

Vitalité des échanges internationaux

CONJONCTURE INTERNATIONALE

Le pic des inquiétudes envers les déséquilibres des finances publiques des économies développées paraît dépassé, suite aux plans de redressement annoncés dans la plupart des pays concernés.

Cette plus grande sérénité s'explique aussi par la vigueur persistante de la croissance dans le monde émergent. L'Inde connaît désormais une expansion de même ordre que la Chine. Les autres économies asiatiques bénéficient de la vitalité des deux géants de la zone, mais souvent aussi d'une progression sensible de leur demande intérieure. Le Brésil et d'autres économies émergentes hors l'Asie obtiennent une évolution comparable.

Déstabilisée dans un premier temps par la perte de crédibilité des politiques budgétaires de nombreux pays, les autorités européennes mettent progressivement en place les instruments d'une nouvelle gouvernance interétatique. Partout, l'insouciance des années de prospérité factice cède la place à l'adoption de mesures structurelles. La remise en cause du fonctionnement de l'économie espagnole en est l'illustration la plus flagrante.

Ces nouvelles orientations exigent une grande constance dans l'exécution. Au final, les marchés jugeront aux actes. Dans l'attente des résultats, l'euro sera probablement affaibli de façon durable.

LA SYNTHÈSE

La plupart des **grandes économies asiatiques** ont retrouvé ou dépassé leur niveau d'activité d'avant la crise. Cette performance s'explique à la fois par le dynamisme de la demande interne mais aussi par la remontée spectaculaire de leurs ventes à l'étranger. Selon le Centraal Planbureau néerlandais, le volume des exportations à l'étranger de l'Asie s'est redressé d'un tiers entre le début 2009 et mars 2010, dépassant de plus de 5 % son précédent pic. En conséquence, les tensions inflationnistes se renforcent. Le glissement annuel des prix à la consommation atteint actuellement 5 % alors qu'il était revenu vers 2 % à la mi-2009.

La préoccupation majeure des **pays européens** est de contenir la vive dégradation de leurs **comptes publics**, via l'adoption de plans de rigueur. Après l'Allemagne, qui a annoncé des économies de plus de quatre-vingt milliards d'euros sur quatre ans, le Royaume-Uni s'engage sur cette voie comme en témoigne le budget d'urgence présenté par le nouveau gouvernement. La résorption des déficits est d'autant plus délicate que l'activité se redresse à un rythme modéré, pénalisée par l'atonie de la consommation des ménages : - 0,1 % au premier trimestre pour la zone euro, après + 0,2 % fin 2009. Les immatriculations d'automobiles, qui avaient été tirées par les

mesures de relance en 2009, fléchissent nettement, revenant vers 10 millions en rythme annuel au printemps en regard d'une moyenne de 11,5 millions jusqu'à la fin 2007.

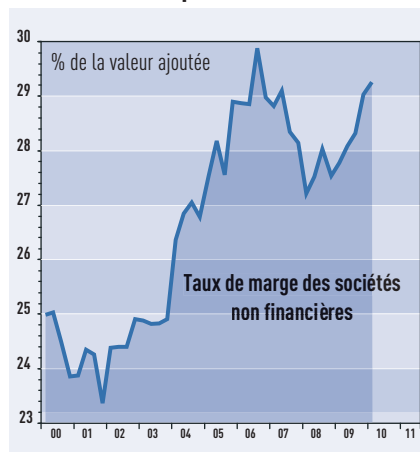
La bonne tenue des exportations des pays de la zone, soulagées par le retour à un taux de change plus favorable, ainsi que le vif **ralentissement du déstockage** sont deux puissants facteurs de soutien. Au premier trimestre 2010, la moindre réduction des stocks a contribué à hauteur de 0,8 point à la croissance du PIB, un des meilleurs résultats jamais observés. Les **dernières enquêtes auprès des chefs d'entreprise** suggèrent une montée en puissance de l'activité industrielle ces tout prochains mois, même en Europe du Sud (Espagne et Italie) où la crise avait été particulièrement aiguë.

