

Allemagne

L'Allemagne consomme, enfin

Malgré le repli de l'investissement et le ralentissement des exportations, l'activité allemande a résisté au troisième trimestre 2015 (+0,3 % après +0,4 %) grâce au dynamisme de la consommation des ménages et de la consommation publique. En prévision, l'activité accélérerait progressivement (+0,4 % au quatrième trimestre 2015 et au premier trimestre 2016 puis +0,5 % au deuxième trimestre 2016), de nouveau portée par la consommation. En moyenne annuelle, la croissance du PIB serait de +1,5 % en 2015 après +1,6 % en 2014. L'acquis de croissance pour 2016 à l'issue du premier semestre serait de +1,4 %.

La consommation accélère

L'activité allemande, après avoir progressé de 0,3 % au troisième trimestre 2015, continuerait de croître au rythme de +0,4 % au quatrième trimestre 2015 et au premier trimestre 2016 puis accélérerait légèrement au deuxième trimestre 2016 (+0,5 %), de nouveau portée par la consommation, privée et publique.

La consommation des ménages a fortement accéléré au troisième trimestre 2015 (+0,6 % après +0,1 %), encouragée par la faiblesse du taux de chômage (4,5 %) ainsi que par les gains de pouvoir d'achat dus à la baisse des prix de l'énergie et à l'instauration du salaire minimum (*éclairage*). Par ailleurs, la consommation publique a également accéléré à l'été (+1,3 % après +0,7 %).

Au quatrième trimestre, la confiance des consommateurs se maintient à un niveau élevé, les immatriculations et les ventes au détail restent favorablement orientées. La consommation des ménages demeurerait donc dynamique (+0,5 %). Elle continuerait sur ce rythme au premier semestre

2016, stimulée par les gains de pouvoir d'achat, notamment des salaires. La consommation publique resterait également soutenue (*graphique*), sous l'effet des dépenses nécessaires à l'accueil de nombreux réfugiés sur le territoire allemand (900 000 personnes en 2015 et 600 000 en 2016 d'après les instituts de conjoncture allemands).

Une reprise de l'investissement en vue

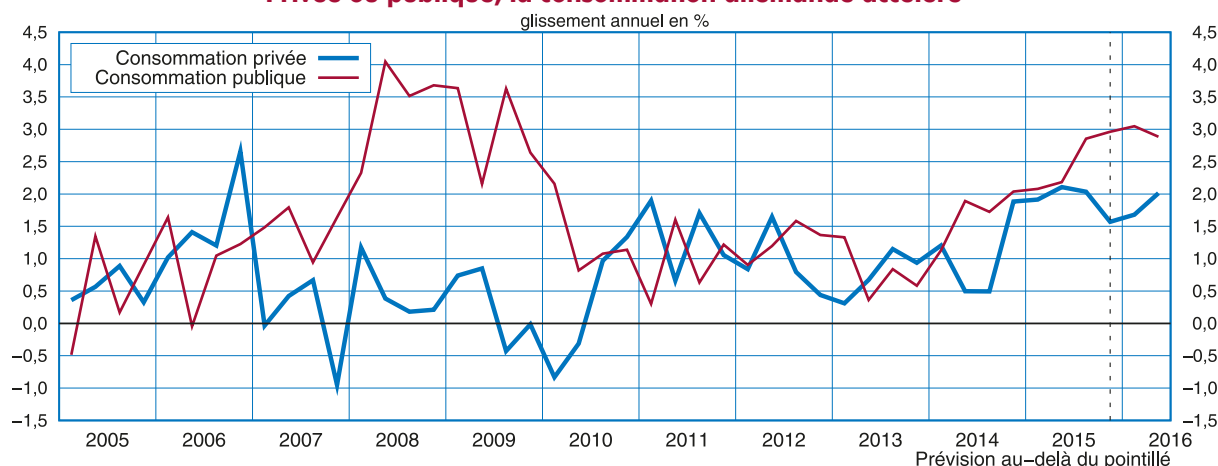
En revanche, l'investissement a de nouveau reculé au troisième trimestre (-0,3 % après -0,4 %), que ce soit en biens d'équipement (-0,8 % après +0,5 %) ou en construction (-0,3 % après -1,3 %). Toutefois, avec un taux d'utilisation des capacités de production élevé et des carnets de commandes relativement bien garnis, les entreprises hausseraient à nouveau leurs dépenses d'ici mi-2016 (+1,2 % au quatrième trimestre puis +0,7 % par trimestre). L'investissement dans la construction serait stable au dernier trimestre 2015 puis rebondirait au premier semestre 2016 (+0,6 % par trimestre).

Les exportations retrouveraient du tonus

Au troisième trimestre 2015, alors que les importations ont accéléré (+1,1 % après +0,5 %), les exportations ont marqué le pas (+0,2 % après +1,8 %). Ainsi, les échanges extérieurs ont contribué négativement à la croissance (-0,3 point).

Au quatrième trimestre, les exportations retrouveraient du tonus (+1,0 %), en réponse à la demande mondiale adressée à l'Allemagne et resteraient dynamiques au premier semestre 2016 (+1,1 % par trimestre). Les importations progresseraient sur un rythme comparable, et la contribution du commerce extérieur serait neutre d'ici mi-2016. ■

Privée ou publique, la consommation allemande accélère



Le salaire minimum allemand : un effet plus diffus qu'attendu

Dans la *Note de conjoncture* de décembre 2014¹, les effets de l'instauration d'un salaire minimum à 8,50 € de l'heure en Allemagne au 1^{er} janvier 2015 étaient anticipés à partir notamment des hypothèses des principaux instituts de conjoncture allemands. Le scénario retenu était celui d'une forte croissance des salaires dès le premier trimestre 2015, avant un retour à un rythme tendanciel à partir du deuxième trimestre 2015.

La hausse des salaires a été plus progressive que prévu

Les données publiées depuis lors dans les comptes trimestriels allemands mettent en évidence une croissance du salaire par tête moins forte qu'attendu au premier trimestre, puis plus forte au deuxième trimestre. Au premier trimestre 2015 en effet, le salaire par tête a faiblement accéléré (+0,8 % après +0,7 %) alors qu'une hausse de 1,4 % était attendue, dont +1,1 point imputable à l'instauration du salaire minimum. Au deuxième trimestre, en revanche, les salaires ont accéléré, augmentant nettement plus que leur tendance (+1,2 % contre +0,3 % en moyenne avant 2015).

Il semble ainsi que l'effet de l'instauration du salaire minimum soit plus diffus qu'attendu. D'une part, les branches qui avaient jusqu'en 2014 des salaires minimaux négociés inférieurs ont deux ans pour s'aligner et, selon les conventions collectives, l'entrée en vigueur du salaire minimum varie entre le 1^{er} janvier 2015 et le 1^{er} janvier 2017. Certaines branches ont donc choisi de rehausser graduellement les salaires minimaux, ce qui lisse d'autant l'augmentation générale des salaires sur la période. À titre d'exemple, le salaire minimum dans les agences d'intérim d'Allemagne de l'Est a augmenté à 8,20 € de l'heure au 1^{er} avril 2015 et n'augmentera à 8,50 € qu'au 1^{er} juin 2016.

1. « L'instauration d'un salaire minimum en Allemagne », *Note de conjoncture*, décembre 2014, p. 109.

D'autre part, certaines entreprises auraient anticipé l'instauration du salaire minimum en augmentant les salaires avant le 1^{er} janvier 2015, l'estimation du quatrième trimestre 2014 (+0,7 %) s'avérant bien plus dynamique que sa tendance.

