

# CONJONCTURE INTERNATIONALE

---

## Reprise graduelle en Europe

La zone euro a traversé successivement deux crises, la récession mondiale de 2008-2009, puis la rechute spécifiquement européenne liée à la crise des dettes souveraines.

Depuis plus d'un an, la convalescence est amorcée, mais le processus est lent. L'assainissement des finances publiques marque des progrès, avec un déficit moyen pour la zone euro de 3 % en 2013 contre 3,7 % en 2012. Mais l'endettement des administrations continue de progresser inexorablement, ressortant à 92,6 % du PIB.

L'alourdissement du ratio de la dette est favorisé par la faiblesse de la progression du PIB en valeur, résultat d'une reprise modeste mais aussi d'une inflation proche de zéro. La Banque centrale européenne, longtemps sensible aux risques d'inflation a mis quelque retard à prendre conscience que la hausse des prix s'éloignait sensiblement de la cible de 2 %, par le bas et non par le haut. Les risques de déflation sont devenus progressivement plus prégnants, d'autant que la malencontreuse expérience japonaise des vingt dernières années souligne les ravages du mal.

À vrai dire, les risques d'une baisse des prix et des salaires de pair avec une stagnation de l'activité sont faibles en Europe. En revanche, une longue période d'inflation de l'ordre de 1 % ne saurait être écartée. Elle entraverait les efforts de désendettement des agents économiques et donc le potentiel de croissance du continent.

## LA SYNTHÈSE

La croissance, de retour il y a un an, se poursuit en **zone euro**, de sorte que l'emploi amorce un timide rebond. Ce dernier a en effet augmenté de 0,1 % fin 2013 après deux trimestres de stagnation. Les chutes de 2008-2009 puis de 2011-2012 le laissent toutefois à un niveau inférieur de 3,6 % à son pic d'il y a six ans. La progression de 0,6 % en un trimestre des effectifs en Espagne après une correction de plus de 18 % liée à l'effondrement du marché de l'immobilier est encourageante, tandis que l'emploi continue sa marche en avant en Allemagne. À l'inverse, l'interruption de la baisse enregistrée à l'été en Italie a ensuite laissé place à un repli de 0,5 %. Par ailleurs, les pressions désinflationnistes demeurent, notamment en raison du freinage de la hausse des coûts de main-d'œuvre. Le glissement annuel des coûts horaires dans le secteur marchand ressort désormais à 1,1 % en regard de plus de 2 % au début 2013 et 2,5 % à la mi-2012.

Aux **États-Unis**, la croissance du premier trimestre a déçu (+ 0,1 % l'an) mais s'explique pour partie par des intempéries. La production industrielle, qui avait marqué le pas en janvier, a vivement progressé les deux mois suivants, de sorte qu'elle dépasse largement ses niveaux d'avant-crise.

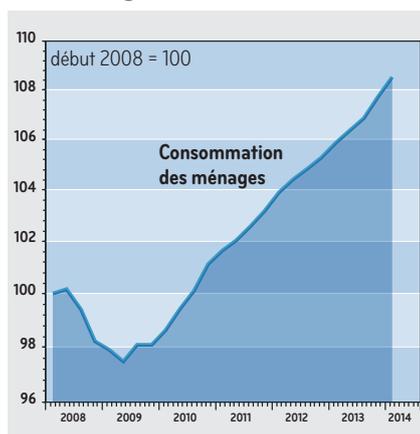
Au **Japon**, le relèvement du taux de TVA a contribué au boom des immatriculations automobiles, qui, à 5,3 millions de véhicules en rythme annuel depuis le début 2014, atteignent un plus haut historique. En

revanche, le volume des exportations de marchandises qui avait rebondi tout au long de 2013, s'est légèrement infléchi ensuite. Le déficit de la balance commerciale à l'œuvre depuis le tremblement de terre du début 2011 s'aggrave, tandis que l'excédent hors énergie a été divisé par près de trois depuis lors. Plusieurs indicateurs témoignent de l'accentuation de tensions sur le marché du travail. En effet, selon la dernière enquête Tankan, la part des entreprises en sous-effectifs n'a jamais été aussi élevée par le passé, à l'exception du début 2007.

