

# Allemagne

## Dynamisme de la consommation

En Allemagne, l'activité a nettement accéléré au quatrième trimestre (+0,7 % après +0,1 %), tirée par la vigueur de la consommation des ménages et l'investissement dans la construction. Au premier trimestre 2015, la croissance resterait solide (+0,6 %), grâce notamment aux gains de pouvoir d'achat liés à l'instauration du salaire minimum et à la baisse du prix des produits pétroliers. Au deuxième trimestre, ces facteurs joueraient moins et l'activité ralentirait légèrement (+0,4 %).

### Chômage en baisse, salaires en hausse

À la faveur de la reprise d'activité en 2014 (+1,6 % en moyenne sur l'année) et d'une productivité apparente du travail très modérée, l'emploi est resté dynamique (+0,9 %). Au premier semestre 2015, elle continuerait d'augmenter : l'emploi continuerait certes de progresser (+0,2 % par trimestre) mais moins rapidement que l'activité (*éclairage*). Le taux de chômage, déjà à son niveau le plus bas depuis la réunification à 4,7 % en janvier 2015, continuerait de baisser et atteindrait 4,6 % mi-2015. Les salaires, qui progressent sensiblement depuis mi-2009, seraient particulièrement dynamiques au premier trimestre 2015 (+1,4 %) du fait de l'instauration du salaire minimum au 1<sup>er</sup> janvier. Dans le même temps, les prix baisseraient du fait des produits pétroliers. Le pouvoir d'achat des ménages progresserait donc vigoureusement d'ici mi-2015. Cela permettrait aux ménages de consommer sensiblement plus (+0,9 % au premier trimestre et +0,7 % au deuxième trimestre), après deux trimestres déjà dynamiques (+0,8 %), tout en épargnant

davantage : le taux d'épargne atteindrait 9,7 % au deuxième trimestre 2015, après 9,4 % en moyenne en 2014.

### L'investissement ne décolle pas

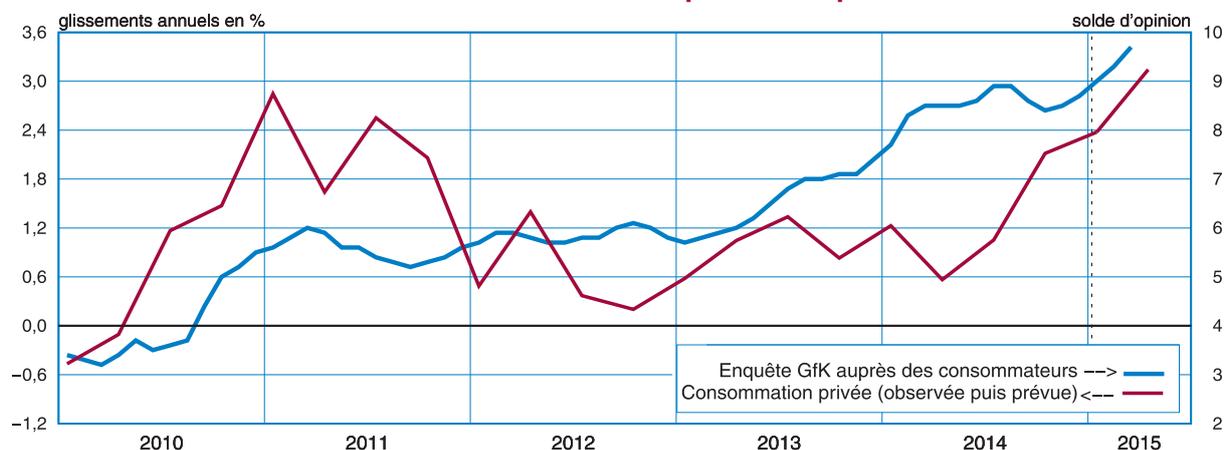
Après la forte baisse du troisième trimestre 2014 (-1,4 %), l'investissement en biens d'équipement n'a que faiblement rebondi fin 2014 (+0,4 %). Il accélérerait modérément au premier semestre 2015 (+0,8 % par trimestre), entraîné par l'amélioration des perspectives de demande.