La hausse des bas salaires aurait été en partie compensée par le ralentissement des plus hauts salaires au premier trimestre

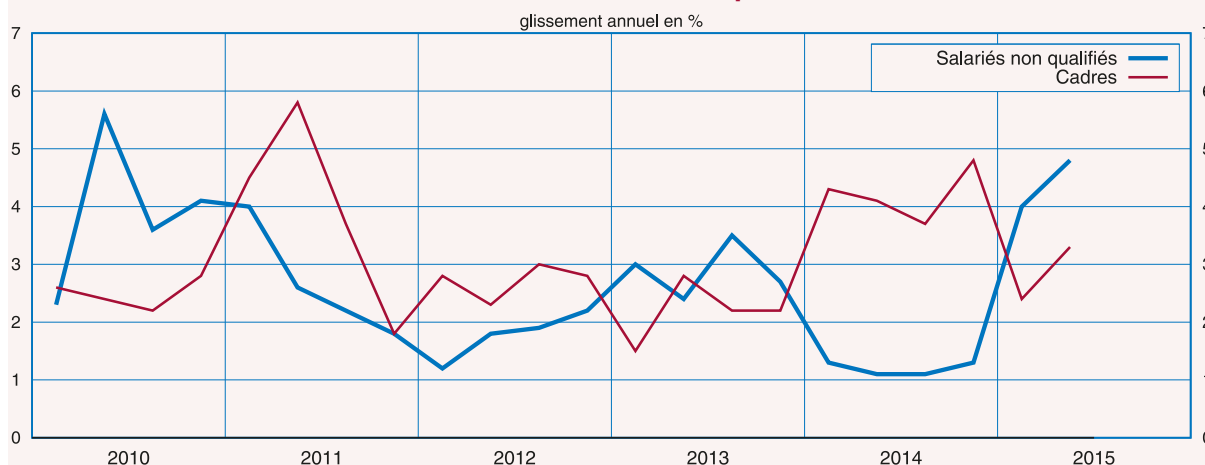
L'enquête sur les salaires par tête publiée par Destatis suggère par ailleurs une autre explication : la rémunération des salariés non qualifiés a nettement augmenté au premier trimestre 2015, conformément à ce qui était attendu au titre du salaire minimum (*graphique*). En corollaire, la hausse est marquée pour les salariés de l'ex-RDA ou des titulaires d'un emploi atypique. Mais ces effets à la hausse semblent avoir été en partie compensés par un ralentissement des salaires dans les autres catégories, a priori moins concernées par le salaire minimum, notamment les cadres.

Au deuxième trimestre 2015 et en glissement annuel, les salaires accélèrent pour toutes les catégories mais le différentiel de dynamique est conservé : le salaire des employés les moins qualifiés augmente de nouveau plus vite que celui des cadres. Il en est de même pour l'écart de dynamique entre salariés de l'Est et de l'Ouest, ou entre titulaires d'emplois atypiques ou à plein temps ; notamment, le niveau de salaire des « minijobbers » est 25 % plus élevé qu'un an plus tôt.

Les salaires augmenteraient vigoureusement d'ici mi-2016

Au total, l'effet de l'instauration d'un salaire minimum semble se diffuser plus progressivement sur les salaires allemands que prévu initialement et les entreprises ont en partie compensé sur les autres catégories de salariés. Compte tenu de ces éléments, les salaires resteraient dynamiques à l'horizon de la prévision (+0,7 % par trimestre jusqu'à mi-2016). ■

Évolution des salaires selon la profession



Italie

Le Jobs Act dynamise l'emploi

Au troisième trimestre 2015, l'activité italienne a de nouveau crû (+0,2 % après +0,3 %), confirmant la reprise amorcée depuis le début de l'année. La consommation des ménages a confirmé son regain de vigueur, mais l'investissement en équipement et les exportations ont trébuché. Au quatrième trimestre, l'activité accélérerait légèrement (+0,4 %), soutenue par la demande intérieure. En 2015, la hausse de l'activité atteindrait ainsi +0,7 %, après trois années de récession. L'emploi augmenterait de 0,8 %, dopé par l'incitation fiscale décidée dans le Jobs Act. Au premier semestre 2016 l'activité ralentirait légèrement (+0,3 % par trimestre).

L'emploi dopé au Jobs Act

En 2015, le PIB italien croîtrait de 0,7 %, après trois années de récession. Cette reprise de l'activité est aussi celle de l'emploi. Depuis le printemps, l'emploi salarié progresse (+0,2 % au troisième trimestre après +0,5 %), soutenu par les effets du Jobs Act (graphique). Ce dispositif exonère l'employeur du paiement des cotisations pendant trois ans pour toute nouvelle embauche en CDI en 2015, dans la limite de 8 060 euros par an (cf. Note de conjoncture de juin 2015, p. 103) : ainsi, en plus des créations nettes d'emploi, la proportion de CDI dans les embauches est en forte hausse. Le pouvoir d'achat des ménages augmente d'autant plus que l'inflation est faible, notamment sa composante énergétique. En conséquence, la consommation des ménages a accéléré : +0,4 % aux deuxième et troisième trimestres, après plusieurs années de quasi-stagnation. Au total, l'activité augmenterait de 0,4 % au quatrième trimestre 2015 puis se modérerait légèrement début 2016, les effets du Jobs Act s'essouffant (+0,3 % par trimestre) : le

dispositif serait prolongé, mais dans une version nettement moins incitative.

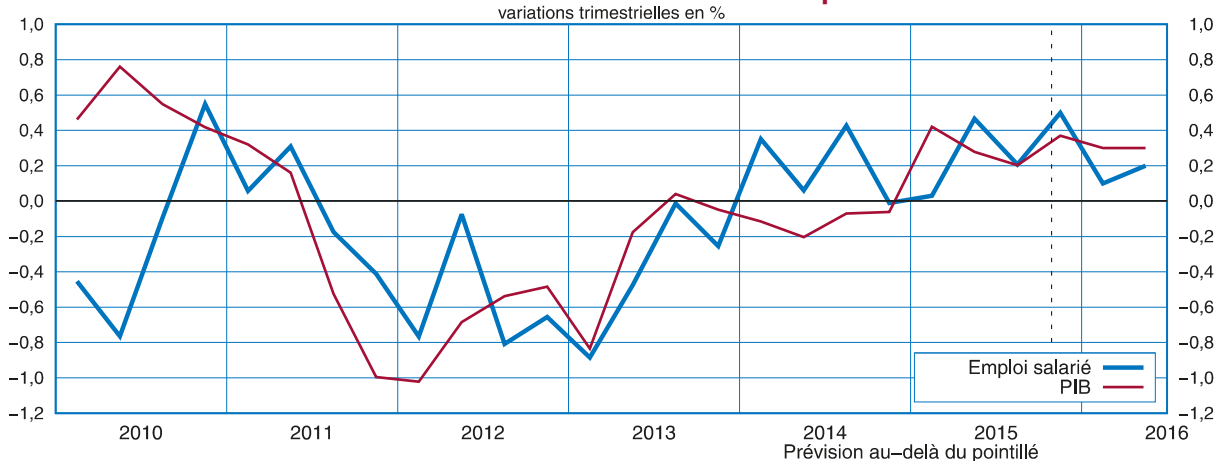
L'investissement en équipement a fléchi, celui en construction se stabilise

L'investissement en équipement s'est infléchi (-0,6 % au troisième trimestre) après son vif redémarrage depuis l'automne 2014. Il rebondirait au quatrième trimestre (+0,9 %), stimulé par une demande accrue et de meilleures conditions de financement. En moyenne annuelle, il progresserait de 3,7 % en 2015 (après -2,9 % en 2014). Au premier semestre 2016, il resterait dynamique, porté par un dispositif de suramortissement similaire à celui mis en œuvre en France. Dans la construction, le climat se redresse et le recul de l'investissement s'atténuerait d'ici mi-2016. Ainsi, l'investissement en construction baisserait nettement moins en 2015 (-1,0 %) qu'en 2014 (-4,8 %), amortissant la chute entamée en 2008. Mi-2016, son acquis de croissance annuel atteindrait -0,3 %.