Aux **États-Unis**, la consommation retrouve un rythme de croissance proche de 3 % l'an, bénéficiant de la remontée de l'emploi ainsi que de la progression de la valeur des actifs patrimoniaux des ménages. De leur côté, les dépenses des entreprises en biens d'équipement retrouvent un second souffle même si la chute passée laisse le taux d'investissement à 9,8 % du PIB, en regard d'une moyenne de long terme de 11,4 %.

1. ÉTATS-UNIS : REPRISE DE L'INVESTISSEMENT

La reprise américaine se poursuit, par-delà les aléas mensuels et les déceptions dans certains secteurs.

Haut niveau des profits

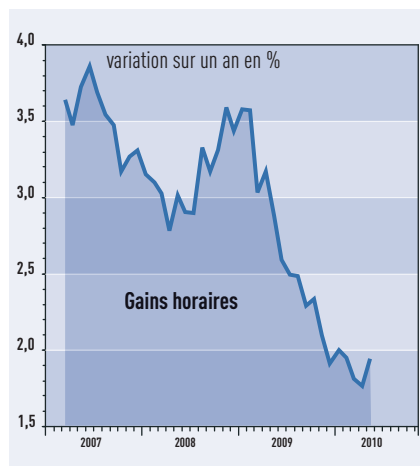


Source : Bureau of Economic Analysis

Au deuxième trimestre 2010, la **croissance** devrait être d'environ 3 % l'an comme pendant les trois premiers mois de l'année. Les indices des directeurs d'achat se situent aux environs de 60 dans l'industrie et de 55 dans les services, ce qui suggère une augmentation significative de l'activité dans les prochains mois.

La **consommation des ménages** a retrouvé puis dépassé son point haut de fin 2007-début 2008. Elle a d'abord été soutenue par l'allègement de la fiscalité. En fin de période, ses moteurs ont été le repli du taux d'épargne et l'augmentation des revenus d'activité suite à la remontée de l'emploi et de la durée du travail. Les **investissements en logements** évoluent de façon plus erratique. L'assainissement du marché est en bonne voie : les prix ont cessé de baisser et le stock de logements en vente a nettement diminué. Mais le redressement des permis de construire est très lent : ils sont à peine supérieurs à leur creux du printemps 2009 et ne représentent que le quart de leur niveau de 2005. L'impact des mesures d'incitation est important, puisque leur expiration entraîne à chaque fois une hésitation du marché.

La progression des salaires est passée sous la barre des 2 %



Source : Bureau of Labor Statistics

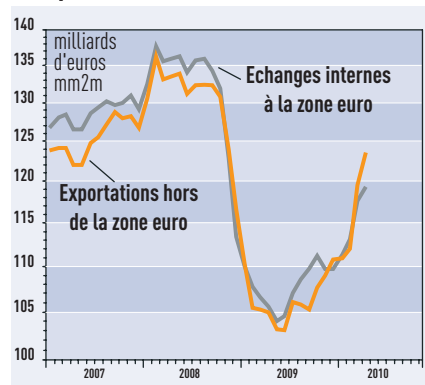
La solidité de la reprise américaine repose aussi sur la bonne santé des entreprises. Comme il est d'usage aux États-Unis, celles-ci ont privilégié la restauration de leurs marges pendant la crise. Au premier trimestre, le **taux de marge des sociétés non financières** ressort à 29,3 %, non loin du point haut de 29,9 % obtenu à l'été 2006. Ces résultats permettent une remontée sensible des dépenses d'investissement, qui s'étaient violemment contractées en 2008. Les entreprises exportatrices ont notamment bénéficié d'une progression de 18 % de leurs ventes à l'étranger au cours des douze derniers mois.

Le léger sursaut inflationniste du début d'année dû à la vigueur des cours des matières premières a occulté le **ralentissement de l'inflation sous-jacente**, qui s'établit à 0,9 ou 1,2 % selon les définitions. Ce résultat permettra à la Réserve fédérale de mener plus longtemps une politique accommodante. Une telle orientation permettrait toutes choses égales par ailleurs un assainissement plus profond des finances publiques.