Dans la construction, les indicateurs conjoncturels sont orientés en baisse : l'indice PMI est installé depuis l'automne 2014 dans la zone annonçant une contraction à venir de l'activité ; les commandes dans la construction baissent et les permis de construire stagnent depuis 2013. Après un rebond au quatrième trimestre, l'investissement dans la construction se replierait ainsi au premier trimestre 2015, avant de se stabiliser.

### Les échanges extérieurs ne soutiendraient plus la croissance

Les exportations comme les importations ont nettement progressé au quatrième trimestre 2014, le commerce extérieur contribuant au total pour +0,2 point à l'activité fin 2014 (+0,4 point sur l'ensemble de l'année). Au premier semestre 2015, les exportations seraient favorisées par la récente dépréciation de l'euro, mais les importations stimulées par la vigueur de la demande intérieure augmenteraient un peu plus rapidement que les exportations. Au total, la contribution des échanges extérieurs redeviendrait neutre au cours du premier semestre 2015. ■

### Le moral des consommateurs est au plus haut depuis fin 2001



Sources : Destatis, prévision Insee

## La productivité allemande redémarrerait au premier semestre 2015

### La productivité allemande a décroché lors de la récession de 2008-2009

La productivité apparente du travail a chuté en Allemagne en 2008-2009, pendant la grande récession, comme dans de nombreuses économies. Le cycle de productivité a été amplifié par le recours intense au chômage partiel, qui a eu pour effet de baisser la quantité de travail par personne en emploi. Mais la productivité horaire a également été affectée pendant la crise. Dans le secteur manufacturier, la productivité horaire a beaucoup perdu en niveau (*graphique 1*) ; cependant, entre la fin 2009 et la mi-2011, la tendance de productivité d'avant-crise a été retrouvée, même si l'intégralité de la perte de productivité des années 2008-2009 par rapport à cette tendance n'était pas pour autant effacée<sup>1</sup>.

### Dans les services, la productivité a décroché à nouveau en 2010

Dans les services en revanche, la productivité horaire a une nouvelle fois baissé mi-2010 (*graphique 2*), en lien avec le ralentissement de l'activité : un deuxième cycle de productivité horaire a fait suite à celui de la récession de 2008-2009. De plus, dès 2011, une nouvelle baisse de la quotité de temps travaillé par salarié a amplifié le recul de la productivité mesurée par tête.

Alors que les gains de productivité horaire semblaient repartis en 2010-2011 sur leur tendance d'avant-crise dans l'industrie manufacturière, la productivité horaire y stagne de nouveau depuis 2012, comme dans les services.

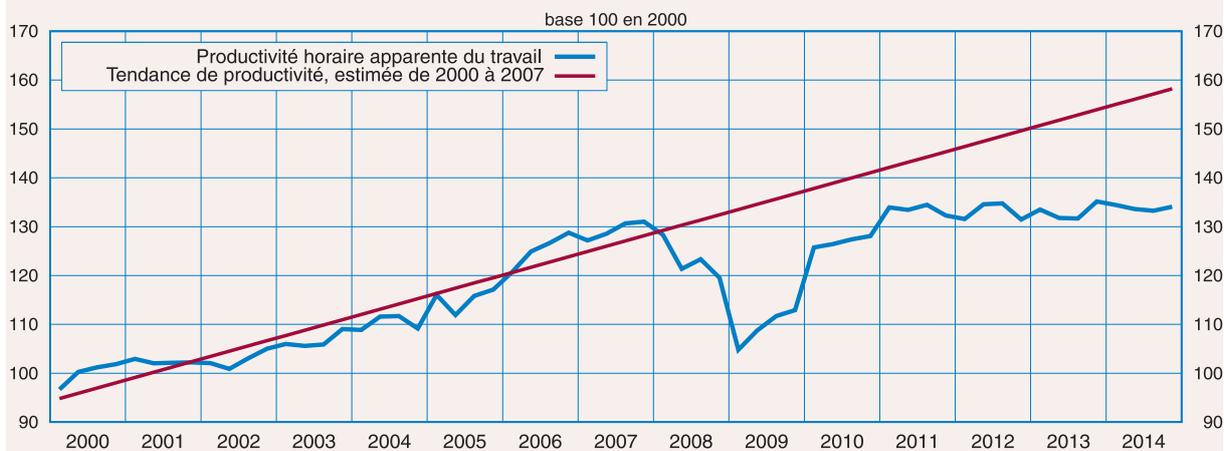
### Au premier semestre 2015, la croissance serait moins riche en emplois

