

# Document de travail n°17

## Perspectives économiques 2010-2011



Coe-Rexecode

MARS 2010

# Ce document de travail a été réalisé par l'équipe de conjoncture et de perspectives de Coe-Rexecode



Sous la direction de Denis FERRAND

Docteur en économie de l'Université Pierre Mendès-France de Grenoble, Denis FERRAND est Directeur Général de Coe-Rexecode depuis décembre 2008. Il est également directeur de la Conjoncture et des Perspectives.

Après avoir été enseignant chercheur à l'Université de Grenoble et avoir conduit des études de terrain en Thaïlande et Corée du sud dans le cadre de sa thèse de doctorat, Denis FERRAND rejoint Rexecode en 2000 en tant qu'économiste. Il a notamment assuré l'analyse de la conjoncture de la France, de la zone euro et des pays d'Asie émergente.

Il participe au titre d'expert aux travaux de la Commission permanente de concertation pour l'industrie et intervient dans le Groupe technique de la Commission des comptes de la Nation.

Il est chargé du cours d'analyse de la conjoncture à l'Institut Gestion de Patrimoine de l'Université Paris-Dauphine.



Avec la participation de Stéphanie CHORT

Stéphanie CHORT est docteur ès sciences économiques et titulaire d'un magistère Economie et finance internationales de l'Université Montesquieu Bordeaux IV. Elle rejoint Coe-Rexecode en 2007, en tant qu'économiste, après avoir été enseignant chercheur à l'Université Montesquieu Bordeaux IV. Au sein du département « conjoncture », elle suit l'Espagne, l'Italie et l'Amérique latine.

... et Jean-Michel Boussemart, Alain Henriot, Thuy Van Pham

## Coe-Rexecode

### Direction

Michel DIDIER, président ; Jean-Michel BOUSSEMARY, délégué général ; Denis FERRAND, directeur général  
Alain HENRIOT, directeur délégué ; Jacques ANAS, directeur des indicateurs économiques et des modèles statistiques  
Gilles KOLÉDA, directeur des études ; Françoise BOLLOT, directrice de la communication

### Conjoncture et prévisions

Jacques ANAS : construction-immobilier - Tél. 01 53 89 20 72 - [janas@coe-rexecode.fr](mailto:janas@coe-rexecode.fr)  
Jean-Michel BOUSSEMARY : Amérique du Nord - Tél. 01 53 89 20 97 - [jmboussemary@coe-rexecode.fr](mailto:jmboussemary@coe-rexecode.fr)  
Stéphanie CHORT : Espagne, Italie, Amérique latine, compétitivité France - Tél. 01 53 89 20 93 - [schort@coe-rexecode.fr](mailto:schort@coe-rexecode.fr)  
Denis FERRAND : France, Benelux, Allemagne, Japon, compétitivité, conjoncture de l'industrie - Tél. 01 53 89 20 86 - [dferrand@coe-rexecode.fr](mailto:dferrand@coe-rexecode.fr)  
Alain HENRIOT : zone euro, Royaume-Uni, échanges mondiaux - Europe de l'Est - Tél. 01 53 89 20 80 - [ahenriot@coe-rexecode.fr](mailto:ahenriot@coe-rexecode.fr)  
Thuy Van PHAM : Asie émergente, Chine, services - Tél. 01 53 89 20 96 - [vpham@coe-rexecode.fr](mailto:vpham@coe-rexecode.fr)

### Études et modélisation

Gilles KOLÉDA : politique économique, environnement et croissance - Tél. 01 53 89 20 87 - [gkoleda@coe-rexecode.fr](mailto:gkoleda@coe-rexecode.fr)  
Antonin ARLANDIS : télécommunication et macro-économie - Tél. 01 53 89 20 88 - [aarlandis@coe-rexecode.fr](mailto:aarlandis@coe-rexecode.fr)  
Amandine BRUN-SCHAMMÉ : emploi et protection sociale - Tél. 01 53 89 20 81 - [abrun-schamme@coe-rexecode.fr](mailto:abrun-schamme@coe-rexecode.fr)  
Stéphane CIRIANI : télécommunication et macro-économie - Tél. 01 53 89 20 82 - [sciriani@coe-rexecode.fr](mailto:sciriani@coe-rexecode.fr)  
David FAURE : environnement, industrie, compétitivité - Tél. 01 53 89 20 76 - [dfaure@coe-rexecode.fr](mailto:dfaure@coe-rexecode.fr)

### Indicateurs, enquêtes

Jacques ANAS : indicateurs de retournement, indicateurs avancés - Tél. 01 53 89 20 72 - [janas@coe-rexecode.fr](mailto:janas@coe-rexecode.fr)  
Aurélien HEUZÉ : enquête Trésorerie, indicateurs Coe-rexecode - Tél. 01 53 89 20 75 - [aheuze@coe-rexecode.fr](mailto:aheuze@coe-rexecode.fr)

### Statistiques

Dominique DALLE-MOLLE : Etats-Unis, Canada, Royaume-Uni, NTIC, matières premières  
Tél. 01 53 89 20 95 - [ddalle-molle@coe-rexecode.fr](mailto:ddalle-molle@coe-rexecode.fr)  
Aurélien HEUZÉ : séries financières, zone euro - Tél. 01 53 89 20 75 - [aheuze@coe-rexecode.fr](mailto:aheuze@coe-rexecode.fr)  
Marie-Claude KONATÉ : France, Asie, finances publiques, coûts salariaux, construction, commerce international  
Tél. 01 53 89 20 94 - [mckonate@coe-rexecode.fr](mailto:mckonate@coe-rexecode.fr)  
Christine RIEFFEL : autres pays de l'Union européenne, Suisse, Norvège, Amérique latine, pays de l'Est, énergie, métaux

### Documentation, Informatique et site web

Murielle PREVOST - Tél. 01 53 89 20 83 - [mprevost@coe-rexecode.fr](mailto:mprevost@coe-rexecode.fr)  
Fabienne BESSON-LHOSTE - Tél. 01 53 89 20 92 - [fbesson-lhoste@coe-rexecode.fr](mailto:fbesson-lhoste@coe-rexecode.fr)  
Sylvie FOUTRIER - Tél. 01 53 89 20 98 - [sfoutrier@coe-rexecode.fr](mailto:sfoutrier@coe-rexecode.fr)  
Dominique DALLE-MOLLE, réseau informatique - Tél. 01 53 89 20 95 - [ddalle-molle@coe-rexecode.fr](mailto:ddalle-molle@coe-rexecode.fr)  
Régine GAYET - Tél. 01 53 89 20 71 - [rgayet@coe-rexecode.fr](mailto:rgayet@coe-rexecode.fr)

### Administration et gestion

Maria LAHAYE, administration générale - 01 53 89 20 99 - [mlahaye@coe-rexecode.fr](mailto:mlahaye@coe-rexecode.fr)  
Régine GAYET, imprimerie, relations avec les adhérents - 01 53 89 20 71 - [rgayet@coe-rexecode.fr](mailto:rgayet@coe-rexecode.fr)  
Martine GRANGÉ, secrétariat et publications - 01 53 89 20 90 - [mgrange@coe-rexecode.fr](mailto:mgrange@coe-rexecode.fr)  
Françoise SAINT-LOUIS, secrétariat - 01 53 89 20 89 - [fsaint-louis@coe-rexecode.fr](mailto:fsaint-louis@coe-rexecode.fr)

### Conseil d'Administration

Michel DIDIER, Président ; Pierre SIMON, co-Président ; Jacques-Henri DAVID, Président d'honneur ; Gérard WORMS, Président d'honneur ; Pierre GADONNEIX, Vice-président ; Antoine GENDRY, Trésorier  
Administrateurs : Patricia BARBIZET, Patrick BERNASCONI, Michel CICUREL, Jean-François CIRELLI, Philippe CITERNE, Martine CLEMENT, Jean DESAZARS de MONTGAILHARD, Xavier FELS, Eric HAYAT, Yvon JACOB, Philippe LAMOUREUX, Philippe LEMOINE, Gérard DE LA MARTINIÈRE, Vivien LEVY-GARBOUA, Gilles DE MARGERIE, Gervais PELLISSIER, Jean-François PILLIARD, Vincent REMAY, Didier RIDORET, Frédéric SAINT-GEOURS, Guy SALZGEBER, Jean-Charles SAVIGNAC, Jean-François VEYSSET, Bruno WEYMULLER

# Sommaire

<b>Introduction</b> .....	<b>3</b>
<b>Situation et perspectives de l'économie mondiale pour 2010 et 2011</b> .....	<b>5</b>
<b>Marchés mondiaux des produits de base : plafonnement des cours</b> .....	<b>9</b>
<b>Marchés de taux : pas de resserrement monétaire dans les économies développées</b> .....	<b>10</b>
<b>Marchés des changes : l'affaiblissement de l'euro se poursuit</b> .....	<b>11</b>
<b>Situation et perspectives pour 2010 et 2011</b>	
<b>Etats-Unis, zone euro, Japon et économies émergentes</b> .....	<b>12</b>
<b>Etats-Unis : les leviers de la reprise se réunissent progressivement</b> .....	<b>12</b>
<i>L'effet positif des « stocks » n'est pas totalement épuisé. Le redressement de l'investissement productif a débuté</i> .....	<i>12</i>
<i>Une demande à l'exportation soutenue n'évitant pas la dégradation des comptes extérieurs</i> .....	<i>13</i>
<i>Une demande des ménages poussive, mais en hausse</i> .....	<i>14</i>
<b>Zone euro : les moteurs internes de la croissance restent pour l'instant grippés</b> .....	<b>15</b>
<i>L'aubaine de l'euro</i> .....	<i>16</i>
<i>L'épineuse question du chômage</i> .....	<i>17</i>
<i>Une politique monétaire toujours accommodante, une politique budgétaire devenant progressivement restrictive</i> .....	<i>17</i>
<b>Japon : redressement sur des béquilles</b> .....	<b>20</b>
<i>Vers une modération des exportations</i> .....	<i>21</i>
<i>Les résultats des entreprises ont amorcé une phase de récupération</i> .....	<i>21</i>
<b>Zones émergentes : dynamique autonome</b> .....	<b>23</b>
<i>Divergences dans l'ampleur du rebond d'activité</i> .....	<i>23</i>
<b>Situation et perspectives de l'économie française pour 2010 et 2011</b> .....	<b>25</b>
<i>Le pouvoir d'achat du revenu des ménages progressera moins vite que le PIB</i> .....	<i>27</i>
<i>Lent redémarrage de l'investissement productif</i> .....	<i>28</i>
<i>La lancinante question de la compétitivité extérieure</i> .....	<i>28</i>



# Perspectives économiques

## 2010-2011

Un rebond d'activité a succédé à la récession. Son amplitude est très hétérogène selon les zones. Exubérant en Asie émergente, il s'est accéléré outre-Atlantique, il peine à s'amplifier en zone euro. Au-delà de cette phase de rebond, le cycle économique mondial ne nous paraît pas encore mûr pour une véritable reprise marquée par une progression vive de l'investissement et de l'emploi. Il se dirige plutôt vers une phase de croissance affaiblie (au moins dans les économies développées) expliquée par le mouvement de désendettement des acteurs privés puis publics et par l'arrivée à échéance des mesures de soutien budgétaire et monétaire.

### 1. Pas de nouvelle accélération, ni de rechute

Le profil infra-annuel de la croissance en 2010 serait le symétrique de celui de 2009. Le rebond d'activité associé à la fin du mouvement cyclique des stocks conduirait à un rythme de croissance encore élevé début 2010. Ce rythme fléchirait au second semestre sans accélération notable en 2011, sans rechute non plus. La croissance du PIB mondial serait de 4 % en 2010 après -0,9 % en 2009. Elle reviendrait à 3,4 % en 2011. Elle serait de 2,9 et 2,2 % aux Etats-Unis en 2010 et 2011 (1,2 et 1,4 % respectivement en zone euro).

Point favorable, les conditions d'un redémarrage de l'investissement productif se réunissent. Il ne se manifesterait toutefois qu'une fois normalisée l'utilisation de capacités de production actuellement sous-employées. Aux Etats-Unis, les résultats des sociétés non financières se sont redressés à la faveur de forts gains de productivité. Le processus est plus lent en zone euro où les gains de productivité par tête, mesurés en variation sur un an, ont simplement interrompu leur recul au quatrième trimestre 2009.

### 2. Moins de pouvoir d'achat que de croissance en 2010

En 2009, les gains de pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages ont dépassé la croissance du PIB de plus de trois points de pourcentage aux Etats-Unis, d'environ cinq points en zone euro. Cette situation a permis une hausse du taux d'épargne des ménages tout en freinant le recul de leurs dépenses de consommation. Elle s'explique par le soutien du revenu associé à d'importantes réductions d'impôt et par les augmentations de prestations sociales sous l'effet de la crise. En l'absence de reprise de l'emploi en 2010, les revenus que les ménages tirent de l'activité peineront à relayer ces revenus de transfert. Les dépenses des ménages dans les économies développées progresseraient ainsi à peine.

Nous faisons l'hypothèse que la sortie des politiques monétaires et budgétaires exceptionnelles adoptées face à la récession s'effectuera sans heurts. Les risques associés à l'envolée du crédit bancaire en Chine et à la réapparition de l'inflation dans plusieurs économies émergentes d'Asie (Inde en particulier) seraient ainsi endigués.

### 3. L'effort à accomplir sur les finances publiques

Les soldes des comptes publics ont affiché des déficits exceptionnels en 2009. Cette situation n'est pas soutenable. L'effort de maîtrise des comptes publics à réaliser peut être estimé à partir de l'écart entre la prévision de solde primaire (avant les charges d'intérêt) des administrations publiques et le solde primaire qui devra être atteint pour stabiliser le poids de la dette publique dans le PIB. Cet écart serait de l'ordre de 11 points de PIB aux Etats-Unis en 2011, de 4 points en zone euro compte tenu d'une dette publique à 85 et 88 % du PIB aux Etats-Unis et en zone euro respectivement à cette même date. La maîtrise de la dérive spontanée de la dette publique est inévitable. Elle freinera la croissance à court terme. Elle invite surtout à la définition et à la mise en œuvre de programmes crédibles de réduction des déficits publics à même de favoriser une réduction de l'effort d'épargne privée.

