

# Allemagne

## Le salaire minimum pèse sur l'emploi, mais dope la croissance

L'activité est restée atone au troisième trimestre 2014 en Allemagne (+0,1 % après -0,1 %) : la consommation des ménages a été dynamique, mais l'investissement a de nouveau reculé. Au quatrième trimestre, l'activité accélérerait à peine (+0,2 %) : les ménages consommeraient à un rythme ralenti et l'investissement ne se redresserait pas. Début 2015, le pouvoir d'achat accélérerait du fait notamment de l'instauration du salaire minimum ; cela doperait la consommation (+0,7 %) et l'activité (+0,5 %). Au deuxième trimestre, les effets de ces facteurs ponctuels se dissipant, l'activité ralentirait quelque peu (+0,4 %).

### Fin 2014 le climat conjoncturel est morose

Au troisième trimestre 2014, la croissance allemande a déçu (+0,1 % après -0,1 %), pour partie sous l'effet du calendrier atypique des vacances scolaires (encadré 1), mais aussi probablement sous l'effet du choc de confiance lié au conflit en Ukraine. Depuis l'été, le climat des affaires s'est quelque peu tassé notamment dans l'industrie, ce qui suggère que l'investissement ne repartirait pas d'ici la fin de l'année. Les dépenses en biens d'équipement stagneraient et celles en construction n'augmenteraient que faiblement au vu du récent repli des commandes dans ce secteur. Au quatrième trimestre, le principal soutien à l'activité serait une fois encore la consommation des ménages, qui ralentirait néanmoins (+0,2 %) après un troisième trimestre dynamique (+0,7 %). Les échanges extérieurs seraient neutres sur la

croissance. Au total, l'activité accélérerait à peine au quatrième trimestre (+0,2 %), ce qui porterait la croissance annuelle à +1,5 % en 2014.

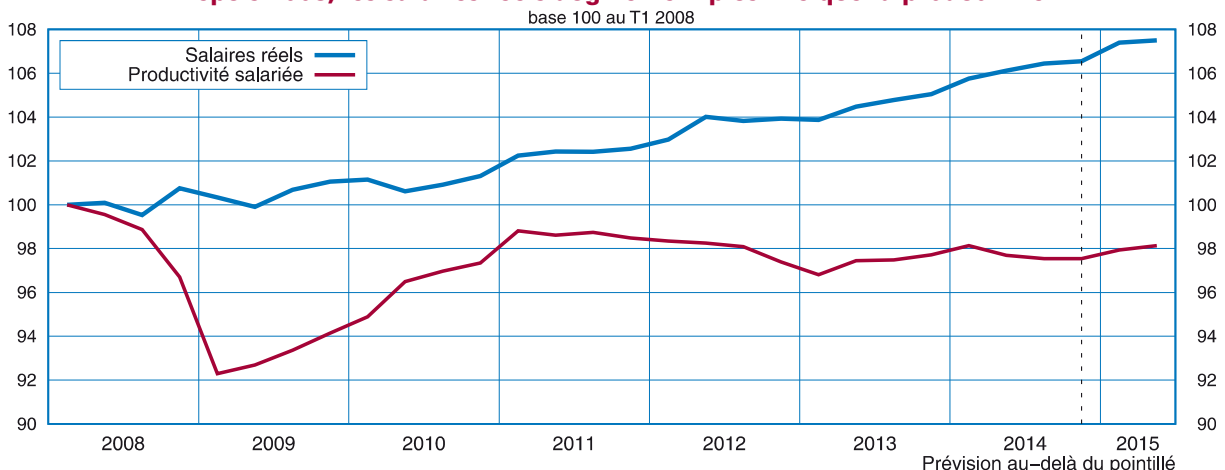
### L'instauration d'un salaire minimum doperait la croissance en début d'année

À compter du 1<sup>er</sup> janvier 2015, les salariés allemands ne pourront être payés moins de 8,50 € brut par heure travaillée (encadré 2). Le salaire moyen par tête augmenterait mécaniquement de 1,1 % dès le premier trimestre 2015, et les salaires réels continueraient d'augmenter plus rapidement que la productivité (graphique), alors que des emplois pourraient être supprimés dans les secteurs à bas salaires. Au total, le revenu des ménages bénéficierait nettement de l'instauration du salaire minimum ainsi que des effets conjugués de la baisse de cotisations sociales et de la hausse des prestations retraitées à partir de 2015 : il augmenterait de 1,1 % au premier trimestre 2015.

### Les perspectives s'éclairciraient au premier semestre 2015

Le dynamisme du revenu des ménages se traduirait par une hausse substantielle de la consommation privée au premier trimestre (+0,7 %). Dans le même temps, l'investissement en équipement accélérerait (+0,8 %), compte tenu de la nécessité de réinvestir après une période d'ajustement, mais timidement, car les marges des entreprises seraient réduites du fait de l'accélération de la masse salariale. Les importations augmenteraient fortement, tirées par la demande intérieure, et la contribution des

### Depuis 2008, les salaires réels augmentent plus vite que la productivité



## Développements internationaux

échanges extérieurs à la croissance serait légèrement négative. Au total, l'activité accélérerait nettement au premier trimestre (+0,5 %).

Au deuxième trimestre 2015, les effets des facteurs ponctuels s'estomperaient, et l'activité ralentirait un peu (+0,4 %), principalement du fait de la

consommation des ménages, qui resterait toutefois dynamique (+0,5 %). L'acquis de croissance annuelle à l'issue du premier semestre serait de +0,9 %.

### Encadré 1 - Allemagne - Variations de la production industrielle et vacances scolaires au troisième trimestre 2014

Les variations mensuelles de l'indice de production industrielle (IPI) en juillet et en août ont été perturbées par le calendrier des vacances scolaires, atypique pour l'été 2014. L'acquis d'IPI du mois de juillet a notamment conduit à surestimer les prévisions de croissance du troisième trimestre.

En effet, les vacances scolaires ont été plus tardives qu'usuellement dans de nombreux Länder, ce qui a soutenu la production industrielle de juillet (+1,0 %) et pesé sur la production d'août (-2,3 %).

Pour corriger les variations mensuelles de l'IPI (CVS-CJO) de l'effet des vacances scolaires, le modèle suivant a été utilisé :

$$ipi\_ecart = -4,1 \cdot 10^{-5} * (vac\_juillet + vac\_août + vac\_sept)$$

où :

\* *ipi\_ecart* représente l'IPI en écart à sa tendance. La tendance a été extraite par un filtre Hodrick-Prescott.

\* *vac\_juillet+vac\_août+vac\_sept* est le nombre de jours de vacances scolaires pour les trois mois d'été en écart à la

moyenne. Cette série a été obtenue après pondération par le nombre d'habitants des Länder concernés par les vacances scolaires (source : *schulferien.org*).

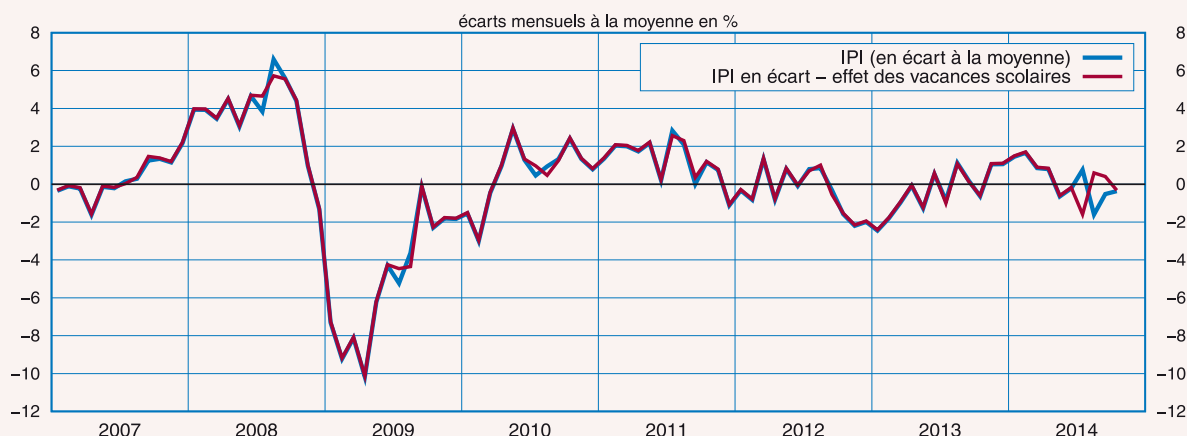
Par construction, l'estimation du modèle ne diffère de la série observée que pour les mois de juillet, août et septembre (*graphique*).

Hors effet des vacances scolaires, l'IPI aurait reculé en juillet, avant de progresser légèrement en août et en septembre (la tendance de l'IPI étant constante et proche de 0 sur les derniers mois, la variable *ipi\_ecart* peut globalement s'interpréter comme l'IPI).

Au troisième trimestre 2014, l'effet total des vacances scolaires sur l'IPI serait négatif (-0,2 point), car il y a eu davantage de vacances que les autres années.