Le **déficit des administrations publiques**, qui était passé de 2,8 % du PIB en moyenne 2007 à 11,7 % au printemps 2009, est seulement revenu à 10,9 % pendant les trois premiers mois de 2010, compte tenu du maintien de la plupart des mesures de relance. Les marchés n'expriment pas actuellement de défiance envers les États-Unis, car par le passé ceux-ci sont parvenus à résorber rapidement de gros déséquilibres, mais l'ampleur inédite du déficit actuel exige que la correction soit amorcée rapidement.

2. ZONE EURO : CLARIFICATION DE LA GOUVERNANCE

Vif redressement des exportations européennes



Source : Eurostat

Les **indicateurs d'activité** suggèrent une montée en puissance de la reprise au deuxième trimestre. Comme en début d'année, l'impulsion vient surtout de l'**arrêt du déstockage** et de la **progression des exportations**. Les ventes à l'extérieur de la zone euro, qui étaient tombées de 135 milliards d'euros par mois au début de l'année 2008 à 103 milliards au printemps 2009 (soit une baisse de 24 %), sont remontées à 123,5 milliards en mars-avril 2010. Les échanges internes à la zone euro, qui s'étaient contractés dans les mêmes proportions, se raniment également, mais avec un décalage de quelques mois.

La gestion des **finances publiques** demeure au centre de la politique économique européenne. La plupart des États membres de la zone se sont engagés dans de vastes politiques d'assainissement tandis qu'une gouvernance se met peu à peu en place au niveau des instances européennes de décision. La fin de la forte surévaluation de l'euro paraît un acquis durable, qui ne doit susciter aucune émotion sur le plan de la hausse des prix, compte tenu du ralentissement continu de l'inflation sous-jacente.

3. ALLEMAGNE : VIF REBOND DES VENTES À L'ÉTRANGER

La **croissance** a atteint 0,2 % au premier trimestre 2010 comme à la fin 2009. Cette légère expansion s'explique surtout par le ralentissement de la contraction des stocks, tandis que les dépenses des entreprises en biens d'équipement cessent de se contracter (+ 1,6 % après - 1,5 %).

Poursuite de la remontée du taux d'épargne

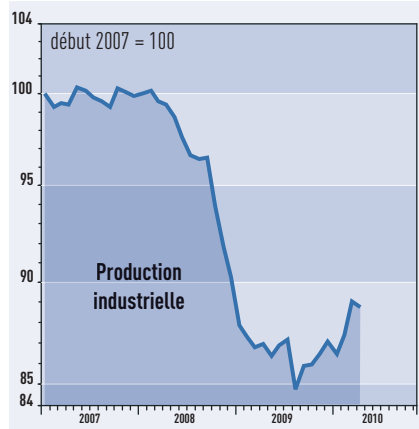


Source : Bundesbank

La **production manufacturière**, qui s'était effondrée de près d'un quart entre l'été 2008 et le printemps 2009, se redresse depuis lors. Elle a en effet augmenté de 14 % au cours des douze derniers mois connus, surtout tirée par la vigueur de l'activité dans le secteur des biens intermédiaires (+ 21 %). Ce mouvement doit être rapproché de la nette amélioration des perspectives à l'**exportation**. Les ventes de marchandises à l'étranger sont en effet remontées à environ 77 milliards d'euros par mois contre un creux d'à peine 63 milliards il y a un an, soutenues par la demande des autres pays européens et de l'Asie.

La **consommation des ménages** reste mal orientée (- 0,8 % au premier trimestre). Les immatriculations automobiles, qui avaient atteint des sommets à l'été 2009 grâce à une prime à la casse incitative, sont retombées à 2,6 millions en rythme annuel en mai, plus mauvais résultat depuis près de vingt-cinq ans. En fait, la difficile sortie de crise incite les ménages à accroître leur **taux d'épargne** : 11,6 % de leurs revenus au premier trimestre 2010, ratio le plus élevé depuis 1994. En revanche, l'emploi s'est à peine contracté au cours des dix-huit derniers mois (- 0,4 %), grâce au large recours au **chômage partiel**. Celui-ci avait en effet dépassé 1,5 million de salariés au printemps 2009, avant de revenir vers 830 000 en fin de période. Depuis le début de la décennie 2000, il concernait environ 125 000 personnes.

