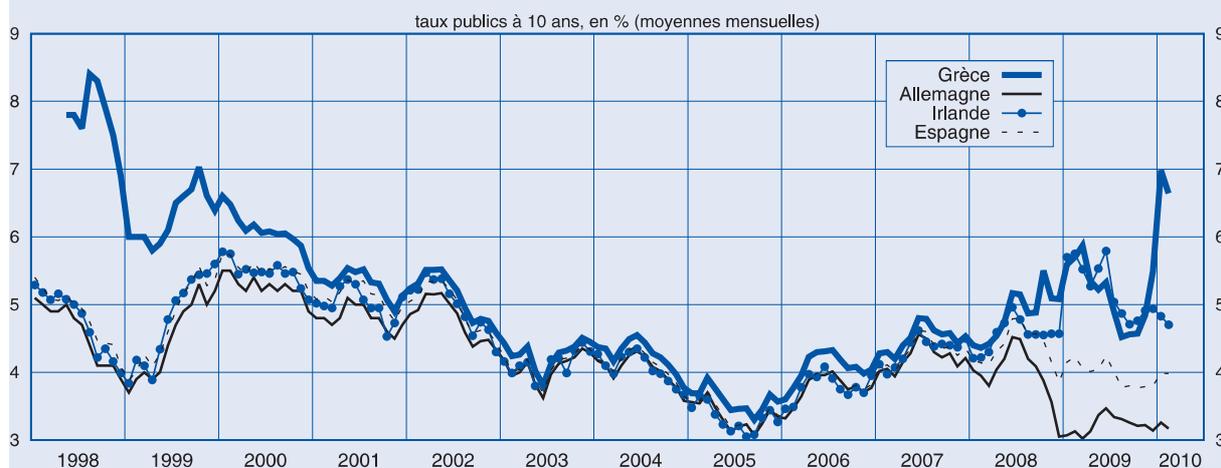
Tension sur l'euro

Si le poids modeste de la Grèce⁽¹⁾ invite à relativiser cette tension pour la zone euro prise dans son ensemble, de telles difficultés n'ont pas de précédent dans la zone. Des accès de tension restent donc possibles sur les marchés obligataires des pays européens les plus fragiles et sur le marché des changes. Ainsi, le Portugal, l'Espagne et l'Irlande, dont le déficit public est aujourd'hui important et la dette en hausse rapide, ont eux aussi fait l'objet de spéculations. Cette hausse des primes de risque des pays d'Europe du sud peut d'ailleurs sembler exagérée au regard de la situation budgétaire d'autres États, de la croissance potentielle de ces pays ou des perspectives de long terme de leurs finances publiques.

Par ailleurs, la crédibilité de l'euro est liée dans une certaine mesure à la capacité des États européens à faire face à leur dette. Par conséquent, dans le sillage des difficultés grecques, l'euro s'est quelque peu déprécié, passant de 1,50 \$ en novembre 2009 à 1,35 \$ fin février 2010, et sa volatilité pourrait être relativement élevée dans les mois à venir.

Paradoxalement, les difficultés budgétaires de la Grèce pourraient soutenir indirectement l'activité de la zone euro, via la dépréciation de l'euro qu'elles auraient provoquée. En effet, un euro moins élevé améliore la compétitivité des produits de la zone euro et, par conséquent, freine progressivement les importations et dynamise quelque peu les exportations. ■

Les craintes se concentrent sur la Grèce



Zone euro

Le redémarrage de la demande intérieure se fait attendre

En zone euro, la sortie de récession a été confirmée au quatrième trimestre 2009. Mais l'économie peine à retrouver une croissance dynamique (+0,1 % après +0,4 % au troisième trimestre). Au premier semestre 2010, la croissance resterait faible par rapport au rythme moyen qui prévalait avant la crise (+0,2 % à +0,3 % par trimestre). En effet, l'absence de véritable redémarrage de la demande intérieure pénaliserait la croissance.

L'Espagne resterait à la traîne

Au quatrième trimestre 2009, le PIB en zone euro a augmenté pour le deuxième trimestre consécutif. Toutefois, la reprise est modeste : l'activité s'est redressée de 0,1 %, après +0,4 % au troisième trimestre. Les performances entre grands pays sont restées très hétérogènes au quatrième trimestre : le PIB a accéléré en France, mais il a stagné en Allemagne et s'est replié en Espagne et en Italie. Si on lisse sur l'ensemble du second semestre 2009⁽¹⁾, la croissance aura été au total très modérée : de -0,2 % en Espagne à +0,3 % en France et en Allemagne, en passant par +0,1 % en Italie.

