

# Allemagne

## Rééquilibrage de la croissance

Au troisième trimestre 2013, l'activité a ralenti en Allemagne (+0,3 % après +0,7 %). En effet, la consommation des ménages n'a que faiblement crû (+0,1 %) après un deuxième trimestre très dynamique. De plus, les exportations ont stagné, alors que les importations ont résisté, et le commerce a contribué négativement à la croissance. A contrario, l'investissement a soutenu la croissance pour le deuxième trimestre consécutif. L'activité progresserait au même rythme au quatrième trimestre (+0,3 %) et accélérerait au premier semestre 2014 (+0,4 % au premier trimestre, +0,5 % au deuxième). En effet, la consommation des ménages gagnerait en vigueur, en ligne avec le dynamisme du pouvoir d'achat, et l'investissement continuerait de se redresser. Enfin, les exportations resteraient dynamiques et les échanges extérieurs contribueraient de nouveau positivement à la croissance, quoique faiblement.

### La consommation des ménages accélérerait

La situation du marché du travail reste très favorable aux ménages allemands : il n'y a jamais eu autant de personnes en emploi en Allemagne, et le taux de chômage a atteint 5,2 % au mois d'octobre. À l'horizon de la prévision, l'emploi progresserait de nouveau et le chômage se stabiliserait. De même, les hausses de salaires contribueraient favorablement au pouvoir d'achat des ménages, qui augmenteraient leurs dépenses de consommation (+0,3 % au quatrième trimestre 2013 et +0,4 % par trimestre au premier semestre 2014). Le taux d'épargne des ménages baisserait légèrement, dans un contexte de moindres incertitudes dans la zone euro.

### Timide reprise de l'investissement en biens d'équipement

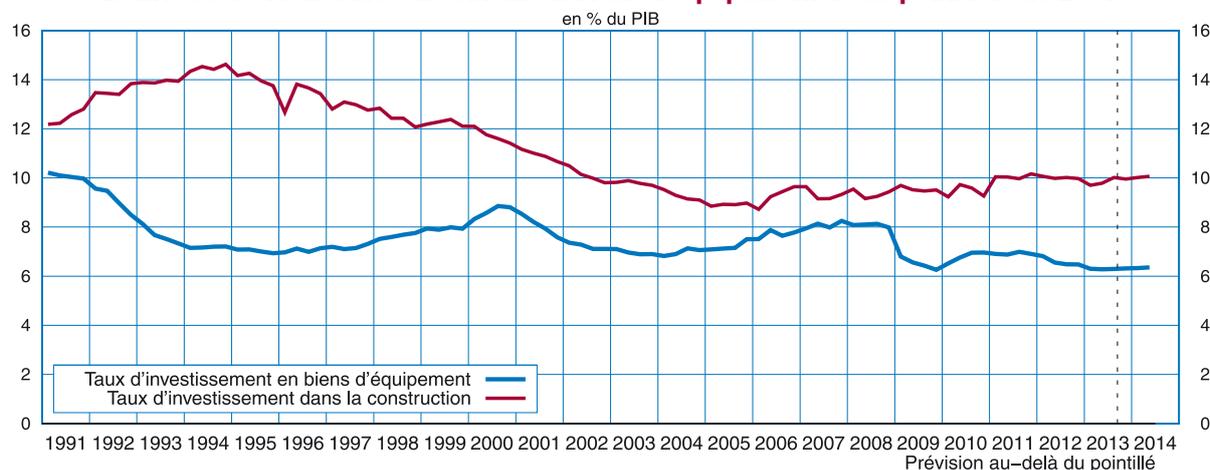
Le taux d'investissement en biens d'équipement est aujourd'hui très faible en Allemagne, à son point bas de 2009 (cf. graphique). Après avoir diminué six trimestres de suite, il s'est redressé modestement aux deuxième et troisième trimestres 2013 (+1,2 % puis +0,5 %). À l'horizon de la prévision, il continuerait de croître modérément (+0,6 % au quatrième trimestre 2013, +0,7 % au premier et +0,9 % au deuxième trimestres 2014), en ligne avec la reprise de l'activité, sous l'hypothèse que le sous-investissement observé depuis 2011 ne serait pas rattrapé.

Dans la construction, l'investissement se redresserait durablement au premier semestre 2014, du fait de nouveaux investissements publics et du dynamisme de la construction résidentielle, en ligne avec la hausse des permis de construire depuis 2011.