Les chiffres clés de nos perspectives économiques pour 2010 et 2011				
	2008	2009	2010	2011
<b>1 - Croissance du volume du PIB</b>				
Monde	2,7	-0,9	4,0	3,4
Ensemble de la zone OCDE	0,6	-3,3	2,3	1,9
dont : Etats-Unis	0,4	-2,4	2,9	2,2
Japon	-1,2	-5,1	2,0	0,6
Zone euro à 16	0,5	-4,0	1,2	1,4
Union européenne à 27	1,0	-4,1	1,1	1,5
dont : Allemagne	1,0	-4,9	1,8	1,5
France	0,3	-2,2	1,7	1,4
Royaume-Uni	0,5	-5,0	1,0	1,5
Italie	-1,0	-4,9	0,9	1,1
Espagne	0,9	-3,6	-0,5	0,8
Pays hors OCDE	6,1	2,8	6,4	5,5
dont : Chine	9,6	8,7	9,8	8,2
<b>2 - Marchés mondiaux</b>				
Commerce mondial (en volume)	2,7	-11,6	8,1	7,1
Importations de l'OCDE	0,5	-13,0	6,6	6,0
Importations des pays hors OCDE	8,4	-8,2	11,6	9,6
Prix du pétrole (\$/baril de Brent)*	98,3	61,5	80,4	85,0
Prix des matières premières** en \$	10,7	-17,7	22,4	1,2
"    "    "    en euro	4,0	-13,4	26,4	8,0
<b>3 - Taux de change</b>				
1 \$ = ...euro	0,68	0,72	0,75	0,79
=...yens	103	94	90	90
1 euro = ...dollars	1,47	1,39	1,33	1,26
= ...yens	152	130	120	114
1 £ = ...\$	1,85	1,57	1,46	1,34
<b>4 - Taux d'intérêt à 3 mois</b>				
Etats-Unis (euro-dollar)	3,1	0,8	0,5	1,6
Japon (euro-yen)	0,9	0,6	0,3	0,3
Zone euro (euro-euro)	4,6	1,2	0,5	0,7
<b>5 - Taux d'intérêt à 10 ans</b>				
Etats-Unis	3,6	3,2	3,9	4,0
Japon	1,5	1,4	1,3	1,3
Zone euro	4,2	3,6	3,4	3,6
<b>6 - Taux d'inflation</b>				
Etats-Unis	3,8	-0,3	2,2	1,5
Japon	1,4	-1,4	-1,1	-0,4
Zone euro	3,3	0,3	1,4	1,5
* moyenne annuelle - ** hors énergie				



## Situation et perspectives de l'économie mondiale pour 2010 et 2011

*Le scénario prévisionnel que nous privilégions depuis l'automne 2008 se confirme : un rebond d'activité a succédé à la récession à l'échelle mondiale. Son amplitude est très hétérogène selon les zones. Nous maintenons également la suite du scénario : le cycle économique mondial se dirige vers une phase de convalescence (au moins dans les économies développées) préalable à une véritable reprise caractérisée par le redressement de l'investissement et de l'emploi. La durée de cette phase de convalescence reste incertaine. Elle dépendra de la rapidité avec laquelle s'opérera le désendettement des agents privés. Elle dépendra beaucoup du pilotage de la sortie des politiques monétaires et budgétaires insoutenables qui ont été adoptées dans les pays développés. Elle dépendra encore de l'endiguement des risques associés à la progression soutenue de l'investissement en Chine et des tensions inflationnistes qui sont réapparues dans plusieurs économies émergentes d'Asie.*

La croissance mondiale est redevenue soutenue. Son rythme diverge fortement selon les zones.

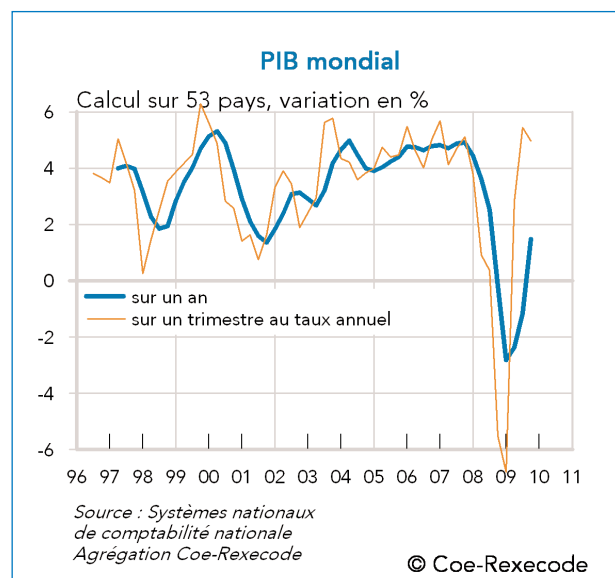
### Une croissance mondiale dissonante

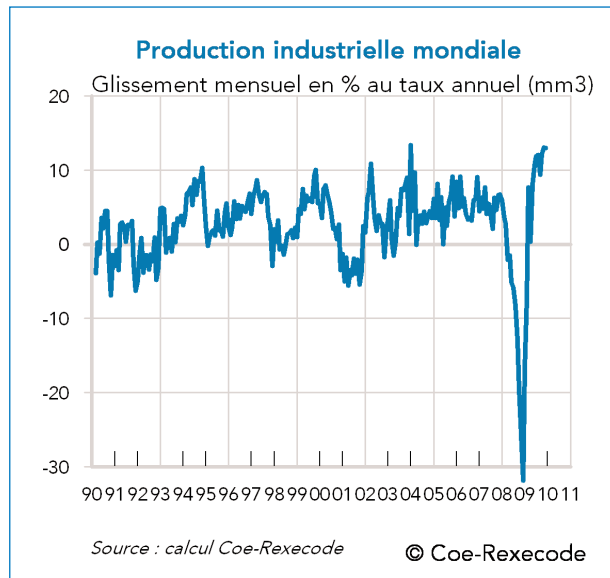
Au quatrième trimestre 2009, le PIB mondial a légèrement dépassé le niveau qui était le sien à son précédent pic. La récession a ainsi été effacée à l'échelle mondiale à la faveur d'une croissance vive (5 % l'an par rapport au troisième trimestre). Très vif en Asie émergente et au Brésil, le rythme de croissance s'est accéléré aux Etats-Unis et au Japon en fin d'année. Il a été anémique en zone euro. Aucune de ces trois dernières zones n'a encore vu son niveau d'activité rejoindre le pic préalable à la récession. Loin s'en faut pour le Japon et la zone euro.

C'est surtout au sein de cette dernière que les données d'activité récentes ont été les plus décevantes. Les enquêtes de conjoncture suggèrent toutefois que le rebond cyclique n'est pas menacé. En revanche, la récupération du niveau initial d'activité prendra encore au moins deux ans avant de se manifester. La dépréciation de l'euro contre le dollar est bienvenue. Nous retenons qu'elle se poursuivra, reflétant les différentiels de croissance

entre chaque rive de l'Atlantique, ainsi qu'une remontée un peu plus rapide des taux directeurs aux Etats-Unis qu'en zone euro.

Aux Etats-Unis, le redressement de l'investissement productif lors du quatrième trimestre comme le ralentissement du recul des effectifs employés sont à ranger au rayon des bonnes nouvelles. En





revanche, l'effet du cycle des stocks a probablement atteint un pic et le rétablissement de l'immobilier résidentiel reste très laborieux malgré les mesures de soutien adoptées. La croissance japonaise s'effectue pour sa part sous perfusions budgétaires et demeure tributaire du dynamisme des importations asiatiques. Elle reste sous la menace d'une dégradation sensible de la compétitivité associée au niveau élevé du yen contre le dollar et nombre de devises asiatiques. En revanche, l'effet du cycle joue à plein dans le sens d'un rétablissement rapide des résultats des sociétés non financières nippones.

### Dissonance des évolutions des prix

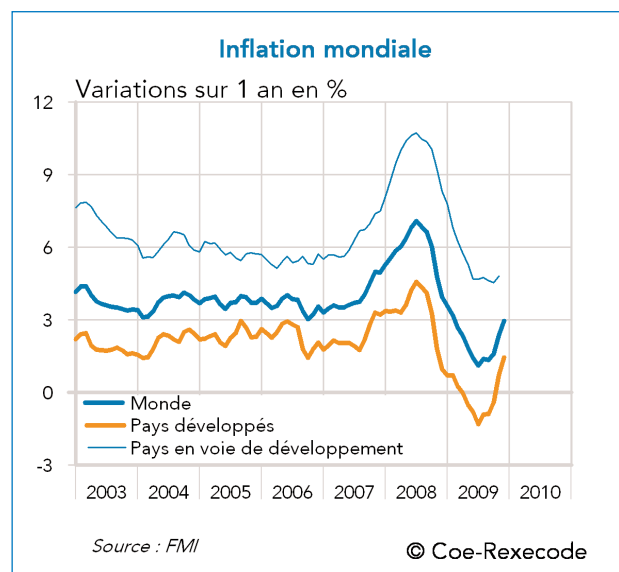
L'indice d'inflation sous-jacente n'a pas progressé au cours des derniers mois dans les économies développées (hors Royaume-Uni). Sa progression sur un an (aux environs de 1 %) est une des plus faibles observée depuis vingt ans. Elle intervient sur fond de vif recul du coût salarial unitaire outre-Atlantique et de stagnation de l'agrégat large de masse monétaire aux Etats-Unis comme en zone euro. Cette dernière reflète le mouvement de désendettement des agents privés qui s'est amorcé. L'absence, ou plutôt la faiblesse, de l'inflation mesurée au niveau des prix à la consommation repousse à 2011, au moins, tout véritable durcissement monétaire. En revanche, un drainage des liquidités s'opérera à mesure de l'extinction

des dispositions non conventionnelles adoptées durant la crise de liquidité.

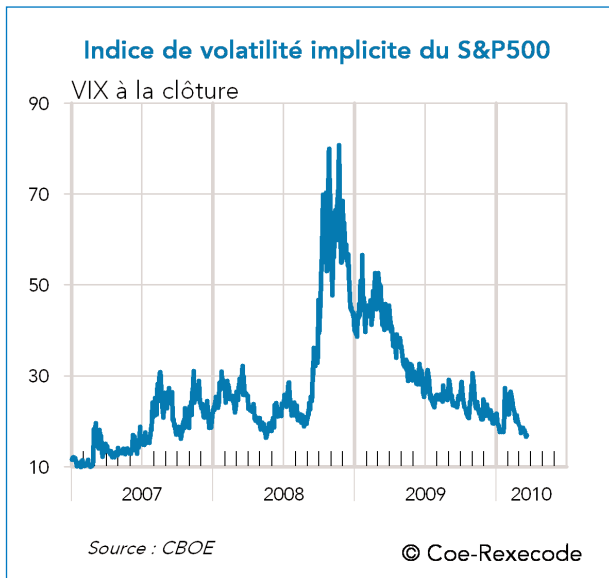
Les remontées de taux interviendront plus rapidement dans les zones émergentes. Elles ont débuté dans quelques pays (Australie, Malaisie, Israël). La distribution du crédit bancaire en Chine reste vive malgré les premières mesures de refroidissement. Elle alimente une dérive de l'investissement peu soutenable à moyen terme.

Par le passé, les périodes de vive progression des taux d'investissement comme celle que connaît la Chine depuis plus d'une décennie se sont interrompues brutalement. Les risques associés à cette situation se nichent probablement dans la dégradation rapide des comptes des gouvernements locaux comme des entreprises publiques, principaux acteurs du rebond de l'investissement intervenu en 2009, et dans l'évolution du bilan de l'ensemble du système bancaire, structures de défaisance comprises. Nous faisons cependant l'hypothèse que la maîtrise des dépenses d'investissement sera effectuée sans rupture majeure par des autorités chinoises fortes d'un matelas de réserves en devises qui autorise quelques marges de manœuvre.

Notre scénario macroéconomique s'opère sur fond de normalisation des marchés financiers. Il est associé au déroulement classique du cycle financier qui se propage.







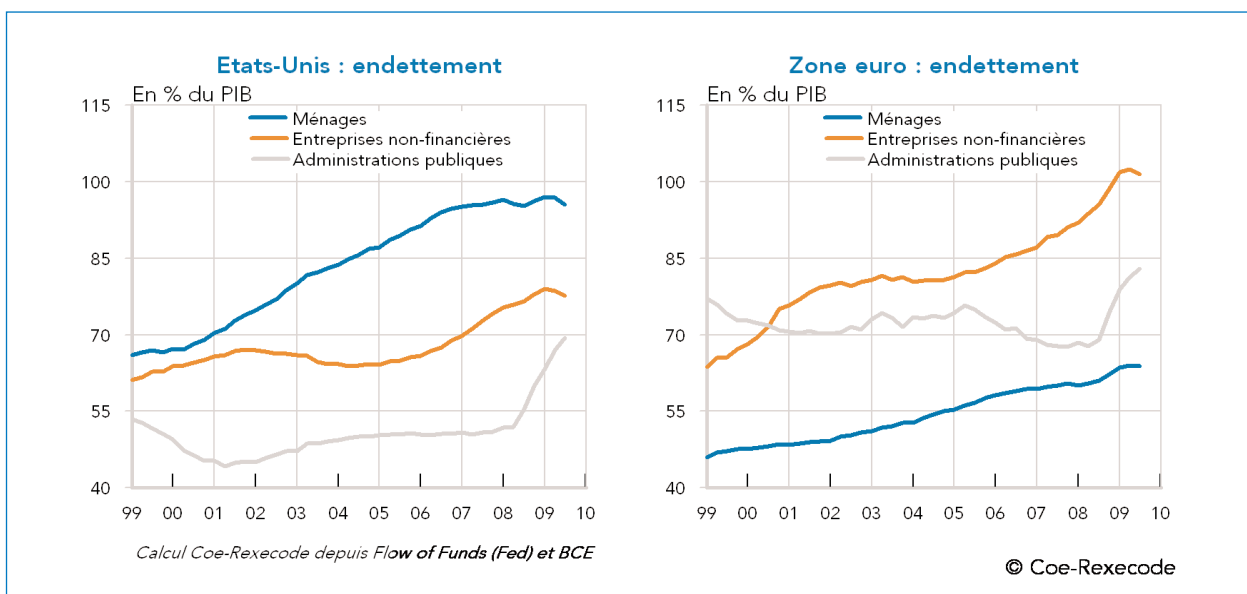
Les taux de défaut sur les obligations *corporate* ont franchi un point haut fin 2009, situation favorable à la poursuite de la normalisation des *spreads corporate*. La volatilité sur les marchés actions se réduit à nouveau. Les introductions en bourse reprennent timidement et les fusions-acquisitions se stabilisent sinon repartent à la hausse en Asie. Le marché interbancaire est revenu à la normale laissant les systèmes bancaires dans une position de forte liquidité et face à une courbe des taux pentue, situation favorable au redressement de leurs résultats.

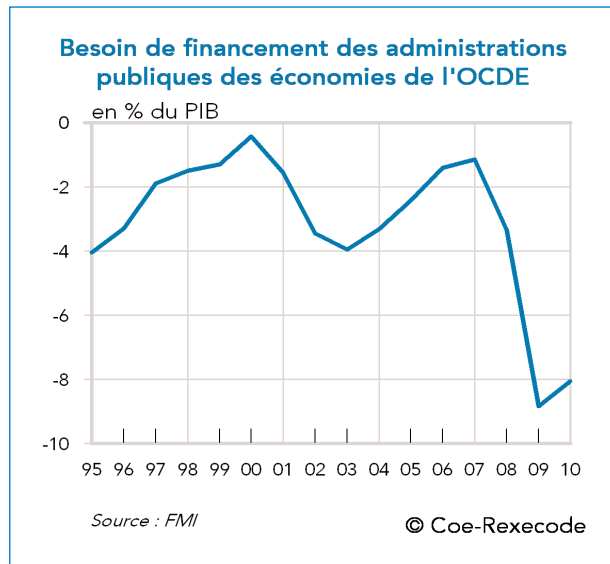
**Les risques associés au scénario**

Les freins à l'activité portent les stigmates du relatif découplage qui est à l'oeuvre entre les zones de l'économie mondiale. Ils sont liés au processus de désendettement des agents privés et au retour sur une trajectoire soutenable des déficits publics dans les économies développées. Ils tiennent à la maîtrise des risques inflationnistes dans les économies émergentes. Cette situation ouvre la voie à un possible et graduel rééquilibrage des parités monétaires mondiales dans le sens d'une appréciation modeste des devises des économies d'Asie émergente, celle-ci permettant de maîtriser l'inflation importée.