Mais *in fine*, la croissance sous-jacente de l'IPI a été faible au troisième trimestre, et plus particulièrement au mois de juillet (*tableau*). ■

#### IPI corrigé de l'effet des vacances scolaires



Source : Destatis, calculs Insee

#### Effets des vacances scolaires sur l'IPI

	juillet	août	septembre
Évolution observée de l'IPI	1,0	-2,3	1,1
Évolution de l'IPI hors vacances scolaires	-1,4	2,2	-0,2
Effet des vacances scolaires	2,4	-4,5	1,3

Sources : Destatis, calculs Insee

## Encadré 2 - L'instauration d'un salaire minimum en Allemagne

En Allemagne, à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2015, les salariés ne pourront plus être payés moins de 8,50€ brut par heure travaillée<sup>1</sup>. Ce nouveau seuil minimum serait ensuite revalorisé régulièrement.

Dans cette *Note de conjoncture*, l'impact de la mise en place de ce salaire minimum a été construit à partir des projections réalisées par les principaux instituts de conjoncture allemands<sup>2</sup>.

### Les salaires horaires augmenteraient significativement

En 2014, 5,3 millions de salariés sont payés moins de 8,50€/heure, soit 14 % de l'ensemble des salariés. Néanmoins, étant données les exceptions prévues par la loi, 4 millions de salariés seraient touchés par l'instauration du salaire minimum dès le 1<sup>er</sup> janvier 2015, soit 10 % d'entre eux. En moyenne, pour les personnes concernées, le salaire horaire augmenterait de 2 euros par heure. Ceci correspond à une augmentation du salaire horaire moyen de l'ordre de 1,1 %<sup>3</sup>. Cet effet serait immédiat, dès le premier trimestre 2015.

(1) Quelques exceptions sont cependant prévues, notamment pour les salariés de moins de 18 ans, et les salariés couverts par un accord de branche qui contient un salaire minimum inférieur à 8,50€/heure.

(2) Gemeinschaftsdiagnose, *Deutsche Konjunktur im Aufschwung - aber Gegenwind von Wirtschaftspolitik*, Printemps 2014, pp 34-36.

(3) 10 % des salariés ont une augmentation de salaire de 30 % (de 6,5 € à 8,5 €), et leur salaire horaire représente actuellement 6,5 €/17,3 € = 38 % du salaire horaire moyen allemand. L'impact direct est donc de 10 % \* 30 % \* 31 % = 1,1 %.

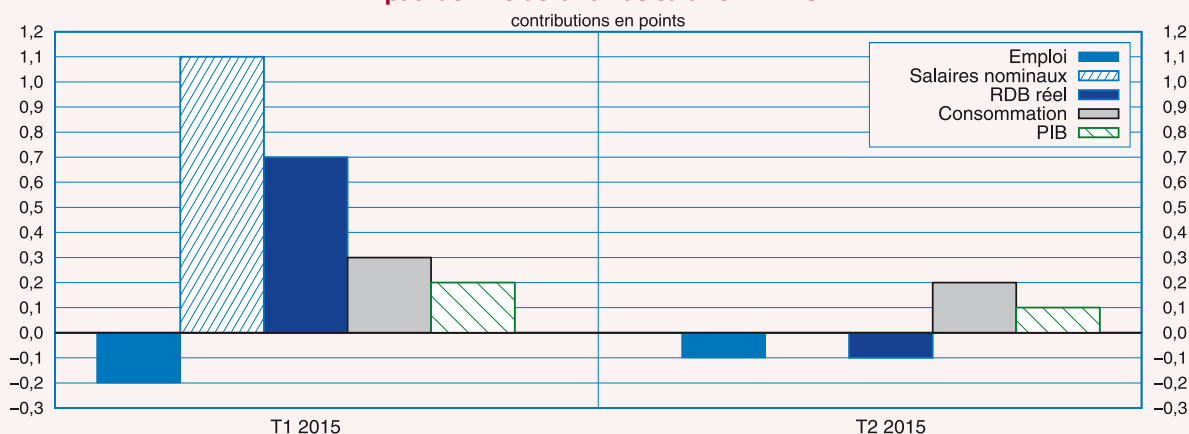
### Un impact négatif est cependant attendu sur l'emploi

La littérature économique indique qu'un ajustement à la baisse de l'emploi est à attendre avec la hausse du coût du travail, avec une ampleur qui varie selon les estimations. Le scénario retenu implique une diminution du volume horaire de travail dans les secteurs à bas salaires de l'ordre de 4 % (0,3 % sur l'ensemble de l'économie). Les emplois dans ces secteurs étant souvent des emplois à temps partiel ou des minijobs, l'effet sur l'emploi par tête serait plus important : -0,4 % pour l'ensemble de l'économie, soit 200 000 emplois. Compte tenu des temps d'ajustement de l'emploi à son coût, cet effet sur l'emploi serait progressif et réparti sur les différents trimestres de l'année 2015 (-0,2 point au premier trimestre 2014 et -0,1 point pour les trimestres suivants par rapport aux prévisions d'emploi « spontanées »).

### Un effet positif sur l'activité

Au total, la mise en place du salaire minimum provoquerait une hausse conséquente de la masse salariale au premier trimestre 2015 (+0,9 %). Toutefois, à court terme, les ménages ne dépenseraient pas la totalité du revenu supplémentaire ; ils en épargneraient une partie, avant d'ajuster leurs comportements de consommation à leurs nouveaux revenus. C'est pourquoi le salaire minimum aurait également un effet haussier sur la consommation au deuxième trimestre 2015 (*graphique*). ■

### Impact de l'instauration du salaire minimum



Note de lecture : l'instauration du salaire minimum contribuerait pour -0,2 point à l'évolution de l'emploi au 1<sup>er</sup> trimestre 2015.  
Source : Gemeinschaftsdiagnose

# Italie

## Encalminée

L'activité a reculé de 0,1 % au troisième trimestre 2014, après -0,2 % au deuxième trimestre : techniquement, l'Italie est à nouveau entrée en légère récession, après une stabilité au premier trimestre 2014. Le PIB se stabiliserait au quatrième trimestre. 2014 serait ainsi la troisième année consécutive de baisse de l'activité (-0,4 %). L'atonie se maintiendrait au premier semestre 2015 et l'acquis de croissance à mi-année pour 2015 serait encore négatif (-0,1 %). L'équilibre entre le dynamisme modéré de la consommation privée et du commerce extérieur d'une part, et le repli persistant de l'investissement d'autre part, marquerait les trimestres à venir.

### Le climat des affaires s'est dégradé à l'été

Après une légère amélioration en début d'année (qui ne s'est pas traduite dans les chiffres d'activité), le climat des affaires s'est dégradé en Italie. Les enquêtes de conjoncture suggèrent ainsi que l'activité stagnera au quatrième trimestre 2014. Cette stagnation de l'activité se poursuivrait ensuite jusqu'au deuxième trimestre 2015.

### L'investissement recule de nouveau

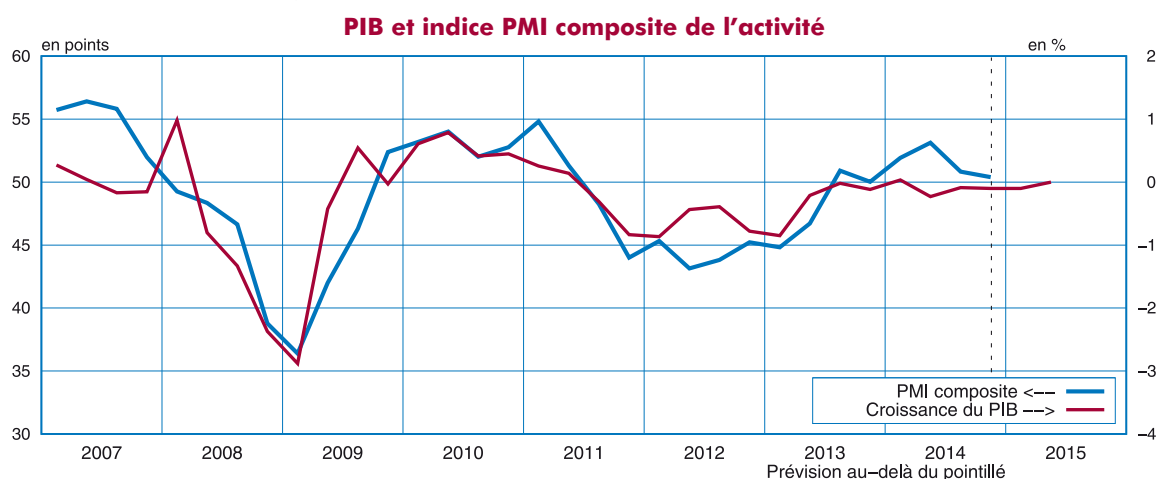
Le recul de l'investissement est le principal facteur de l'atonie de l'activité. D'une part, l'investissement en construction baisse continûment depuis 2008 (34 % de baisse cumulée) et a notamment coûté 0,4 point de croissance en 2014. Ni l'atonie persistante du revenu des ménages, ni les perspectives des chefs d'entreprise ne laissent attendre d'inversion de tendance à court terme (-1,0 % par trimestre d'ici mi-2015).

D'autre part, l'investissement productif baisse quasi continûment. Des perspectives de demande médiocres et le faible taux d'utilisation des capacités de production empêchent en effet toute reprise, alors même que le taux d'investissement des entreprises est au plus bas depuis 1995 (date de disponibilité des séries) : 5,8 % au deuxième trimestre 2014 contre 7,4 % en 2007. La baisse de l'investissement en équipement se poursuivrait donc d'ici mi-2015, mais s'atténuerait progressivement, grâce au raffermissement de la demande étrangère et à l'amélioration des conditions de financement : -0,5 % au quatrième trimestre 2014, -0,4 % et -0,3 % aux premier et deuxième trimestres 2015.