Les caractéristiques des emplois des services expliqueraient l'ampleur de l'enrichissement de la croissance en emplois dans ce secteur. D'une part les salaires y sont plus faibles : fin 2014, le salaire horaire y était inférieur de 25 % à celui de l'industrie manufacturière. D'autre part, le temps de travail y est plus court, et l'écart a tendance à s'accroître : un salarié dans les services a un temps de travail inférieur de 15 % à un salarié dans l'industrie manufacturière fin 2014 (contre un écart de 10 % fin 2008). Le salaire minimum instauré au 1<sup>er</sup> janvier 2015, en augmentant le coût du travail sur les bas salaires, toucherait particulièrement ce type d'emplois : comme le confirme une enquête de l'institut de conjoncture Ifo, les services sont bien plus concernés que l'industrie manufacturière par l'introduction du salaire minimum (31 % des entreprises dans les services hors commerce sont concernées et 43 % dans le commerce de détail, contre seulement 21 % dans l'industrie manufacturière)<sup>2</sup>. Cette mesure pourrait donc conduire à un changement de composition de la main-d'œuvre, notamment dans les services, en faveur d'emplois plus qualifiés et dont la quotité de temps travaillé est plus importante, et donc à un plus faible contenu en emplois de la croissance. Dans l'industrie manufacturière, l'instauration du salaire minimum aurait un effet plus limité sur la productivité horaire ; cependant, le temps de travail continuerait d'y remonter (*graphique 3*), ce qui soutiendrait un regain de dynamisme de la productivité par tête. Dans le scénario de cette *Note de conjoncture*, la productivité allemande remonterait donc au premier semestre 2015. ■

(1) « Pourquoi le chômage a-t-il continué de baisser en Allemagne après 2007 ? », *Note de conjoncture*, mars 2013

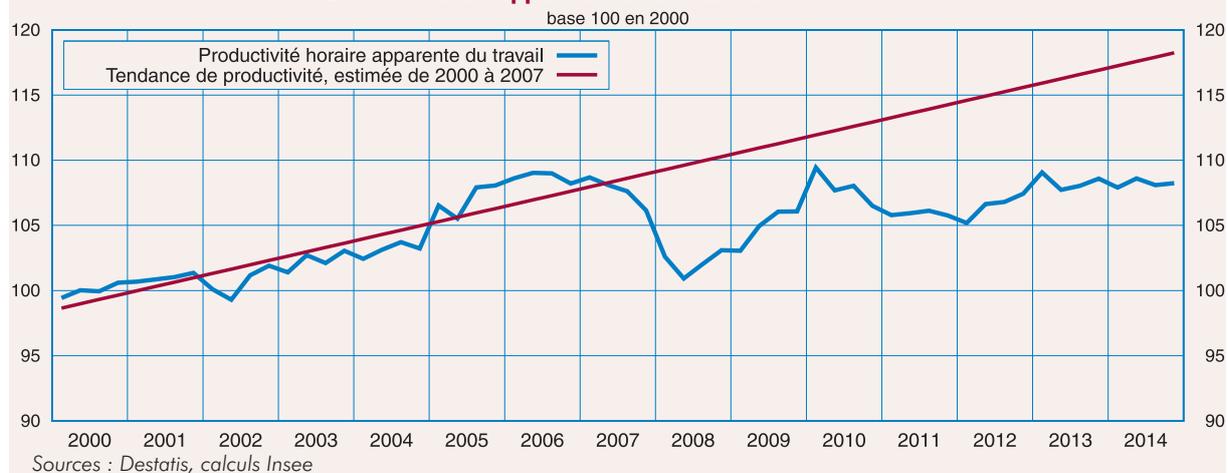
(2) *Wie viele Firmen sind vom Mindestlohn betroffen ?*, Ifo, décembre 2014.