Les exportations ont trébuché au troisième trimestre

Marquées par un trou d'air dans les échanges extérieurs de la zone euro, les exportations italiennes ont baissé au troisième trimestre (-0,8 % après +1,3 %). Les importations ont augmenté pour le septième trimestre consécutif (+0,5 %) et le commerce extérieur a pesé sur la croissance. Au quatrième trimestre, importations et exportations augmenteraient quasiment au même rythme (+1,0 %), comme au premier semestre 2016 (+0,8 % par trimestre), proche de celui de la demande mondiale adressée à l'Italie. Au total, le commerce extérieur contribuerait négativement à la croissance en 2015 (-0,3 point), pour la première fois depuis 2009. ■

Le Jobs Act enrichit la croissance en emplois



Espagne

L'activité ralentit mais reste solide

En Espagne, le PIB a légèrement ralenti au troisième trimestre 2015 (+0,8 %), encore porté par une demande intérieure vigoureuse mais pénalisé par la contribution négative du commerce extérieur. Pour les prochains trimestres, le ralentissement de l'activité se poursuivrait du fait cette fois de la demande intérieure (+0,7 % au quatrième trimestre, puis +0,6 % par trimestre au premier semestre 2016). Au total, la croissance sur l'ensemble de l'année 2015 atteindrait +3,1 %, et l'acquis de croissance pour 2016 serait fin juin de +2,2 %.

L'industrie marque un peu le pas

Au troisième trimestre 2015, l'activité espagnole a légèrement ralenti (+0,8 % après +1,0 %) : la demande intérieure est restée vigoureuse mais le commerce extérieur a contribué négativement à l'activité. Les enquêtes de conjoncture nationales demeurent bien orientées ; en revanche, les indices PMI baissent, surtout dans l'industrie, suggérant que l'activité y marque le pas (*graphique*). Malgré le redémarrage du bâtiment, l'activité globale ralentirait légèrement d'ici mi-2016 : +0,7 % au quatrième trimestre, puis +0,6 % par trimestre au premier semestre 2016.

Le pouvoir d'achat des ménages resterait dynamique

Au quatrième trimestre 2015, la consommation des ménages resterait soutenue par les gains de pouvoir d'achat, en raison de fortes créations d'emplois, d'une inflation basse, et d'une légère accélération des salaires. Ces derniers seraient notamment dynamisés dans la fonction publique par les restitutions par acomptes d'une prime retirée en 2012. La consommation publique est

dynamique en 2015, année d'élections locales et nationales, mais ralentirait début 2016 pour contenir le déficit budgétaire. D'ici mi-2016, le taux d'épargne retrouverait son niveau moyen d'avant-crise, la baisse du chômage rendant moins nécessaire l'épargne de précaution. En effet, le taux de chômage demeure élevé mais baisse à un rythme soutenu : il atteindrait 20,6 % mi-2016, un niveau inférieur de six points à celui de son pic début 2013.

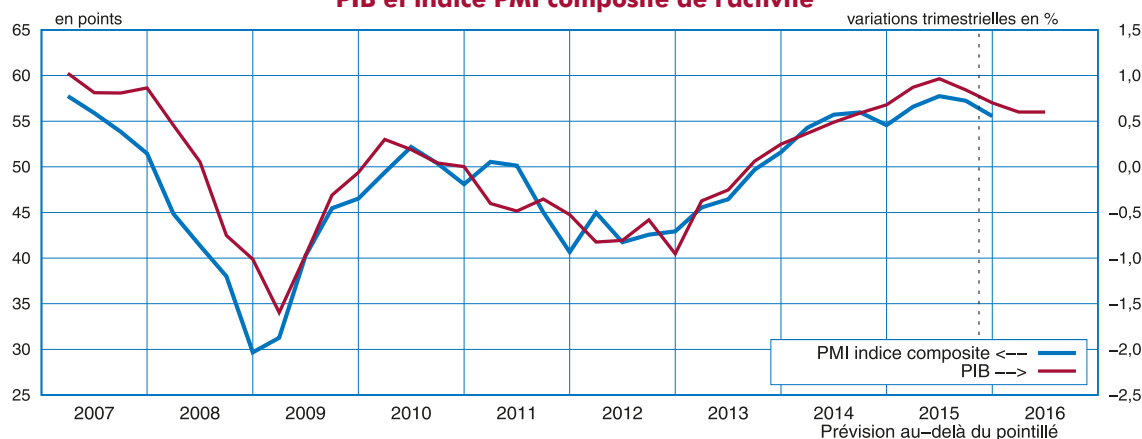
L'investissement continuerait de croître vigoureusement

Au quatrième trimestre 2015, l'investissement en biens d'équipement continuerait de croître rapidement (+2,7 %), dans un contexte de tensions sur les capacités de production et de marges des entreprises encore très élevées (*cf. dossier de cette Note*). Il ralentirait début 2016, la dynamique de rattrapage s'essouffant. L'investissement en construction continuerait de se redresser : les permis de construire ont vivement augmenté depuis début 2015, même si leur nombre reste bien inférieur au niveau d'avant-crise. Cependant, l'investissement public en construction ralentirait après les élections de 2015.

Les importations ralentiraient

En fin d'année 2015, le commerce extérieur pèserait encore légèrement sur la croissance espagnole car les importations resteraient soutenues pour répondre à la demande intérieure. Au premier semestre 2016, le ralentissement de la demande intérieure, notamment de l'investissement en équipement, freinerait les importations et la balance commerciale redeviendrait neutre sur la croissance. ■

PIB et indice PMI composite de l'activité



Sources : INE, Markit

Royaume-Uni

Le marché du travail se tend

Au Royaume-Uni, l'activité a ralenti au troisième trimestre 2015 (+0,5 % après +0,7 %). D'ici la mi-2016, l'activité croîtrait moins rapidement qu'en début d'année 2015 (+0,6 % fin 2015 puis +0,5 % par trimestre au premier semestre 2016) du fait du ralentissement de la demande intérieure. En effet, moins d'emplois seraient créés, ce qui limiterait la baisse du chômage ; le taux d'épargne des ménages, qui a atteint un plus bas niveau début 2015, ne baisserait donc quasiment plus à l'horizon de la prévision. En 2015, la croissance britannique atteindrait +2,4 %, et l'acquis de croissance pour 2016 s'élèverait à +1,7 % fin juin.

Le climat des affaires s'altère mais reste favorable

Au troisième trimestre 2015, la croissance britannique a baissé (+0,5 % après +0,7 % au deuxième trimestre) du fait du recul de l'activité dans la construction et du ralentissement de l'industrie extractive. Selon les enquêtes Markit auprès des directeurs d'achat, le climat des affaires s'améliore en octobre et en novembre après s'être nettement dégradé en septembre. En revanche, les indices d'activité de la Confederation of British Industry baissent en novembre, tout en restant à des niveaux élevés. Ces indicateurs suggèrent que le PIB croîtrait de 0,6 % au quatrième trimestre, portant la croissance annuelle à +2,4 % en 2015 après +2,9 % en 2014. Au premier semestre 2016, l'activité ralentirait légèrement (+0,5 % par trimestre) du fait de la décélération de la consommation des ménages, et l'acquis de croissance pour 2016 atteindrait +1,7 % à mi-année.