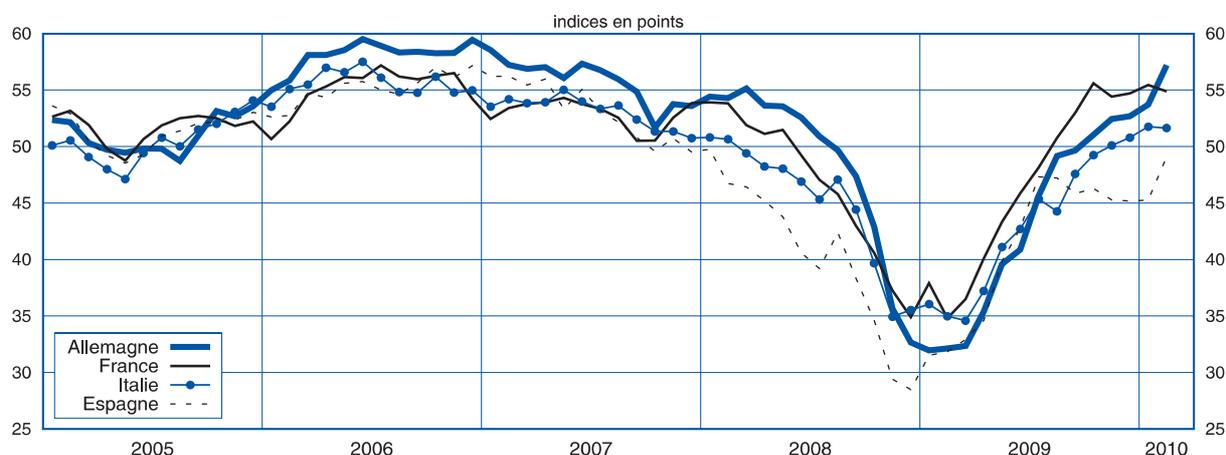
(1) La volatilité accrue de l'activité depuis la crise rend plus difficile la tâche de correction des variations saisonnières, si bien que le profil au trimestre le trimestre de l'activité en est plus fragile.

Au premier semestre 2010, l'Espagne resterait à la traîne des autres grands pays européens en matière industrielle (cf. graphique 1) et la conjoncture dans le secteur de la construction resterait dégradée. À l'inverse, en Allemagne le plan de relance soutiendrait nettement le pouvoir d'achat et l'investissement, mais ses effets seraient quelque peu contrariés par les effets climatiques au premier trimestre. La reprise y serait donc plus franche que dans les autres grands pays de la zone euro, d'autant que l'Allemagne bénéficierait de la progression du commerce mondial. Entre l'Allemagne et l'Espagne, La France et l'Italie se situeraient dans une position intermédiaire.

En l'absence d'un véritable redémarrage de la demande intérieure, la reprise resterait molle au premier semestre 2010

La demande intérieure peine à repartir dans la zone euro. Au quatrième trimestre, la consommation des ménages est restée stable, malgré le soutien des primes à la casse en France, en Italie et en Espagne. En outre, la situation du marché du travail continue de se dégrader : le taux de chômage a encore augmenté au quatrième trimestre, atteignant près de 10 % en zone euro. Les pertes d'emploi devraient se poursuivre au premier semestre, mais à un rythme moins élevé. Le pouvoir d'achat des ménages serait peu dynamique. Sur l'ensemble du premier semestre, la consommation des

1 - Climat des affaires dans l'industrie* : l'Espagne reste à la traîne



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

ménages serait atone. Son profil d'un trimestre à l'autre serait lié aux échéances des différentes primes à la casse.

En l'absence de véritable redémarrage de la demande intérieure, le soutien à l'activité viendrait en partie des exportations, qui se sont redressées depuis le troisième trimestre. Mais ce soutien serait faible. En effet, le commerce mondial aurait plutôt tendance à ralentir au premier semestre 2010, revenant à son rythme de croissance de longue période.

Au total, la reprise resterait molle en zone euro et, à l'horizon de la prévision, l'activité croîtrait à un rythme faible : de l'ordre de 0,2 % à 0,3 % par trimestre.

bituelles, après les fortes baisses de l'été 2009, viendrait compenser, en glissement annuel, le repli de l'inflation sous-jacente⁽²⁾ (cf. graphique 2).

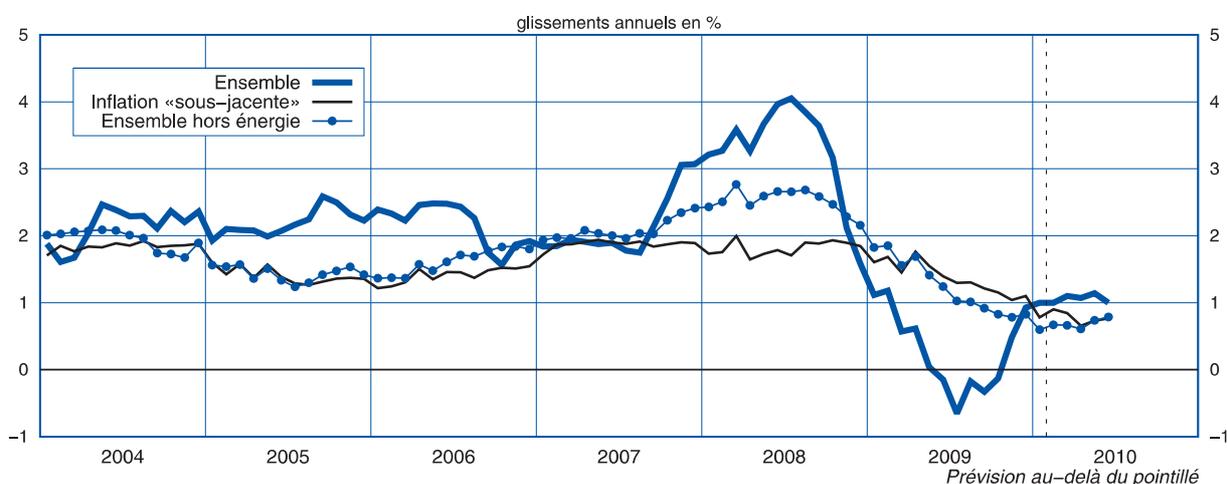
L'inflation « sous-jacente » continuerait de ralentir légèrement : elle baisserait à +0,8 % en juin 2010, après +0,9 % en janvier 2010. La poursuite attendue de la hausse du chômage devrait modérer la hausse des salaires et par suite celle des prix des services les plus intensifs en main-d'œuvre. Cependant, le léger redémarrage de l'activité et la remontée des prix des matières premières commenceraient à diffuser leurs effets et tempèreraient le repli de l'inflation « sous-jacente ». ■