### La consommation des ménages résiste

Au contraire, la consommation des ménages résiste (+0,1 % en moyenne par trimestre depuis mi-2013), grâce à la baisse du taux d'épargne. Avec la stabilisation de l'emploi et l'allègement mensuel de 80 euros des prélèvements entré en vigueur au printemps 2014, la consommation continuerait de croître au même rythme jusqu'à mi-2015, sans que les ménages aient à baisser de nouveau leur taux d'épargne.

Enfin, le commerce extérieur contribuerait favorablement à la croissance de l'activité, comme c'est le cas depuis début 2014 (+0,1 point par trimestre), grâce notamment aux effets favorables de la dépréciation récente de l'euro : les exportations accélèreraient en effet (+0,8 % au dernier trimestre 2014, puis +0,7 % par trimestre jusqu'à mi-2015), tandis que les importations resteraient peu dynamiques (+0,4 % au dernier trimestre 2014, puis +0,4 % et +0,5 % aux premiers trimestres 2015), en raison d'une demande intérieure peu dynamique. ■



Sources : Markit, Eurostat

# Espagne

## La vigueur de la reprise se confirme

L'économie espagnole a confirmé sa reprise au troisième trimestre 2014, l'activité progressant de façon vigoureuse (+0,5 %) pour le cinquième trimestre consécutif. À l'horizon de prévision, comme le laissent attendre les enquêtes de conjoncture encore favorablement orientées, la croissance espagnole resterait soutenue : +0,6 % au quatrième trimestre, puis +0,5 % par trimestre au premier semestre 2015. Cette vigueur de l'activité est avant tout portée par le dynamisme récemment retrouvé de la demande intérieure – particulièrement de la consommation privée et de l'investissement des entreprises –, après six ans de baisse. Au total, après deux années de recul du PIB (-2,1 % en 2012 et -1,2 % en 2013), le PIB progresserait à nouveau en 2014 (+1,4 %) et l'acquis de croissance pour l'année 2015 à l'issue du premier semestre s'établirait à +1,7 %.

### La consommation privée resterait le moteur principal de la croissance

Depuis le second semestre 2013, la consommation des ménages croît à nouveau en Espagne, en phase avec le niveau relativement élevé des enquêtes de confiance auprès des consommateurs. À l'horizon du deuxième trimestre 2015, cette vigueur se confirmerait (+0,6 % par trimestre en moyenne), grâce à une forte progression de l'emploi, à l'arrêt de la contraction des salaires et à une baisse progressive de l'épargne de précaution permise par la baisse du chômage entamée mi-2013 et qui se poursuivrait jusqu'à mi-2015.

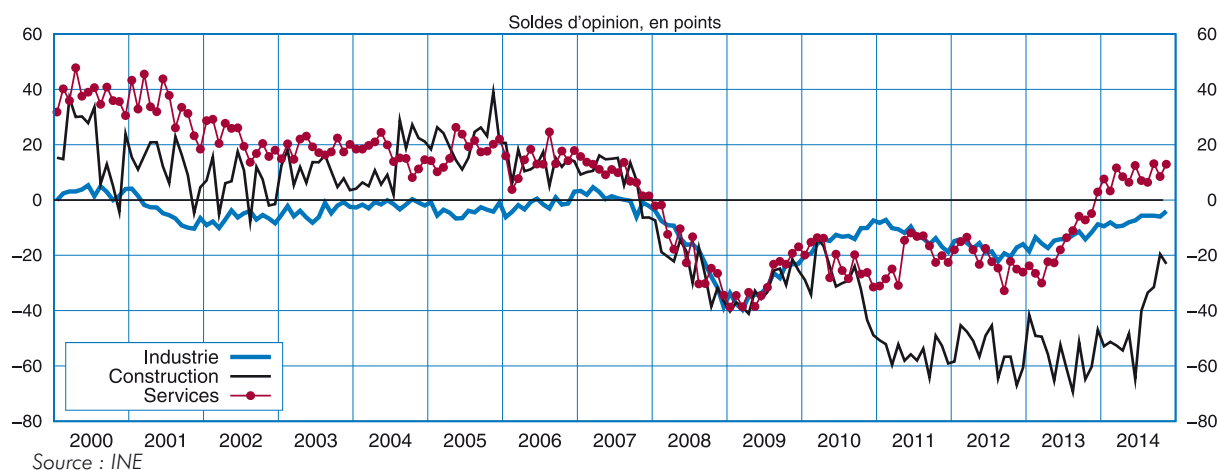
### L'investissement dynamise également l'activité

Dans le même temps, la hausse récente des permis de construire et l'amélioration des enquêtes de confiance auprès des entrepreneurs du bâtiment (*graphique*) laissent envisager la fin de l'ajustement du marché immobilier. Celle-ci permettrait une moindre contraction de l'investissement en construction fin 2014, puis une légère hausse début 2015. Ce mouvement marquerait la fin de sept années de recul, durant lesquelles la part de la construction dans le PIB a baissé de plus de moitié, passant de 22 % mi-2007 à 9 % mi-2014.

D'ici mi-2015, l'investissement en biens d'équipement continuerait de croître à un rythme rapide (de l'ordre de +2 % par trimestre), comme depuis début 2013. Cette progression tient à la nécessité de réinvestir après une phase marquée d'ajustement, aux possibilités offertes par le niveau élevé des marges des entrepreneurs, enfin à la sollicitation plus importante de l'appareil productif.

Les exportations, soutenues par la compétitivité retrouvée de l'économie espagnole et la dépréciation récente de l'euro, resteraient dynamiques alors que les importations ralentiraient légèrement. Au total, la contribution du commerce extérieur à la croissance serait nulle en prévision, alors qu'elle était négative depuis mi-2013. ■

### Climat des affaires par secteur dernier point : novembre 2014



# Royaume-Uni

## Légère perte de vitesse

Alors que le Royaume-Uni est en phase de reprise économique vigoureuse depuis début 2013, l'activité a ralenti au troisième trimestre 2014 (+0,7 % après +0,9 %). Le niveau des enquêtes de conjoncture reste élevé mais inférieur aux niveaux observés depuis fin 2013. La croissance se réduirait donc de nouveau au quatrième trimestre (+0,5 %). En particulier, le dynamisme des dépenses des ménages serait modéré par la baisse moins rapide de l'épargne de précaution et par la réduction des effets de richesse liée au ralentissement des prix immobiliers. En outre, le commerce extérieur continuerait de peser sur l'activité. Au premier semestre 2015, la croissance se maintiendrait (+0,5 % par trimestre) et l'acquis de croissance annuelle pour 2015 atteindrait +1,8 % à mi-année.

### Le climat des affaires se replie

Au troisième trimestre 2014, la croissance britannique a atteint +0,7 %, après +0,9 % au deuxième trimestre. Ce léger ralentissement tient d'abord aux services (+0,7 % après +1,0 %) et, dans une moindre mesure, à l'industrie manufacturière (+0,4 % après +0,5 %). La dégradation du climat des affaires depuis août suivie du modeste rebond en novembre (*graphique*) suggère que l'activité ralentirait de nouveau au quatrième trimestre 2014 (+0,5 %), en lien avec le moindre dynamisme de la consommation publique et privée. Du côté de l'offre, le ralentissement proviendrait principalement des services et de la construction. Au premier semestre 2015, l'activité garderait ce rythme de croissance (+0,5 % par trimestre), soutenue par une demande intérieure certes moins dynamique, mais encore solide.

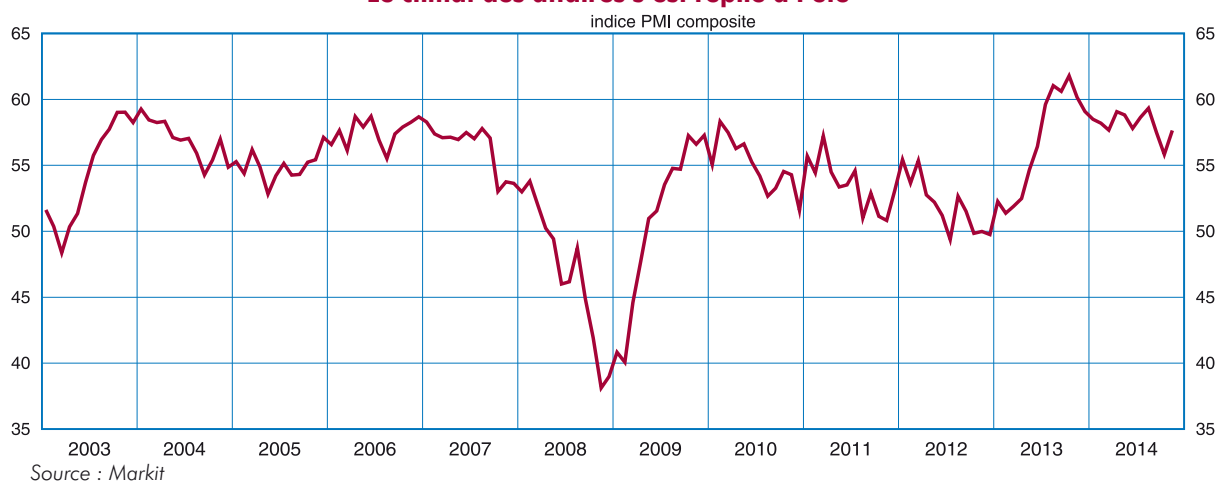
### La demande intérieure ralentit

À l'horizon de la prévision, les ménages britanniques, dont la confiance reste élevée malgré un récent recul, abaisseraient légèrement le rythme de leurs dépenses (consommation et investissement résidentiel) par rapport à la tendance des derniers trimestres : +0,7 % au quatrième trimestre, puis +0,5 % par trimestre au premier semestre 2015. En effet, le chômage continuerait de baisser, mais plus lentement, ce qui atténuerait la baisse de l'épargne de précaution. En outre, le marché de l'immobilier s'est nettement assagi (ralentissement des prix, baisse du nombre de transactions et des montants de crédits accordés), ce qui limiterait les effets de richesse. Pour autant, le dynamisme de l'emploi salarié et le recul de l'inflation soutiendraient le pouvoir d'achat des ménages.