**Le cycle financier se déroule**

Après la correction des excès de panique intervenue à partir du printemps 2009, les marchés d'actions peinent à dégager une tendance claire. Les tensions sur les marchés des obligations d'Etat apparues fin 2009 et début 2010 paraissent s'atténuer. Elles restent latentes et occasionnent une discrimination accrue selon les niveaux de risque.





Notre scénario repose également sur l'hypothèse que les déficits publics seront jugulés sans heurts. L'ampleur de l'effort à accomplir est pourtant exceptionnelle. Elle peut être approchée par l'écart entre le solde primaire des administrations publiques qui est prévu et celui qui serait nécessaire pour stabiliser le poids de la dette publique dans le PIB. Le calcul effectué sur la base des prévisions d'évolution des finances publiques présentées par la Commission européenne en novembre dernier aboutit à un écart de l'ordre de

11 points de PIB aux Etats-Unis en 2011, de 8 points au Royaume-Uni et de 4 points en zone euro. Cette estimation dépend fortement des hypothèses de croissance et de taux retenues.

L'augmentation des capacités de financement des agents privés (ménages et sociétés non financières) intervenue entre 2008 et 2009 par suite du recul de leurs dépenses a été d'une ampleur comparable au creusement du besoin de financement des administrations publiques aux Etats-Unis, en zone euro et au Royaume-Uni, situation favorable au maintien à un niveau bas des taux d'intérêt sur titres publics. Le financement des déficits budgétaires par les réserves de changes des économies disposant d'excédents courants (Asie émergente, pays exportateurs de matières premières), les dispositifs de la politique monétaire (aux Etats-Unis) et les achats de titres publics par les banques (en zone euro) ont également joué dans le sens du maintien à un bas niveau des taux sur les obligations d'Etat. Nous faisons l'hypothèse que cette situation pourrait se prolonger d'ici 2011. Ce n'est probablement qu'au-delà que la remontée attendue des besoins de financement des agents privés pourra susciter une demande accrue sur le marché occasionnant une remontée des taux, sous l'hypothèse de stabilité des comportements d'épargne. Juguler ce risque latent de montée des charges d'intérêt sur la dette publique passe par la mise en oeuvre rapide et résolue de mesures de maîtrise des comptes publics.

## Marchés mondiaux des produits de base : plafonnement des cours

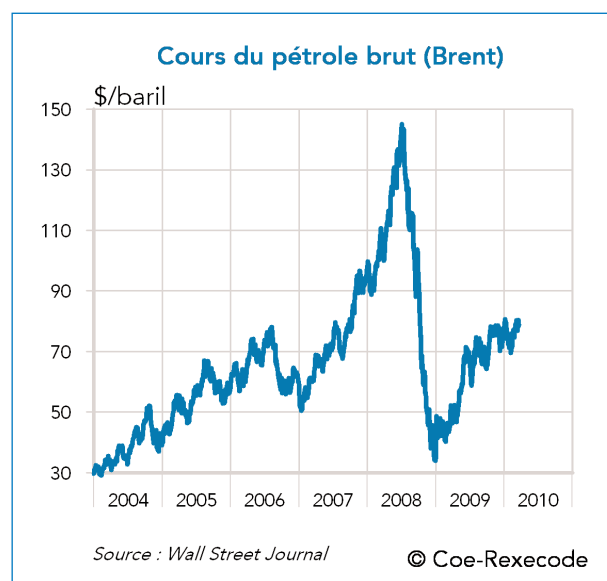
Sur l'ensemble des marchés, les prix des produits de base restent tendus. Leurs évolutions les plus récentes divergent cependant selon l'étalon monétaire avec lequel on les mesure. En expression dollar, l'ensemble des prix (y compris pétrole et métaux précieux) oscille autour d'une horizontale depuis la mi-octobre. La hausse s'est interrompue. En expression euro, les prix continuent en revanche à se tendre, inscrivant à la mi-mars des nouveaux plus hauts de l'année.

Notre scénario prévisionnel aussi bien pour les prix du pétrole que pour ceux des autres produits de base repose sur les idées-forces suivantes. La reprise de la croissance économique mondiale se poursuit à horizon 2011 sans accident majeur. Nous n'entrevoions pas de « double-dip » mais anticipons un freinage dès le second semestre 2010. D'une part, le rebond dans les pays développés peine à prendre de la vigueur. D'autre part et surtout, les autorités dans les pays émergents d'Asie, soucieuses d'éviter un emballement inflationniste provoqué par une activité exubérante, ont déjà pris et continueront de prendre des mesures restrictives au plan budgétaire et monétaire. Nous parions qu'elles réussiront à calmer l'activité sans la casser.

Sur le marché du pétrole brut, la production mondiale est quasiment plafonnée à 85,8 millions de barils par jour depuis la fin 2009. Elle reste inférieure de 1,4 million de barils par jour à son plafond moyen enregistré au premier semestre 2008. Malgré les rigueurs climatiques dans l'hémisphère nord, les prix du pétrole en dollars n'ont pas poursuivi leur hausse au cours des derniers mois suggérant que la production était suffisante. Il est vrai que les stocks ont baissé, notamment aux Etats-Unis. Pour les trimestres à venir, il est raisonnable de penser que la consommation de pétrole dans les pays développés ne peut que se redresser, certes mollement. Il y a là un facteur positif pour les prix. A l'inverse, nous pouvons aussi penser que la consommation et les importations chinoises vont voir leur croissance se modérer avec le ralentissement projeté de l'activité en Chine. La décélération sera néanmoins limitée. Nous faisons monter le baril de Brent jusqu'à 85 dollars fin 2010 puis nous plafonnons le prix à ce niveau tout au long de 2011. Un scénario de prix plus tendus ne

peut être exclu si d'aventure la consommation chinoise, avec le développement de l'automobile, ralentissait moins que prévu. Mais l'OPEP a encore des possibilités d'accroître sa production. Un scénario de prix se repliant ne peut non plus être exclu si d'aventure la croissance chinoise se modérât plus vivement que prévu. Mais la spéculation jouant la hausse à moyen-long terme des prix, devrait rester vive et serait susceptible d'empêcher toute baisse significative et durable des prix, d'autant que les intervenants continueront de profiter d'une politique monétaire accommodante. En moyenne annuelle, nous retenons pour 2010 un prix légèrement supérieur à 80 dollars le baril pour le Brent contre 61,5 en 2009. Pour 2011, nous retenons un prix de 85 dollars le baril. En euro, le baril de Brent ressortirait cette année à un peu moins de 60 contre 44,4 en 2009. En 2011, il s'afficherait en moyenne à 67,4.

Pour l'ensemble des autres produits de base, le schéma prévisionnel est identique. La hausse des prix en dollar reprendrait et se poursuivrait jusqu'à l'été. Au-delà, elle laisserait place à un plafonnement. En moyenne annuelle, l'indice Coe-Rexecode des prix qui, en expression dollar, avait baissé de 17,7 % en 2009, augmenterait de 22,4 % en 2010 et d'un peu plus de 1 % en 2011. En expression euro, l'avance serait cette année de 26,4 % et de 8 % l'an prochain.



## Marchés de taux : pas de resserrement monétaire dans les économies développées

Bien que la croissance ait redémarré depuis l'été dernier dans les grands pays développés, les taux à trois mois qui s'étaient stabilisés, se sont à nouveau repliés. L'euro-dollar est tombé sous les 0,25 %, se confondant quasiment avec l'euro yen, l'euro-euro est passé sous les 0,5 %. Les grandes banques centrales, convaincues de la fragilité de la reprise, ont conservé le *statu quo* en matière de politique monétaire, commençant seulement avec grande prudence de retirer les moyens non conventionnels qu'elles ont mis en œuvre.

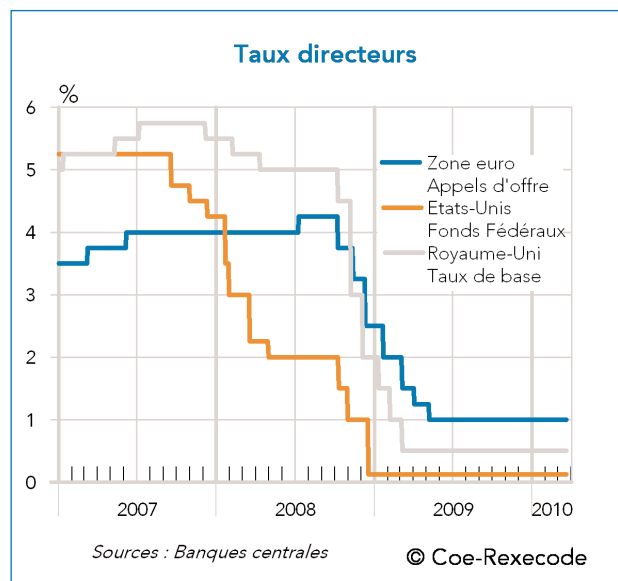
Les taux longs sur emprunts d'Etat oscillent autour d'une horizontale pour le dix ans américain, entre 3,6 % et 3,8 %, ou encore pour le dix ans japonais, entre 1,2 % et 1,4 %. Les éléments nouveaux sont l'envolée du taux à dix ans britannique à plus de 4 % et le passage du dix ans zone euro (moyenne) sous le dix ans américain. Autour de la moyenne dans la zone euro, la dispersion s'est accentuée, les taux allemand et français se sont tassés pendant que les taux italien et espagnol restaient quasi inchangés et que les taux portugais et plus encore les taux grecs se sont envolés.

Nous retenons les fonds fédéraux resteraient autour de 0,125 % jusqu'à la fin de l'été 2010. Au-delà, nous les faisons graduellement remonter jusqu'à 1,5 % qu'ils atteindraient dès le début du second semestre 2011. Dans le sillage des fonds fédéraux, l'euro-dollar à trois mois se tendrait modérément dès l'automne prochain jusqu'à atteindre 1,7 % dès le début du second semestre 2011. Dans la zone euro, nous n'envisageons aucun geste de la BCE avant la mi-2011. Aussi dans notre schéma, les taux courts américains passent au-dessus des taux courts de la zone euro dès l'automne 2010. Nous n'envisageons aucun geste de la Banque centrale japonaise à horizon de notre prévision.

Les taux longs sur emprunts d'Etat devraient se tendre outre-Atlantique à mesure que le redressement de l'activité économique va se poursuivre. Le mouvement serait graduel et modéré, l'inflation ne menaçant pas. Nous les faisons monter jusqu'à 4 % en fin d'année 2010 puis les maintenons à ce

niveau en 2011 avec la modération de l'activité que nous entrevoyons à cette échéance. De ce côté-ci de l'Atlantique, le taux à dix ans en Allemagne (et en France) pourrait encore s'effriter à horizon de ces prochains trimestres, à mesure que les investisseurs se rendront compte de l'affaiblissement de l'activité. Les dernières données disponibles montrent que dans la zone euro, les prix sont orientés à la baisse malgré le renchérissement des prix des produits de base et le recul de l'euro. La masse monétaire et l'encours des prêts au secteur privé se contractent aussi. A horizon de la fin 2011, le taux américain à dix ans resterait supérieur aux taux allemand et français. Au Japon, le taux à dix ans continuerait d'osciller autour de 1,3 %.

L'ampleur des déficits publics et la poursuite de la montée de l'endettement de la sphère publique pourraient venir battre en brèche ce scénario et provoquer une poussée des taux longs plus énergique. C'est un risque que l'on ne peut exclure comme on vient de le voir récemment pour les cas grec, portugais, britannique, etc... On rappellera cependant que le risque inflationniste à horizon fin 2011 est quasi-inexistant tant les capacités de productions en hommes et en machines sont abondantes. L'épargne chinoise reste par ailleurs abondante et les besoins de recyclage des réserves de changes de la Chine vont continuer d'aller croissant, ce qui pèsera sur les taux longs des pays développés.



## Marchés des changes : l'affaiblissement de l'euro se poursuit

Depuis le début du mois de décembre, le dollar s'est nettement repris et l'euro a faibli. L'affaiblissement de la devise européenne est à relier à la crise des finances publiques dans les pays du sud de la zone, en particulier la Grèce. Elle reflète également la modestie du rebond et des perspectives d'activité en zone euro. La livre sterling a également été secouée en relation avec les difficultés budgétaires et la difficile sortie de récession de l'économie britannique.

Les marchés des changes restent désordonnés même si certains mouvements récents viennent corriger des anomalies insupportables (surévaluation de l'euro par exemple). Le désordre n'est pas nouveau, lié aux déséquilibres commerciaux et financiers. Nombre de devises ne sont pas correctement évaluées et il y a là un problème majeur, source de difficultés supplémentaires pour que l'économie mondiale retrouve un sentier de croissance soutenable à moyen terme. Dans la mesure où certaines devises de pays émergents sont maintenues en position de sous-évaluation massive, conduisant à un véritable « dumping monétaire », des risques croissants de poussées protectionnistes sont à craindre dans les pays qui en sont les victimes, principalement les pays développés.

Deux problèmes majeurs sont à distinguer. D'une part, il y a la sous-évaluation massive des devises asiatiques, en particulier le yuan sans oublier le won coréen. Preuve tangible de la sous-évaluation de ces devises, la balance commerciale des dix pays de la zone que nous suivons, a dégagé en janvier un excédent de près de 110 milliards de dollars au taux annuel. Certes, l'excédent a fondu mais il reste massif en dépit de la vigoureuse croissance économique avec laquelle la zone a renoué. Il l'est d'ailleurs encore plus si l'on fait abstraction de l'Inde dont la balance commerciale est fort déficitaire, son déficit se creusant à nouveau. Il est ressorti en janvier à plus de 130 milliards de dollars en rythme annualisé. D'autre part, il y a la sous-évaluation du dollar qui ne se corrige pas contre le yen, et qui demeure massive contre l'euro même si elle s'est un peu atténuée.