### Les exportations rebondiraient

Au troisième trimestre 2013, du fait de l'atonie des exportations (+0,1 %), les échanges extérieurs ont contribué négativement à la croissance, à hauteur de 0,4 point de PIB. Toutefois, du fait du rebond de la demande extérieure adressée aux entreprises allemandes, les exportations retrouveraient une croissance plus élevée au quatrième trimestre (+1,6 %). Les importations gagneraient également en dynamisme, du fait de la robustesse de la demande intérieure, si bien que le commerce ne constituerait plus le principal moteur de la croissance allemande, comme il avait pu l'être avant 2013. ■

### Le niveau du taux d'investissement en biens d'équipement à son point bas de 2009



# Italie

## Un redémarrage piano, piano

Au troisième trimestre 2013, l'activité italienne s'est stabilisée (0,0 %). L'activité resterait stable avant de redémarrer lentement à l'horizon de la prévision. Alors que les échanges extérieurs avaient soutenu l'activité au cours des deux dernières années, la demande intérieure prendrait le relais, soutenue par la reprise progressive de l'investissement en équipement.

### La franche amélioration des enquêtes de conjoncture...

Les enquêtes de conjoncture se redressent depuis plusieurs mois et laissent attendre une lente reprise de l'activité à l'horizon de la prévision (0,0 % au quatrième trimestre 2013 et au premier trimestre 2014, puis +0,1 % au deuxième trimestre 2014). Le climat des affaires issu des enquêtes nationales s'améliore fortement dans l'industrie manufacturière depuis plusieurs mois. L'indicateur composite auprès des directeurs d'achat (PMI) est également dans la zone d'expansion. Dans la construction, bien que les enquêtes s'améliorent, les indicateurs restent à un point bas.

### ... annoncerait la reprise de l'investissement en biens d'équipement

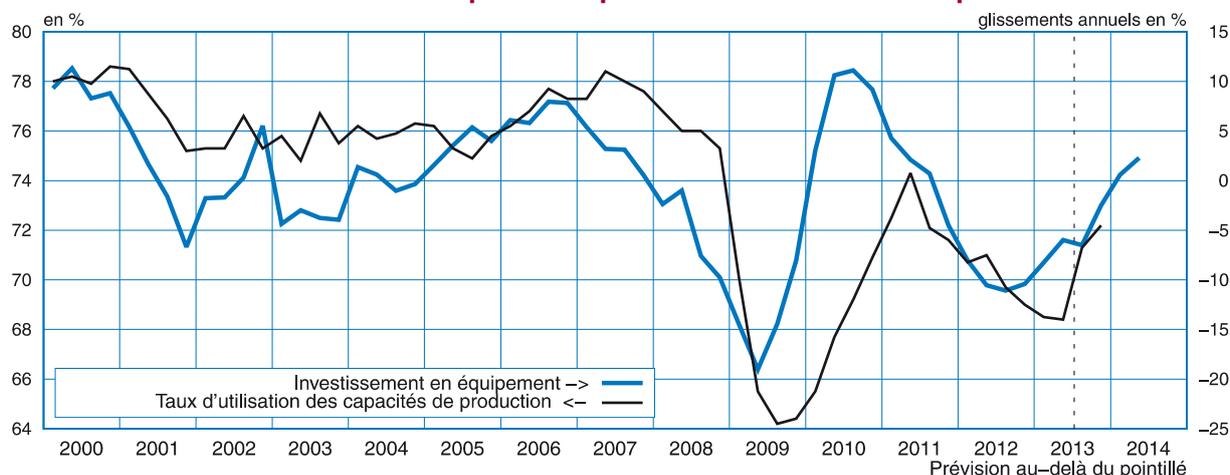
Outre la franche amélioration des perspectives d'activité et des carnets de commandes dans l'industrie manufacturière, les taux d'intérêt offerts aux grandes entreprises sont revenus, depuis 2012, à un niveau bas et les taux accordés aux petites entreprises continuent de diminuer. De surcroît, le taux d'utilisation des

capacités de production se redresse depuis le début de l'été et se rapproche maintenant du niveau observé avant l'entrée en récession du pays (cf. graphique). Les entreprises, pour reconstituer leurs capacités productives, développeraient donc fortement leurs investissements (+0,8 % au quatrième trimestre puis +1,4 % par trimestre au premier semestre 2014). En revanche, les exportations seraient nettement moins dynamiques que la demande mondiale adressée à l'Italie, alors que les importations augmenteraient, dans le sillage du redressement de la demande intérieure.