### Le commerce extérieur continue de peser sur la croissance

Depuis deux ans, la progression des exportations reste modeste et les parts de marché du Royaume-Uni diminuent, pour partie sous l'effet de l'appréciation de la livre, qui pèse sur la compétitivité, mais aussi semble-t-il en raison de pertes de compétitivité « hors prix ». Par conséquent, d'ici mi-2015, les exportations progresseraient de nouveau nettement moins vite que le commerce mondial. Soutenues par le dynamisme de la demande intérieure, les importations croîtraient en revanche significativement. Au total, la contribution du commerce extérieur à la croissance de l'activité serait négative chacun des trimestres prévus (-0,1 point par trimestre). ■

### Le climat des affaires s'est replié à l'été



## Les comptes nationaux européens passent à la base 2010

Depuis septembre 2014, les comptes des différents pays européens sont diffusés dans une nouvelle base, la « base 2010 ». Changer de base, c'est revoir les méthodes, nomenclatures et sources statistiques utilisées par la comptabilité nationale afin de refléter au mieux la réalité économique. Le passage à la base 2010 est ainsi l'occasion d'un certain nombre d'ajustements conceptuels, liés le plus souvent au changement de système européen des comptes (passage du « SEC 95 » au « SEC 2010 »), et méthodologiques, comme à chaque changement de base<sup>1</sup>. Incidemment, l'année de référence pour les prix est désormais 2010 (contre 2005 auparavant).

Comme pour la France, les révisions du PIB et des principaux agrégats de la demande (consommation, investissement, commerce extérieur, etc.) sont relativement faibles au regard de la variabilité des séries pour les autres pays européens étudiés (Allemagne, Espagne, Italie, Royaume-Uni).

### Le niveau annuel du PIB est rehaussé d'environ 3 % dans chaque pays

Dans la zone euro (18 pays), le PIB en valeur de 2010 a augmenté de 3,5 % : en Allemagne et en France, l'augmentation s'élève à 3,2 %, alors qu'elle est de 3,6 % en Italie et de 3,4 % en Espagne. Cette réévaluation du niveau du PIB affecte généralement très peu les variations trimestrielles. Néanmoins, la chronique récente de l'activité change légèrement : notamment, la croissance a été plus vigoureuse au Royaume-Uni et en France depuis 2008, mais moins en Allemagne et en Espagne (graphique 1). Ces écarts ne traduisent pas seulement l'impact des changements conceptuels liés au nouveau SEC, mais souvent aussi l'introduction de nouvelles informations connues depuis lors.

### L'investissement est relevé par la prise en compte des dépenses en R&D

Dans tous les pays étudiés, les dépenses d'investissement sont nettement rehaussées (+16 % pour l'ensemble de la zone euro), notamment du fait de la prise en compte des dépenses de recherche et développement, contribuant le plus à la réévaluation du PIB. En Italie, la FBCF n'augmente que de 6 % entre les deux bases et la révision à la hausse de la consommation des ménages, pour tenir compte de l'économie illégale, contribue presque autant à la hausse du PIB.

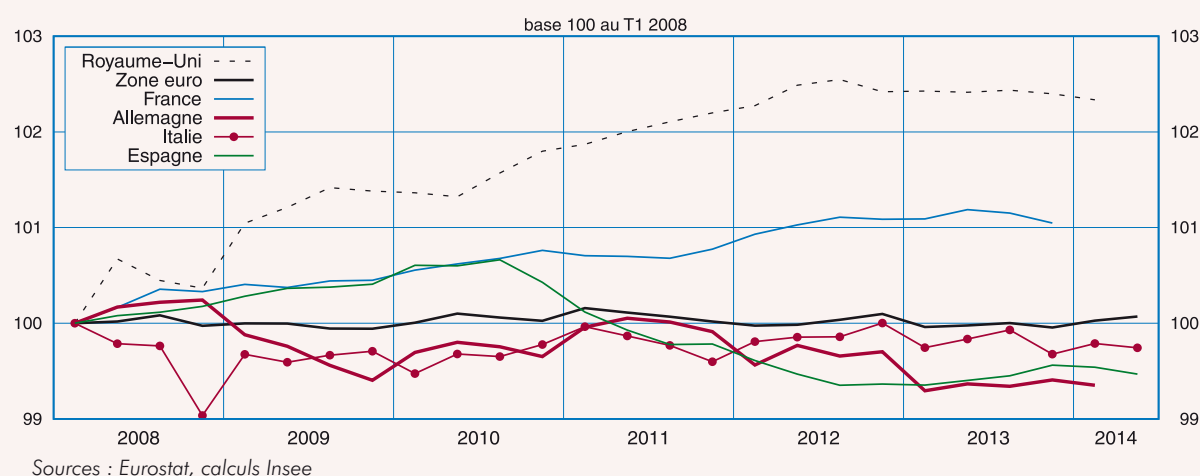
### L'ampleur du choc de productivité britannique a diminué

Les révisions des comptes nationaux britanniques changent l'ampleur du décrochage de la productivité observée au Royaume-Uni<sup>2</sup>. Les gains de productivité sont encore particulièrement faibles au Royaume-Uni depuis la crise de 2008 ; néanmoins, l'écart à la tendance de long terme est un peu atténué à 15 % contre un écart de 20 % auparavant. Tout d'abord, la tendance des gains de productivité est moindre avant la crise : +0,9 % de croissance annuelle moyenne entre 1970 et 2007 contre +1,1 % avant révisions. De plus, la contraction de la productivité est moins forte pendant la récession (-1,4 % contre -2,5 %) et la reprise est plus dynamique qu'avant révisions (graphique 2). En somme, le choc de productivité au Royaume-Uni reste d'actualité mais l'ampleur du phénomène a été revue à la baisse. ■

(1) Pour une présentation détaillée du passage à la base 2010 en France, voir « Les comptes trimestriels passent en base 2010 », Note de conjoncture de juin 2014.

(2) cf. N. Jess, J. Pramil, D. Roucher (2013) « À la recherche de la productivité britannique perdue », Note de conjoncture, décembre 2013, Insee.

1 - Écart du PIB en volume entre la base 2010 et la base 2005



# États-Unis

## La reprise est solide et entretient la hausse du dollar

L'activité est restée dynamique au troisième trimestre 2014 (+1,0 % après +1,1 %), l'économie américaine confirmant son rebond après la baisse en début d'année liée aux rigueurs de l'hiver. Une partie du dynamisme de l'été est néanmoins imputable à des facteurs ponctuels (baisse des importations, forte hausse des dépenses publiques de défense pour financer l'intervention militaire en Irak), de sorte que l'activité freinerait par contrecoup au quatrième trimestre (+0,6 %).

Au premier semestre 2015, la demande intérieure serait un peu plus dynamique, et l'activité accélérerait à nouveau (+0,7 % par trimestre).

### La reprise est solide

L'activité ralentirait légèrement au quatrième trimestre 2014, conformément au message délivré par les enquêtes de conjoncture : le climat des affaires dans les différents secteurs reste à un niveau élevé mais s'est stabilisé depuis l'été (graphique). Puis l'activité accélérerait à nouveau au premier semestre 2015 (+0,7 % par trimestre), soutenue par une demande intérieure robuste.