Lente reprise de l'activité industrielle



Source : Office for National Statistics

4. ROYAUME-UNI : RIGUEUR BUDGÉTAIRE

Le nouveau gouvernement a présenté un plan de rigueur prévoyant une réduction des **dépenses publiques** de 84 milliards de livres au cours des cinq prochaines années ainsi qu'une hausse de la fiscalité (remontée du taux de TVA de 2,5 points au début 2011). Dans ces conditions, le déficit, qui est ressorti à 11 % durant l'exercice fiscal 2009 et devrait être de l'ordre de 10 % en 2010, pourrait être ramené vers 2,1 % en 2014.

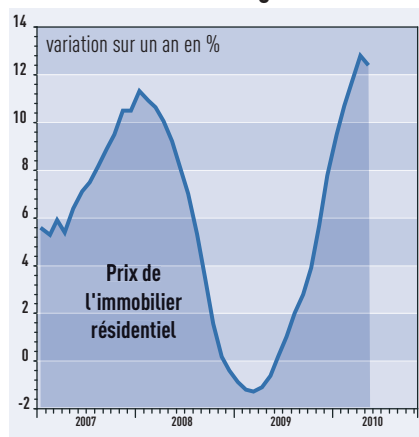
Le volume du **PIB** s'est accru de 0,3 % au premier trimestre 2010 après 0,4 % fin 2009, grâce au ralentissement du déstockage et au rebond marqué des investissements des entreprises à l'issue d'une chute de près d'un quart. En revanche, la **consommation de biens et services** s'est stabilisée après une progression de 0,4 % le trimestre précédent, pénalisée par le relèvement du taux de TVA et l'accélération de l'inflation (+ 3,3 % sur douze mois en mai). En revanche, la hausse des salaires, qui était tombée à 1,3 % sur un an fin 2009 (bonus exclus) en regard de 3,5 % en début d'exercice, amorce un redressement.

La chute de l'**activité industrielle** a été moins prononcée au Royaume-Uni que dans les autres grands pays européens. Toutefois, le redémarrage est plus modeste : la production s'est en effet accrue d'un peu plus de 2 % au cours des douze derniers mois connus en regard de 8 % en France et en Italie.

5. CHINE : FORTE EXPANSION

Le redressement des **exportations chinoises** est spectaculaire, de sorte qu'elles sont désormais supérieures de 22 % aux exportations allemandes (elles étaient équivalentes à l'été 2008). Parallèlement, les importations de marchandises se sont envolées, dépassant de près de 15 % leur précédent sommet. Au total, l'excédent commercial chinois, qui s'était modéré tout au long de l'année dernière, demeure massif : plus de 190 milliards de dollars en rythme annuel en mai (moyenne mobile sur deux mois). L'excédent dégagé envers les États-Unis vient de rejoindre ses points hauts antérieurs mais en même temps le solde avec les autres pays d'Asie reste largement en territoire négatif. La Chine enregistre en effet un déficit d'environ 60 milliards de dollars l'an avec le Japon, de 70 milliards avec la Corée du Sud et de 95 milliards avec Taïwan, trois pays qui représentent près de 32 % du total des importations chinoises. En revanche, le pays enregistre un excédent supérieur à 200 milliards avec Hong-Kong, son premier débouché en Asie.

Vitalité du marché du logement



Source : National Bureau of Statistics

L'**activité industrielle** plafonne à de très hauts niveaux, à l'image de la production d'acier qui approche 55 millions de tonnes par mois depuis le début de l'année en regard d'environ 44 millions au premier semestre 2009. En revanche, la production automobile semble s'infléchir après avoir atteint le seuil des 11 millions de véhicules particuliers en rythme annuel au début 2010. Dans l'**immobilier**, le rythme de croissance exubérant des ventes observé fin 2009 (+ 80 % en glissement annuel) se tempère en lien avec les mesures mises en œuvre ces derniers mois. La hausse des prix des logements ressort à 12,4 % sur douze mois en mai après 12,8 % en avril, en regard d'une légère baisse au début 2009.