1 - Productivité apparente du travail dans l'industrie manufacturière

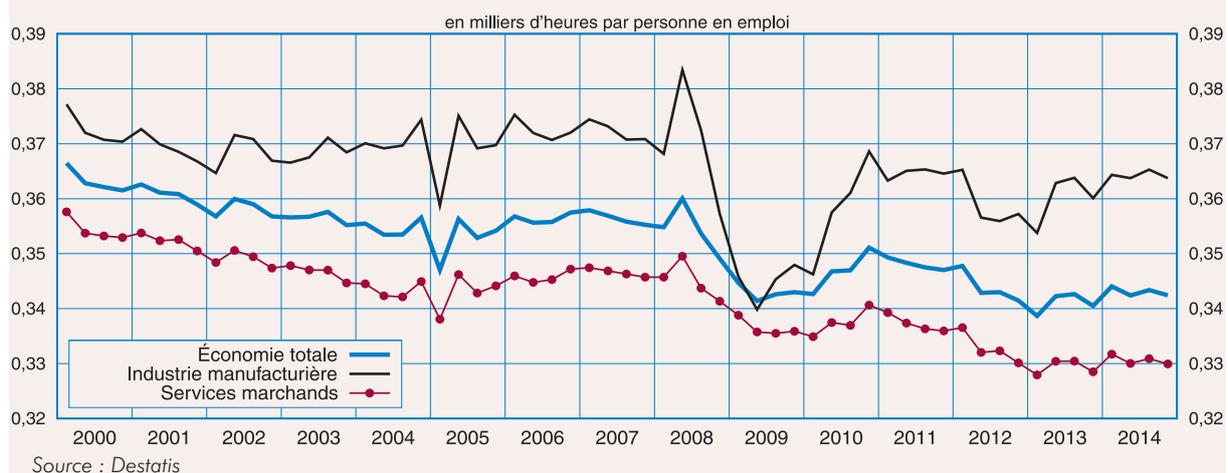


Sources : Destatis, calculs Insee

## 2 - Productivité apparente du travail dans les services



## 3 - Heures travaillées par tête



# Italie

## Pianissimo

Après une stagnation en fin d'année 2014, l'Italie renouerait timidement avec la croissance au premier semestre 2015 (+0,1 % au premier trimestre, puis +0,2 % au deuxième). Elle bénéficierait de la récente baisse du prix du pétrole et de la dépréciation de l'euro. Les échanges extérieurs et la consommation des ménages seraient les principaux soutiens de cette amélioration, tandis que l'investissement resterait en berne.

### Un dernier trimestre 2014 atone

L'activité s'est stabilisée au quatrième trimestre 2014. En moyenne sur l'année, l'activité s'est contractée de 0,4 % en 2014, après -1,7 % en 2013. Fin 2014, la bonne tenue du commerce extérieur a été plus que compensée par la variation des stocks, alors que la consommation des ménages et l'investissement n'ont que peu progressé.

### Les exportations, principal soutien de la croissance

En 2014, les exportations (+2,4 % de croissance annuelle) ont limité la baisse de l'activité. La récente dépréciation de l'euro, à laquelle les exportations italiennes sont très sensibles, renforcerait ce soutien. Au premier trimestre, en contrecoup d'un quatrième trimestre dynamique (+1,6 %), les exportations ralentiraient (+0,5 %) avant de retrouver de l'allant au deuxième trimestre (+1,2 %). Les importations resteraient globalement moins dynamiques (+0,5 % au premier trimestre, puis +0,7 %), dans le sillage d'une demande intérieure atone.

### La demande intérieure accélérerait légèrement

Soutenue par une légère reprise de l'emploi, des salaires résilients et une inflation faible, la consommation des ménages a relativement résisté à l'atonie généralisée (+0,1 % en moyenne par trimestre de mi-2013 à fin 2014). L'emploi continuerait de progresser faiblement au premier semestre 2015 dans le contexte de l'entrée en vigueur progressive du « Jobs Act ». Les consommateurs ont un niveau de confiance élevé, selon l'enquête de janvier. Au premier semestre 2015, les dépenses de consommation croîtraient ainsi de 0,2 % par trimestre, tirées notamment par la hausse du pouvoir d'achat qu'engendre la baisse des prix des produits pétroliers.