### L'investissement des entreprises reste robuste

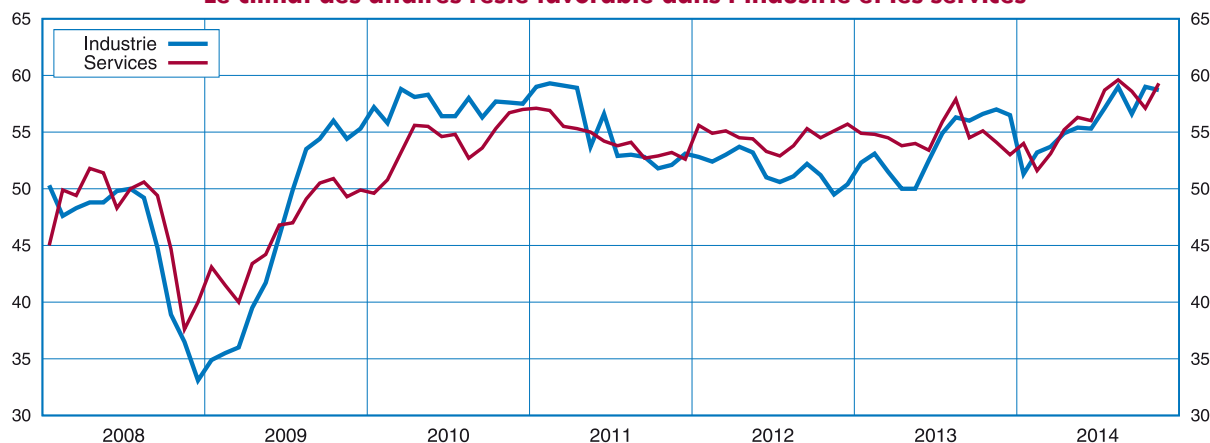
La bonne tenue de l'activité et la remontée du taux d'utilisation des capacités de production inciteraient les entreprises à poursuivre leur effort d'investissement non résidentiel sur un rythme compris entre 1 % et 1,5 % par trimestre. En revanche, l'investissement résidentiel ne retrouverait pas son dynamisme de 2012 et 2013, comme le suggèrent l'infléchissement des prix immobiliers et le ralentissement des mises en chantier de logements neufs courant 2014.

### Le marché du travail continue de s'améliorer

Depuis janvier 2014, l'économie américaine crée en moyenne 241 000 emplois par mois et le taux de chômage recule régulièrement : à 5,8 % en octobre, il est à son plus bas niveau depuis juillet 2008. Les salaires, qui ont nettement accéléré en termes réels (+1,3 % en moyenne annuelle en 2014 contre +0,5 % en 2013), resteraient aussi bien orientés au premier semestre 2015. En conséquence, les gains de pouvoir d'achat resteraient dynamiques (+1,0 % en moyenne par trimestre), et la consommation des ménages en bénéficierait : après avoir légèrement ralenti au troisième trimestre (+0,5 %), elle retrouverait un peu plus d'allant au quatrième trimestre (+0,6 %) puis au premier semestre 2015 (+0,7 % par trimestre).

Après un net rebond au deuxième trimestre 2014 (+2,7 %), les exportations ont ralenti au troisième (+1,2 %). Elles resteraient sur un rythme à peine plus élevé en prévision (+1,4 % puis +1,3 % par trimestre), dans le sillage d'une demande mondiale moins porteuse et pénalisées par l'appréciation passée du dollar. Après la baisse du troisième trimestre (-0,2 %), les importations rebondiraient au quatrième trimestre (+1,5 %), puis conserveraient un rythme de progression soutenue au premier semestre 2015 (+1,3 % par trimestre), portées par le dynamisme de la demande intérieure mais ralenties par la baisse des importations de produits pétroliers. La contribution des échanges extérieurs serait légèrement négative au cours des prochains trimestres. ■

Le climat des affaires reste favorable dans l'industrie et les services



Source : ISM



# Japon

## La sortie de la déflation toujours en question

Le Japon est à nouveau entré en récession : l'activité s'est contractée de 0,5 % au troisième trimestre 2014, après -1,7 % au deuxième trimestre. Cette baisse est largement imputable à un fort mouvement de déstockage des entreprises nippones, mais l'atonie de la demande intérieure signale que la hausse de la TVA en avril a eu des effets plus défavorables qu'attendu. La consommation des ménages n'a que faiblement rebondi (+0,4 %) après sa chute au printemps (-5,2 %), l'investissement immobilier résidentiel a continué de se contracter fortement (-6,8 % après -10,0 %) et l'investissement des entreprises a de nouveau reculé (-0,4 % après -4,7 %). D'ici la fin du premier semestre 2015, les effets de la hausse de TVA s'estomperaient et l'activité croîtrait modérément (+0,4 % en moyenne par trimestre).

### L'activité croîtrait à nouveau à la fin 2014

Après une forte dégradation au deuxième trimestre, le climat des affaires dans le secteur manufacturier s'est progressivement redressé, soutenu par les commandes intérieures et à l'exportation (*graphique*). Toutefois, le climat des affaires dans les services est morose. Au total, l'activité croîtrait modérément au quatrième trimestre (+0,4 %).

### La demande intérieure se redresserait modestement

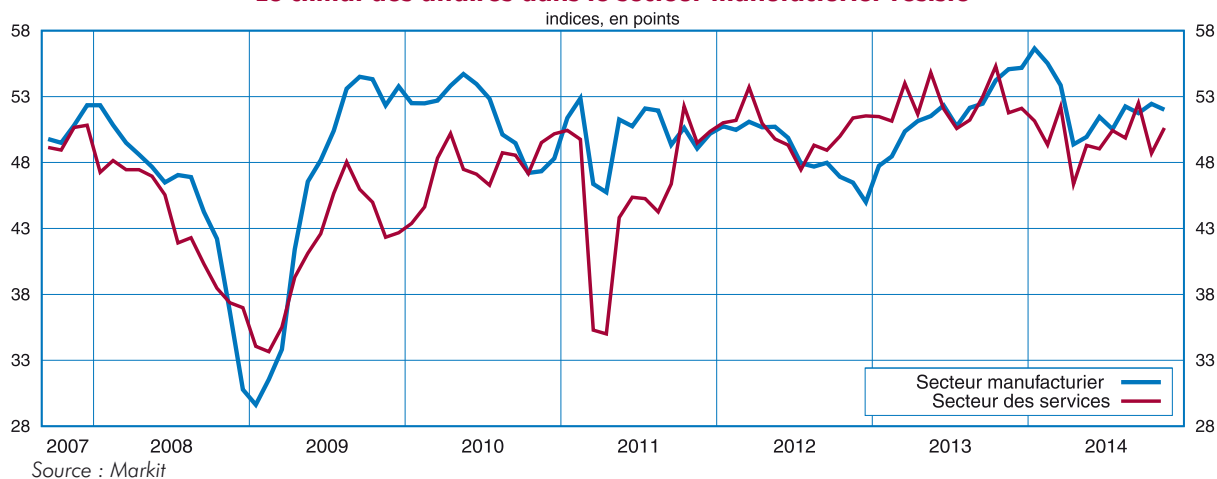
Les dépenses de consommation des ménages ne se sont que peu redressées au troisième trimestre. Le bas niveau de la confiance des ménages suggère que la hausse de la consommation ne resterait que modeste : +0,3 % au quatrième trimestre, puis +0,4 % par trimestre au premier semestre 2015. L'investissement des entreprises stagnerait au quatrième trimestre 2014 puis accélérerait légèrement au premier semestre 2015, entraîné par une activité un peu plus dynamique. L'investissement immobilier se stabiliserait lentement à l'horizon de la prévision : les mises en chantier tardent en effet à repartir après le choc de TVA.

Les enquêtes de conjoncture signalent que les exportations seraient dynamiques au quatrième trimestre, en ligne avec la demande mondiale. Elles le resteraient au premier semestre 2015, soutenues par le relatif dynamisme du commerce mondial et la dépréciation passée du yen. Entraînées par la demande intérieure, les importations retrouveraient aussi un peu de vigueur.

### La sortie de déflation reste incertaine

La hausse de la TVA en avril 2014 a entraîné une nette accélération des prix de sorte que l'inflation atteint des niveaux inégalés depuis 1991,

**Le climat des affaires dans le secteur manufacturier résiste**



s'établissant à +2,9 % en octobre (sans la hausse de la TVA, la Banque du Japon estime que la hausse des prix ne serait que de 1,0 %). Ce niveau résulte donc en grande partie d'un stimulus ponctuel, auquel s'ajoute la forte dépréciation du yen. De fait, la progression des salaires reste timide au troisième trimestre et la dynamique de sortie de déflation n'est pas encore complètement

enclenchée. La Banque du Japon a donc annoncé en novembre une nouvelle accélération de la base monétaire. En outre, devant l'ampleur de l'effet de la hausse de TVA de cette année, le gouvernement a annoncé le report de la seconde hausse de TVA, initialement prévue en 2015, et a convoqué des élections générales anticipées pour décembre. ■

### Un premier bilan en demi-teinte des Abenomics

Depuis 1998, le Japon est entré dans une spirale déflationniste, et peine à retrouver une activité économique dynamique dans un contexte de hausse massive de la dette publique. Début 2013, le gouvernement de S. Abe, à peine élu, a mis en place une politique en plusieurs volets ou « flèches » destinée à sortir le Japon de cette spirale : cette politique a été communément dénommée « Abenomics ». L'objectif est, d'une part, de relancer la demande au moyen d'un *policy mix* très accommodant susceptible de rehausser durablement les anticipations d'inflation, et d'autre part d'augmenter la croissance potentielle de l'économie japonaise au moyen de réformes structurelles.

#### Les « Abenomics » combinent plusieurs types de politiques volontaristes pour sortir de la déflation

Cette politique se décline en trois « flèches » : une relance budgétaire importante, une expansion monétaire massive, et la mise en place de réformes structurelles pour rehausser la croissance potentielle. À court terme, l'objectif est triple : générer une forte hausse des prix qui favorise l'investissement des entreprises en baissant les taux d'intérêt réels et permette d'enclencher une dynamique de sortie de déflation ; relancer les exportations par une forte dépréciation du yen ; générer un effet multiplicateur de la dépense publique.