L'inflation en zone euro resterait stable sur l'horizon de prévision, autour de 1,0 %

Le glissement annuel des prix s'établit à +1,0 % en janvier 2010, un taux peu ou prou stable jusqu'au mois de juin 2010. La remontée des prix des produits alimentaires vers des augmentations plus ha-

(2) 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 - Prix à la consommation en zone euro



Allemagne

Soutenue par les mesures de relance

En Allemagne, l'activité a stagné au quatrième trimestre 2009, après avoir nettement augmenté au troisième. Début 2010, le commerce extérieur resterait moteur pour la croissance allemande. Il entraînerait dans son sillage l'investissement des entreprises, tandis que la demande intérieure bénéficierait d'un fort soutien des plans de relance. Au total, le PIB augmenterait de 0,3 % au premier trimestre, puis de 0,5 % au deuxième.

Les exportations et l'investissement stimuleraient la croissance

Le commerce extérieur soutiendrait toujours la croissance allemande début 2010. Les exportations continueraient d'augmenter, même si leur rythme s'atténue avec la demande mondiale. L'investissement en équipement serait soutenu par les débouchés à l'exportation, et par les allègements fiscaux pour les entreprises prévus dans le plan de relance. Il repartirait donc au premier semestre 2010. Les importations augmenteraient à nouveau début 2010, tirées par les consommations intermédiaires liées aux exportations, et par la demande intérieure au deuxième trimestre.

Dans le secteur de la construction, l'investissement ne s'est pas effondré, à l'inverse d'autres pays. Il serait cependant pénalisé au premier trimestre par la rigueur de l'hiver (-2,0 %). Puis, il repartirait au deuxième trimestre, à la fois par contrecoup et grâce aux mesures de relance des travaux publics (+3,0 %).

La modération salariale, contrepartie du maintien de l'emploi

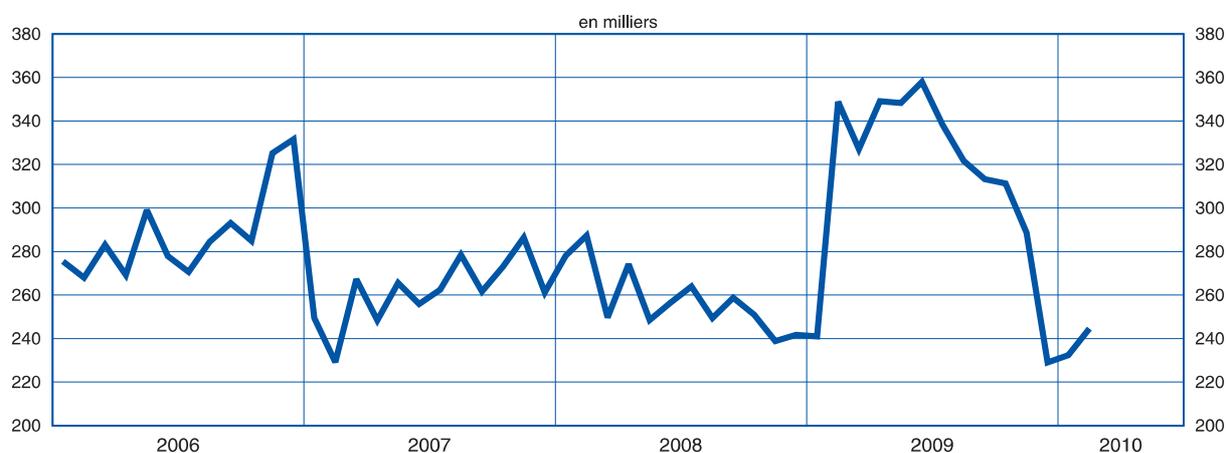
En 2009, l'emploi a été soutenu en partie par le dispositif de chômage partiel⁽¹⁾ et la productivité a chuté. Avec la reprise de l'activité, les entrepreneurs seraient plus enclins à restaurer le niveau de leur productivité qu'à embaucher. Par ailleurs, les négociations salariales en cours témoignent d'un fort consensus sur la modération des salaires, en échange de la préservation de l'emploi. Au total, l'emploi serait quasiment stable au premier semestre 2010, tout comme les revenus salariaux des ménages allemands.

La consommation des ménages serait soutenue par les mesures de relance

Avec l'arrêt de la prime à la casse en septembre, la consommation des ménages a subi un contrecoup fin 2009 qui se prolongerait au premier trimestre 2010 (cf. graphique). Pourtant, le pouvoir d'achat des ménages augmenterait, fortement soutenu par les mesures de relance. La consommation d'énergie serait très dynamique au premier trimestre, du fait d'un hiver inhabituellement rigoureux. Au total, la consommation repartirait légèrement au premier semestre 2010 (+0,1 % au premier trimestre, puis +0,2 %). ■

(1) Cf. éclairage « Le chômage partiel en Allemagne » de la Note de conjoncture de décembre 2009, pp. 101-102.