L'atonie de l'investissement reste le principal frein à la croissance. 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. Les perspectives dans la construction restant dégradées, cette tendance ne devrait pas s'inverser à court terme (-0,5 % par trimestre d'ici mi-2015). D'autre part, l'investissement productif a chaque année nettement reculé depuis la grande récession. Au premier trimestre 2015, il baisserait à nouveau (-1,0 %), du fait d'un contrecoup attendu dans l'équipement en transport, très dynamique au quatrième trimestre (+7,7 %). Au deuxième trimestre, malgré la faible utilisation des capacités de production et l'atonie des perspectives de demande intérieure, l'investissement en équipement se stabiliserait grâce au raffermissement de la demande étrangère et à l'amélioration des conditions de financement que le récent assouplissement quantitatif de la BCE favoriserait. ■

PIB et indice PMI composite de l'activité



Sources : Markit, Istat

# Espagne

## La croissance se diffuse

En Espagne, l'activité a accéléré à nouveau au quatrième trimestre 2014 (+0,7 % après +0,5 %). En 2014, la croissance annuelle s'est établie à +1,4 %, après trois années de repli (-1,2 % en 2013, -2,1 % en 2012 et -0,6 % en 2011). D'ici mi-2015, les enquêtes de conjoncture suggèrent une poursuite de ce dynamisme : l'activité croîtrait de 0,7 % par trimestre. À l'issue du premier semestre 2015, l'acquis de croissance pour l'année atteindrait +2,1 %. Cette activité vigoureuse serait avant tout portée par la demande intérieure – particulièrement la consommation privée et l'investissement des entreprises – redevenue dynamique après six ans de baisse.

### La consommation resterait dynamique

Depuis 2013, la reprise de l'emploi a stimulé la consommation des ménages (éclairage) qui a connu sa plus forte croissance annuelle en 2014 (+2,4 %) depuis 2007 (graphique), de façon directe par son effet sur le revenu des ménages, et de façon indirecte via la baisse de l'épargne de précaution qu'a induite celle du chômage. Au premier semestre 2015, cette vigueur se confirmerait (+1,0 % par trimestre), dans le sillage de celle de l'emploi encore dynamique. La baisse du prix du pétrole améliorerait également le pouvoir d'achat des ménages en début d'année.

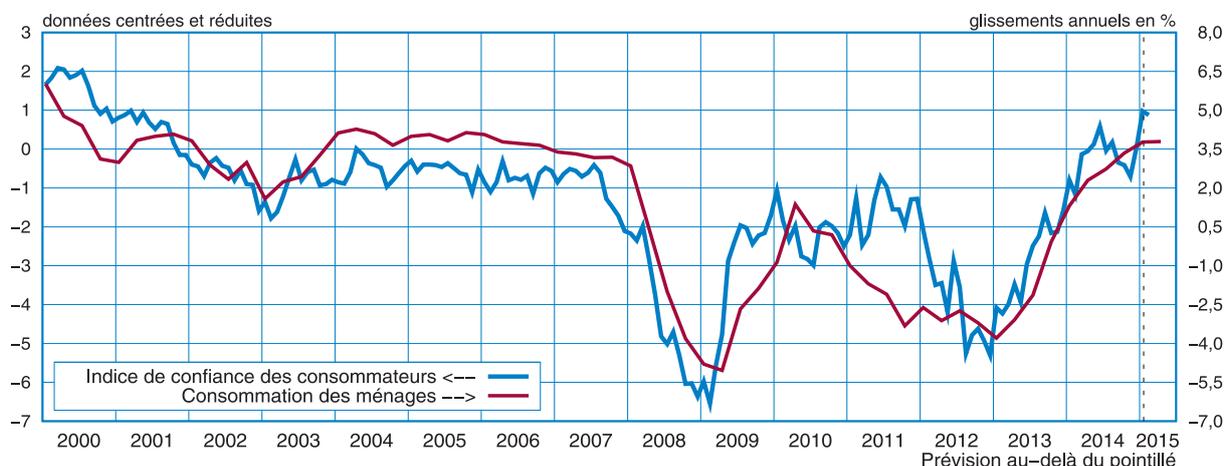
### Reprise de l'investissement en construction

Au premier semestre 2015, le redressement du marché immobilier amorcé fin 2014 se poursuivrait, comme le laissent envisager la hausse récente des permis de construire et le regain de confiance exprimée par les entrepreneurs du bâtiment. L'investissement en construction augmenterait ainsi nettement, après sept années de recul durant lesquelles la part de la construction dans le PIB est tombée de 22 % mi-2007 à 9 % mi-2014.