### La consommation privée serait quasi stable

La situation du marché du travail reste dégradée en Italie. Le taux de chômage s'établit à 12,3 % au troisième trimestre 2013 et pèse toujours sur le pouvoir de négociation des salariés. La baisse du pouvoir d'achat s'est toutefois atténuée (-2,5 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2013, après -5,3 % un an auparavant) sous l'effet de la chute de l'inflation. À l'horizon de la prévision, du fait de la faiblesse de l'activité et de la poursuite du redressement des gains de productivité, l'emploi reculerait de nouveau. La baisse du pouvoir d'achat continuerait toutefois de s'atténuer (-0,8 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2014), sous l'effet notamment de la pause fiscale, tandis que la hausse de la TVA au quatrième trimestre 2013 n'aurait qu'un impact marginal sur l'inflation, qui resterait faible. Au final, les ménages réduiraient toujours leurs dépenses de consommation mais de façon moins marquée qu'auparavant. ■

Taux d'utilisation des capacités de production et investissement productif



Sources : Commission européenne, Istat, calculs Insee

# Espagne

## Consolidation de la reprise

L'Espagne est sortie de récession au troisième trimestre 2013. L'activité espagnole progresserait de nouveau à l'horizon de prévision : +0,2 % au quatrième trimestre 2013 puis +0,2 % et +0,3 % aux deux premiers trimestres 2014. Les exportations continueraient de soutenir l'activité. Mais la stabilisation du marché de l'emploi et du pouvoir d'achat des ménages permettrait également à la consommation des ménages de se redresser à l'horizon de prévision. L'investissement en biens d'équipement augmenterait de nouveau, nettement soutenu par le besoin de renouvellement des capacités de production après une phase marquée d'ajustement. Au total, la demande intérieure contribuerait positivement à la croissance espagnole dès 2014.

### La consommation frémit

Le pouvoir d'achat des ménages se stabiliserait à l'horizon de prévision, dans un contexte de recul de l'inflation. Il bénéficierait de la moindre baisse de l'emploi et du ralentissement du rythme de consolidation budgétaire, avec notamment le rétablissement du quatorzième mois de salaire dans la fonction publique. L'amélioration progressive des perspectives en termes d'activité et d'emploi inciterait en outre les ménages espagnols à réduire leur épargne de précaution. Le taux d'épargne diminuerait donc, quoique faiblement, à l'horizon de la prévision et la consommation privée progresserait légèrement jusqu'à mi-2014 (cf. graphique).

### Les exportations espagnoles se maintiennent

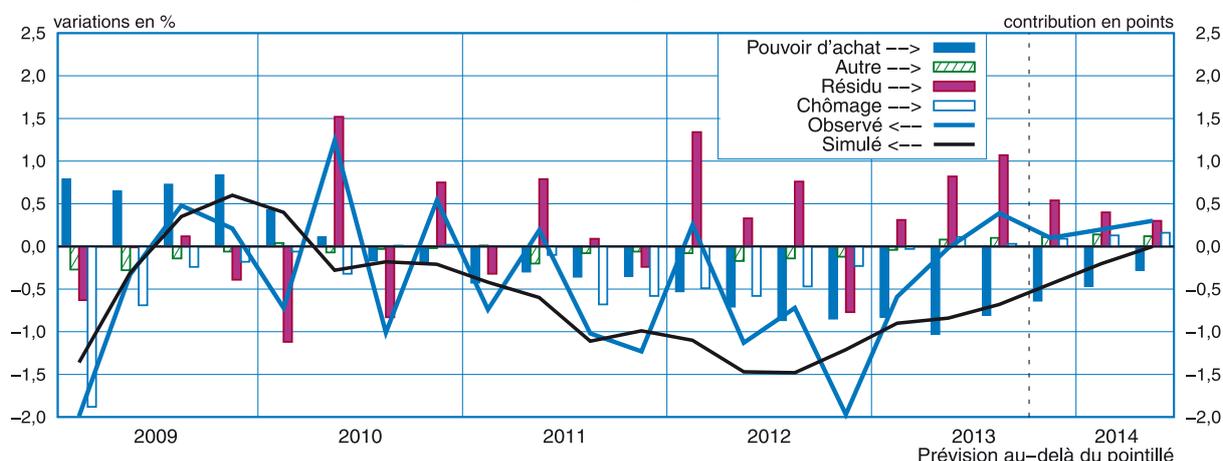
Les exportations espagnoles continueraient de soutenir l'activité avec une progression de 1,2 % par trimestre d'ici mi-2014, l'Espagne profitant du dynamisme retrouvé du commerce mondial et de l'amélioration de la conjoncture dans la zone euro. Les importations rebondiraient également à l'horizon de prévision, portées par la bonne tenue des exportations et le rebond de la demande intérieure. Au total, la contribution du commerce extérieur à la croissance diminuerait, même si elle reste positive.