En **Corée**, le PIB s'est accru de 0,9 % au début 2014 comme à la fin de l'an passé. Les exportations restent bien orientées (+ 1,7 %) et les investissements s'envolent grâce au rebond des dépenses en construction. Comme dans la plupart des autres économies asiatiques, l'inflation est sous contrôle, le glissement sur douze mois des prix de détail s'affichant à 1,3 %. En **Chine**, la croissance ralentit modérément (+ 7,4 % sur un an), sous l'effet du moindre dynamisme des investissements mais également de la consommation. Enfin, l'activité industrielle est à l'arrêt depuis près de trois ans en **Inde**, tandis que le déficit courant se réduit sensiblement.

## 1. ÉTATS-UNIS : COUP D'ARRÊT À LA CROISSANCE

### La consommation augmente de 3 % l'an



Source : Bureau of Economic Analysis

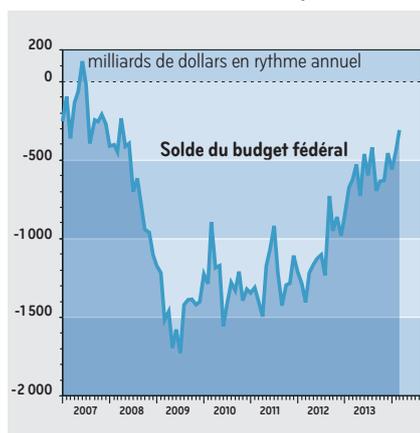
La **croissance** du premier trimestre s'est ralentie à un rythme plus fort qu'anticipé. Celle-ci a même été quasiment nulle (+ 0,1 % l'an), en partie en raison d'aléas liés aux intempéries et à la variation de stocks des entreprises. En effet, ces derniers ont pénalisé l'activité à hauteur de 0,6 point en rythme annuel en contrecoup de la forte progression intervenue au second semestre.

Les enquêtes auprès des entreprises annoncent une reprise de l'ordre de 2 % au printemps. L'**indice ISM du secteur manufacturier** est en effet remonté à 54,9 en avril contre 51,3 en janvier.

La **consommation** demeure dynamique, augmentant de 3 % l'an en début d'année, à peine en dessous des 3,3 % enregistrés fin 2013. Elle est soutenue par la réduction du taux d'épargne des ménages et par la bonne tenue de l'emploi. La progression des effectifs salariés non agricoles, qui avait marqué le pas au tournant 2014, ressort en effet à environ 200 000 par mois depuis février. En revanche, les **investissements résidentiels**, qui s'étaient redressés entre 2011 et l'été 2013, diminuent depuis lors. L'ampleur de la correction passée les laisse en retrait de 45 % par rapport au record du second semestre 2005. Les prix des logements anciens dans les vingt plus grandes villes stagnent depuis septembre dernier à l'issue d'une hausse de 13 %. Au total, l'endettement des ménages américains est stabilisé depuis quelques trimestres : il s'affiche à un peu moins de 110 % de leurs revenus en regard d'un pic de 135 % avant le déclenchement de la crise des *subprime*.

L'accroissement timide des **investissements productifs** courant 2013 a laissé place à une diminution de 2,1 % l'an au début 2014. Ce mouvement, qui s'explique uniquement par l'inflexion des dépenses en biens d'équipement, déçoit en regard des liquidités accumulées ces dernières années par les entreprises américaines. De surcroît, les conditions de crédit demeurent favorables en regard de la faiblesse des taux d'intérêt.