#### Une relance budgétaire et un choc de TVA

Dès son entrée en fonction, le gouvernement de S. Abe a décidé la mise en place d'une politique budgétaire fortement

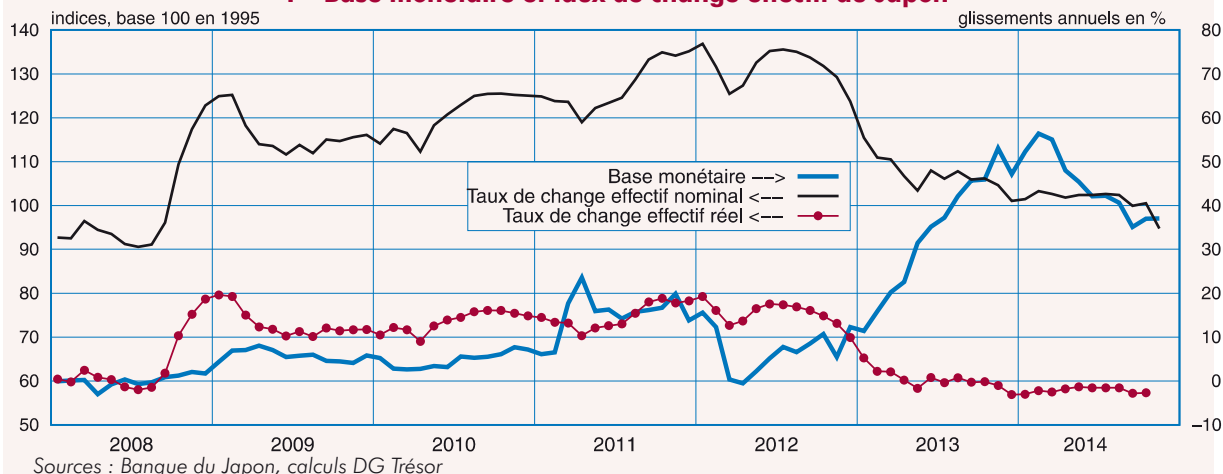
expansionniste, réactivant notamment les dépenses d'infrastructures. Un cinquième plan de relance depuis le séisme de mars 2011 a ainsi été voté en février 2013 pour environ 2,2 % du PIB. Une part importante de ce plan a été affectée à la reconstruction des régions dévastées par le séisme de 2011 (0,4 % du PIB) et au remplacement des infrastructures obsolètes (0,8 % du PIB). Les services sociaux et médico-sociaux ont également bénéficié de fonds supplémentaires à hauteur de 0,7 % du PIB.

Pour financer ce vigoureux plan de relance sans grever les finances publiques déjà très dégradées (le déficit des administrations publiques a atteint 12 % du PIB en 2013, portant sa dette à 244 % du PIB), le gouvernement a parallèlement décidé d'une hausse de la TVA. Controversée car susceptible de peser sur la reprise, cette hausse devait initialement être mise en place en deux étapes (de 5 % à 8 % en avril 2014, puis de 8 % à 10 % en octobre 2015).

#### Une politique monétaire très expansionniste

Parallèlement, en accord avec le gouvernement japonais, la Banque du Japon a, dès le début de l'année 2013, décidé d'accentuer très fortement le caractère expansionniste de sa politique monétaire. Elle a ainsi inauguré une politique de ciblage de l'inflation à 2 %, un objectif très élevé pour un pays dans lequel l'inflation s'est établie à -0,2 % en moyenne sur la période 1998-2013. Pour atteindre cet objectif, la Banque du Japon a décidé d'accroître massivement la base monétaire de 60 000 milliards à 70 000 milliards de yens

### 1 - Base monétaire et taux de change effectif du Japon



(soit 13 à 15 % du PIB) par an (*graphique 1*). Cette politique d'assouplissement qualitatif et quantitatif vise à abaisser les taux d'intérêt de long terme sur différentes classes d'actifs plus ou moins risqués, afin de stimuler l'investissement. Elle comprend des achats massifs de bons du Trésor de longue maturité, d'obligations souveraines et autres titres gouvernementaux, mais également de titres plus risqués, comme des titres de fonds cotés en bourse ou des titres de fonds communs immobiliers.

Sur le plan financier, la mise en place de cette politique a eu des effets notables, a priori bénéfiques à court terme pour l'économie japonaise. Elle a entraîné une forte dépréciation du Yen (près de 40 % depuis le premier janvier 2013, *graphique 1*). Elle a également conduit à une hausse de la valorisation boursière des entreprises nippones (*graphique 2*), à même de générer, chez les détenteurs de portefeuilles, des effets de richesse bénéfiques pour la demande intérieure. Enfin, les taux d'intérêt réels à long terme ont nettement baissé.

### L'impact des deux premières « flèches » est contrarié par la hausse de TVA d'avril 2014

#### Les Abenomics ont tardé à produire des effets sur l'activité

Les effets du *policy mix* ont tardé à se transmettre à l'économie réelle : le rythme de progression du PIB a été de +1,5 % en 2013, comme en 2012. Ainsi, étant donné la faible élasticité-prix des exportations japonaises, la dépréciation du yen n'a pas eu d'effet significatif sur les volumes des exportations (*graphique 3*), tandis qu'elle a renchéri les importations, notamment énergétiques, de sorte que la balance commerciale a atteint un déficit historique. Par ailleurs, les hausses boursières ne semblent pas avoir accentué le dynamisme de la consommation des ménages via des effets de richesse. En revanche, l'investissement public a fortement contribué à la croissance en 2013 (à hauteur de 0,5 point), de même que l'investissement immobilier, avec pour corollaire une nette hausse des prix.

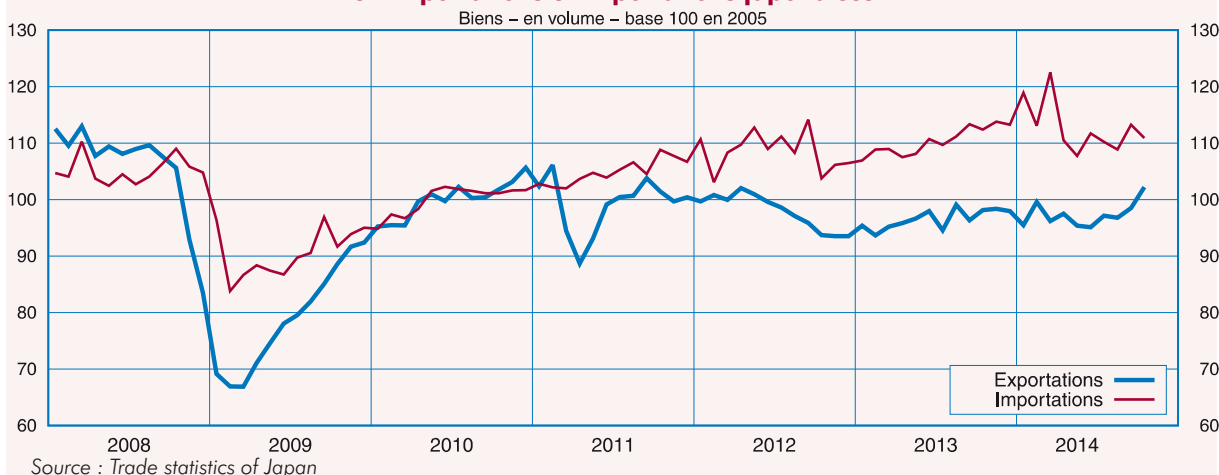
#### Les salaires se sont redressés, mais leur hausse est encore très timide

Pour sortir de la déflation, le gouvernement japonais espérait que les hausses de salaires que les entreprises accorderaient

### 2 - Indices boursiers de quelques économies avancées



### 3 - Exportations et importations japonaises



à leurs salariés leur permettraient de faire face à la hausse des prix. Ce mécanisme ne semble que partiellement enclenché. En 2014, les salaires de base ont renoué avec la croissance, pour la première fois depuis 2008, mais augmentent peu en glissement annuel (+0,3 % en octobre pour les salaires de base, *graphique 4*) alors que l'inflation est dynamisée par la hausse de la TVA (+2,9 % - cf. infra). La masse salariale est alimentée essentiellement par l'emploi et les primes exceptionnelles. En revanche, l'environnement financier favorable a bénéficié aux entreprises : leur taux de marge est très élevé et le taux d'utilisation des capacités de production manufacturière s'est redressé. Au total, le partage de la valeur ajoutée s'est déplacé en faveur des entreprises.