### L'investissement en équipement se redresserait

Le secteur de la construction continuerait de pâtir de l'ajustement du marché immobilier et des mesures de réduction de l'investissement public. Cependant, d'après les indicateurs conjoncturels, la baisse de la production dans ce secteur serait moins forte.

L'investissement en biens d'équipement progresserait nettement, soutenu par un besoin de renouvellement des capacités de production après une phase marquée d'ajustement depuis 2008. Cet effort d'investissement serait en outre favorisé par le redressement continu des marges des entrepreneurs espagnols depuis plusieurs années et par l'apaisement des tensions financières en Espagne. ■

### Consommation des ménages (observé et simulé)



Sources : Ine, calculs Insee

# Royaume-Uni

## Le Royaume-Uni a remis les gaz

Au Royaume-Uni, l'activité progresse vigoureusement depuis le début de l'année et la croissance atteindrait +1,4 % en 2013. D'ici mi-2014, l'activité resterait solide, portée par l'ensemble des secteurs, et notamment celui de la construction. L'investissement serait dynamisé par les programmes publics et par les perspectives favorables d'activité. Les effets de richesse et la baisse du chômage favoriseraient une baisse du taux d'épargne, même si le soutien de la consommation se modérerait début 2014. Au total, la croissance serait de +0,8 % au quatrième trimestre 2013 puis +0,5 % par trimestre au premier semestre 2014.

### L'embellie se confirme

Au troisième trimestre 2013, l'activité britannique a accéléré : +0,8 % après +0,7 % au deuxième trimestre. Elle resterait très dynamique au quatrième trimestre 2013 (+0,8 %). En effet, l'indicateur composite des enquêtes européennes et l'indicateur composite des PMI se sont envolés cet été et restent à des niveaux très élevés en novembre (cf. graphique). L'activité resterait très dynamique dans la construction, favorisée par le redémarrage du crédit, le programme gouvernemental « Help to buy » et la relance de l'investissement public. De plus, les taux hypothécaires se maintiendraient à un niveau très bas. Au total, le PIB britannique croîtrait de 1,4 % sur l'année 2013. Au premier semestre 2014, l'activité ralentirait légèrement (+0,5 % par trimestre) : les gains de pouvoir d'achat resteraient modestes et la consommation faiblirait quelque peu.

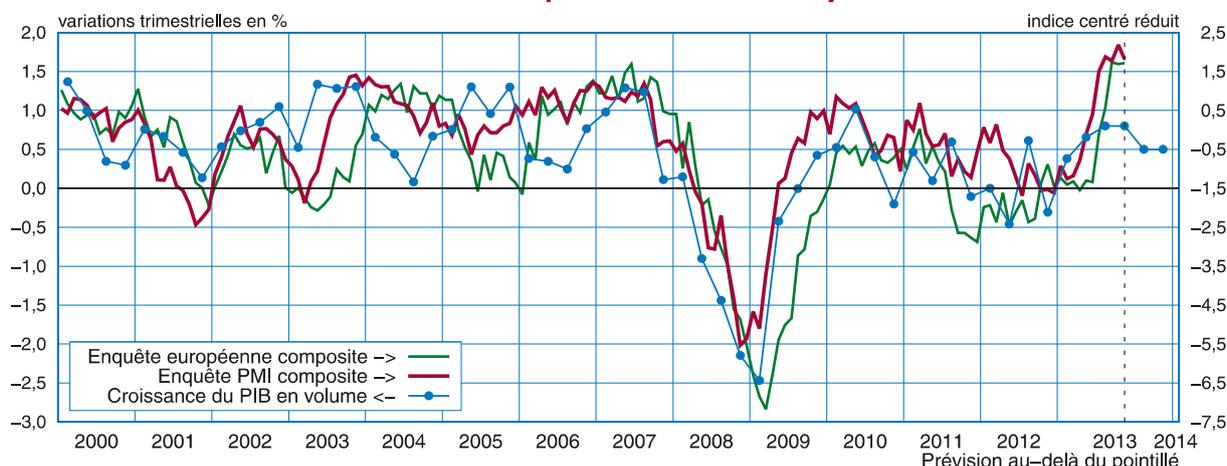
### Le soutien de la consommation se modérerait au premier semestre 2014

Au troisième trimestre, la consommation des ménages a accéléré, soutenue par la forte progression de l'emploi (+0,6 %) et la reprise du marché immobilier qui génère des effets de richesse. Au quatrième trimestre, la baisse du taux de chômage (7,3 % après 7,6 %) et la hausse des prix immobiliers se poursuivraient, si bien que la consommation resterait dynamique. Cependant, les prestations sociales seraient pénalisées par la consolidation budgétaire et les salaires réels, s'ils ne baisseraient plus, resteraient peu dynamiques : au premier semestre 2014, la consommation ralentirait. Au total, la baisse du taux de chômage et les effets de richesse expliqueraient un recul du taux d'épargne de 5,5 % au troisième trimestre 2013 à 5,1 % mi-2014.