La moindre baisse du chômage freinerait la consommation

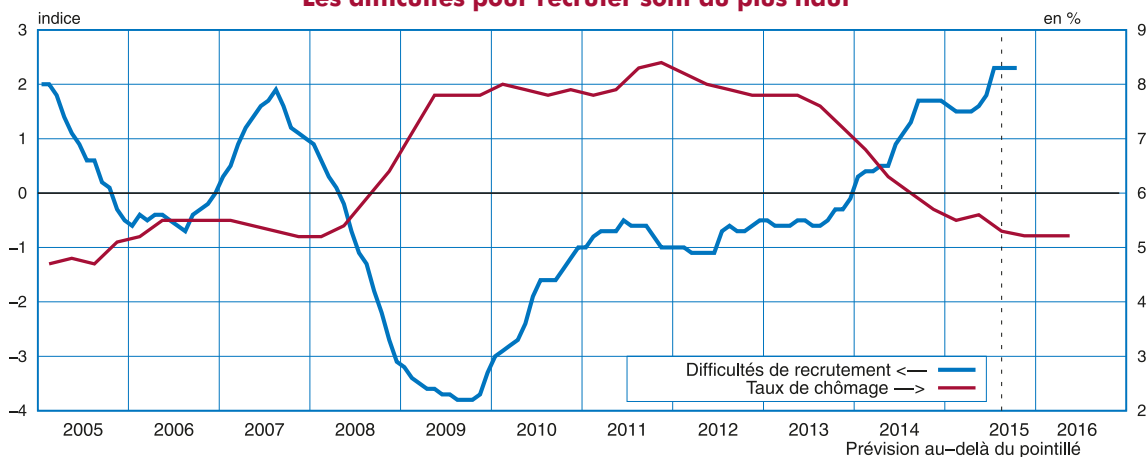
Au quatrième trimestre 2015, la consommation croîtrait de nouveau vigoureusement (+0,7 %, après +0,8 % au troisième trimestre) grâce au dynamisme du pouvoir d'achat des ménages, porté par la hausse des salaires et la faiblesse des prix, et aux effets de richesse générés par la hausse des prix dans l'immobilier. En outre, la tenue de la Coupe du monde de rugby aurait entraîné un surcroît de dépenses. Au premier semestre 2016, la consommation ralentirait légèrement (+0,6 % par trimestre). En effet, les tensions sur le marché du travail (*graphique*) alimenteraient certes une accélération des salaires mais limiteraient les créations d'emplois et la baisse du chômage ; de ce fait, le taux d'épargne, qui a atteint 4,0 % début 2015, soit son plus bas niveau depuis 1963, ne baisserait quasiment plus d'ici mi-2016.

À l'horizon de la prévision, l'investissement ralentirait dans le sillage de l'activité et du relâchement des contraintes de capacité des entreprises, notamment dans l'industrie.

La contribution du commerce extérieur à l'activité serait faiblement négative

D'ici juin 2016, les exportations croîtraient moins rapidement que la demande mondiale adressée au Royaume-Uni (+0,6 % par trimestre), reflétant les pertes tendanciellées de parts de marché et l'appréciation passée de la livre. Les importations augmenteraient légèrement plus vite (+0,7 % par trimestre) dans le sillage de la demande intérieure. Sous l'hypothèse d'un taux de change stable, la contribution du commerce extérieur à l'activité serait faiblement négative d'ici mi-2016. ■

Les difficultés pour recruter sont au plus haut



Sources : Banque d'Angleterre, ONS

États-Unis

Près du plein emploi

Aux États-Unis, l'activité a nettement décéléré au troisième trimestre (+0,5 % après +1,0 %), de nouveau portée par la consommation des ménages et l'investissement privé mais freinée par des exportations atones.

Dès le quatrième trimestre, le PIB accélérerait légèrement avec la demande intérieure (+0,6 % par trimestre), portant à +2,5 % la croissance en moyenne annuelle en 2015, et à +2,0 % l'acquis de croissance à mi-année en 2016.

L'industrie pâtit d'un dollar fort

Après un rebond au printemps 2015 (+1,0 %), le PIB a nettement décéléré à l'été (+0,5 %). La demande intérieure est restée dynamique, notamment la consommation des ménages (+0,8 %) et l'investissement privé (+0,8 %), alors que les exportations ont continué de pâtir de l'appréciation du dollar (+0,2 %). Le climat conjoncturel est nettement plus favorable dans les services que dans l'industrie, plus exposée à la baisse de compétitivité induite (*graphique*). L'activité accélérerait légèrement d'ici mi-2016, sur un rythme proche de sa moyenne de long terme (+0,6 % par trimestre). Elle bénéficierait des mêmes ressorts : dynamisme de la demande intérieure mais relative atonie des exportations.

Un marché du travail proche du plein emploi

Le rythme des créations d'emploi qu'engendre la croissance reste soutenu. Le marché du travail frôle le plein emploi : en octobre 2015, le taux de chômage s'établit à 5,0 %, quasiment au niveau d'équilibre estimé par la Fed (4,9 %), après avoir baissé continûment depuis début 2010. Son niveau favorise

les salaires qui accéléreraient de nouveau. Par ailleurs, l'inflation resterait contenue, l'appréciation du dollar et la baisse des matières premières continuant de se diffuser dans l'économie.

Ainsi, le pouvoir d'achat du revenu des ménages continuerait de croître au rythme de +0,8 % au quatrième trimestre puis de +0,7 % par trimestre jusqu'au deuxième trimestre 2016, soutenant la consommation qui augmenterait au même rythme.

L'investissement retrouve des couleurs

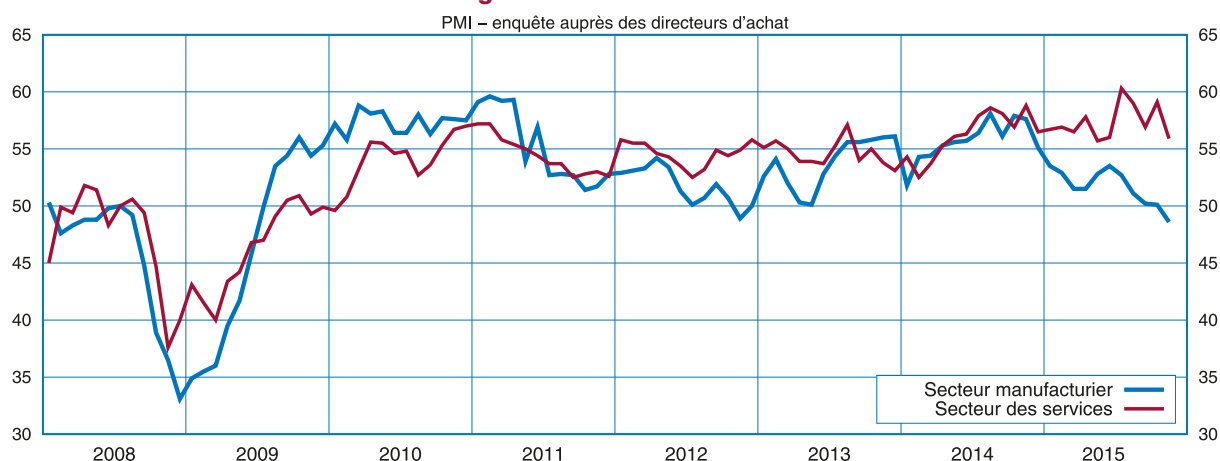
Après un trou d'air fin 2014 et début 2015, l'investissement des entreprises s'est ressaisi au printemps (+1,0 %) et à l'été (+0,6 %). Il croîtrait au rythme de +1,0 % à partir du quatrième trimestre 2015. Sur l'ensemble de l'année 2015, l'investissement ralentirait nettement (+3,2 % après +6,2 % en 2014) essentiellement du fait de son effondrement dans le secteur pétrolier.