Nous prolongeons le mouvement de baisse de l'euro contre la devise américaine. Certes, la balance commerciale américaine se dégrade à

nouveau. Le déficit des échanges de produits énergétiques n'a pas fini de s'alourdir, et si la production américaine est compétitive vis-à-vis de l'européenne et de la japonaise, elle ne l'est pas vis-à-vis de la coréenne et des autres émergents d'Asie. Par ailleurs, la demande intérieure américaine devrait être plus dynamique que celle des européens et des japonais. Mais l'euro est encore surévalué, sa parité de pouvoir d'achat se situant à 1,17 dollar. En outre, les taux américains à court terme devraient passer au-dessus des taux européens et les taux longs américains resteraient supérieurs aux taux longs allemands et français. Aussi, nous ramenons le change de l'euro jusqu'à 1,25 dollar qui serait atteint dès le début du second semestre 2011. Contre le yen, nous maintenons le change du dollar à 90. Le gonflement de l'excédent japonais pourrait pousser le yen plus haut mais les autorités devraient s'y opposer par leurs interventions en raison du caractère déflationniste, et donc indésirable du mouvement. Quant au sterling, nous le faisons se déprécier graduellement vis-à-vis de l'euro jusqu'à 0,95 pour un euro.

En ce qui concerne les devises asiatiques, nous corrigeons un peu leur sous-évaluation et retenons une reprise du mouvement ascendant du yuan contre le dollar, interrompu depuis juin 2008. Il faudrait pour corriger les déséquilibres internationaux, un mouvement plus brutal et rapide que celui que nous retenons. ■



## Situation et perspectives pour 2010 et 2011

### Etats-Unis, zone euro, Japon et économies émergentes

Le rebond de l'activité économique mondiale est très hétérogène selon les zones. Parmi les économies développées, le rythme de croissance s'est accéléré aux Etats-Unis et au Japon en fin d'année. Il a été anémique en zone euro. Aucune de ces trois dernières zones n'a encore vu son niveau d'activité rejoindre le pic préalable à la récession. Loin s'en faut pour le Japon et la zone euro. Au sein des zones émergentes, le rebond en Asie émergente se consolide sous l'impulsion de la Chine et de l'Inde. Il renforce les menaces de surchauffe et la probabilité de hausse des taux directeurs. En Amérique latine, la sortie de récession s'opère en ordre dispersé, l'activité étant la plus dynamique au Brésil. Enfin, en Europe de l'Est, les premiers signaux de raffermissement apparaissent. Mais certains pays étaient toujours plongés dans la récession fin 2009.

#### Etats-Unis : les leviers de la reprise se réunissent progressivement

L'activité a rebondi aux Etats-Unis fin 2009 dans une ampleur plutôt inattendue. Des freins demeurent, empêchant l'économie américaine de retrouver rapidement un sentier de croissance durablement forte. Le marché immobilier peine à redémarrer en dépit d'importants éléments de soutien. L'effet positif des stocks sur la croissance n'est certes pas encore épuisé. Il le sera probablement en deuxième partie de 2010. Le système bancaire est encore loin d'avoir recouvré la santé et les comptes des ménages sont encore loin d'être pleinement rétablis pour soutenir durablement la reprise de la consommation privée et de l'investissement en logement. En revanche, la reprise de l'investissement productif des entreprises pourrait être plus forte que prévu jusqu'ici, les entreprises ayant réussi à préserver leur situation financière lors de la phase de récession. La contraction des effectifs employés a déjà fortement ralenti. Elle s'inversera progressivement ce qui permettra aux revenus d'activité de prendre petit à petit le relais de revenus de transfert qui ont soutenu le pouvoir d'achat des ménages en 2009.

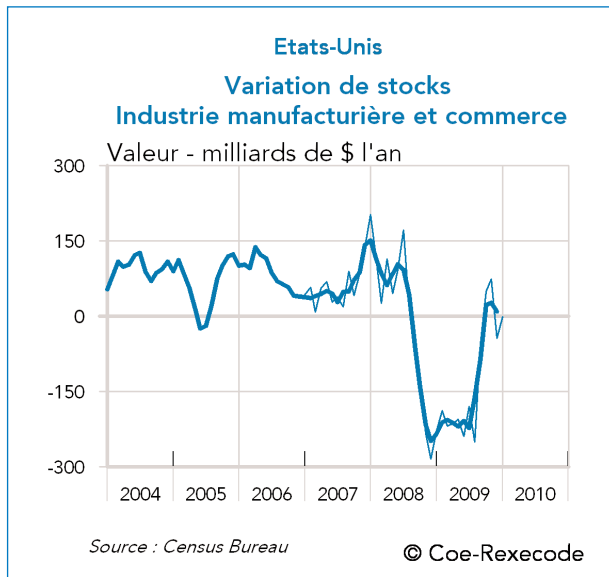
#### L'effet positif des « stocks » n'est pas totalement épuisé. Le redressement de l'investissement productif a débuté

Le volume du PIB, après une première révision, a progressé au rythme annualisé de 5,9 % contre 2,2 % au troisième trimestre.

L'accélération doit beaucoup aux dépenses en capital des entreprises. Elle ne doit pas dissimuler la persistance d'une certaine lourdeur de la demande des ménages. Simultanément, la hausse des prix du PIB est restée faible, ne dépassant pas 0,4 % l'an, ce qui n'a pas empêché les entreprises d'améliorer encore leur taux de marge. En valeur nominale, le PIB s'est accru au rythme de 6,3 % l'an, il reste encore en dessous de son plus haut enregistré à l'été 2008 (-0,6 %). En volume, il est encore inférieur de 1,9 % à son record du printemps 2008. L'accélération du rebond de l'activité en fin d'exercice passé a surpris par son ampleur. Les indicateurs conjoncturels classiques ne l'annonçaient pas en tout cas. Elle ne doit certainement pas être extrapolée, ce qui ne veut pas dire que l'activité va rechuter comme un « soufflé ». L'effet positif des stocks sur la croissance n'est pas totalement épuisé et la reprise de l'investissement productif des entreprises pourrait être plus forte que prévu jusqu'ici. A l'inverse, il est vrai que le

\* \* \*





marché immobilier demeure sinistré. Or, on ne peut envisager une reprise pérenne de l'économie américaine sans redressement du marché immobilier et de celui de la construction. Le système bancaire est encore loin d'avoir recouvré la santé et les comptes des ménages sont encore loin d'être pleinement rétablis pour soutenir durablement la reprise de la consommation privée et de l'investissement en logement.

Au quatrième trimestre, le déstockage s'est encore poursuivi mais beaucoup moins vif qu'au cours des trimestres précédents. Les stocks ont ainsi contribué à la croissance à hauteur de 3,9 points. Les stocks contribueront encore positivement à doper la production au cours du premier semestre. L'effet ira cependant en s'estompant. Nous anticipons une contribution positive à hauteur d'un point de PIB au premier trimestre et de 0,5 au deuxième.

Le redressement de l'investissement des entreprises s'est enclenché au dernier trimestre 2009 au rythme de 6,5 % l'an. Le rebond ne concerne pas la construction non résidentielle mais seulement les biens d'équipement : +13,3 % l'an. A l'intérieur de ces derniers, ce sont les investissements en produits des TIC qui ont le vent en poupe. Ceux des matériels de transport se redressent après avoir subi une chute sans précédent depuis la fin

de la seconde guerre mondiale. Les investissements en biens d'équipement industriel classique continuent pour leur part de s'enfoncer. Bien que les taux d'utilisation des capacités de production restent fort dégradés, la reprise de l'investissement des entreprises devrait se poursuivre, s'étendant d'abord à l'ensemble des biens d'équipement puis à la construction non résidentielle en 2011. Le stock de capital productif n'augmente quasiment plus et vieillit. Dans l'industrie, les capacités de production se contractent. L'amélioration des marges d'exploitation donne aux entreprises les capacités de financement nécessaires pour investir. Il y a des besoins pour répondre d'une part à une demande d'exportations vigoureuse tandis que d'autre part la demande finale des ménages, sans être soutenue, continuera de se redresser.

### **Une demande à l'exportation soutenue n'évitant pas la dégradation des comptes extérieurs**

Au troisième trimestre, le volume des exportations de biens et services a bondi au rythme de 17,8 % l'an. Au quatrième trimestre, l'avance a encore été plus rapide, ressortant à plus de 22 % l'an. De tels rythmes ne sont pas extrapolables durablement, mais il est probable que les exportations vont rester vigoureuses. La demande venant des pays émergents, notamment d'Asie, devrait en effet rester soutenue. En outre, le dollar est compétitif vis-à-vis du yen et de l'euro. Nous envisageons une hausse de plus de 10 % des exportations de biens et services cette année, et de 7 % l'an prochain. Ceci n'évitera pas une dégradation des comptes extérieurs, qui est d'ailleurs déjà commencée, et qui devrait se prolonger jusque vers la fin 2010. D'une part, le réveil de la demande domestique des entreprises (biens d'équipement) et l'avance, même modérée, de la consommation des ménages ne peuvent que stimuler le volume des importations. Le processus est déjà en cours depuis l'été passé. En outre, nous envisageons encore une hausse des cours du pétrole qui ne s'interromprait que durant le second semestre 2010. En moyenne annuelle, le déficit de la balance courante pourrait ressortir à 3,7 % cette année contre 3 % en 2009. Il serait de 3,9 % en 2011.

### Une demande des ménages poussive, mais en hausse

Pour conforter les entreprises dans la nécessité de reprendre le chemin de l'investissement, la bonne tenue des exportations n'est pas suffisante. Il faut aussi que celles-ci soient convaincues que la demande des ménages sera au rendez-vous et ne se dérobera pas. Deux points sont à discuter. Le premier concerne l'immobilier et la construction résidentielle. Le second porte sur la consommation.

Le marché immobilier reste sinistré et n'arrive pas à se redresser. Les ventes de logements neufs rechutent depuis août dernier et sont passées en janvier sous leur point bas d'un an auparavant. Dans l'ancien, les ventes se replient aussi depuis leur point haut de novembre. Aussi, comprend-on que les mises en chantier soient à la peine, dépassant à peine 590 000 (taux annuel) en janvier. Les difficultés du secteur immobilier rejaillissent sur le marché de la construction et sont à relier pour partie aux difficultés persistantes des banques régionales qui rechignent à prêter d'autant que les comptes et bilans patrimoniaux des ménages ne sont pas encore suffisamment redressés. Il faudra du temps pour sortir de ce marasme. Cependant, dans la mesure où les stocks de logements invendus ont nettement diminué, où les prix de l'immobilier ont cessé de reculer et se stabilisent, nous pensons que graduellement le secteur de la construction résidentielle va se redresser, contribuant désormais positivement à la croissance du PIB. Nous envisageons une hausse de la FBCF logement en volume de 8 % cette année et de 18 % l'an prochain. L'investissement en logement ne retrouverait alors que son niveau moyen de 2008, restant encore inférieur de 41 % à son pic de 2005. Rappelons que le rythme actuel de la construction neuve est bien inférieur au rythme nécessaire au regard des fondamentaux démographiques et des besoins de renouvellement du parc. Le rythme jugé normal est de 1,5 million de logements neufs construits par an.

Le point fondamental reste celui de la consommation. En volume, celle-ci n'a augmenté qu'au rythme de 1,7 % l'an au quatrième trimestre. Les résultats du mois de janvier 2010 (+ 0,3 %) ont été bons mais au prix d'un nouveau recul du taux d'épargne à 3,3 %, non extrapolable. Dans la mesure où le revenu disponible des ménages a été

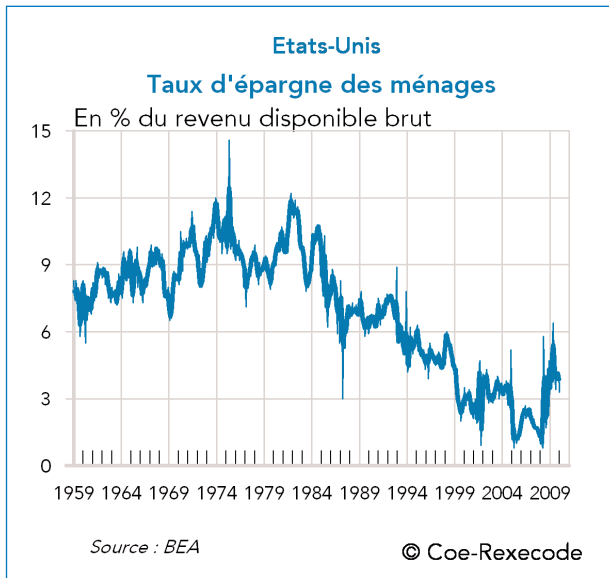
mis sous la double perfusion des transferts publics et de la baisse des impôts et qu'il est inévitable à horizon de la fin 2011 que les autorités, pour redresser leurs comptes, renversent graduellement leur politique budgétaire, la tenue de la consommation reste incertaine. Elle va largement dépendre du redressement des revenus liés à l'activité et donc de la reprise de l'emploi. Nous envisageons une hausse modeste de la consommation de 1,9 % cette année et de 2 % l'an prochain, confiants dans le redressement à venir de l'emploi. Un scénario plus dynamique ne peut être exclu mais sa probabilité est faible en raison de la nécessaire remontée du taux d'épargne des ménages

#### Perspectives de l'économie américaine pour 2010 et 2011

	2008	2009	2010	2011
<b>I - Ressources-emplois (volume)</b>	<b>Variations sur la période précédente (% taux annuel)</b>			
PIB	0,4	-2,4	2,9	2,2
Demande interne stocks compris	-0,7	-3,3	3,2	2,5
Demande interne hors stocks	-0,4	-2,7	2,2	2,4
Consommation privée	-0,2	-0,6	1,9	2,0
Dépenses publiques	3,1	1,9	1,6	-0,9
FBCF totale	-5,1	-18,3	4,9	10,2
logement	-22,9	-20,4	8,0	18,2
productif	1,6	-17,7	4,1	7,9
Export. biens et services	5,4	-9,6	10,3	7,0
Import. biens et services	-3,2	-13,9	11,0	8,1
<b>II - Evolutions nominales</b>				
Prix de détail	3,8	-0,3	2,2	1,5
Gains horaires*	3,8	3,0	2,5	2,8
<b>III - Marché du travail</b>				
Actifs civils occupés	-0,5	-3,8	-0,5	1,3
Taux de chômage en %**	5,8	9,3	9,6	9,3
<b>IV - Comptes d'agents</b>				
Taux d'épargne des ménages en %	2,6	4,3	4,6	5,1
Taux de marge des SQS en %	30,3	31,2	31,9	31,1
Solde des comptes publics en % du PIB	-6,5	-11,1	-12,0	-10,0
<b>V - Solde extérieur en valeur</b>				
Balance courante % du PIB	-4,9	-3,0	-3,7	-3,9

\* secteur privé non agricole

\*\* moyenne sur la période



corollaire de la poursuite de leur désendettement. Un scénario moins favorable ne peut non plus être exclu si d'aventure la reprise de l'emploi et de la masse salariale n'étaient pas au rendez-vous comme projeté.

Au total, le volume du PIB qui s'est contracté de 2,4 % en 2009, pourrait augmenter de 2,9 % en 2010. En 2011, la croissance faiblirait à 2,2 %, les effets positifs des stocks (1 point en moyenne annuelle) s'évanouissant et n'étant pas relayés par une accélération de la demande finale. Dans ce schéma, l'inflation ne menacerait pas, le chômage serait passé par son pic en fin 2009 mais ne refluerait que lentement. Le déficit extérieur, après s'être accru en 2010, se stabiliserait en 2011 avec la modération de l'activité. Il resterait relativement élevé. Le déficit public entamerait dès le second semestre 2010 une lente dégringolade n'empêchant pas la dette de continuer à grimper.