### Rebond des exportations et investissement des entreprises dynamique

Après avoir reculé cet été, les exportations britanniques rebondiraient à partir du quatrième trimestre, portées par l'accélération de la demande mondiale, notamment en provenance d'Europe. Les commandes des entreprises se situent à un niveau élevé et des contraintes de capacité commencent à réapparaître, notamment dans l'industrie, si bien que leurs dépenses d'investissement resteraient dynamiques. ■

Les indicateurs des enquêtes s'envolent au Royaume-Uni



Sources : ONS, Markit, Commission européenne

# États-Unis

## L'activité résiste aux incertitudes budgétaire et monétaire

Aux États-Unis, l'activité a été très dynamique au troisième trimestre (+0,9 % dont 0,4 point de contribution des stocks). Elle ralentirait au quatrième trimestre 2013 : le marché immobilier calerait et les dépenses publiques se contracteraient en raison de la fermeture des services fédéraux en octobre. Au premier semestre 2014, l'activité retrouverait de l'élan : sous réserve de la validation de l'accord bipartisan de décembre, l'impulsion budgétaire serait en effet nettement moins défavorable en 2014.

### Malgré les coupes budgétaires, l'activité résiste

L'année 2013 a été marquée par une politique budgétaire très restrictive : les hausses de prélèvements ont représenté environ 1,6 point de RDB, les coupes automatiques sont entrées en application au 1<sup>er</sup> mars et, en octobre, les services fédéraux ont fermé durant 16 jours (« *shutdown* »). Cependant, sous réserve de la validation de l'accord bipartisan de décembre, la politique budgétaire serait nettement moins restrictive en 2014 qu'en 2013.

Les enquêtes de conjoncture restent très bien orientées en octobre, ce qui suggère que l'activité du secteur privé resterait solide. Les dépenses fédérales se replieraient nettement au quatrième trimestre 2013 sous l'effet du « *shutdown* » et rebondiraient par contrecoup début 2014. L'activité progresserait ainsi de 0,4 % au quatrième trimestre, puis de 0,6 % par trimestre au premier semestre 2014.

### L'emploi resterait dynamique

Le dynamisme de la création d'emplois se poursuivrait à l'horizon de la prévision et le taux de chômage (7,0 % en novembre) reculerait de nouveau légèrement d'ici mi-2014. Les salaires accéléreraient légèrement, même si le niveau du chômage continuerait de peser sur le pouvoir de négociation des salariés. Enfin, l'inflation resterait faible à 1,4 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2014. Au total, le pouvoir d'achat des ménages augmenterait nettement. La consommation des ménages n'accélérerait pas aussi fortement, car elle continuerait de s'ajuster à l'effet du choc fiscal du début d'année : ainsi, le taux d'épargne se redresserait pour atteindre 5,2 % mi-2014.

### Pause dans la reprise de l'immobilier résidentiel

Depuis l'été 2011, le secteur de la construction connaît une reprise vigoureuse. Les stocks de logements invendus ont fortement diminué et les permis de construire se sont redressés. Néanmoins, depuis quelques mois, les mises en chantier et les permis de construire stagnent (cf. graphique). La nette hausse des taux d'intérêt, liée à l'annonce de la modération du soutien monétaire mis en place par la Fed, freinerait ainsi la reprise en cours.

Les exportations américaines sont restées dynamiques au troisième trimestre 2013 et continueraient de progresser au même rythme que les échanges mondiaux d'ici mi-2014. Enfin, dans un contexte où les perspectives d'activité restent positives, les entreprises profiteraient du haut niveau de leurs marges et de conditions de financement favorable, pour développer leurs capacités productives. ■

### L'investissement résidentiel marque le pas (Dernier point : octobre 2013)



Source : US Census Bureau

# Japon

## Consommation anticipée

Au Japon, l'activité a ralenti au troisième trimestre 2013 (+0,3 % après +0,9 %), sous l'effet de la stagnation de la consommation et du repli des exportations. L'activité a été néanmoins soutenue par le dynamisme de l'investissement public. À l'horizon de la prévision, la politique budgétaire prendrait un tour restrictif : les plans de relance budgétaire perdraient en intensité et la TVA doit augmenter de 5 % à 8 % au 1<sup>er</sup> avril 2014, suscitant des achats anticipés de biens durables. L'activité accélérerait ainsi au quatrième trimestre 2013 (+0,7 %) et au premier trimestre 2014 (+0,8 %), avant de se contracter fortement au deuxième trimestre (-0,8 %).