### Réduction du déficit public



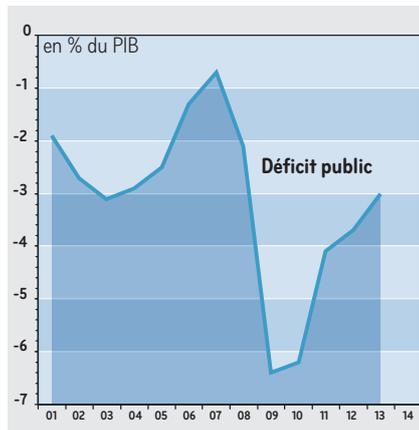
Source : Federal Government

La chute de 7,6 % l'an des **ventes de biens et services à l'étranger** efface quasiment la progression intervenue à la fin du dernier exercice. Le retournement des exportations douanières à destination du Canada et de la Chine explique en partie cette correction, alors que les ventes à destination de l'Europe repartent de l'avant. Les importations ont seulement reculé de 1,4 % en rythme annuel au premier trimestre, de sorte que le commerce extérieur a ôté 0,8 point à la croissance, plus mauvais résultat depuis le début 2010.

Le volume des **dépenses publiques** a légèrement reflué (- 0,5 % l'an) au début 2014, après une contraction de 5,2 %. Les dépenses des États et des collectivités locales n'évoluent guère depuis la mi-2011, tandis que celles du gouvernement fédéral interrompent leur mouvement de repli de 12,5 % engagé depuis l'été 2010. Le déficit du budget fédéral, qui se maintenait à haut niveau jusqu'en janvier, s'est sensiblement réduit les deux mois suivants.

## 2. ZONE EURO : RENFORCEMENT DE LA REPRISE

### Retour du déficit à 3 % du PIB



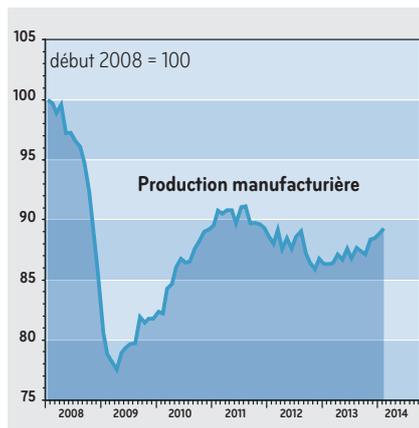
Source : Eurostat

Les efforts de consolidation budgétaire engagés par les pays membres continuent de porter leurs fruits. En effet, le **déficit public** pour l'année 2013 dans la zone euro est ressorti à 3 % du PIB, après 3,7 % en 2012. Il revient ainsi dans les limites des critères de Maastricht pour la première fois depuis 2008. Ce bon résultat n'a cependant pas empêché la **dette publique** de continuer à se creuser, cette dernière s'inscrivant désormais à 92,6 % du PIB (+ 1,9 point sur un an), bien au-dessus de l'objectif des 60 %.

La situation est particulièrement contrastée au sein des différents pays membres. Ainsi, certains États affichent des comptes publics à l'équilibre (Allemagne), voire en léger excédent (Luxembourg), tandis que la situation reste délicate pour les pays les plus durement frappés par la crise. Même si l'amélioration a été sensible, l'Espagne, le Portugal et l'Irlande enregistrent encore un déficit de respectivement 7,1, 7,2 et 4,9 % en 2013. Le ratio a bondi à 12,7 % en Grèce, gonflé par la recapitalisation des banques. Hors dépenses exceptionnelles et intérêts de la dette, un excédent budgétaire de 0,8 % a été dégagé. L'Italie, bien qu'en récession en 2012 et 2013, a contenu son déficit public à 3 % ces deux années.

L'embellie se confirme également sur l'activité de la zone. L'**indice composite des directeurs d'achat** a ainsi progressé à 54 en avril, signalant la plus forte croissance sur le continent depuis près de trois ans. Cette accélération concerne à la fois le secteur manufacturier et les services.