## Zone euro : les moteurs de la croissance restent pour l'instant grippés

*La croissance en zone euro manque de souffle. La consommation des ménages a stagné au second semestre 2009 bridée par le recul de l'emploi. Les effets des mesures de soutien public aux marchés de l'automobile se sont déjà retournés dans la plupart des pays de la zone. L'investissement en construction reste déprimé et l'investissement productif peine à s'éloigner de son plancher. En revanche, la dégringolade récente de l'euro apporte un soutien bienvenu. De leur côté, les politiques budgétaires devraient progressivement devenir plus restrictives pour combler le creusement du déficit en 2009 sous l'effet des pertes de recettes fiscales et des mesures discrétionnaires de soutien à l'activité. Le déficit public aurait atteint près de 6,5 % du PIB en 2009, et il pourrait encore légèrement se creuser en 2010 avant de commencer à se résorber en 2011. En tout état de cause, les ressorts d'une croissance plus soutenue restent faibles.*

\* \* \*

Au quatrième trimestre 2009, le PIB de la zone euro n'a que très faiblement progressé par rapport au trimestre précédent (+0,5 % en rythme annualisé). L'indicateur Coe-Rexecode d'entrée-sortie de récession a bien donné un signal de sortie de récession de la zone euro en septembre 2009. Cependant, les performances de croissance de la zone sur la seconde partie de l'année 2009 peuvent apparaître décevantes, notamment au regard de ce qui a été observé outre-Atlantique. La faible progression du PIB à la fin de l'année dernière, après un troisième trimestre qui avait donné quelques espoirs (+1,7 % au taux annuel), peut également apparaître décevante au regard des messages délivrés par les enquêtes de conjoncture. Dans l'industrie, les indices retraçant les opinions des directeurs d'achat (indices PMI) ne sont plus très éloignés de leurs précédents points hauts datant de la mi-2006. Dans les services, le redressement a été aussi très marqué courant 2009, même si un tassement a été récemment observé. Les enquêtes de la Commission européenne revêtent cependant une tonalité plus mesurée. Si elles décrivent, elles aussi, un rebond de l'activité, les soldes d'opinion se situent encore à un très bas niveau, proche du creux de 2001. Il faut donc

manier ces informations avec prudence et les interpréter de manière appropriée. De par les questions posées, les indices PMI se réfèrent plutôt aux variations au mois le mois de l'activité, tandis que les résultats des enquêtes de la Commission européenne décrivent plutôt les évolutions sur un an.

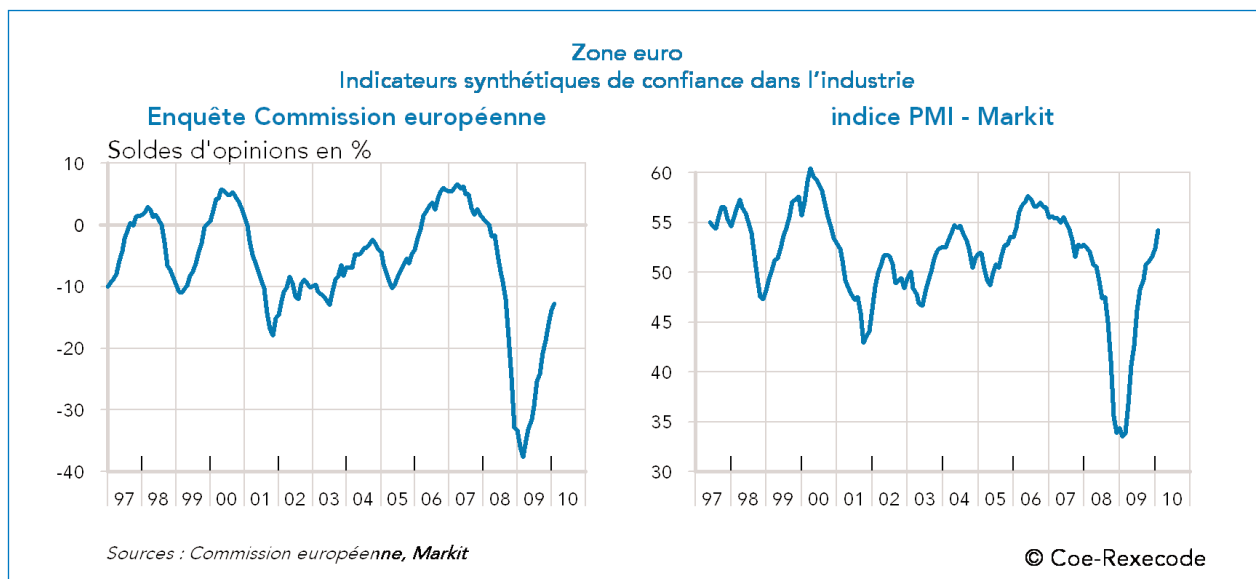
A l'évidence, au-delà des aléas pouvant toujours affecter les variations trimestrielles décrites par les comptes nationaux, la croissance en zone euro manque de souffle. La consommation des ménages a stagné au second semestre 2009, et le nouveau recul des ventes au détail en volume en janvier ne laisse pas augurer un prochain rebond. Les effets des mesures de soutien public aux marchés de l'automobile se sont d'ailleurs déjà retournés dans la plupart des pays de la zone. Du côté de la construction, les permis de construire de logements ont certes touché un point bas mi-2009, mais celui-ci marque un creux d'une ampleur considérable (plus de 50 % par rapport au point haut du début 2006). Le climat de confiance dans la construction s'est d'ailleurs montré hésitant fin 2009-début 2010. Peut-être faut-il y voir aussi des interrogations sur le marché non résidentiel.

Du côté de l'investissement productif, un rebond était intervenu au troisième trimestre, grâce à la forte hausse des dépenses en matériel de transport,

mais d'autres indicateurs, comme les commandes de biens d'équipement aux industriels allemands en provenance des pays de l'Union européenne, suggèrent que les dépenses d'équipement demeurent limitées. Par ailleurs, contrairement à ce qui avait été observé au troisième trimestre 2009, les stocks ont exercé une contribution nulle à la croissance au quatrième trimestre. Il faut rappeler que le processus de déstockage massif avait lourdement pesé sur l'activité au premier semestre 2009. De ce point de vue, des marges de manœuvre existent mais les incertitudes concernant l'ampleur de la reprise pourraient conduire les chefs d'entreprise à faire preuve de prudence dans la gestion de leurs stocks.

### L'aubaine de l'euro

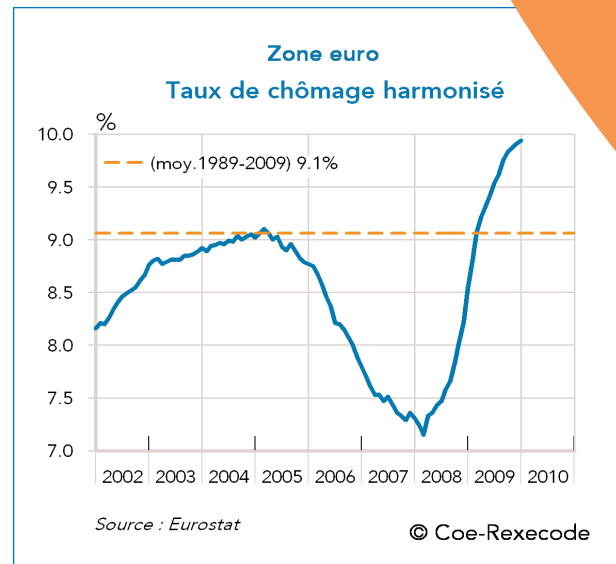
Si d'un côté la demande interne resterait emprunte de lourdeur, de l'autre le moteur extérieur constituerait un des piliers de la croissance de la zone euro courant 2010. Après cinq trimestres consécutifs de recul, pour un cumul de 17,6 %, les exportations de biens et services s'étaient nettement redressées au troisième trimestre (+ 11,9 % au taux annuel). Elles ont augmenté plus modérément au quatrième trimestre (+7 %), mais les ventes à l'étranger resteraient un support important de la croissance de la zone euro en 2010. Cela tiendrait d'abord à la fermeté de la demande mondiale adressée à la zone (hors flux intra-



zone), qui progresserait de près de 8 % en 2010, puis d'environ 7 % l'année suivante, une tendance qui contraste avec le trou d'air de 2009 (-12 %). En outre, les exportateurs en profiteraient pleinement grâce à la restauration de leur compétitivité sous l'effet de la dépréciation de l'euro dans le sillage de la crise grecque. Selon nos estimations et à partir de nos hypothèses sur les parités bilatérales, le taux de change effectif de l'euro baisserait de 2,5 % en 2010, amplifiant légèrement le recul de 2009 (2 %). Toutefois, ce mouvement baissier ne ferait que compenser la forte appréciation de la monnaie unique européenne observée en 2008 (+ 7 %). Quoi qu'il en soit, toutes choses égales par ailleurs, on peut estimer que les évolutions de change contribueraient à stimuler les exportations de la zone à hauteur d'environ un point de croissance en 2010.

### L'épineuse question du chômage

La phase de forte accélération du chômage est derrière nous. Depuis son point bas atteint début 2008, le taux de chômage s'est accru de trois points de pourcentage. Il a dépassé son précédent point haut (9 % en 2005). Cependant, les disparités nationales sont très fortes, à la fois sous l'effet de l'ampleur qu'a eu la crise sur chacune des économies de la zone, mais aussi sous l'effet du mode de gestion de la crise sur le marché du travail (recours massif au chômage partiel en Allemagne, ajustement rapide du volume de main-d'œuvre en mettant fin aux contrats à durée déterminée en Espagne). L'évolution future du chômage sera fonction de deux éléments. D'une part, naturellement, l'intensité de la croissance économique va jouer un rôle clef. Si cette dernière reste molle, inférieure à 1,5 % l'an, cela sera insuffisant pour à la fois absorber le supplément de population active (qui devrait être de l'ordre de 0,3 % en 2010, et peut être un peu plus faible en 2011) et générer des gains de productivité comparables à la tendance observée avant la crise (entre 1 et 1,5 % l'an). Le taux de chômage pourrait donc continuer à augmenter en 2010, mais de manière nettement plus atténuée que l'an dernier. Il culminerait à près de 10,5 % début 2011, avant de légèrement refluer en fin d'année. Pour que ce scénario se réalise, il faudra que la croissance ne s'affaiblisse pas. Sinon les pays qui ont opté pour des solutions permettant de repousser dans le temps les effets de la crise sur le marché du travail se trouveraient dans une situation délicate.



### Une politique monétaire toujours accommodante, une politique budgétaire devenant progressivement restrictive

La BCE ne devrait pas modifier ses taux directeurs avant la seconde partie de l'année 2011. En effet, la croissance reste trop faible et la reprise par trop fragile pour amorcer un réel durcissement de la politique monétaire. En outre, l'inflation reste sous contrôle. Les prix à la consommation ne se sont accrus que de 0,9 % sur un an en février. Certes, la fermeté des prix du pétrole depuis le début de l'année se traduit par un important effet de base sur les prix de l'énergie. Mais l'inflation sous-jacente reste faible, ce qui n'est pas étonnant dans un contexte de marché du travail dégradé et de sous-utilisation des capacités de production. De leur côté, les politiques budgétaires deviendraient plus restrictives dans l'objectif de combler progressivement le creusement du déficit intervenu en 2009 sous l'effet des pertes de recettes fiscales et des mesures discrétionnaires de soutien à l'activité. Le déficit public aurait atteint près de 6,5 % du PIB en 2009, et il pourrait encore légèrement se creuser en 2009. Un assainissement graduel débiterait en 2011. De ce point de vue, l'inquiétude ne vient pas tant des possibilités de défaut de la zone qui conduirait à des primes de risque très élevées. Ceci n'est vrai que dans le cas des pays les plus fragiles de la zone, dont l'exemple le plus significatif au cours des



dernières semaines a été la Grèce. C'est plutôt la dynamique de la dette qui peut inquiéter. Selon nos estimations, celle-ci continuerait encore à augmenter en 2011, ce qui va accroître le poids des intérêts versés et, par conséquent, demander un effort encore plus vigoureux de réduction du déficit primaire.

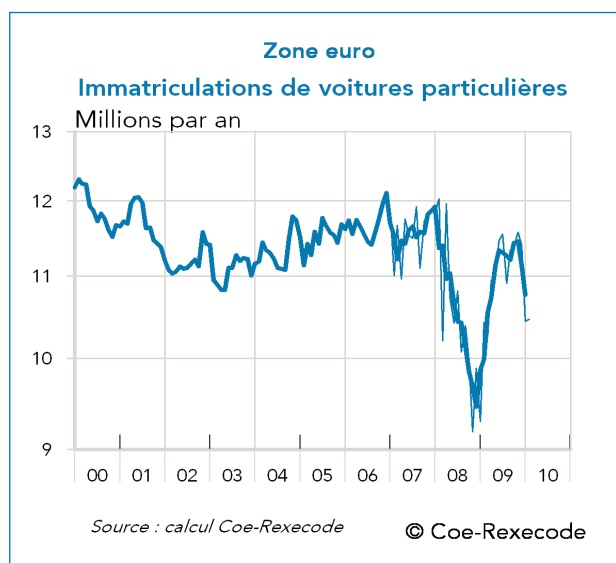
A l'intérieur de la zone euro, les dynamiques de croissance divergeraient encore en 2010 sur fond de restauration des finances publiques.

En **Allemagne**, pour l'heure, il apparaît que la reprise attendue tarde à se manifester. Celle-ci est de plus freinée par les conséquences négatives d'un hiver particulièrement rigoureux sur l'activité industrielle et sur le secteur de la construction. L'appréciation de la situation courante illustrée par l'enquête IFO s'est même un peu repliée au cours des derniers mois. En revanche, les anticipations d'évolution de l'activité restent plutôt bien orientées de même que l'enquête réalisée auprès des directeurs d'achat du secteur industriel qui s'est sensiblement redressée en février sous l'effet notamment d'une amélioration de l'opinion sur les nouvelles commandes. Exprimées en moyenne mobile sur trois mois et connues jusqu'en janvier, celles s'adressant au secteur industriel rebondissent de plus de 9 % l'an par rapport aux trois mois précédents, ce rythme étant identique selon qu'elles proviennent du marché intérieur ou des commandes à l'exportation. Favorisé par la nouvelle maîtrise des coûts salariaux qui se

dessine, l'appui sur le moteur extérieur bénéficiera en outre de l'amélioration de la compétitivité permise par la dépréciation récente de l'euro contre le dollar. Soutenue par sa compétitivité extérieure, l'économie allemande pâtit principalement de freins internes. La faiblesse structurelle de la demande interne se traduit déjà par une quasi-stabilité des prix à la consommation (0,3 % sur un an en février et -0,4 % l'an par rapport à novembre). Les freins sont également à rechercher du côté de la situation d'un système bancaire fragilisé par la crise financière. Au total, le PIB en volume allemand progresserait de 1,8% cette année puis de 1,5% en 2011.