Net contrecoup des immatriculations allemandes fin 2009



Sources : VDA, calculs Insee (dernier point en février 2010)

Italie

Faible reprise

L'activité économique en Italie croîtrait modérément au premier semestre 2010 (+0,4 % au premier trimestre, puis +0,2 % au deuxième). Cette reprise serait plus marquée dans l'industrie, portée notamment par les exportations. Mais, les entreprises profiteraient de ce rebond pour restaurer leur productivité plutôt que pour embaucher, car elles n'ont ajusté qu'en partie leurs effectifs lors de la baisse d'activité. La consommation des ménages en serait pénalisée.

L'activité accélérerait quelque peu au premier semestre en Italie, après un second semestre 2009 globalement très modeste (+0,1 % en moyenne sur les troisième et quatrième trimestres 2009). En effet, la production industrielle est repartie à la hausse en janvier (+2,6 %) et les dernières enquêtes de conjoncture indiquent que le climat des affaires s'améliore (cf. graphique). L'Italie renouerait avec la croissance, mais celle-ci resterait modérée (+0,4 % au premier trimestre, puis +0,2 % au deuxième).

L'Italie bénéficierait de la reprise du commerce mondial

L'Italie bénéficierait de la croissance de la demande mondiale et ses exportations augmenteraient au premier semestre 2010. Les importations, après avoir nettement augmenté au quatrième trimestre dernier, croîtraient modérément début 2010, dans le sillage de la demande intérieure.

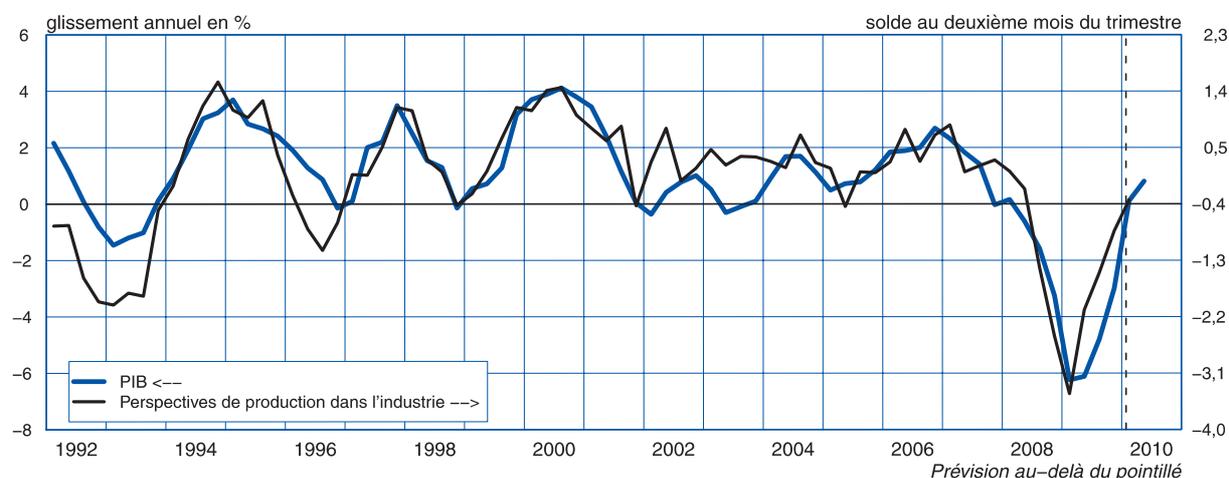
La demande intérieure serait faible

Malgré le soutien de la prime à la casse, la consommation des ménages a légèrement baissé fin 2009 (-0,1 %). Les entreprises italiennes, après avoir fait de la rétention de main-d'œuvre pendant la crise, restaureraient leur productivité : l'emploi serait donc stable au premier semestre 2010. Les revenus salariaux des ménages ne croîtraient que faiblement et peineraient à compenser la hausse des prix : les gains de pouvoir d'achat seraient très modestes. Par conséquent, les ménages stabiliseraient leur consommation et leur taux d'épargne.

L'investissement en équipement, qui a commencé à se contracter plus tôt que dans les autres pays européens, s'est redressé nettement au troisième trimestre 2009, en avance sur les pays voisins. Il progresserait au premier semestre 2010, dans le sillage de la reprise de l'activité.

Les travaux publics seraient affectés au premier trimestre par un hiver rigoureux. En revanche, l'investissement en logement devrait bénéficier de conditions de financement moins restrictives, les banques bénéficiant de la normalisation des marchés financiers. Au total, l'investissement en construction se replierait au premier trimestre, puis croîtrait très légèrement au deuxième trimestre. ■

PIB et perspectives de production dans l'industrie en Italie



Sources : Istat, Isae et prévision Insee

Espagne

Stagnation

Au regard de ses principaux partenaires européens, la situation économique de l'Espagne apparaît nettement défavorable. L'activité espagnole stagnerait ainsi au premier semestre 2010 (0,0 % au premier trimestre et +0,1 % au deuxième). Légèrement soutenue par les exportations, elle pâtirait en revanche fortement de la poursuite de la crise immobilière, de l'arrêt des mesures de relance et d'un marché du travail toujours dégradé. La demande intérieure serait ainsi atone.

Morosité chez les ménages

Au premier semestre 2010, les salaires augmenteraient peu en Espagne, en raison du niveau élevé du chômage. Cependant, l'emploi baisserait moins qu'au cours des trimestres précédents, en lien avec la stabilisation de l'activité. Au total, les revenus salariaux soutiendraient légèrement le pouvoir d'achat des ménages.