L'investissement résidentiel continuerait d'accélérer sous l'effet d'une hausse des mises en chantier et d'une baisse des taux d'intérêt sur les nouveaux crédits immobiliers ; en moyenne sur l'année, il augmenterait de 8,6 % en 2015 (après +1,8 % en 2014).

Le commerce extérieur continuerait de peser sur la croissance

Malgré la reprise du commerce mondial, les exportations continueraient d'être pénalisées par l'appréciation passée du dollar d'ici mi-2016, alors que les importations accéléreraient dans le sillage de la demande intérieure. Au total, le solde extérieur contribuerait de nouveau négativement à la croissance au premier semestre 2016, après avoir grevé de 0,7 point la croissance annuelle en 2015. ■

Le climat des affaires diverge entre l'industrie manufacturière et les services



Source : ISM

Japon

Prix et salaires redémarrent timidement

Au troisième trimestre 2015, l'activité japonaise a rebondi (+0,3 % après -0,1 %) soutenue par le dynamisme de la demande intérieure hors stocks et le commerce extérieur. Pour la fin de l'année, les enquêtes de conjoncture restent favorablement orientées, notamment dans l'industrie. L'activité nippone croîtrait à un rythme modéré au quatrième trimestre 2015 (+0,2 %) puis accélérerait légèrement au premier semestre 2016 (+0,3 % par trimestre), portée par la consommation des ménages et le dynamisme retrouvé des exportations.

La production industrielle rebondirait

La production industrielle a fortement reculé au printemps 2015 (-1,4 %) et à l'été (-1,2 %). Cependant, les indicateurs conjoncturels suggèrent que la production industrielle rebondirait au quatrième trimestre 2015. Soutenu par les commandes intérieures, l'indice des directeurs d'achats (PMI) du secteur manufacturier a notamment continué de s'élever (52,6 en novembre après 52,4 en octobre et 51,0 en septembre, *graphique*). De plus, l'indice de production industrielle a augmenté de 1,4 % en octobre de sorte que l'acquis pour le quatrième trimestre est nettement positif (+1,8 %) ; pour novembre et décembre, les industriels interrogés par le METI envisagent une stabilisation de leur activité.

Après avoir rebondi au troisième trimestre 2015 (+0,6 % après -1,3 %), l'investissement productif ralentirait au quatrième trimestre 2015 (+0,3 %) puis progresserait au premier semestre 2016 (+0,4 % puis +0,5 % par trimestre) : cette reprise

serait très graduelle, les capacités de production restant peu sollicitées et les commandes de machines étant inférieures à leur niveau de début 2015, malgré un léger rebond en septembre.

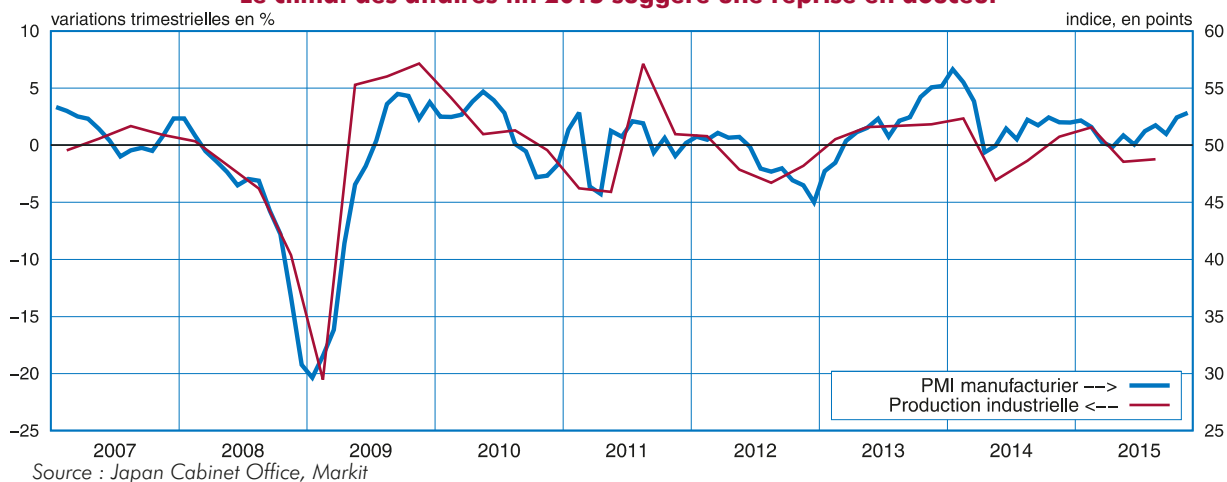
Les prix et les salaires redémarrent timidement

En octobre 2015, l'inflation a été faible (+0,3 %), du fait de la chute des prix du pétrole. En revanche, l'inflation sous-jacente s'est établie à +0,8 %, un niveau nettement supérieur à ce qui prévalait avant le début des Abenomics. En effet, l'emploi est resté relativement dynamique au troisième trimestre (+0,4 % après +0,2 %) et le taux de chômage s'est stabilisé à un niveau très bas (3,4 %). Le rapport entre l'offre et la demande d'emplois est à son plus haut niveau depuis 1992. Cette tension sur la main-d'œuvre stimule les salaires : au troisième trimestre 2015, les salaires de base ont crû de 0,2 % par rapport au trimestre précédent. D'ici mi-2016, ils continueraient d'augmenter légèrement, favorisant la consommation des ménages : +0,3 % au quatrième trimestre puis +0,4 % par trimestre au premier semestre 2016.

Les échanges extérieurs se redressent de concert

Les exportations ont rebondi au troisième trimestre après un trou d'air au premier semestre. D'ici mi-2016, elles progresseraient de nouveau, portées par le timide redémarrage des échanges asiatiques, notamment des importations chinoises. Les importations augmenteraient dans le sillage de la demande intérieure, de sorte que la contribution du commerce extérieur à la croissance serait neutre d'ici mi-2016. ■

Le climat des affaires fin 2015 suggère une reprise en douceur



Économies émergentes

Ralentissement d'ensemble, les divergences s'accroissent

En 2015, l'activité des économies émergentes a continué d'augmenter sur un rythme modeste, inférieur à celui des deux dernières décennies. Les divergences s'accroissent, notamment entre les pays exportateurs, pénalisés par la baisse des prix de matières premières, et les pays importateurs qui en bénéficient.

En Chine, le ralentissement économique se poursuit en 2015. Cependant, la croissance se stabiliserait au premier semestre 2016, soutenue par la consommation. Les importations retrouveraient un rythme plus en ligne avec l'activité. Au Brésil, la crise s'aggrave rapidement dans un contexte de tensions politiques et de détérioration des finances publiques. La demande intérieure et la production industrielle chutent et la banque centrale ne parvient pas à endiguer l'accélération continue des prix. Après un fort recul au premier semestre, l'économie russe s'est stabilisée à l'été. Néanmoins, la demande intérieure reste dégradée et le chemin de la reprise risque d'être long.