En **Italie**, la sortie de récession de l'économie intervenue à l'été n'aura été que temporaire puisque dès le quatrième trimestre 2009, le PIB en volume a reculé de 1,3% l'an par rapport au trimestre précédent. Les derniers indicateurs conjoncturels disponibles laissent penser que la sortie de récession se fera progressivement. Du côté des entreprises, pour le premier trimestre 2010, l'institut ISAE projette un rebond de 2% de l'indice de la production industrielle par rapport au trimestre précédent. Depuis la fin 2009, le taux d'utilisation des capacités de production se redresse légèrement. Toutefois, cette amélioration se fait à partir d'un bas niveau. Enfin, les dernières enquêtes indiquent une amélioration du climat des affaires dans l'industrie. Pour sa part, la demande extérieure contribuera positivement à la croissance en 2010 et 2011 mais de façon mesurée. Les exportations devraient bénéficier d'une demande mondiale adressée à l'Italie croissante et de la dépréciation de l'euro. Elles souffrent néanmoins d'un déficit structurel de compétitivité. Du côté des ménages, les ventes au détail ont reculé de 0,5% au quatrième trimestre par rapport au trimestre précédent. Si les immatriculations de voitures ont progressé à vive allure en 2009, le nombre d'immatriculations n'a pas retrouvé ses points hauts de l'année 2007 (2,6 millions). Alors que la progression des prix à la consommation reste modérée (+1,4% au mois de janvier), les dépenses des ménages sont bridées par la détérioration de la situation sur le marché du travail et par le recul de leur revenu disponible réel. Au total, le PIB progresserait de seulement 0,9% cette année puis de 1,1% en 2011.

En **Espagne**, le PIB en volume enregistrait toujours un recul fin 2009 (-0,6% en variation





trimestrielle annualisée). Le rebond des exportations et de l'investissement productif ne parvient pas à compenser le recul très marqué de l'investissement en logements. La demande des ménages est bridée par le niveau élevé du taux de chômage, le processus de désendettement et les mesures d'austérité décidées par le gouvernement.

Au quatrième trimestre 2009, le taux de chômage s'est hissé à 18,9% (données CVS), un niveau inédit depuis l'année 1998. Fin janvier, le nombre de chômeurs inscrits est encore de 3,9 millions. Au cours des prochains mois, la hausse du chômage pourrait être accentuée par la fin des programmes de travaux publics. Dans le sillage de la hausse des cours du pétrole puis du relèvement de deux points de la TVA prévue pour juillet prochain, la hausse des prix pourrait elle aussi freiner les dépenses des ménages. Concernant les entreprises, les derniers indicateurs disponibles indiquent une amélioration modeste dans l'industrie.

Le chemin à parcourir pour retrouver les niveaux d'avant la crise est encore long. L'indice de la production industrielle recule de 3,6 % l'an sur les trois derniers mois connus en janvier par rapport aux trois mois précédents. Il se situe 23,3 % en deçà de son pic du mois de février 2008. Au mois de février, les perspectives de production des industriels sont un peu meilleures et leurs carnets de commandes se regarnissent mais à partir de bas niveaux. Le taux d'utilisation des capacités est de seulement 68,9%. Le PIB en volume devrait encore reculer en 2010 (-0,5%) puis légèrement se redresser en 2011 (+0,8%).

Au **Royaume-Uni**, après six trimestres consécutifs de contraction, le PIB en volume a progressé de 1,2 % en rythme annualisé. Les interrogations se portent désormais sur la pérennité de ce mouvement. Les dépenses des ménages vont être freinées par le relèvement du taux de TVA intervenu au 1er janvier et par le retrait du soutien public aux ventes d'automobiles. Alors que les immatriculations de véhicules particuliers (pour partie constituées de flottes d'entreprise) avaient connu un vif rebond courant 2009, en janvier, leur nombre se situait à près de 15 % en dessous de son niveau moyen du quatrième trimestre 2009. Deux autres facteurs pourraient aussi peser sur la consommation. D'une part, outre les effets de base liés à l'ajustement du taux de TVA, l'inflation outre-Manche est plus vigoureuse qu'en zone euro, et pourrait être nourrie par la baisse de la livre si elle se poursuivait. D'autre part, l'ajustement de l'emploi à la contraction de l'activité a été relativement limité en 2009, ce qui s'est traduit par une forte baisse de la productivité. Il est donc possible que le marché du travail reste assez durablement dégradé. Par ailleurs, si fin 2009, la croissance économique a été soutenue par une contribution significative des stocks, il est probable que cet effet s'épuisera rapidement. Enfin, en raison du déficit abyssal des finances publiques (près de 12 % du PIB en 2009), une nette décélération de l'investissement public interviendrait dès 2010.

Dès lors le salut viendra probablement de l'extérieur. Les marchés internationaux vont continuer à fournir des débouchés aux exportateurs britanniques qui vont pouvoir bénéficier de la dépréciation de la livre pour renforcer leur position. Au final, nous prévoyons une hausse de 1% du PIB en volume pour l'année 2010 puis de 1,5% en 2011.

#### Perspectives la zone euro pour 2010 et 2011

	2008	2009	2010	2011
<b>I - Ressources-emplois (volume)</b>	<b>Variations sur la période précédente (% taux annuel)</b>			
PIB	0,5	-4,0	1,2	1,4
Demande interne stocks compris	0,6	-3,4	0,4	1,0
Demande interne hors stocks	0,5	-2,6	0,0	0,9
Consommation privée	0,4	-1,0	0,0	0,6
Conso. publique	2,0	2,2	1,6	1,5
FBCF totale	-0,7	-11,0	-1,5	1,2
Export. biens et services	0,8	-13,2	5,6	5,2
Import. biens et services	0,9	-11,8	3,7	4,2
<b>II - Evolutions nominales</b>				
Prix de détail	3,3	0,3	1,4	1,5
Taux de salaire horaire	3,5	3,4	1,6	1,7
<b>III - Marché du travail</b>				
Emploi total	0,7	-1,8	-0,7	0,1
Taux de chômage en %*	7,6	9,4	10,2	10,4
<b>IV - Comptes d'agents</b>	<b>Moyenne sur la période</b>			
Solde des comptes publics en % du PIB	-1,9	-6,4	-6,7	-6,0
<b>V - Solde extérieur en valeur</b>				
Balance courante % du PIB	-1,5	-0,6	0,2	0,5
* moyenne sur la période				

## Japon : redressement sur des béquilles

*L'économie japonaise est sortie de récession en s'appuyant sur deux moteurs. Le premier est associé à la dynamique des exportations, le second tient aux béquilles budgétaires mises en place au gré de cinq plans de relance successifs. Les exportations japonaises à destination de la Chine ont retrouvé leur point haut préalable à la récession ce qui fait désormais de la Chine la première zone d'exportation de l'économie japonaise. L'encouragement aux achats de produits économes en énergie soutient la consommation et permet de compenser partiellement le recul du pouvoir d'achat des salariés. Ce dispositif s'éteindra d'ici la fin 2010. Le redressement des résultats des sociétés non financières qui s'opère rapidement est un gage de redressement ultérieur de l'activité. Il est probable qu'il mettra encore un peu de temps avant de se transformer en une reprise de l'investissement, privant ainsi temporairement l'économie japonaise d'un relais à une béquille budgétaire déjà très entamée.*

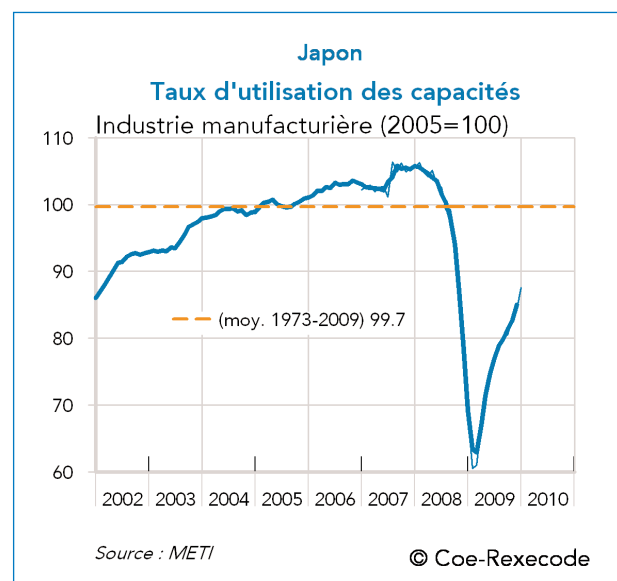
\* \* \*

L'activité économique japonaise affiche une évolution particulièrement heurtée au trimestre le trimestre. A la chute d'activité de la fin 2008 et du début 2009 ont succédé deux trimestres d'un redressement plutôt soutenu (6 et 3,8 % l'an respectivement aux deuxième et quatrième trimestres 2009) entrecoupés d'un trimestre de recul du PIB au cours de l'été. Au total, la contraction du PIB en 2009 aura été de 5,2 % après déjà -1,2 % en 2008, un recul d'une ampleur inédite depuis la seconde guerre mondiale. A la fin 2009, le niveau du PIB est encore en retrait de 6,3 % par rapport au point haut inscrit début 2008.

Le suivi conjoncturel de l'économie japonaise est d'autant plus malaisé que les évolutions reflétées par le système de comptabilité nationale se marient mal avec les tendances tirées d'indicateurs mensuels de conjoncture. Le nombre de logements commencés ainsi que les commandes adressées au secteur de la construction ont ainsi amorcé un redressement depuis un point bas au printemps dernier. Ceci n'empêcherait par la poursuite du recul des dépenses d'investissement en logement des ménages selon les comptes nationaux.

Pour leur part, les ventes au détail dans les grands magasins sont orientées à la baisse. Celle-ci s'est accentuée fin 2009. En dépit de ce recul, les dépenses de consommation des ménages auraient rebondi au cours du quatrième trimestre à la faveur de la vive progression des immatriculations de véhicules et des achats de biens d'équipement à faible intensité énergétique. Ces derniers postes de dépenses font l'objet de mesures incitatives dont l'arrivée à terme a été repoussée de mars à la fin de l'année pour ce qui concerne les achats de produits « verts » et à septembre 2010 pour les achats de véhicules « verts ». D'ici ces échéances, ces dispositifs pourraient soutenir les dépenses de consommation des ménages avant de précipiter un recul, au moins temporaire, de ces dernières une fois parvenus à leur terme.

Au-delà de ces incertitudes sur les trajectoires récentes de la demande interne japonaise, l'activité reste soutenue par deux moteurs. Le premier est associé à la dynamique des exportations, le second tient aux béquilles budgétaires mises en place au gré de cinq plans de relance successifs. Connues jusqu'en janvier, les exportations japonaises de marchandises sont encore inférieures de plus de 27 % à leur pic de début 2008. En revanche, les ventes à destination de l'Asie émergente ne sont plus inférieures que de 17 % à leur point haut. Surtout, les ventes à destination de la Chine sont revenues en janvier à proximité de ce



précédent point haut. Courant 2009, la Chine a ainsi supplanté les Etats-Unis au titre de première zone d'exportation de l'économie japonaise.

### **Vers une modération des exportations**

Le rebond des exportations de marchandises a rapidement permis à l'économie japonaise de retrouver un solde de la balance commerciale excédentaire. Celui-ci avait été temporairement négatif au tournant des années 2008-2009. Il s'est depuis fortement regonflé. Le taux de couverture des importations par les exportations ressortant à nouveau à plus de 110 % dès le troisième trimestre 2009. Le solde de la balance courante a retrouvé le niveau de 3 % du PIB qu'il a connu en moyenne depuis 1992. Il resterait au voisinage de ce niveau en 2010 et 2011. Les exportations restent soutenues en ce début d'année. Les opinions sur les commandes à l'exportation se sont franchement améliorées en février selon l'enquête PMI après avoir plafonné depuis l'automne dernier. Toutefois, le probable ralentissement des économies d'Asie émergente que nous retenons comme la pression qu'exerce l'inscription du taux de change yen/dollar à un niveau élevé sur la compétitivité de l'appareil de production nippon, pourraient se traduire par une modération graduelle des exportations. Le soutien d'activité associé aux dispositifs de subventionnement des achats des ménages s'exercera encore pendant quelques mois. Ces derniers s'éteindront progressivement à partir de l'automne. En revanche, l'investissement public se contracte déjà sous l'effet notamment de l'annulation par le gouvernement Hatoyama de programmes adoptés par le précédent gouvernement. Ce repli se poursuivrait au cours des deux prochains exercices dans l'objectif d'endiguer, autant que possible, la dérive des finances publiques. La dette publique sera d'un montant deux fois supérieur au PIB fin 2010 en raison de l'inscription durable du déficit public au voisinage de 8 % du PIB.

### **Les résultats des entreprises ont amorcé une phase de récupération**

Les ressorts d'une croissance autonome qui reposerait sur la dynamique des revenus (hors transfert) des agents privés ne sont pas encore réunis. Pour autant, plusieurs signes d'un dégriffage progressif apparaissent. Du côté de l'investisse-

ment productif, la remontée du taux d'utilisation des capacités de production a déjà été forte en ligne avec le vif redressement de la production industrielle. Il reste toutefois à un niveau encore très déprimé et la proportion des chefs d'entreprise se jugeant en situation de surcapacités est toujours élevée bien qu'en recul.

Cependant, la contraction des dépenses d'investissement productif se serait interrompue au quatrième trimestre et les commandes adressées à la mécanique japonaise en provenance du marché intérieur se stabilisent. Surtout, le redressement des comptes des entreprises japonaises se poursuit. Là encore, le niveau des marges des entreprises est toujours très bas (inférieur de plus de 27 % à son niveau moyen de 2007) toutefois le taux d'autofinancement de l'investissement est déjà repassé nettement au-dessus de 120 % en fin d'année dernière en dépit de l'amorce d'un redressement du taux d'investissement. Les éléments favorables à un redémarrage de l'investissement se réunissent ainsi progressivement. Il est cependant peu probable qu'ils s'exerceront pleinement avant la fin 2011. Sur un autre plan, le recul du niveau des stocks se poursuit. Il inscrit trimestre après trimestre de nouveaux records à la baisse. Pour autant, le ratio du niveau des stocks au chiffre d'affaires reste encore éloigné de ses précédents points bas. L'ajustement des stocks pourrait ainsi se poursuivre mais à un rythme désormais moins soutenu.

L'amélioration des résultats des entreprises japonaises s'opère malgré le contexte toujours déflationniste. Le prix du PIB recule de 3,6 % en rythme annualisé au quatrième trimestre. Toutefois, le coût salarial unitaire se replie encore plus vite que le prix du PIB en raison notamment de la rechute des gains salariaux nominaux comme réels (-6,9 % sur un an en décembre en termes réels). Le marché de l'emploi donne cependant quelques signes de réanimation. Le taux de chômage a passé un pic. Les chefs d'entreprise se déclarant en situation de sureffectifs restent plus nombreux que ceux qui jugent le niveau de leurs effectifs insuffisant, mais l'écart se réduit selon l'enquête Tankan. Le ratio des offres aux demandes d'emploi a cessé de reculer pour se redresser très timidement.