A contrario, le pouvoir d'achat serait pénalisé par le retrait des mesures de relance et par des hausses d'impôts supplémentaires (hausse du taux d'imposition sur les revenus du capital). La consommation en pâtirait : elle se replierait au premier trimestre (-0,2 %), après avoir augmenté au quatrième trimestre 2009, portée notamment par la prime à la casse. Au deuxième trimestre, la consommation augmenterait légèrement (+0,2 %), les ménages anticipant la hausse de la TVA le 1^{er} juillet 2010. En

parallèle, les ménages maintiendraient un taux d'épargne élevé pour continuer de se désendetter (cf. graphique).

La crise immobilière n'est pas terminée

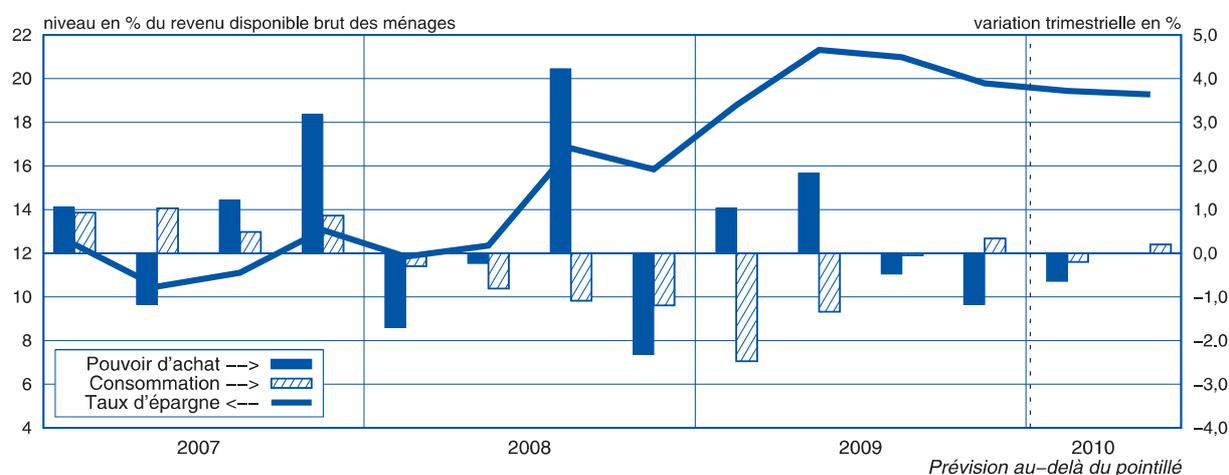
L'investissement en construction continuerait de se replier, mais un peu moins fortement qu'au cours des derniers trimestres (-1,5 % au premier trimestre et -1,0 % au deuxième). En effet, alors que le climat des affaires dans la construction se dégrade depuis le début de l'année, les travaux publics seraient soutenus par diverses mesures décidées dans le cadre du plan de relance.

L'activité serait soutenue par l'investissement en équipement et les exportations

L'investissement en équipement continuerait d'augmenter parce que les conditions d'octroi de crédit se sont encore détendues et que les perspectives de débouchés sont mieux orientées, notamment à l'exportation.

L'amélioration de l'environnement international favoriserait une nouvelle hausse des exportations. Les importations continueraient également de croître, tirées par les exportations et par la consommation, au deuxième trimestre. Au total, les échanges extérieurs contribueraient encore à la croissance au premier trimestre 2010, puis pèseraient légèrement sur l'activité au deuxième trimestre. ■

Les ménages maintiendraient un taux d'épargne élevé pour se désendetter



Note de lecture : Pour le quatrième trimestre 2009, le taux d'épargne et le pouvoir d'achat sont des prévisions.
Sources : Ine, calculs et prévisions Insee

États-Unis

Au premier semestre, le plan de relance continue de soutenir l'activité

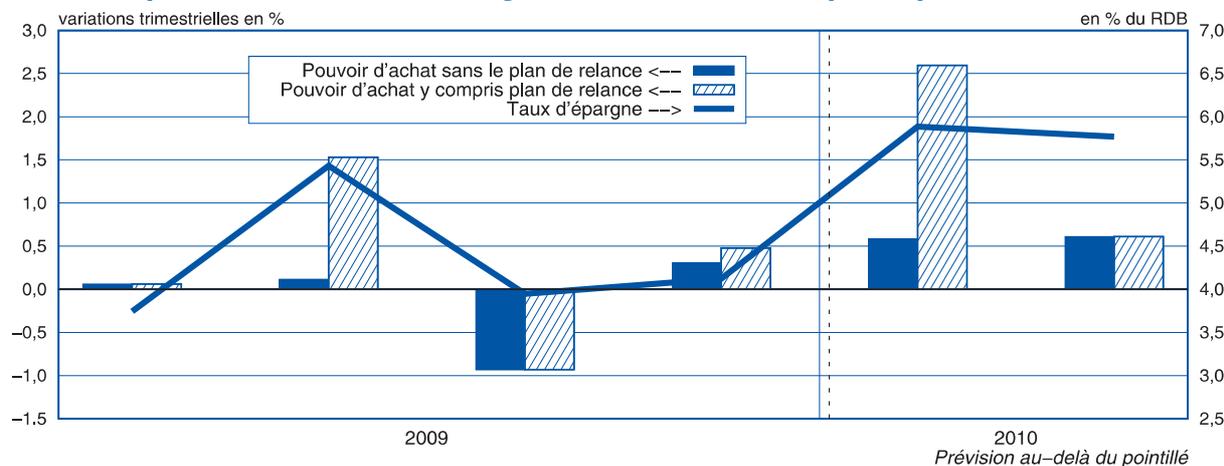
Au premier semestre 2010, la croissance américaine serait encore portée par le plan de relance. Les crédits d'impôts et les prestations sociales dynamiseraient le pouvoir d'achat des ménages, qui bénéficierait en outre du redémarrage progressif de l'emploi. Par conséquent, la consommation accélérerait. Parallèlement, les entreprises augmenteraient leur investissement : les débouchés s'améliorent et les conditions de financement s'assouplissent. Toutefois, cette reprise de l'investissement serait tempérée par des surcapacités encore importantes dans l'industrie et par la crise de l'immobilier commercial. Au total, l'économie américaine croîtrait de 0,7 % au premier trimestre, puis de 0,6 % au deuxième.