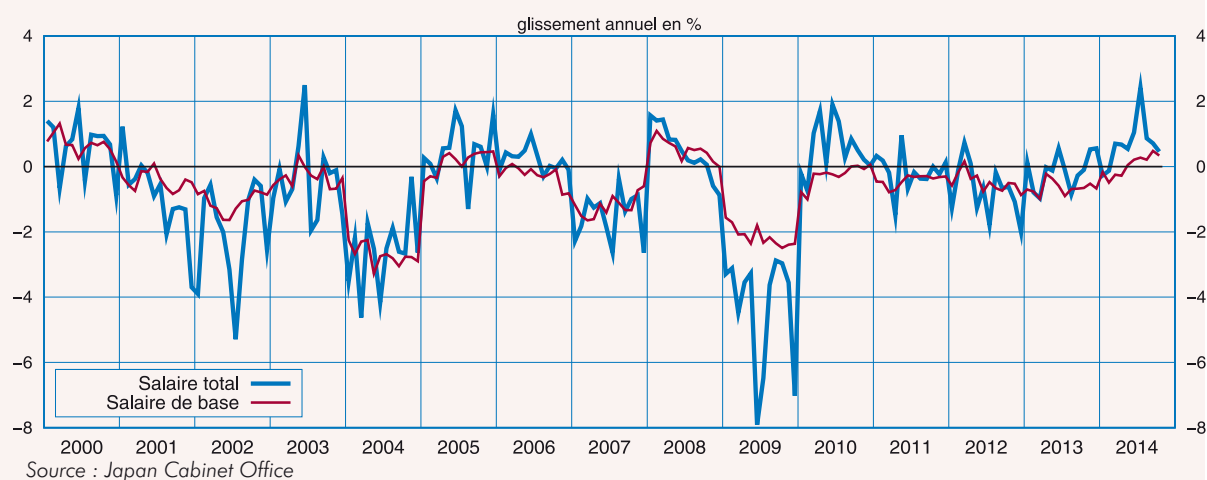
### La hausse de TVA d'avril 2014 met en péril la stratégie des Abenomics

La hausse du taux de TVA (de 5 % à 8 %) en avril 2014 a bien nourri l'inflation : l'indice des prix à la consommation (hors produits périssables) a augmenté de 2,9 % sur un an en

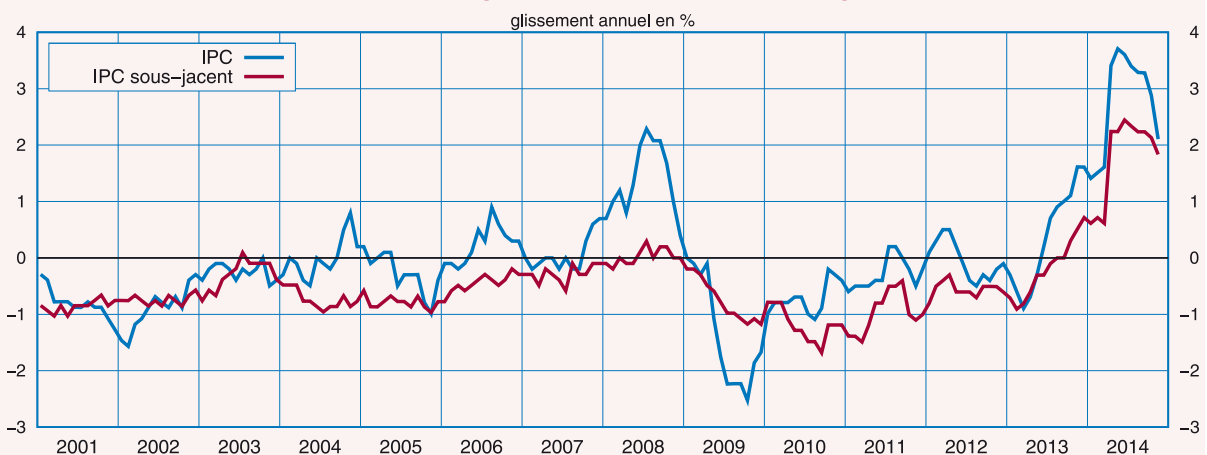
octobre 2014 (*graphique 5*). Mais la Banque du Japon estime qu'en l'absence de choc fiscal, la hausse des prix serait de 1,0 % seulement, soit un niveau comparable à celui du début de l'année, d'autant plus modéré qu'il est largement alimenté par l'inflation importée liée à la dépréciation du yen.

En outre, le choc fiscal semble avoir eu un puissant effet récessif sur l'économie japonaise, bien au-delà de ce qu'avaient anticipé les autorités : une fois la hausse de TVA passée, l'inflation risque ainsi de s'éroder progressivement. En conséquence, le gouvernement japonais a décidé en novembre, en même temps que la dissolution de la Chambre basse, de reporter la nouvelle hausse du taux de TVA, de 8 % à 10 %, initialement prévue pour octobre 2015. L'entrée du pays en récession a par ailleurs conduit la Banque du Japon à accentuer encore sa politique monétaire expansionniste, haussant l'objectif d'accroissement de la base monétaire à 80 000 milliards de yens (environ 17 % du PIB) par an.

### 4 - Les salaires au Japon



### 5- Indice des prix à la consommation au Japon



Note de lecture : Le dernier point connu est octobre 2014. Le point de novembre est une estimation basée sur les prix à la consommation à Tokyo uniquement.

Source : Statistics Bureau of Japan

### La mise en place de la troisième « flèche » se fait attendre

La troisième « flèche » des Abenomics, la plus délicate à mettre en œuvre, consiste à mener une stratégie de croissance à moyen terme. Cette « stratégie de revitalisation du Japon », réaffirmée par le gouvernement de S. Abe en juin 2014, se décline en plusieurs projets de réformes structurelles à caractère macroéconomique ou sectoriel, annoncés par le gouvernement en juin 2014, mais qui restent à ce stade encore assez imprécis.

### La réforme du marché du travail pour encourager l'activité

Le Japon est un pays vieillissant. Sa population active décroît tendanciellement depuis la fin des années 1990, ce qui pèse sur la croissance potentielle du pays. Pour lutter contre cette tendance, le gouvernement japonais faciliterait le travail des femmes, en retrait par rapport aux autres pays développés (graphique 6), en augmentant les capacités d'accueil dans les crèches et en favorisant la promotion des femmes à des postes d'encadrement.

En outre, au moyen d'une politique de soutien accru à l'innovation et à la recherche, le gouvernement entend soutenir la productivité du pays. Plusieurs programmes, notamment d'aide à l'investissement en R&D, ont été mis en place en 2014. À l'avenir, le gouvernement entend mener une « révolution robotique » pour renforcer massivement l'automatisation de l'économie (jusqu'à deux fois plus de robots dans l'industrie manufacturière, et vingt fois plus dans

l'industrie non manufacturière en 2020) et ainsi faire face au déficit prévu de main d'œuvre.

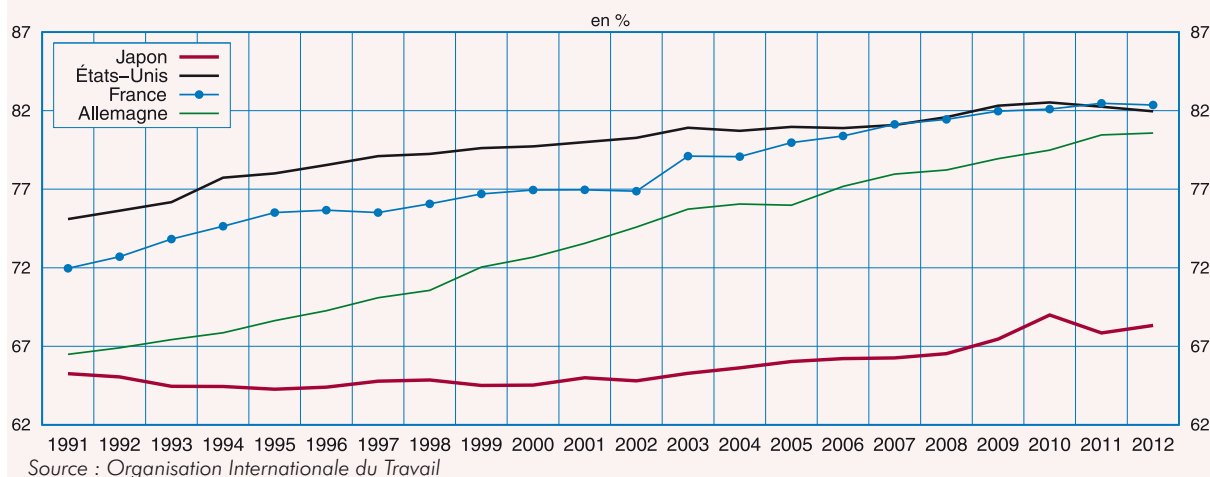
### Une réforme fiscale qui vise à soutenir l'investissement

En avril 2014, le taux d'impôt sur les sociétés a été réduit de 38 % à 35,6 %, et une nouvelle baisse devrait avoir lieu en 2015. À terme, le gouvernement japonais devrait réduire la taxation des entreprises à un niveau inférieur à 30 %. Il compte aussi encourager les entreprises à améliorer la rentabilité de leurs capitaux propres, notamment par une réforme de la gouvernance des entreprises. Une réforme visant à améliorer l'offre de certains secteurs en les rendant plus concurrentiels, en particulier le secteur agricole et celui de l'énergie, est également prévue.