De leur côté, les pays d'Europe centrale et orientale semblent avoir échappé à la crise géopolitique en Ukraine. Ils conserveraient une croissance particulièrement dynamique, bénéficiant notamment de la lente mais solide reprise dans la zone euro.

Au total, les importations des économies émergentes, qui avaient reculé début 2015, rebondiraient légèrement d'ici mi-2016, sous l'effet de la stabilisation russe et du redressement des importations chinoises.

Chine : la croissance se stabiliserait

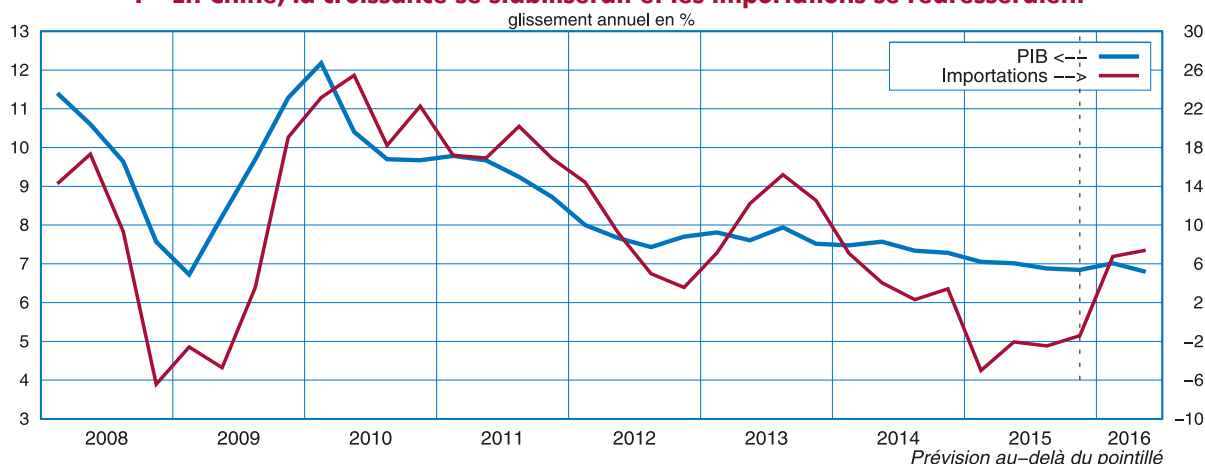
En Chine, l'activité totale ralentirait à nouveau légèrement au quatrième trimestre 2015 avant de se stabiliser au rythme de +1,6 % par trimestre durant la première moitié de l'année 2016 (*graphique 1*). En moyenne annuelle, après +6,9 % en 2015, soit la plus faible croissance depuis 1990, l'acquis de croissance à l'issue du deuxième trimestre pour 2016 atteindrait +5,4 %.

Cette stabilisation serait en grande partie portée par la consommation. En effet, un regain de dynamisme semble s'esquisser : après plusieurs mois de baisse, les immatriculations automobiles augmentent fortement depuis août ; les ventes au détail accélèrent légèrement et la confiance des ménages, tout en restant en dessous de sa moyenne de long terme, a cessé de se dégrader depuis juin.

De son côté, l'investissement des entreprises ralentit depuis le début de l'année 2015, en particulier dans l'immobilier d'entreprise. Néanmoins, l'accélération des prix de l'immobilier depuis le printemps et la hausse du nombre de transactions entraîneraient une normalisation progressive du marché, dans le contexte d'une politique monétaire graduellement plus accommodante.

Les exportations chinoises se redresseraient à partir du troisième trimestre, grâce à la dévaluation du yuan opérée en août 2015 et à une légère reprise de la demande mondiale adressée à la Chine. Après avoir chuté début 2015, les importations se redresseraient d'ici mi-2016 avec la demande

1 - En Chine, la croissance se stabiliserait et les importations se redresseraient



Source : NBSC

Développements internationaux

intérieure et les exportations, dont le contenu en importations reste significatif.

Le Brésil s'enfonce dans la crise

La situation du Brésil continue de se dégrader rapidement et le PIB s'est contracté au cours des trois premiers trimestres. Le réal s'est fortement déprécié au cours de l'été et l'inflation ne cesse d'augmenter malgré les hausses de taux directeur décidées par la banque centrale. Parallèlement, les finances publiques se détériorent du fait du tarissement des recettes et de l'augmentation rapide du service de la dette.

Dans ce contexte, la demande intérieure s'effondre avec la baisse des salaires réels, la vive montée du chômage et la crise de confiance qui affecte à la fois les ménages et les entrepreneurs.

Côté offre, en octobre, la production industrielle a diminué de 11,4 % sur un an (*graphique 2*) et les climats des affaires sectoriels restent très inférieurs à leur seuil d'expansion.

Au quatrième trimestre 2015, le PIB continuerait donc de reculer, moins vite cependant qu'au troisième trimestre (-0,7 % après -1,7 %). En moyenne sur l'année, la récession atteindrait -3,6 % en 2015. L'activité resterait dégradée d'ici mi-2016.

Fragile stabilisation en Russie

En Russie, l'activité a fortement diminué au cours du premier semestre 2015 (-3,6 % en glissement semestriel) en raison de la forte baisse des cours des matières premières, de la crise du rouble et des sanctions économiques réciproques après la crise russo-ukrainienne. Néanmoins, au troisième trimestre, le PIB a cessé de baisser (+0,1 %). En

particulier, la production industrielle est repartie après la forte baisse de début d'année. Le marché du travail confirme sa résilience : le taux de chômage atteint 5,5 % en novembre. En outre, le rouble se réapprécie légèrement depuis la fin août. Cependant, le chemin de la reprise risque d'être long. Les prix ont encore augmenté rapidement (+15,0 % en novembre) et la banque centrale a cessé de baisser son taux directeur. La demande intérieure reste déprimée et le climat des affaires fluctue autour de son seuil d'expansion depuis l'été.

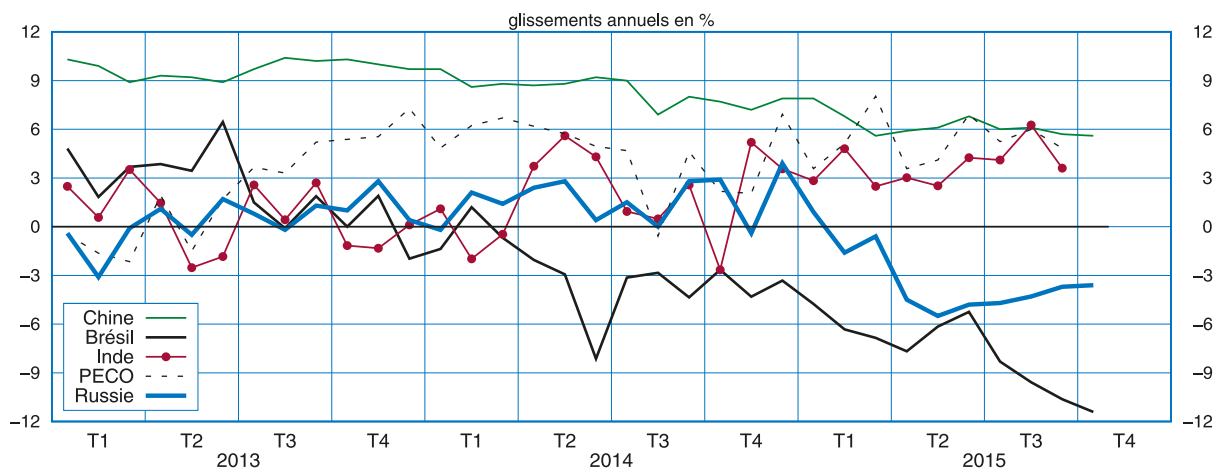
Au quatrième trimestre 2015, la croissance resterait donc anémique (+0,1 %), achevant une année en sévère récession (-3,5 % en 2015). Début 2016, la reprise resterait pousive.