La demande des ménages accélérerait

Début 2010, le pouvoir d'achat des ménages serait dynamisé par les mesures de relance. En effet, le versement des crédits d'impôts, jusqu'à 800 \$ par foyer fiscal, serait concentré au premier semestre. En outre, les revenus d'activité augmenteraient à nouveau, avec le redémarrage progressif de l'emploi.

Grâce à cette manne, les consommateurs accéléreraient leurs dépenses, tout en restant prudents. Ils épargneraient une part importante de ces gains de pouvoir d'achat, en prévision d'un moindre soutien des mesures de relance au second semestre, et aussi pour réduire leur endettement.

Le pouvoir d'achat des ménages américains soutenu par le plan de relance



Sources : Bureau of Economic Analysis, calculs et prévisions Insee

Les entreprises investiraient davantage et l'emploi repartirait

Les entreprises ont fini d'ajuster leurs facteurs de production au repli de la demande. Par ailleurs, leurs conditions de financement continuent de s'assouplir et les débouchés sont meilleurs, avec le rebond de la demande des ménages et des exportations. Ainsi, le climat des affaires continue de s'améliorer.

Par conséquent, les entreprises augmenteraient leurs effectifs et leur investissement. Mais ces hausses seraient limitées : les débouchés sont incertains pour le second semestre, les mesures de relance s'étiolant après juillet ; et les surcapacités restent importantes. De plus, la crise de l'immobilier commercial pèserait encore sur l'investissement.

Enfin, les baisses de stocks s'atténueraient progressivement. Leur soutien à la croissance aux deux premiers trimestres 2010 serait de moins en moins fort.

Un décalage de conjoncture marqué

Le rebond de la demande américaine contraste avec l'atonie des autres principales économies avancées. Le commerce extérieur devrait donc peser sur la croissance américaine aux deux premiers trimestres 2010, d'autant plus que l'appréciation récente du dollar face à l'euro rend les produits américains moins compétitifs. ■

Royaume-Uni

La politique budgétaire se resserre

Au Royaume-Uni, l'activité progresserait modérément au premier semestre 2010 (+0,2 % par trimestre). Dès le début d'année, le pays a mis en œuvre un ensemble de mesures visant à redresser les comptes publics. La consommation des ménages serait affectée par la hausse de la TVA et par des hausses d'impôts. Le recul de la demande serait aussi accentué par un désendettement marqué de la part des ménages britanniques. À l'inverse, le commerce extérieur soutiendrait légèrement l'activité.

Contrecoups des mesures de soutien de la consommation

Au premier semestre, les ménages subiraient une baisse de leur pouvoir d'achat : leurs revenus d'activité ne progresseraient que faiblement, tandis que l'inflation resterait supérieure à 3,0 % en raison du relèvement du taux normal de TVA⁽¹⁾. De plus, au deuxième trimestre le pouvoir d'achat serait amputé par la hausse de l'impôt sur le revenu.

En conséquence, la consommation se replierait au premier semestre. Les ménages britanniques semblent en effet avoir modifié leur comportement avec la récession : leur consommation a nettement suréagi par rapport à la baisse de leur richesse, indiquant qu'ils se désendettent de façon marquée

(1) Le taux normal de TVA a augmenté de 2,5 points depuis le 1^{er} janvier 2010.

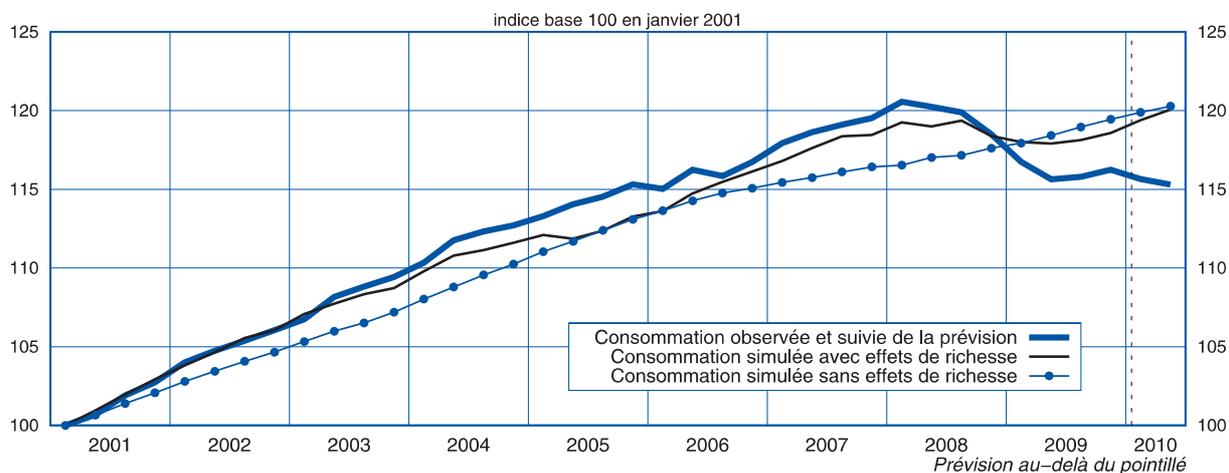
(cf. graphique). Ce recul de la consommation serait enfin accentué par les contrecoups de deux mesures. D'une part, le relèvement de la TVA au début de l'année 2010 a encouragé les ménages à anticiper leurs achats de biens durables au quatrième trimestre, et cela pénaliserait la consommation au premier trimestre. D'autre part, l'arrêt de la prime à la casse en mars provoquerait une baisse des achats d'automobiles au deuxième trimestre. Parallèlement, l'investissement des ménages ralentirait au premier semestre 2010. En effet, les baisses des taux hypothécaires et des prix immobiliers marqueraient le pas.