Ces signes positifs demeurent ténus. Ils doivent beaucoup aux mesures gouvernementales desti-

nées à limiter les licenciements et ne reflètent pas nécessairement une dynamique de créations d'emplois. Nous retenons que l'emploi pourrait à nouveau se contracter tout au long de l'année en cours. Cette situation n'empêcherait pas un nouveau repli du taux de chômage associé au recul de la population active. Celle-ci est orientée à la baisse depuis 1997. Ce recul pourrait s'accélérer en ligne avec la contraction de la population âgée de 15 à 64 ans au rythme de 0,9 % par an. Depuis son pic inscrit en 1996, cette dernière a reculé de près de 6 millions de personnes (-7,4 %), situation qui contraint lourdement le potentiel de croissance nippon. Outre l'appui sur les dispositifs publics, le recul de la consommation des

ménages qui est intervenu en 2009 a été limité par la réduction de l'effort d'épargne des ménages. Un tel mouvement ne se prolongerait pas en 2010. Même bas en termes nominaux, les taux d'intérêt sont élevés en termes réels du fait de la déflation persistante. Par ailleurs, les prix des actifs immobiliers comme des terrains demeurent orientés à la baisse ce qui pèse sur la richesse nette des ménages. Le nouveau recul de la masse salariale globale (en termes nominaux) que nous attendons pour l'exercice 2010 pèsera ainsi sur la dépense des ménages. Celle-ci se contracterait à nouveau en 2011 après une progression temporaire en 2010, ce qui empêcherait la croissance japonaise de s'inscrire sur une trajectoire de reprise.

## Zone émergentes : dynamique autonome

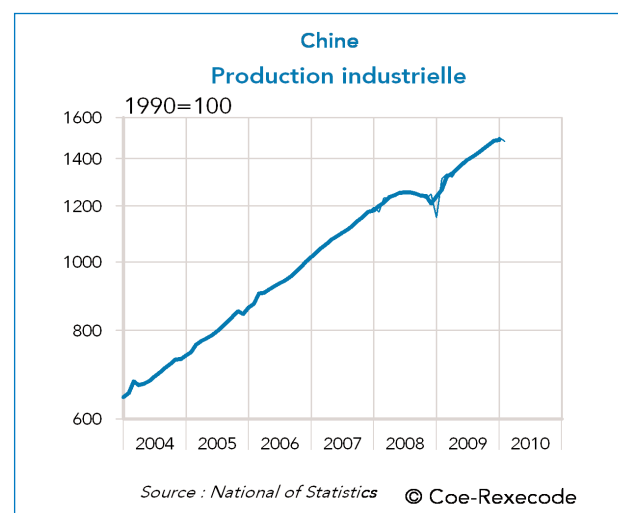
Les zones émergentes se sont appuyées sur leurs propres forces pour être les premières à s'extraire de la récession mondiale, le dynamisme de leur demande interne leur a permis de retrouver rapidement des rythmes de croissance élevés, la Chine traçant un chemin emprunté à des degrés divers par les autres économies émergentes qu'elles soient asiatiques ou latino-américaines. Le rebond d'activité a été suffisant pour faire réapparaître des poches d'inflation. Le soutien apporté par des politiques budgétaires et monétaires pourrait rapidement s'atténuer. Les zones émergentes continueront par ailleurs de pâtir d'une demande atone en provenance des économies développées. Leur rythme d'expansion pourrait ainsi fléchir courant 2010.

\* \* \*

## Divergences dans l'ampleur du rebond d'activité

Alors que les pays industrialisés ont enregistré une forte contraction de l'activité, la **Chine** a affiché une croissance du PIB de 8,7% en 2009. Grâce aux mesures de relance, le pays pourrait enregistrer une croissance de 9,8% cette année. Elle fléchirait à 8,2% en 2011. La demande interne, et notamment l'investissement, continuerait de jouer un rôle primordial. La contribution des échanges extérieurs nets pourrait redevenir positive dès 2010. Conséquence de la forte croissance de l'activité, les menaces de surchauffe pourraient conduire les autorités monétaires à relever les taux directeurs d'ici la fin du second trimestre. Une telle action permettrait de freiner la flambée des prix de l'immobilier dans les grandes villes. Ceux-ci ont grimpé de 10,7% sur un an en février, la plus forte progression depuis février 2008 alors que la liquidité reste abondante malgré un ralentissement de la masse monétaire et du crédit observé au cours des deux premiers mois de l'année 2010. Du côté des changes, il est peu probable que la Chine procède à une réévaluation du yuan dès cette année. La reprise de la demande mondiale pourrait déboucher sur un nouveau gonflement de l'excédent commercial chinois à partir de 2010 après le recul enregistré en 2009 à 196,4 milliards de dollars (4 % du PIB).

La reprise se consolide en **Asie émergente**. Sous l'impulsion de la Chine et de l'Inde, le volume du PIB de la zone a progressé de 13 % l'an au quatrième trimestre. Sur l'ensemble de l'année 2009, la croissance ressort finalement à 5,7 % après 6,6 % en 2008. Les perspectives de croissance demeurent favorables comme le suggèrent l'ensemble des enquêtes de conjoncture. Les indicateurs avancés construits par les instituts nationaux de statistiques ont continué de progresser alors que le moral des industriels reste au plus haut. Ainsi, la croissance de l'activité de la région pourrait atteindre 8 % cette année avant de décélérer à 6,2 % en 2011. La bonne performance des économies émergentes d'Asie est à relier en premier lieu à la reprise de la demande extérieure. Le rebond des exportations a renforcé le dynamisme de la demande intérieure, en particulier en Inde. Avec une croissance vigoureuse de l'activité, la montée de prix des produits de base et l'abondance de liquidités renforcent les menaces de surchauffe dans la plupart des économies, en Inde, en Chine et aux Philippines notamment. Dans ces conditions, il est probable qu'une première vague de hausse des taux directeurs indiens, chinois et philippins intervienne d'ici la fin du second trimestre. Cependant, un relèvement des taux n'est pas à exclure d'ici l'été en Corée du Sud ou en Thaïlande. Sur le plan extérieur, avec la reprise des exportations, l'excédent de la balance courante de la zone devrait se gonfler de nouveau en 2010 et 2011 (à l'exception de l'Inde et des Philippines). Les réserves de changes continue-





raient de progresser. La tendance au renforcement des devises émergentes asiatiques ne peut qu'accentuer, surtout si l'activité continue de progresser à des rythmes soutenus.

Au troisième trimestre 2009, toutes les économies de la zone **Amérique latine** étaient sorties de récession. Le redressement économique se poursuit. Toutefois, cette sortie de récession s'opère en ordre dispersé. L'activité est particulièrement dynamique au Brésil. La sortie de récession est plus lente au Mexique. Des incertitudes persistent quant aux trajectoires des économies argentine et vénézuélienne. L'évolution de l'indice de la production industrielle agrégé de la zone indique que le redressement de l'activité est patent. La reprise de l'activité de la zone commence à se traduire par une réaccélération de l'inflation, sauf au Chili. Alors que le rebond de la demande interne est disparate d'un pays à l'autre, toutes les économies de la zone ont renoué avec une forte croissance des exportations en valeur. Exprimées

en dollars, celles-ci ont bondi de 29,3 % depuis le début de 2009. La contribution positive des échanges extérieurs nets à la croissance et la remontée des cours des matières premières ont permis une amélioration des soldes courants sur l'année 2009, sauf pour le Venezuela en raison de l'effondrement des exportations pétrolières. Au-delà, nous projetons une dégradation du déficit courant de la zone en lien avec une reprise des importations supérieure à celle des exportations. Cette dégradation des soldes courants pourrait provoquer une pression à la baisse sur les devises latino-américaines par rapport au dollar à partir de 2011. Au total, sur l'ensemble de l'année 2009, nous estimons que le PIB agrégé de la zone aurait reculé de 2,5 %. Celui-ci pourrait progresser de 4 % en 2010 puis de 3,7 % en 2011.

Après avoir été touchés de plein fouet par une chute brutale de l'activité fin 2008-début 2009, les pays d'**Europe de l'Est** se sont engagés avec retard sur la voie de la reprise économique, comparativement aux pays émergents d'Asie et d'Amérique latine. Les chiffres de variation du PIB en 2009 portent ainsi les traces d'une récession d'une extrême sévérité pour certains pays, notamment les pays baltes. Cependant, l'année 2009 s'est mieux terminée qu'elle n'avait commencé et des signaux de raffermissement de l'activité sont progressivement apparus. La production industrielle s'est graduellement redressée, sous l'effet notamment d'une reprise des exportations. Les pays fortement impliqués dans les réseaux européens de la construction automobile ont tiré parti du surcroît de demande lié aux mesures de soutien public mises en place dans de nombreux pays européens. De son côté, la Russie a progressivement bénéficié du raffermissement des prix du pétrole, ce qui s'est traduit par un dégel de l'activité (production industrielle, exportations, ventes au détail). Les dernières données publiées par Eurostat montrent tout de même que certains pays n'étaient toujours pas sortis de récession au quatrième trimestre (en particulier la Hongrie, la Roumanie ou encore la Lettonie). La région devrait afficher une croissance de 3 % du PIB en 2010, et environ un point de plus en 2011. Ce rythme est certes honorable au regard de la crise de 2009, mais cette performance resterait nettement inférieure à la croissance moyenne observée entre 2000 et 2007 (5,9 %), signe que le processus de convergence de la zone pourrait avoir été ralenti par la crise. ■

Perspectives économiques des pays émergents pour 2010 et 2011				
	2008	2009	2010	2011
<b>Croissance volume du PIB</b>				
Asie**	6.7	5.7	8	6.2
dont Chine	9.6	8.7	9.8	8.2
Asie hors Chine et Inde	3.0	-0.1	5.2	3.1
Amérique latine***	3.8	-2.5	4.0	3.7
Europe de l'Est****	4.9	-6.4	3.0	3.9
<b>Taux d'inflation</b>				
Asie	6.4	2.4	5.3	3.9
dont Chine	5.9	-0.7	3.2	2.8
Asie hors Chine et Inde	6.0	1.8	3.6	3.1
Amérique latine	7.8	6.5	7.4	6.8
Europe de l'Est	13.2	9.1	7.6	8.2
<b>Balance courante*</b>				
Asie	545.6	524.8	586.4	643.8
dont Chine	426.1	325.5	374.6	414.9
Asie hors Chine et Inde	119.5	217.9	245.4	269.1
Amérique latine	-9.9	-14.8	-41	-53.8
Europe de l'Est	3.4	25.5	40.5	30.0
hors Russie	-99.9	-24.5	-24.5	-45.0
* en milliards de dollars				
** à 10 pays *** y compris Mexique				
**** Hongrie, Bulgarie, Pologne, République tchèque, Slovaquie, Roumanie, Russie, Ukraine				



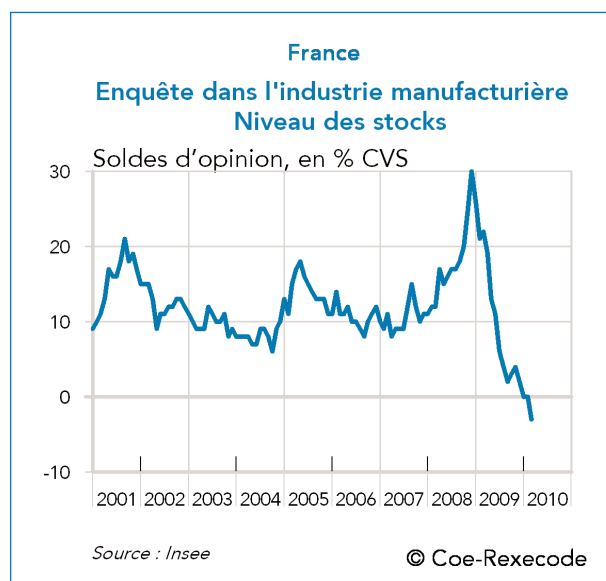
## Situation et perspectives de l'économie française pour 2010 et 2011

*Le recul de l'activité a été moins fort en France en 2009 que dans l'ensemble de la zone euro. Cette « surperformance » peinerait à se prolonger en 2010. Les ressorts d'une croissance soutenue ne sont pas encore réunis en France pas plus qu'ils ne le sont dans le reste de l'Europe. Ils le seront à la faveur d'une restauration durable de la compétitivité extérieure qui fait encore défaut, les parts de marché des exportations françaises reculant à nouveau au second semestre 2009. Ils le seront également à mesure que les revenus d'activité des ménages comme des entreprises se substitueront aux revenus de transfert. Les réductions d'impôt et les hausses de prestations sociales ont débouché sur une vive progression du pouvoir d'achat du revenu des ménages en 2009 dans un contexte de récession exceptionnelle. Les mesures de soutien de la trésorerie des entreprises ont pour leur part contribué à limiter le nombre de défaillances, au prix toutefois d'une forte dégradation des finances publiques qui appellera correction. Pour l'heure, le recul de l'emploi se poursuit mais à un rythme plus faible. L'arrêt du déstockage pourrait se traduire par une progression assez soutenue du PIB de manière temporaire. Mais les conditions d'une reprise plus durable ne sont pas encore réunies. L'économie française paraît ainsi entrer dans une phase de convalescence.*

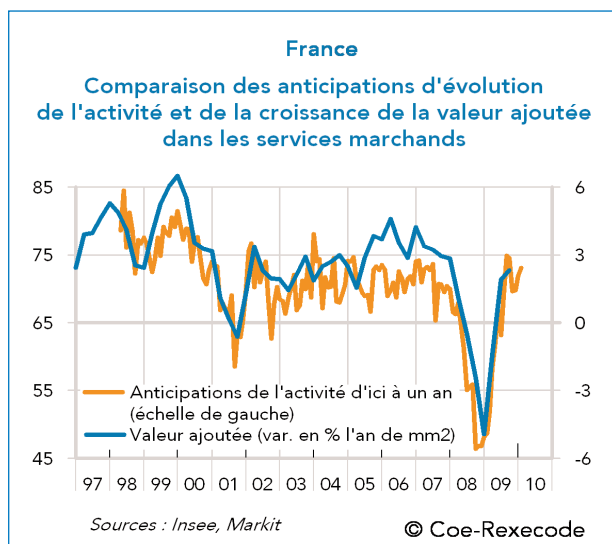
Avec une contraction du PIB de 2,2 % sur l'ensemble de l'année écoulée, l'économie française a connu le plus faible recul de l'activité de l'ensemble des économies de la zone euro, à l'exception paradoxale près de la Grèce. Elle se distingue encore de l'ensemble européen par la croissance de son PIB fin 2009. Sa progression au rythme de 2,4 % l'an au cours du quatrième trimestre tranche avec la croissance anémique observée au sein de la zone euro (0,5 % l'an par rapport au rapport au trimestre précédent).