Les PECO et l'Inde confirment leur dynamisme

De leur côté, les pays d'Europe centrale et orientale confirment leur dynamisme et leur résilience à l'égard de la crise russo-ukrainienne (*éclairage*). Les enquêtes de conjoncture restent bien orientées malgré un léger ralentissement de la production industrielle au troisième trimestre 2015. Dans l'ensemble, la croissance des PECO resterait soutenue au quatrième trimestre, bien qu'en léger ralentissement (+0,7 % après +0,9 %), ce qui porterait leur croissance moyenne sur l'année à +3,6 % en 2015.

De plus, en Inde, la prépondérance du secteur tertiaire sur le secteur industriel continuerait à limiter l'exposition au ralentissement du commerce mondial et l'activité resterait dynamique, après une croissance de 7,4 % au troisième trimestre en glissement annuel. ■

2 - Les rythmes de production industrielle divergent entre les pays émergents



Sources : Instituts statistiques nationaux

Les économies des pays d'Europe centrale et orientale ont été résilientes face à la crise russo-ukrainienne

Malgré la proximité géographique, les liens historiques et la taille du marché intérieur russe, la valeur des exportations des PECO vers l'ex-URSS est faible. Au-delà des échanges comptabilisés entre ces deux régions, des effets de second tour liés à la fragmentation des chaînes de valeurs existent mais n'ont eu qu'un effet limité sur les exportations des PECO. Enfin, la crise russo-ukrainienne n'a entraîné de tension ni sur les investissements directs étrangers (IDE), ni sur les monnaies et les taux souverains. Au total, ces pays sont aujourd'hui bien plus dépendants de l'Union européenne, et notamment de l'Allemagne, que de la Russie.

Depuis mars 2014, l'Union européenne (UE) et les États-Unis ont mis en place des sanctions économiques et financières à l'encontre de la Russie en raison des tensions géopolitiques en Ukraine. En août 2014, la Russie a décrété un embargo sur l'importation de certains produits agricoles. Fin 2015, ces mesures de rétorsion économique sont encore en vigueur. La fuite des capitaux qui s'en est suivie, et la chute parallèle des prix des matières premières ont généré une crise majeure du rouble, qui a perdu la moitié de sa valeur vis-à-vis du dollar américain entre l'été et la fin de l'année 2014. Le pouvoir d'achat des ménages russes s'est effrité avec l'accélération des prix et l'activité s'est fortement contractée entre le troisième trimestre 2014 et le deuxième trimestre 2015, provoquant un effondrement des importations accentué par les restrictions liées à l'embargo. Mi-2015, l'activité avait chuté sur un an de 4,5 % en Russie et de 14,7 % en Ukraine ; les importations se sont repliées encore plus fortement, de près d'un tiers de leur volume sur un an.

Malgré la crise économique touchant ces deux pays, l'activité des pays d'Europe centrale et orientale (PECO¹), qui sont géographiquement proches, n'a pas

montré de signe de ralentissement. Le PIB et la production industrielle sont restés dynamiques en 2014 et jusqu'au troisième trimestre 2015 (*graphique 1*), de nouveau tirés par des exportations soutenues en 2014 (+7,1 % sur l'année) et au premier trimestre 2015 (+3,0 %) alors même que les importations de la Russie se sont effondrées (-22,7 % au premier trimestre 2015 en variation trimestrielle). Au deuxième trimestre 2015, les exportations des PECO ont certes ralenti (+0,4 %) mais leur dépendance à l'Union européenne, et notamment à l'Allemagne, a permis de limiter l'ampleur de cette inflexion.

Seules 5 % des exportations des PECO sont destinées aux anciens pays de l'URSS

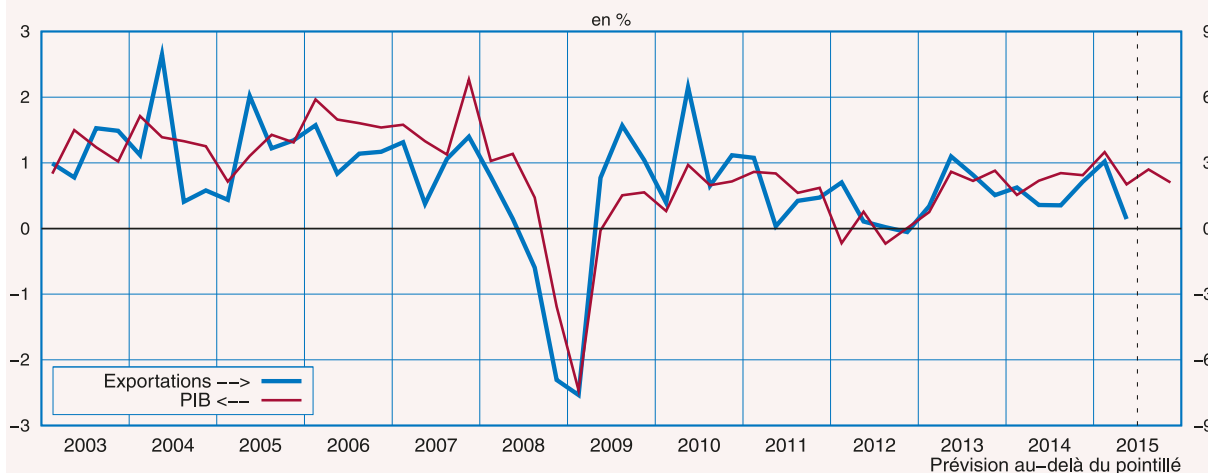
La part de la valeur des exportations des PECO en direction des pays de l'ex-URSS est relativement faible² et concerne en grande majorité la Russie et l'Ukraine. Alors qu'elle atteignait 10,3 % avant la crise économique russe de 1998, cette part est tombée à moins de 5 % entre 1999 et 2003 (*Tableau 1*). Entre 2004 et la récession de 2008, période de forte expansion de la demande russe, elle a progressé pour atteindre 8,6 %. Depuis 2013, la part des exportations vers les anciens pays de l'URSS a de nouveau chuté jusqu'à atteindre 5,2 % au premier semestre 2015.

Les PECO envoient la majorité de leurs exportations vers l'Union européenne (hors PECO) et l'Amérique du Nord : 80 % des exportations début 2015 dont 33 % vers la seule Allemagne. Cette part est en augmentation depuis 2013, pour moitié due à l'Allemagne, après avoir reculé entre 2004 et 2013.

1. Les pays étudiés ici sont au nombre de six (Pologne, République tchèque, Slovaquie, Hongrie, Roumanie et Bulgarie) et correspondent aux anciens pays du Pacte de Varsovie, hors URSS et RDA, aujourd'hui membres de l'Union européenne.

2. Les données utilisées sont les exportations douanières de biens en valeur diffusées par le FMI.

1- PIB et exportations des PECO agrégés



Sources : Instituts statistiques nationaux, calculs Insee

Développements internationaux

Début 2015 environ 19 % des exportations des PECO se font à l'intérieur de ce groupe de pays. Cette part a fortement augmenté entre 2004 et 2013, passant de 13,5 % à 18,8 % de la valeur totale des exportations (2004 marquant l'entrée de la Pologne, de la République tchèque, de la Slovaquie et de la Hongrie dans l'UE), puis s'est stabilisée sur les dernières années.