Les exportations, soutien partiel au déficit de demande intérieure

L'investissement des entreprises se contracterait légèrement au premier trimestre 2010, en raison d'un taux d'utilisation des capacités toujours bas. Puis il se stabiliserait au deuxième trimestre. Parallèlement, les entreprises diminueraient progressivement leur rythme de déstockage.

Malgré des gains de compétitivité issus de la dépréciation de la livre, les exportations ralentiraient fortement. Parallèlement, les importations n'augmenteraient que modérément, en raison de la contraction de la demande intérieure. La contribution comptable du commerce extérieur à la croissance serait ainsi légèrement positive au premier semestre. ■

Les ménages se désendettent



Sources : ONS et calculs Insee

Japon

Baisse de régime

Après un quatrième trimestre particulièrement dynamique (+0,9 %), la croissance ralentirait nettement au Japon au premier semestre 2010 : le PIB progresserait ainsi de 0,4 % au premier trimestre, puis de 0,3 % au trimestre suivant. En effet, d'une part l'impact des mesures de soutien à la consommation s'étiolerait progressivement et la demande des ménages souffrirait de la faiblesse persistante des salaires. D'autre part, le ralentissement du commerce mondial modérerait la croissance des exportations japonaises.

Le repli des salaires pèserait sur la consommation des ménages

Le gouvernement japonais a annoncé en début d'année le prolongement de la prime à la casse et des écopoints (favorisant la consommation de produits « verts ») jusqu'au mois de septembre 2010, dans le cadre d'un cinquième plan de relance. Comme il s'agit simplement de maintenir des dispositifs déjà existants, ce plan devrait avoir peu d'impact sur la croissance de la consommation. Par conséquent, la demande des ménages ralentirait progressivement dans les trimestres à venir, en ligne avec l'évolution de leur revenu d'activité.

En effet, le salaire moyen par tête a nettement reculé au quatrième trimestre 2009 par rapport à l'année précédente, sous l'effet d'une contraction significative des primes traditionnellement attribuées par les entreprises au mois de décembre (-11,7 % par rapport à décembre 2008). Ce recul se prolongerait dans les prochains trimestres : le

net repli des profits enregistré depuis le troisième trimestre 2008 continuerait de peser sur les salaires distribués.

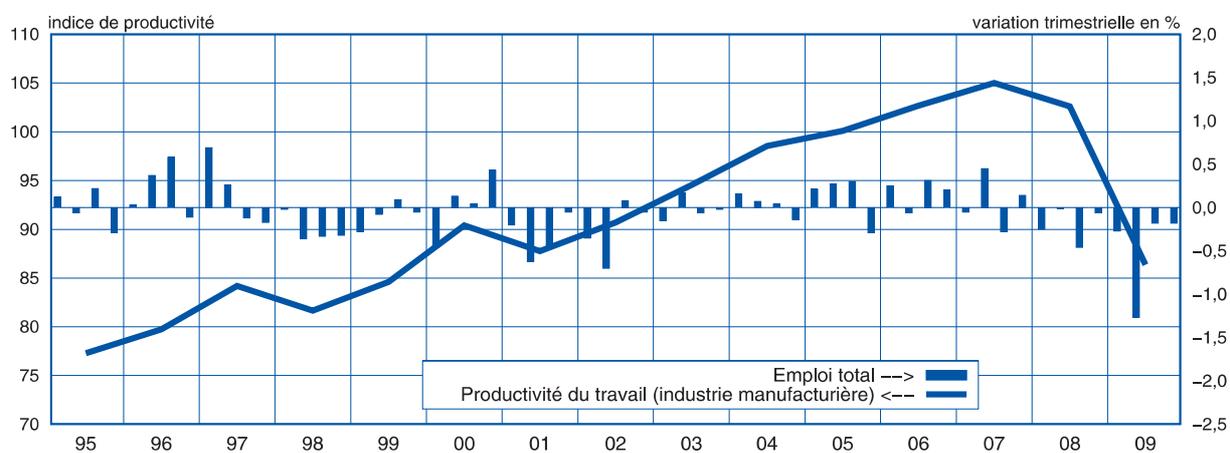
Par ailleurs, l'emploi s'est stabilisé au quatrième trimestre 2009 après deux trimestres consécutifs de baisse. L'emploi resterait pénalisé par le niveau encore faible de la productivité (cf. graphique). Il progresserait cependant modérément au premier semestre, en lien avec le dynamisme du secteur exportateur.