### Progression de l'activité industrielle



Source : Eurostat

La **production manufacturière** a progressé en février pour le quatrième mois consécutif, retrouvant ses niveaux de la fin 2011. Depuis le point bas de novembre 2012, elle s'inscrit en hausse de 3,9 %. Les **exportations** hors zone euro plafonnent quant à elles à près de 160 milliards d'euros par mois, pénalisées par le **taux de change** défavorable de la monnaie européenne. En effet, l'euro s'échangeait en avril à 1,38 \$, contre moins de 1,30 \$ un an plus tôt.

La force persistante de l'euro vis-à-vis du dollar, source d'inquiétude pour la reprise sur le continent, est une problématique désormais abordée par la BCE, qui lie de plus en plus cet élément à sa politique de pilotage de l'inflation. En effet, l'**indice des prix à la consommation** est ressorti en progression de 0,7 % en glissement annuel en avril, sous la barre des 1 % pour le septième mois consécutif.

Le redressement en cours de l'activité, conjugué à la consolidation budgétaire ainsi qu'à la politique accommodante des banques centrales, se traduit par la nette amélioration des conditions de financement des États membres sur les marchés financiers. Ainsi, le **taux obligataire à dix ans** s'inscrivait fin avril à 2,8 % en Irlande, 3,1 % en Espagne, 3,2 % en Italie et 3,7 % au Portugal. Pour mémoire, au plus fort de la crise dans chacun de ces pays (entre l'été 2011 et l'été 2012), ils étaient montés à respectivement 13,6 %, 7,2 %, 7,3 % et 14,9 %.

### 3. ALLEMAGNE : DYNAMISME PERSISTANT

Retour de la confiance



Source : Bundesbank

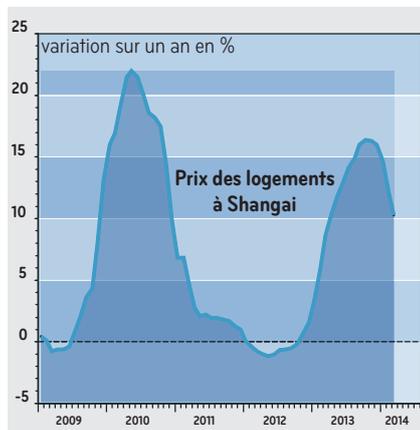
Après un passage à vide entre la mi-2012 et la mi-2013, les **exportations** allemandes ont retrouvé une tendance ascendante. La progression continue des **commandes extérieures de biens d'équipement** assure la pérennité du mouvement.

La demande étrangère n'est toutefois plus le moteur quasi unique de la croissance, comme cela a été souvent le cas par le passé. Les **dépenses des ménages** sont en effet dynamisées par la progression continue de l'emploi, qui a permis au chômage de revenir à 5 % de la population active. Le rebond des **permis de construire** est spectaculaire, puisqu'ils sont désormais proches de 300 000 en rythme annuel en regard d'une moyenne de 170 000 en 2007-2009. De même, par-delà de fortes oscillations mensuelles, les ventes de détail ne cessent d'augmenter à l'issue de plusieurs années de stagnation.

Dans ces conditions, la prévision d'une **croissance** de l'ordre de 2 % en 2014 est quasi unanime. Cette performance place l'Allemagne nettement devant la moyenne de la zone euro (1,2 %).

### 4. CHINE : RALENTISSEMENT MODÉRÉ

Freinage du marché immobilier



Source : National Bureau of Statistics

La **croissance chinoise**, qui avait approché 10 % en 2011, est revenue à moins de 8 % lors des deux exercices suivants. Au premier trimestre 2014, elle s'est affichée à 7,4 % sur un an. La progression des investissements contribue pour plus de la moitié à l'expansion, de même que celle de la consommation. En revanche, le commerce extérieur pénalise légèrement l'activité.

Les **exportations de marchandises**, qui avaient atteint un record à près de 200 milliards de dollars en janvier dernier (moyenne mobile sur trois mois), ont cédé 9 % en février-mars, en raison du retournement de la demande en provenance de toutes les grandes zones. Néanmoins, l'inflexion à la baisse des importations laisse le solde commercial à un niveau largement excédentaire.