### Au quatrième trimestre 2013, le climat des affaires reste très favorable

Arrivé au pouvoir fin 2012, le gouvernement de Shinzo Abe a engagé une politique de relance macroéconomique en jouant sur trois leviers : une politique monétaire très expansionniste afin de mettre un terme à la déflation, une nouvelle relance budgétaire et un programme de réformes structurelles visant à améliorer la croissance potentielle. L'annonce de ces mesures a provoqué une nette amélioration du climat des affaires et l'activité a fortement rebondi depuis trois trimestres. Par ailleurs, la dépréciation du yen a permis une hausse des prix et l'inflation japonaise a atteint +1,1 % en octobre, au plus haut depuis 4 ans (cf. graphique). Pour le quatrième trimestre 2013, les enquêtes de conjoncture disponibles jusqu'en novembre restent très bien orientées et l'activité conserverait un rythme soutenu (+0,7 %).

### Hausse de TVA en 2014

À l'horizon de la prévision, la politique budgétaire prendrait cependant un tour restrictif. D'une part, les plans de relance budgétaire perdraient en intensité et l'investissement public diminuerait. D'autre part, la TVA doit augmenter de 5 % à 8 % au 1<sup>er</sup> avril 2014, ce qui conduirait certains ménages à anticiper leurs achats de biens durables et leurs investissements immobiliers. L'activité aurait ainsi un profil heurté au premier semestre. L'effet de la hausse de la TVA sur la consommation serait néanmoins moins marqué que lors de la précédente hausse en 1997 (de 2 % à 5 %). En effet, le gouvernement a voté des mesures de compensation pour les ménages les plus modestes (0,2 point de RDB) et, surtout, la part dans la consommation des biens durables, davantage susceptibles de faire l'objet d'achats anticipés, s'est considérablement réduite depuis 1997.

### L'investissement des entreprises et les exportations rebondiraient

Malgré la reprise de l'activité, l'investissement des entreprises croît faiblement depuis le début de l'année. D'ici mi-2014, l'investissement devrait rebondir nettement, porté à la fois par l'amélioration des perspectives d'activité et par l'augmentation des crédits d'impôt, comme le suggère le redressement des commandes privées en biens d'équipement depuis 6 mois (+4,9 % au troisième trimestre après +5,0 % au deuxième). Les exportations japonaises augmenteraient d'ici mi-2014, toujours soutenues par la forte dépréciation du yen de début 2013 et portées par la demande en provenance d'Asie. ■

**Inflation à nouveau positive**  
glissements annuels en %



Source : Statistics Bureau of Japan

# Économies émergentes

*En ordre dispersé*

Après un premier semestre très décevant, l'activité aurait accéléré dans les économies émergentes au troisième trimestre 2013. Cette situation d'ensemble masque des divergences importantes : l'activité a accéléré en Chine et dans les PECCO mais reste globalement atone dans les autres économies émergentes.

Cette divergence se poursuivrait à l'horizon de la prévision. Les monnaies des pays à fort déficit courant (Inde, Brésil, Indonésie, Turquie) se sont fortement dépréciées cet été, en lien avec la sortie anticipée du « Quantitative Easing » américain, et leurs banques centrales ont resserré leur politique monétaire. La Chine, dopée par la hausse du crédit, et l'Europe de l'Est, tirée par le redémarrage européen, conserveraient un certain dynamisme à l'horizon de la prévision. Au total, les importations retrouveraient un comportement habituel au regard de l'activité, et contribueraient à hauteur de 0,4 point par trimestre à la progression de la demande mondiale adressée à la France.