Les exportations japonaises freinées par le ralentissement du commerce mondial

La forte croissance enregistrée chez les principaux partenaires asiatiques du Japon continuerait de stimuler le commerce extérieur. Cependant, les exportations seraient pénalisées par le cours élevé du yen vis-à-vis du dollar et de l'euro, et quelque peu freinées par la modération de la demande des économies avancées. Par conséquent, les exportations ralentiraient graduellement à l'horizon du premier semestre 2010.

L'investissement des entreprises a rebondi au quatrième trimestre 2009 (+0,9 %), après six trimestres consécutifs de baisse. Cette hausse se prolongerait dans les prochains trimestres, en lien avec des exportations toujours soutenues. Toutefois, la progression de l'investissement productif serait modérée par des surcapacités encore importantes ainsi que par une demande intérieure fragile. ■

Le niveau de la productivité du travail reste faible



Sources : CEIC, Ministry of Labour

Chine et Asie émergente

La Chine, moteur du Sud-Est asiatique

Au quatrième trimestre 2009, l'activité a été très vigoureuse en Chine et dans les principales économies asiatiques. Les exportations ont fortement progressé et l'investissement des entreprises a continué de se redresser. Au premier semestre 2010, la croissance serait encore soutenue en Chine, mais l'investissement se modérerait : il pâtirait du resserrement monétaire opéré en début d'année par la Banque centrale chinoise. Au sein de la zone Asie du Sud-Est, l'activité resterait portée par un commerce extérieur florissant et un investissement productif robuste.

L'activité industrielle resterait dynamique en Chine au premier semestre...

Les exportations chinoises ont fortement augmenté au quatrième trimestre 2009, profitant de la hausse de la demande dans les économies avancées et les principaux partenaires asiatiques de la Chine. Au premier semestre 2010, la vigueur des échanges dans le Sud-Est asiatique continuerait de stimuler le commerce extérieur chinois. Les exportations progresseraient de nouveau, comme le suggère la hausse en début d'année de la composante nouvelles commandes à l'exportation de l'indice PMI (58,3 en février après 57,0 en moyenne au quatrième trimestre 2009).

En outre, la demande intérieure était encore vigoureuse en fin d'année 2009. En particulier, l'investissement des entreprises est resté très dynamique. Au premier semestre 2010, les différentes mesures

budgétaires du plan de relance chinois continueraient de stimuler l'investissement productif. Toutefois, celui-ci ralentirait légèrement, en lien avec le resserrement monétaire opéré par la Banque centrale chinoise en début d'année 2010.

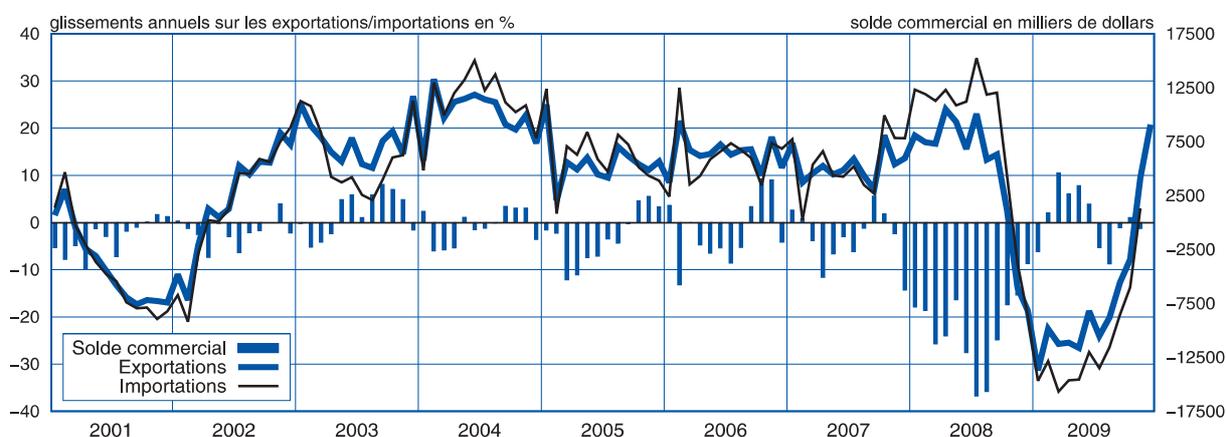
Au total, la croissance du premier semestre 2010 serait stimulée par un commerce extérieur vigoureux et par le plan de relance chinois qui se poursuit. En particulier, la croissance de l'activité industrielle demeurerait soutenue au premier semestre 2010 : le niveau de la composante production de l'indice PMI est resté élevé en février (57,8 contre 57,7 en moyenne au quatrième trimestre).

... ce qui stimulerait la croissance au sein de la zone Asie du Sud-Est

Dans les principaux pays asiatiques, les exportations ont continué de croître fin 2009 (cf. graphique), sous l'effet de la vigueur du commerce mondial. Elles progresseraient de nouveau à l'horizon du premier semestre 2010, tirées en particulier par la forte croissance de l'activité en Chine.

Ce dynamisme des exportations prolongerait au premier semestre le rebond de l'investissement des entreprises enregistré fin 2009 (+5,2 % en glissement annuel au quatrième trimestre, après -1,3 % au troisième trimestre). Au total, l'activité industrielle resterait soutenue au premier semestre 2010, en ligne avec le dynamisme de la demande, tant interne qu'externe. ■

Fort rebond des exportations en fin d'année 2009 en Asie du Sud-Est



Sources : Instituts statistiques nationaux