Le secteur immobilier, particulièrement surveillé par les autorités, semble se calmer. Le glissement annuel des **prix des logements** à Shanghai, monté à plus de 18 % à la fin 2013, est en effet revenu à 13 % en mars. À Pékin, la progression est ramenée à 10 % contre 16 % trois mois plus tôt. Les ventes d'appartements comme de bâtiments commerciaux fléchissent après le boom intervenu l'an passé. Par ailleurs, le gonflement des dépenses des ménages en produits industriels est désormais moins vif : il s'inscrit désormais autour de 12 % sur un an contre 15 % à la fin 2012.

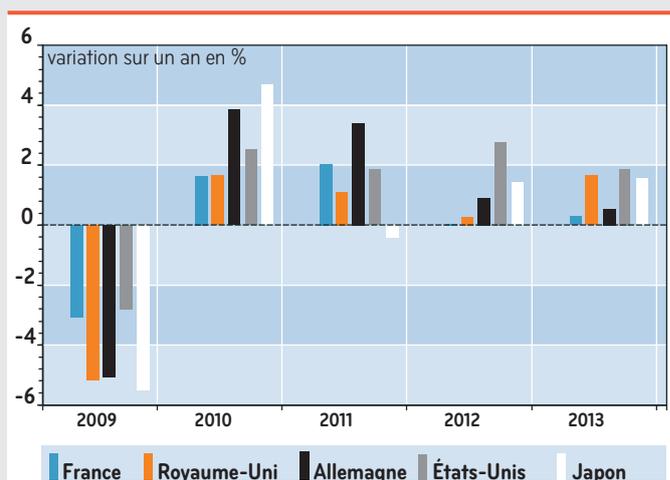
# REPÈRES STATISTIQUES

### CROISSANCE

variation annuelle en %	2012	2013	2014 (prév.)
États-Unis	2,8	1,9	2,5
Japon	1,4	1,5	1,7
Allemagne	0,9	0,5	1,7
Royaume-Uni	0,3	1,8	2,5
France	0,0	0,3	0,6

Source : Coe-Rexecode

### PIB



Sources nationales

### EMPLOI, CHÔMAGE

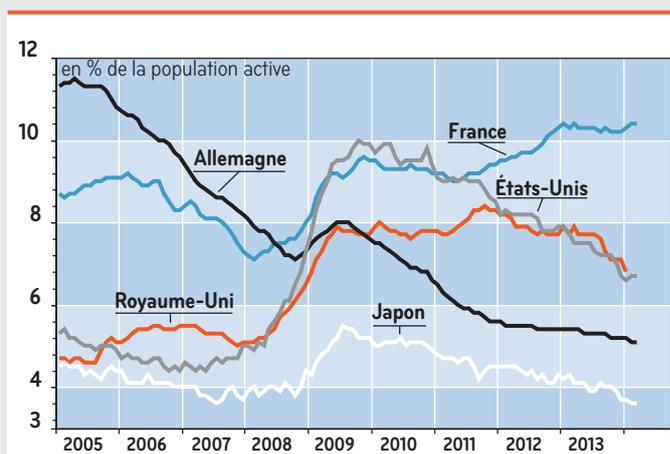
	Durée annuelle effective du travail des salariés (heures)	Âge effectif moyen de sortie du marché du travail (moyenne 2007-2012)		Temps partiel (% de l'emploi)	Emploi administr. publiques (% de l'emploi total)
	2012	H	F	2012	2012
États-Unis	1 798	65	65	13,4	15,4
Japon	1 765	69,1	66,7	20,5	7,9
Allemagne	1 317	62,1	61,6	22,1	11,1
Royaume-Uni	1 637	63,7	63,2	24,9	18,0
France	1 402	59,7	60	13,8	22,9
OCDE		64,2	63,1	16,9	14,2