## Accélération de l'activité en Chine

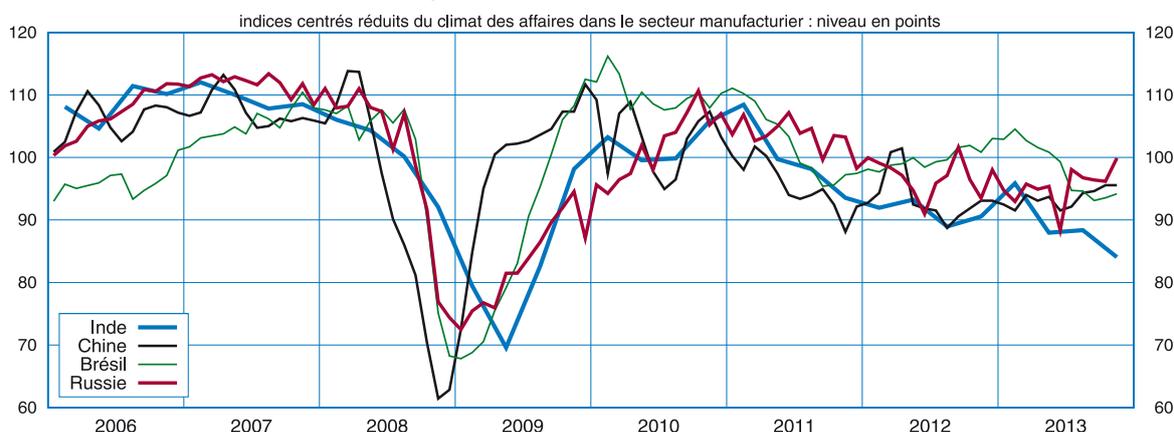
Au troisième trimestre 2013, l'activité a accéléré en Chine (+2,2 % après +1,9 %). Selon les enquêtes de conjoncture (cf. graphique 1) et les données de production industrielle d'octobre (+10,3 % sur un an), l'activité resterait relativement dynamique au quatrième trimestre 2013. L'encours de crédit continue d'augmenter ce qui, à court terme, favorise la reprise du marché immobilier (cf. graphique 2) avec notamment des prix des

logements en hausse : en octobre, les prix des logements anciens croissent de 19,0 % sur un an à Pékin et de 13,2 % à Shanghai (respectivement 16,4 % et 17,8 % pour les logements neufs). Par ailleurs, les nouvelles mesures de relance annoncées fin juillet (baisses d'impôts pour les PME et subventions aux entreprises exportatrices) produiraient des effets favorables sur l'investissement. À l'horizon de la prévision, la contribution du commerce extérieur resterait donc négative en Chine, comme le suggèrent les données douanières disponibles jusqu'en octobre, tout comme les enquêtes sur les approvisionnements qui indiquent que les importations continueraient de progresser vigoureusement.

## Faible croissance pour les autres grandes économies émergentes

La perspective d'une diminution de la création monétaire aux États-Unis a provoqué un rapatriement des capitaux investis par les investisseurs privés, une baisse des bourses dans la plupart des pays émergents et une brusque dépréciation des monnaies cet été, en particulier dans les pays à fort déficit courant (Inde, Brésil, Indonésie, Turquie). Le real brésilien et la roupie indienne ont respectivement perdu 17 % et 22 % vis-à-vis du dollar d'avril à septembre. Confrontées à cette glissade, les banques centrales sont parfois intervenues sur le marché des changes (notamment en Inde et au Brésil) et ont resserré leurs politiques monétaires (Turquie, Indonésie, Russie, Brésil, Inde), sur fond de tensions inflationnistes.

**1 - L'activité marque le pas dans les économies émergentes, sauf en Chine**  
Dernier point novembre 2013, Inde T4 2013



Sources : Enquêtes nationales

## Développements internationaux

Ainsi, après s'être nettement amélioré jusqu'au début de l'année 2013, le climat des affaires dans ces économies s'est détérioré cet été, en particulier dans le secteur manufacturier, et se situe toujours à un niveau très bas, comparativement au niveau moyen des années 2000 (cf. graphique 1). En Inde et au Brésil, le ralentissement de l'activité serait particulièrement marqué, les resserrements monétaires couplés à la dépréciation forte des monnaies pesant sur les débiteurs largement endettés en dollars.