Par produit, les véhicules roulants représentent le premier poste d'exportation des PECO et ces ventes sont orientées vers l'Allemagne (19 % contre 15 % vers l'ensemble du monde). La seule branche d'activité sensiblement plus exposée à la Russie (comme principal importateur de l'ex-URSS) est celle de la chimie : 8 % des exportations de produits chimiques sont à destination de la Russie, contre 5 % pour l'ensemble des exportations. Pour les autres postes, la composition sectorielle des exportations vers la Russie diffère peu de celle des ventes totales.

La demande mondiale adressée aux PECO a résisté à la crise russo-ukrainienne

Du fait de cette orientation des exportations, la demande mondiale adressée aux PECO³ est restée croissante depuis le début de la crise russo-ukrainienne (*graphique 2*) : elle a progressé en 2014 (+2,9 % après +2,4 % en 2013) et progresserait de nouveau en 2015 (+2,4 %). Ainsi, malgré l'effondrement des importations russes, la demande mondiale adressée aux PECO s'est stabilisée au premier trimestre 2015 : la contribution négative des importations russes (-0,9 point) a été compensée par le dynamisme des importations de l'Union européenne (+1,2 point). Elles progresseraient ensuite en raison du dynamisme des importations européennes.

En tenant compte des échanges au sein des PECO, la situation est plus contrastée. D'un côté, en Pologne, République tchèque, Hongrie et Slovaquie, la demande mondiale a continué de croître (+1,0 % en moyenne) car la contraction russe au premier trimestre 2015 a été plus que compensée par la contribution positive des échanges avec l'Union européenne et les autres PECO. De l'autre côté, la demande mondiale a nettement ralenti en Roumanie et s'est contractée en Bulgarie du fait d'une composition de leur exportations plus défavorable, avec une moindre importance des échanges avec l'Allemagne et les autres PECO et des ventes plus tournées vers la Turquie et le Moyen-Orient. Toutefois, leur exposition à la Russie est comparable à celle des pays d'Europe centrale.

L'effet de second tour de la récession russe sur les PECO apparaît faible bien que non négligeable

Malgré une exposition directe relativement faible si l'on s'en tient à la composition des exportations, il est possible que la dépendance des PECO à la Russie soit plus importante en tenant compte d'éventuels effets de second tour. Notamment, le découpage transfrontalier des chaînes de valeur et le commerce d'assemblage pourraient amplifier la mesure de la dépendance des PECO à la demande intérieure russe.

3. Les échanges intra-PECO ont été neutralisés dans le calcul de la demande mondiale

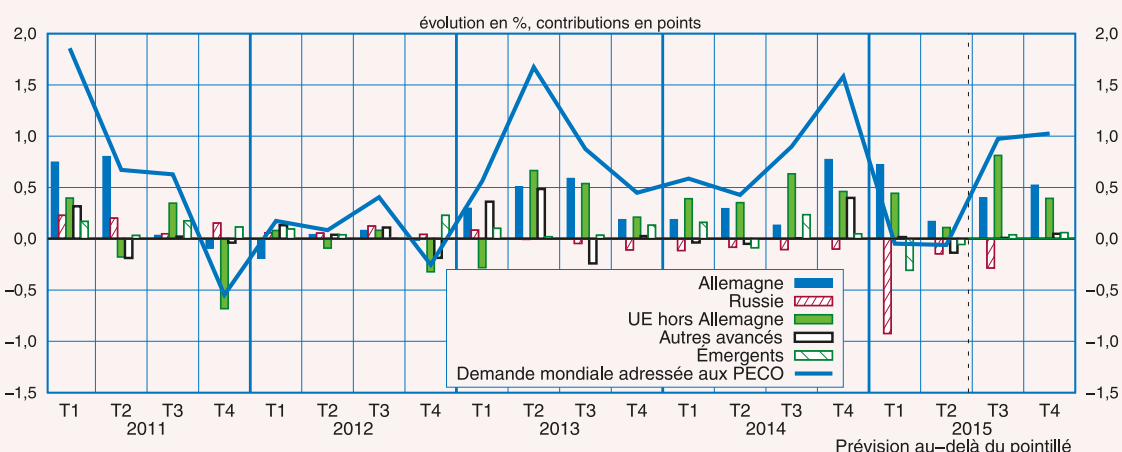
Part des exportations des PECO (%)

	1996	2000	2004	2008	2013	2014	S1 2015
UE hors PECO et Amérique du Nord		84,3	83,7	77,8	76,7	78,7	80,0
Ex-URSS	10,3	4,4	4,8	8,6	8,4	6,8	5,2
- Dont Russie	5,9	2,0	2,4	4,6	4,5	3,7	2,7
- Dont Ukraine	2,7	1,3	1,6	2,6	2,3	1,6	1,3

Note : Les PECO sont ici pris comme un ensemble et les échanges intra-PECO sont neutralisés.

Source : FMI, calculs Insee

2 - Demande mondiale adressée aux pays d'Europe centrale et orientale



Sources : Instituts statistiques nationaux, calculs Insee

Pour approximer la part des exportations des PECO destinée à satisfaire la demande russe via un partenaire commercial (P), on multiplie la part des exportations des PECO vers (P) par la part de la Russie dans les exportations de (P). On multiplie une dernière fois ce produit par la part du *processing trade* dans les importations de (P), que l'on approxime ici par le taux d'ouverture. La somme de cette opération sur l'ensemble des partenaires commerciaux des PECO fournit une estimation de la part indirecte recherchée. Cette part apparaît également modeste : en 2014, la part indirecte de la demande russe atteint environ 3 % des exportations des PECO, contre 4 % pour la part directe. En tenant compte de cet effet, la contribution de la demande intérieure russe à la demande mondiale adressée aux PECO en 2015 passerait de -1,3 point à -2,3 points.

La Russie représente une part infime des flux d'investissement direct à destination des PECO

Les investissements directs à l'étranger (IDE) désignent les investissements par lesquels une entité non résidente acquiert un intérêt durable dans une entité résidente d'une économie donnée. Par convention, une relation d'investissement direct est établie dès lors qu'un investisseur étranger acquiert au moins 10 % du capital social de l'entreprise investie. D'après les données bilatérales de la CNUCED⁴, les PECO accueillent une part assez faible des investissements

directs à l'étranger (2 % des flux d'investissements directs mondiaux en 2014). Les données bilatérales de la CNUCED suggèrent un lien ténu des PECO avec la Russie, tant en stock qu'en flux : seuls 1 % des flux entrants proviennent de la Russie. Parallèlement, les flux en provenance de l'Union européenne sont la principale source d'IDE vers les PECO (86 % en moyenne sur la période 2001-2012, dont 21 % pour l'Allemagne).

Les monnaies et les taux souverains des PECO ne semblent pas non plus avoir été affectés

Outre la Slovaquie (qui a adopté la monnaie unique) et la Bulgarie (qui a choisi un taux de change fixe vis-à-vis de l'euro), les monnaies des PECO sont restées relativement stables par rapport à l'euro depuis le début de l'année 2014. *De facto*, au second semestre 2014, les monnaies des PECO se sont nettement dépréciées vis-à-vis du dollar dans le sillage de la dépréciation de l'euro, ce qui a soutenu leurs exportations.

De plus, les taux souverains réels ont baissé dans l'ensemble depuis le début de l'année 2014, confirmant l'absence de tension particulière sur les dettes souveraines des PECO.■

4. Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement, les dernières données bilatérales portent sur 2012.