Source : OCDE

	Taux de chômage	Taux d'activité des 15-24 ans	Taux d'activité des 55-64 ans
	2012	2012	2012
États-Unis	8,1	54,9	64,5
Japon	4,4	41,8	68,2
Allemagne	5,5	50,8	65,4
Royaume-Uni	7,9	63,3	61,1
France	10,3	37,8	47,9
OCDE	8,0	47,4	58,9

Source : OCDE

### TAUX DE CHÔMAGE



Source : Eurostat

# REPÈRES STATISTIQUES

## TAUX D'INTÉRÊT

Euro-devises à 3 mois	2012	2013	avril 2014
États-Unis	0,5 %	0,2 %	0,2 %
Zone Euro	0,5 %	0,2 %	0,3 %
Japon	0,2 %	0,0 %	0,0 %

Source : Coe-Rexecode

Emprunts d'État à 10 ans	2012	2013	avril 2014
États-Unis	1,8 %	2,4 %	2,7 %
France	2,5 %	2,2 %	2,0 %
Japon	0,9 %	0,7 %	0,6 %

Source : Coe-Rexecode

## TAUX DE CHANGE

1 € = ...	2012	2013	avril 2014
\$ US	1,29	1,33	1,38
£	0,81	0,85	0,83
Yen	102,6	129,6	141,6

Source : Coe-Rexecode

## PÉTROLE

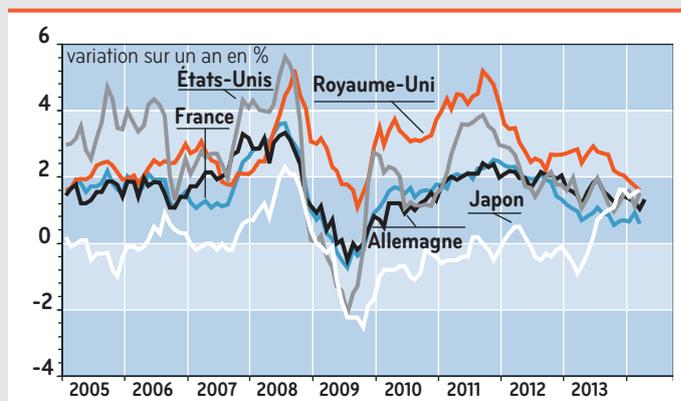
En \$ par baril	2012	2013	avril 2014
Brent	111,7	108,7	108,1

Source : Coe-Rexecode

## PRIX À LA CONSOMMATION

variation annuelle en %	2012	2013	2014 (prév.)
États-Unis	2,1	1,5	1,5
Japon	0,0	0,4	2,2
Allemagne	2,0	1,5	1,3
Royaume-Uni	2,8	2,6	1,8
France	2,0	0,9	1,0

Source : Coe-Rexecode



Sources nationales

## ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

en % du PIB	Dépenses			Solde			Dettes		
	2012	2013 (prév.)	2014 (prév.)	2012	2013 (prév.)	2014 (prév.)	2012	2013 (prév.)	2014 (prév.)
États-Unis	40,0	38,8	38,4	- 9,2	- 6,2	- 5,4	102,1	104,1	106,3
Japon	41,9	42,4	42,3	- 8,7	- 9,0	- 7,5	218,8	227,2	231,9
Allemagne	44,7	44,7	44,6	0,1	- 0,1	0,0	81,0	79,6	77,3
Royaume-Uni	47,9	47,1	46,0	- 6,1	- 6,3	- 5,2	88,6	89,4	93,4
France	56,6	57,2	57,1	- 4,8	- 4,2	- 4,0	90,2	93,9	96,1
UE 27	49,3	49,2	48,5	- 3,9	- 3,5	- 2,7	86,6	89,4	89,7
OCDE	42,6	41,9	41,1	- 5,9	- 4,8	- 4,0	107,4	110,3	111,8

Sources : Commission européenne et OCDE