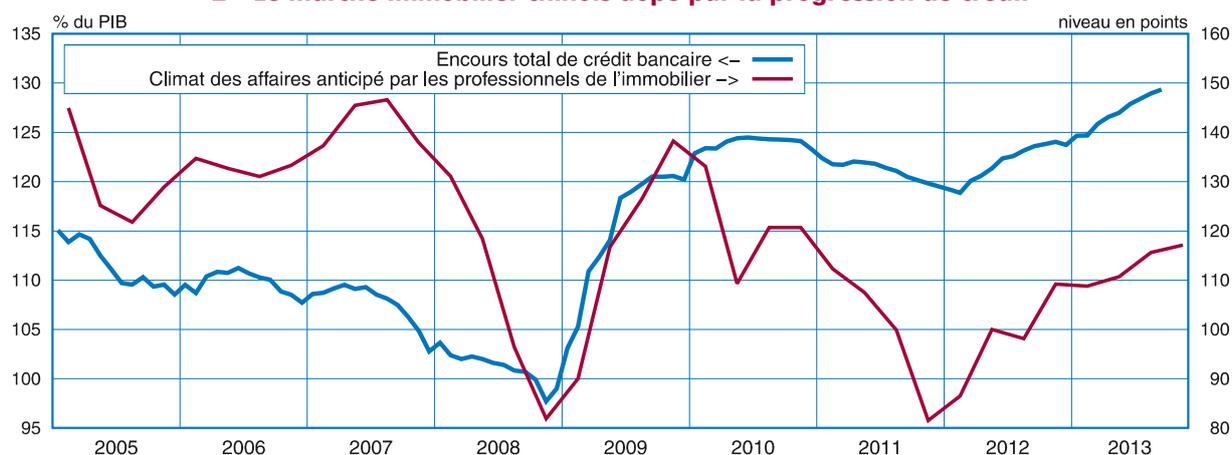
### L'Europe de l'Est tirée par le redémarrage de la zone euro

En Russie, le glissement annuel du PIB est au plus bas depuis trois ans, à +1,2 % au troisième trimestre 2013, et la production industrielle a stagné. De façon générale, l'activité est atone depuis un an et les enquêtes ne montrent pas de signe d'accélération notable. Malgré les mesures de soutien budgétaire annoncées, la croissance de l'économie russe resterait d'ici la fin de l'année

très en deçà de son rythme d'avant-crise (+1,5 % par trimestre), même si l'accélération de l'économie chinoise et notamment de ses importations en matières premières soutiendraient quelque peu l'activité.

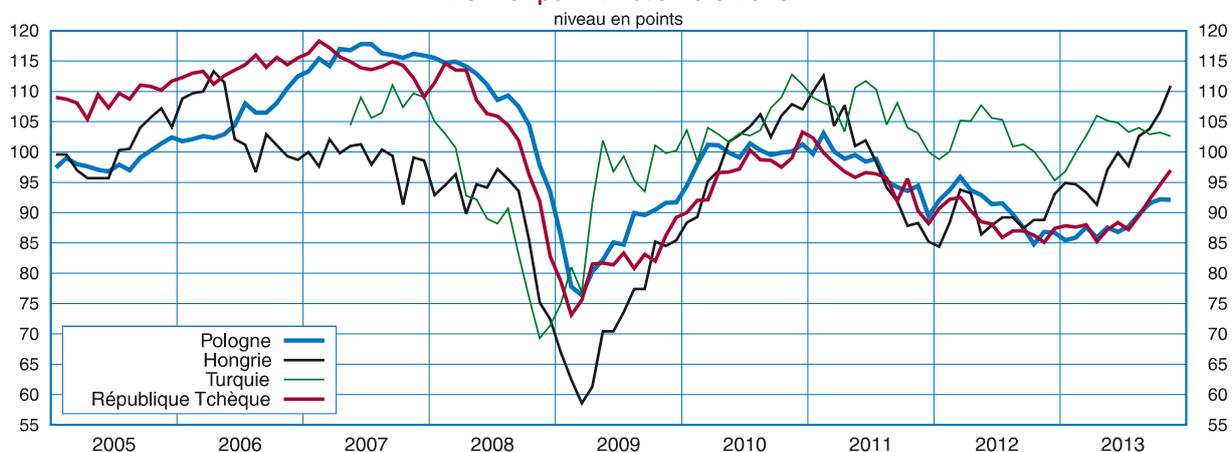
L'Europe de l'Est redémarrerait, tirée par la reprise de l'activité dans la zone euro. Selon les enquêtes de la Commission européenne, le climat des affaires est à nouveau favorable, au-dessus de sa moyenne de long terme en Hongrie et en nette augmentation en Pologne et en République tchèque (cf. graphique 3). En Turquie, après le coup de frein de mi-2012, l'activité a nettement accéléré depuis le quatrième trimestre 2012. Malgré un tassement depuis le début de l'année lié aux resserrements monétaires et aux manifestations de cet été, le climat des affaires se situe toujours au-dessus de sa moyenne de long terme. Ainsi, la dépréciation de la livre turque et l'amélioration de la demande européenne stimulerait les exportations et, au total, l'activité résisterait en Turquie d'ici mi-2014. ■

### 2 - Le marché immobilier chinois dopé par la progression du crédit



Source : National Bureau of Statistics of China

### 3 - L'Europe de l'Est et la Turquie tirées par la reprise de la zone euro Dernier point : novembre 2013



Source : Commission Européenne