L'écart entre les croissances française et européenne s'explique en premier lieu par les divergences d'évolution de la consommation des ménages : en croissance soutenue en France fin 2009 (3,7 % l'an), celle-ci a stagné dans la zone euro. Il tient également à la modération du déstockage. Ce dernier s'est prolongé au quatrième trimestre, les sociétés non financières continuant de puiser dans leurs stocks, mais à un rythme moins soutenu qu'auparavant. Il est probable que le déstockage s'interrompra au cours du premier semestre, le niveau des stocks étant jugé très bas par les industriels. Cette seule interruption pourrait à nouveau occasionner un aléa

favorable à la croissance du PIB en France au cours du premier semestre sans traduire pour autant le retour sur un sentier de croissance soutenue.



<b>Perspectives de l'économie française pour 2010 et 2011</b>				
	2008	2009	2010	2011
<b>I - Ressources-emplois (volume)</b>	<b>Variations sur la période précédente (% taux annuel)</b>			
PIB	0,3	-2,2	1,7	1,4
Demande interne stocks compris	0,7	-1,9	1,7	1,3
Demande interne hors stocks	0,9	-0,6	0,9	1,3
Consommation des ménages	0,9	0,8	0,9	0,8
Consommation publique	1,1	1,6	2,2	1,5
FBCF totale	0,5	-7,0	-1,1	2,4
ménages	-1,4	-8,1	-3,5	1,7
productif	2,4	-7,7	-0,8	2,5
administrations publiques	-4,5	-3,2	1,7	3,4
Exportations de biens et services	-0,6	-11,2	4,5	5,0
Importations de biens et services	0,6	-9,7	4,3	4,5
<b>II - Evolutions nominales</b>				
PIB	2,8	-1,4	2,5	2,5
Exportations de marchandises	2,8	-17,3	4,6	5,3
Importations de marchandises	5,5	-17,8	6,6	5,5
Déflateur du PIB	2,5	0,8	0,9	1,2
Prix de détail	2,8	0,1	1,2	1,0
Salaire mensuel de base	3,0	2,2	1,9	2,0
Taux de salaire horaire	3,1	2,3	1,9	1,9
<b>III - Marché du travail</b>				
Emploi salarié "marchand"	0,5	-2,5	-1,1	0,2
Taux de chômage au sens du BIT (%) **	7,4	9,1	9,9	10,0
Durée annuelle du travail	-0,1	-0,1	0,1	0,1
Productivité horaire (SMNA)	0,0	-0,7	2,7	1,1
Coût Salarial Unitaire (SMNA)	3,1	2,8	-0,5	0,8
<b>IV - Comptes d'agents</b>				
Prix de la VA (SMNA) / CSU	-0,1	-1,3	1,1	0,3
Taux de marge des SNF en %*	31,1	30,5	32,1	32,0
Pouvoir d'achat du RDB des ménages***	0,7	1,9	0,4	0,3
Taux d'épargne brute des ménages (%)*	15,3	16,5	16,1	15,7
Solde des comptes publics en % du PIB *	-3,4	-7,9	-7,8	-6,9
<b>V - Solde extérieur en valeur*</b>				
Balance commerciale FAB-FAB en mrd's d'euros (taux annuel)	-55	-43	-53	-57
Taux de couverture (%)	88,4	89	87,3	87,1
Balance courante (taux annuel)				
- en mrd's d'euros	-44	-38	-42	-45
- en mrd's \$	-65	-53	-56	-57
- en % du PIB	-2,3	-2	-2,1	-2,2
<b>VI - Taux d'intérêt (%)</b>				
Euro-euro 3 mois *	4,6	1,2	0,5	0,7
Obligations d'Etat à 10 ans *	4,2	3,6	3,4	3,6
<b>VII - Taux de change</b>				
1 euro = ... \$ *	1,47	1,39	1,33	1,26
* moyenne sur la période				
** moyenne sur la période, France métropolitaine				
*** déflateur utilisé : Indice des prix à la consommation				



Un tel retour n'est pas encore d'actualité. Au-delà de probables et temporaires variations assez vives de l'activité associées principalement aux mouvements de stocks, les ressorts d'une croissance soutenue ne sont pas encore réunis, ils ne le seront qu'une fois que la situation de bilan des agents privés puis publics aura été suffisamment assainie.

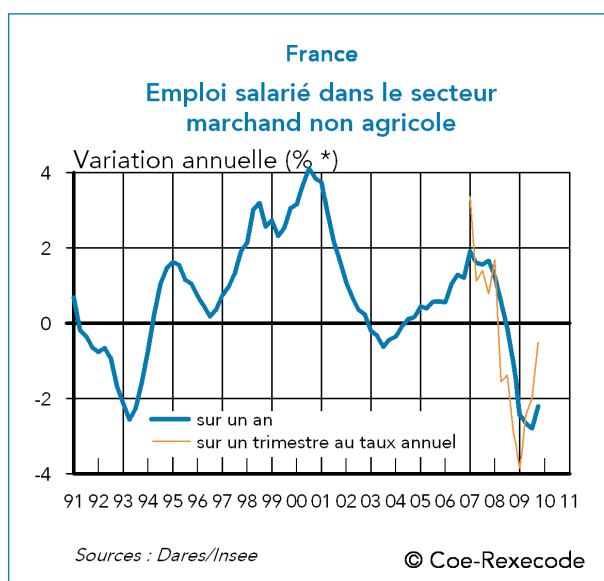
Les enquêtes de conjoncture les plus récentes suggèrent que le rebond modéré d'activité intervenu dans la deuxième partie de l'année 2009 peine à prendre de l'ampleur. Le solde des opinions des industriels sur le niveau des commandes s'inscrit toujours à un niveau bas. L'indice du climat des affaires dans la construction peine également à se redresser. Il a un peu reculé dans les travaux publics et se stabilise pour ce qui concerne les activités de services.

Les intentions de commandes des commerçants de détail s'orientent pour leur part un peu plus résolument à la hausse. Il est toutefois possible qu'une partie de cette impulsion soit associée à une déformation récente de la structure de la consommation des ménages favorable aux produits autres que manufacturés. Cette dernière avait été portée dans la deuxième partie de 2009 par les achats d'automobiles et plus généralement par celle des biens manufacturiers. La réduction du montant de la prime à la casse intervenue début 2010 s'est déjà traduite par un tassement des immatriculations de véhicules.

### Le pouvoir d'achat du revenu des ménages progressera moins vite que le PIB

Plus fondamentalement, les éléments de soutien de la consommation seront moins solides qu'ils ne l'avaient été en 2009. La progression du pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages a été exceptionnellement forte l'an dernier au regard du contexte récessif. Elle a été de 1,9 % par rapport à 2008 sur fond de recul de 2,2 % du PIB. Cette progression a été suffisante pour permettre aux ménages à la fois de maintenir leur niveau de consommation et pour renforcer leur effort d'épargne. Elle s'est opérée en dépit d'un recul inédit et temporaire de la masse salariale totale début 2009 et a été expliquée par des réductions d'impôt et une accélération des prestations sociales. La forte inflation (non anticipée) observée en 2008 avait conduit à une forte revalorisation de plusieurs prestations début 2009. Du fait de l'absence d'inflation en 2009, ce mécanisme ne se renouvellera pas en 2010 privant ainsi les revenus des ménages d'un soutien important alors même que la progression de la masse salariale peinera à accélérer.

Les pertes d'emploi, dans le secteur marchand, se sont poursuivies au cours du quatrième trimestre mais à un rythme qui va en se modérant (-20300 après -79900 au cours du troisième trimestre 2009). Nous retenons que l'emploi verrait son



recul s'interrompre au cours du second semestre 2010. Il ne progresserait que faiblement par la suite. Le taux de chômage avancerait jusqu'à 10 % de la population active en moyenne en 2011. Dans un contexte faiblement inflationniste, la dérive des salaires resterait pour sa part contenue aux environs de 2 % en 2010 comme en 2011.

Avec la stabilisation du taux de chômage et la stabilité attendue des taux d'intérêt, l'incitation à l'épargne pourrait s'atténuer. Nous retenons que le taux d'épargne pourrait reculer de quatre dixièmes de point en 2010 puis à nouveau en 2011. En limitant le coût de l'endettement, la faiblesse des taux encouragerait également les ménages à revenir vers l'investissement en logement. Les nouveaux crédits distribués aux ménages sont du reste en progression depuis quelques mois, les dispositifs d'encouragement à l'investissement locatif soutenant également cette dépense. Toutefois, le redressement attendu de l'investissement des ménages resterait de faible ampleur. Il serait encore très loin d'effacer la baisse intervenue au cours des deux dernières années.

### **Lent redémarrage de l'investissement productif**

La maîtrise des coûts salariaux, associée au recul anticipé des impôts liés à la production (impact de la réforme de la taxe professionnelle en 2010), permettraient aux sociétés non financières de redresser quelque peu le niveau de leurs marges. En revanche, la chute des recettes d'impôt sur les sociétés intervenue en 2009 ne se renouvellera pas. A l'inverse, le taux d'imposition apparent des sociétés non financières se redresserait sensiblement en 2010 puis à nouveau en 2011. Au total, dans un contexte où les sociétés non financières peineront à répercuter dans leurs prix de vente les hausses anticipées des coûts de leurs approvisionnements, leurs résultats (avant distribution et amortissement et après impôts) verraient leur progression se modérer courant 2010. Elle serait de plus de 6 % sur l'ensemble de l'année en cours après + 8 % en 2009 avant de se modérer à 1,5 % en 2011. Du fait de la faiblesse des taux d'utilisation des capacités de production, l'incitation à investir restera limitée. Nous retenons que les dépenses d'investissement productif verraient leur recul s'interrompre à la mi-2010 pour ne s'orienter

que timidement à la hausse par la suite. Cette hypothèse est plutôt confortée par le redressement amorcé des intentions de commandes des commerçants de gros de biens d'équipement. Qu'elle provienne des ménages ou des sociétés non financières, la demande finale émanant des agents privés restera au total peu allante.

En revanche, la dépense d'investissement public pourrait exercer un effet de soutien de l'activité en 2010 avant de se modérer. Les dépenses d'investissement public ont poursuivi leur recul jusqu'à la fin de l'année dernière. La mise en résonance du volet « investissement public » du plan de relance début 2010 avec l'entrée dans la phase haussière du cycle communal de l'investissement pourrait tirer à la hausse cette dépense. Toutefois, les marges de manœuvre étant des plus réduites du côté de la sphère publique, ce soutien restera là encore de faible ampleur. Nous retenons que le déficit budgétaire resterait un peu en-dessous de 8 % du PIB en 2010 comme en 2009 avant de se réduire à 6,9 % du PIB en 2011 sous l'effet de la remontée progressive du taux de prélèvements obligatoires qui a fortement reculé du fait de la récession.

### **La lancinante question de la compétitivité extérieure**

La dépréciation récente de l'euro contre le dollar est bienvenue pour la compétitivité de l'appareil européen de production. Nous retenons que le recul tendanciel des parts du marché mondial détenues par les exportateurs français se poursuivrait mais à un rythme moins soutenu que par le passé en 2010 puis en 2011. Point préoccupant, les signes de redressement de la compétitivité française par rapport à ses concurrents européens, qui étaient apparus début 2009, n'ont pas été confirmés en fin d'année dernière, la part des exportations françaises dans celle de la zone euro s'érodant de nouveau. Outre le processus d'ajustement de la situation de bilan des agents qui est en cours, l'enjeu de la compétitivité demeure l'un des principaux défis à relever pour l'économie française afin de retrouver le sentier d'une croissance plus soutenue.

*Achévé de rédiger le 22 mars 2010*

# Coe-Rexecode... centre d'observation économique et de recherches pour l'expansion de l'économie et le développement des entreprises

## 1 Une mission de veille conjoncturelle

Coe-Rexecode assure un suivi conjoncturel permanent de l'économie mondiale et des prévisions économiques à l'attention de ses adhérents.

L'adhésion à Coe-Rexecode, c'est :

- un éclairage permanent sur les évolutions de la conjoncture économique et financière mondiale,
- des prévisions macroéconomiques argumentées mises à jour chaque trimestre,
- un lieu d'échange avec les adhérents et les économistes de Coe-Rexecode dans le cadre de réunions mensuelles,
- une équipe disponible (économistes, statisticiens, documentalistes) à même de répondre rapidement à vos questions d'ordre macroéconomique.

Coe-Rexecode apporte à ses adhérents une compréhension de l'évolution de la conjoncture mondiale. L'insertion de l'équipe de Coe-Rexecode dans le monde de l'entreprise façonne l'originalité et la pertinence de ses analyses. Les travaux de Coe-Rexecode sont réservés de manière exclusive à ses adhérents.

## 2 Une mission de participation au débat de politique économique

La participation au débat public de politique économique est soutenue par des membres associés (institutionnels), la Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris et des membres partenaires (entreprises). L'activité de participation au débat de politique économique comporte trois volets : des travaux d'études spécifiques, un cycle de réunions de politique économique et l'organisation des *Rencontres de la croissance* (avec la participation du Premier Ministre) prolongées par l'édition d'un ouvrage sur l'état d'avancement des réformes en France.

### • Un cycle de réunions sur des questions de politique économique

Plusieurs thèmes d'actualité sont abordés lors de réunions de travail préparées par Coe-Rexecode auxquelles participent des représentants des membres associés et partenaires, des économistes et, le cas échéant, d'autres personnalités extérieures.

### • Les travaux d'études spécifiques

Des travaux d'études sont menés pour analyser les conséquences économiques du Grenelle de l'Environnement, le développement des entreprises du secteur des services à la personne, le lien entre économie globale et télécommunications. Les axes de recherche portent sur *le financement de la protection sociale*, sur *l'emploi et les chiffres de la compétitivité française* et sur *l'évaluation économique des politiques de protection de l'environnement et plus généralement sur l'analyse du système productif*.

### • Les Rencontres de la croissance

Coe-Rexecode organise depuis 2003 les *Rencontres de la croissance*, placées sous la présidence du Premier Ministre. L'institut publie à cette occasion un ouvrage aux Éditions Economica, remis au Premier Ministre et largement diffusé. Les titres des ouvrages précédents étaient : *Des idées pour la croissance*, ouvrage recueillant les contributions de 77 économistes, *La croissance par la réforme* et *Demain l'emploi si...* (disponibles en librairie, Éditions Economica). Ces manifestations ont pour but d'éclairer l'ensemble des acteurs économiques et sociaux (entreprises, fédérations professionnelles, administrations, personnalités politiques et de la société civile...) sur les modalités et enjeux de la croissance, de débattre des réformes structurelles qu'elles impliquent, d'examiner le chemin parcouru au cours des dernières années et d'envisager celui qui reste à parcourir vers l'objectif d'une croissance durable au rythme de 3 % l'an.

## Les adhérents de Coe-Rexecode

L'adhésion à Coe-Rexecode est ouverte à tous, entreprises, administrations, fédérations professionnelles, quelle que soit leur taille. Les 80 adhérents correspondants de Coe-Rexecode comptent de grandes entreprises industrielles, des banques, des organismes de gestion financière, des fédérations professionnelles et des administrations. Les membres associés sont les membres qui soutiennent les études sur le système productif et la participation au débat de politique économique.