### Conclusion : un bilan en demi-teinte

Au total, la politique volontariste du gouvernement de S. Abe, si elle a eu des effets marqués sur la baisse des taux d'intérêt et la hausse des prix, tarde à influencer sur l'économie réelle. Ainsi, les salaires n'ont que timidement suivi la dynamique des prix, de sorte que la hausse de la TVA mise en place en avril 2014 a fortement pesé sur la demande intérieure, plongeant le Japon dans la récession. En outre, malgré la forte expansion monétaire qui favorise un coût du crédit très peu élevé, les agents privés continuent de se désendetter, de sorte que l'investissement des entreprises, ne semble pas pour l'heure, avoir été tiré par les Abenomics. ■

## 6 - Rapport du taux d'activité féminin au taux d'activité masculin dans quelques pays avancés



# Économies émergentes

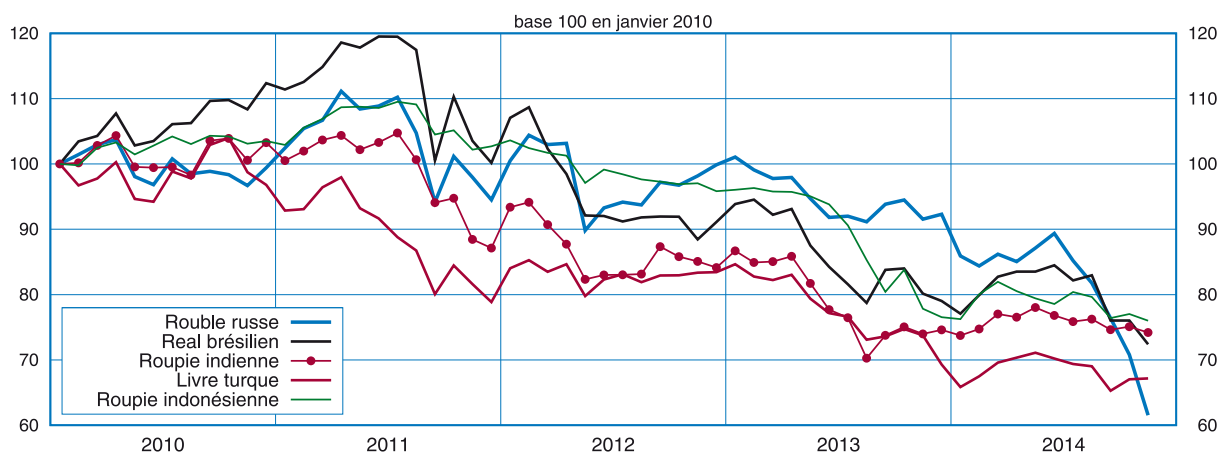
## Les économies émergentes n'émergent plus au même rythme

Au troisième trimestre 2014, les économies émergentes ont conservé une croissance modérée. La production industrielle a marqué le pas, notamment en Chine et au Brésil. En dépit des dépréciations passées de leurs monnaies, les pays émergents garderaient une activité ralentie au cours des prochains trimestres. Le climat des affaires reste relativement mal orienté, même s'il s'est modestement redressé depuis mars. Les importations se sont contractées au premier semestre 2014 mais rebondiraient nettement au second semestre, puis progresseraient à un rythme toujours inférieur à celui d'avant-crise au premier semestre 2015. Les exportations ont rebondi dès le deuxième trimestre 2014, mais progresseraient moins rapidement jusqu'à mi-2015. Au total, les importations des économies émergentes seraient moins dynamiques en 2014 qu'en 2013 (+3,7 % après +5,8 %), tandis que les exportations progresseraient à peine plus rapidement (+4,6 % après +4,5 %). Au premier semestre 2015, le commerce extérieur des émergents serait un peu plus dynamique, sans toutefois retrouver sa vigueur d'avant-crise : à la fin du semestre, l'acquis de croissance serait de +4,7 % pour les exportations, et de +4,3 % pour les importations.

**Malgré le desserrement des tensions monétaires, les banques centrales restent confrontées à des fondamentaux préoccupants**

Une vague de sorties de capitaux à la fin de 2013 et au début de 2014 avait conduit plusieurs banques centrales de pays émergents à relever leurs taux directeurs pour soutenir leur monnaie qui se dépréciait fortement. Depuis le deuxième trimestre 2014, les devises des grands pays émergents se sont, dans l'ensemble, stabilisées, notamment en Inde, en Indonésie et en Turquie (*graphique 1*). Néanmoins, plusieurs pays restent sujets à des déséquilibres macroéconomiques qui jettent un doute sur leur capacité de rebond à moyen terme (cf. dossier) et poussent certaines banques centrales à modifier leurs politiques de nouveau. Ainsi, face aux fortes sorties de capitaux et aux pressions à la baisse sur le rouble, la banque centrale russe a abandonné son ancrage mixte sur l'euro et le dollar. Au Brésil, la dépréciation du réal a conduit la banque centrale à hausser de nouveau son taux directeur (11,75 %), ce qui pèserait un peu plus sur une demande intérieure déjà dégradée.

1 - La Russie dans la tourmente monétaire



Source : Macrobond financial AB

### L'économie chinoise ralentit encore

L'atonie relative de l'activité est commune à l'ensemble des économies émergentes. En Chine, l'activité a légèrement décéléré au troisième trimestre 2014 (+1,9 % après +2,0 %). Le ralentissement du secteur manufacturier illustre l'infléchissement de la demande intérieure : la consommation reste morose et l'investissement des entreprises continue de ralentir. L'investissement immobilier tourne au ralenti, après avoir décroché au début de l'année 2014. Au quatrième trimestre 2014, le climat des affaires s'est redressé dans les services mais reste bas dans l'industrie, de sorte que l'activité n'accélérerait que très légèrement à l'horizon de la prévision. Côté demande, la consommation des ménages augmenterait modestement : depuis le début de l'année, la progression des ventes au détail se stabilise et les immatriculations de véhicules reculent. En outre, pénalisé par le tarissement du crédit, l'investissement continuerait de ralentir : son glissement annuel, de +15,9 % en octobre, a atteint son plus bas niveau depuis 2001.

### Le Brésil est en difficulté

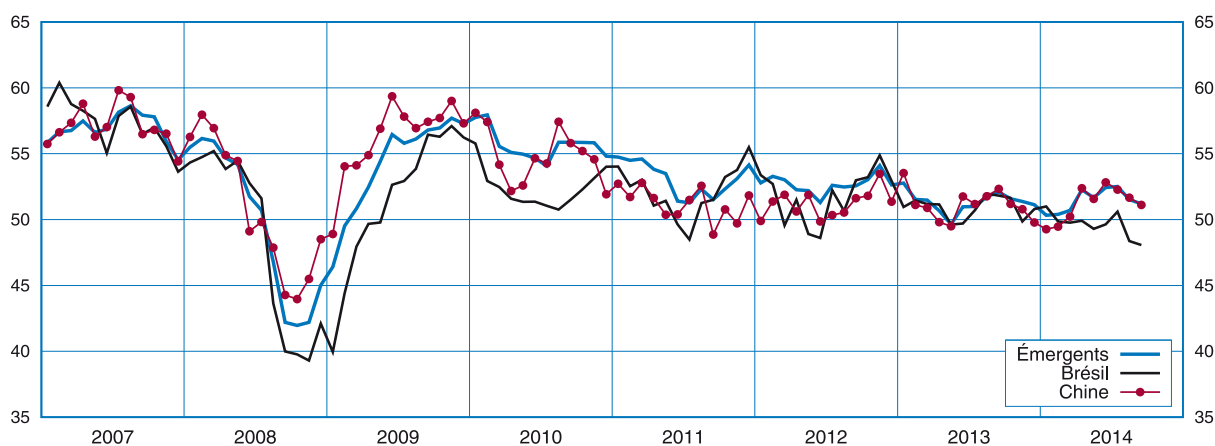
Le Brésil est sorti de récession de justesse au troisième trimestre (+0,1 %) mais le PIB reste inférieur à son niveau du troisième trimestre 2013 (-0,2 %). La remontée des taux d'intérêt et la longue période d'incertitude liée aux élections présidentielles en octobre ont affecté l'activité. Le climat des affaires reste dégradé selon les enquêtes de conjoncture (graphique 2). De plus, la confiance des industriels reste basse malgré la légère remontée entamée en septembre. Au troisième trimestre, la production industrielle s'est

de nouveau contractée, de sorte que l'activité est restée dégradée, dans son ensemble. De même, les exportations de biens ont largement baissé en volume malgré la dépréciation du réal. Enfin, de nouveau affaiblie par la hausse des taux d'intérêt, l'activité resterait déprimée à l'horizon de la prévision.

### La Russie est confrontée aux sanctions économiques

En Russie, l'activité a de nouveau légèrement ralenti au troisième trimestre, à +0,7 % après +0,8 % en glissement annuel. La crise géopolitique et les sanctions économiques et financières ont entraîné une dépréciation de plus de 40 % du rouble par rapport au dollar depuis le début de l'été 2014. La conjonction du resserrement monétaire en réponse à la dépréciation du rouble, des sorties de capitaux et de la dégradation du pouvoir d'achat des ménages, affecté par la hausse des prix, laisse envisager une activité encore morose au cours des prochains trimestres. Cependant, le regain de confiance dans l'industrie et l'accélération de la production (acquis de croissance de +1,2 % en octobre pour le quatrième trimestre après +0,4 % au troisième trimestre), potentiellement imputables au recentrage de la consommation sur le marché intérieur et au regain de compétitivité offert par la baisse du rouble, permettraient à l'économie russe d'échapper à la récession à très court terme. Dans les pays de l'Europe de l'Est (Hongrie, République tchèque et Pologne), la crise ukrainienne semble peser moins fortement sur les perspectives des industriels, et l'activité pourrait accélérer quelque peu. ■

2 - Le climat des affaires est bas, notamment au Brésil



Source : Markit