L'investissement en biens d'équipement continuerait de croître à un rythme rapide (de l'ordre de +2 % par trimestre), comme depuis début 2013 (éclairage). En effet, les entreprises ont besoin de réinvestir après une phase marquée d'ajustement et l'appareil productif est plus sollicité, ce qu'indique la hausse du taux d'utilisation des capacités de production. Cette progression de l'investissement est favorisée par le niveau élevé des marges des entreprises et par l'assouplissement récent des conditions de crédit.

Le fort dynamisme de la demande intérieure soutiendrait les importations, qui progresseraient plus rapidement que les exportations malgré la dépréciation de l'euro. Ainsi, la contribution des échanges extérieurs à la croissance du PIB serait légèrement négative d'ici mi-2015. ■

### L'indice de confiance des consommateurs est bien orienté



Sources : Eurostat, calculs Insee

## L'investissement des entreprises est à l'origine de la reprise espagnole

Entre 2008 et 2013, l'économie espagnole a été confrontée à une crise plus grave et plus profonde que chez ses principaux partenaires européens. Les déséquilibres de sa balance courante et un endettement important liés notamment à une bulle immobilière de grande ampleur l'avaient rendue particulièrement vulnérable face à la crise mondiale de 2008-2009. La phase d'ajustement a donc été longue et douloureuse : le PIB a baissé de 7,4 % sur la période et le taux de chômage a atteint 26,3 % à son plus haut début 2013.

Après cette longue épreuve, l'économie a renoué avec la croissance mi-2013. Puis en 2014, la reprise s'est confirmée, gagnant en dynamisme chaque trimestre, même si le niveau d'activité d'avant-crise est loin d'avoir été retrouvé.

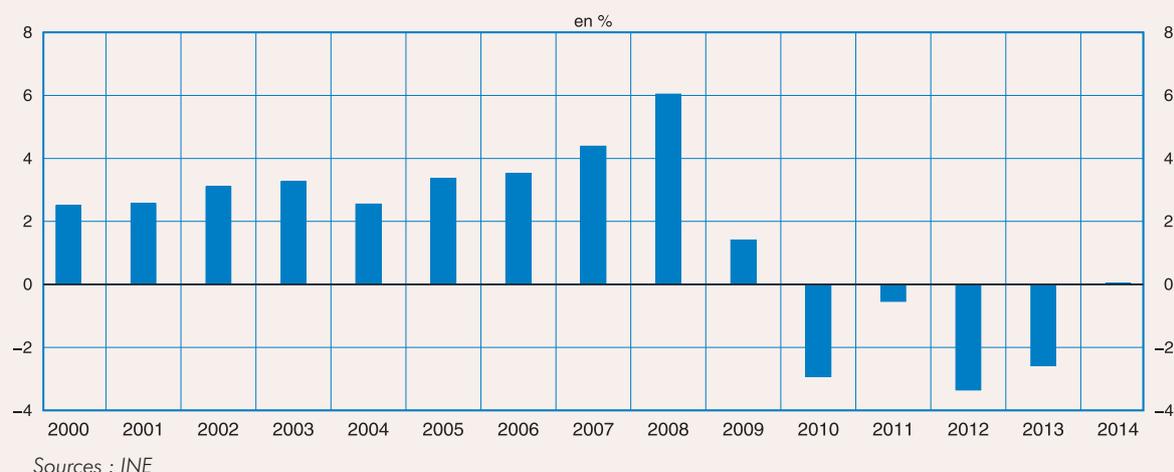
### Une dévaluation interne a amélioré la situation des entreprises

Dans la période d'ajustement, l'économie espagnole a dégagé des gains substantiels de productivité. Dans le même temps, les salaires ont stagné en termes nominaux, et baissé en termes réels. Il en a résulté une baisse conséquente des

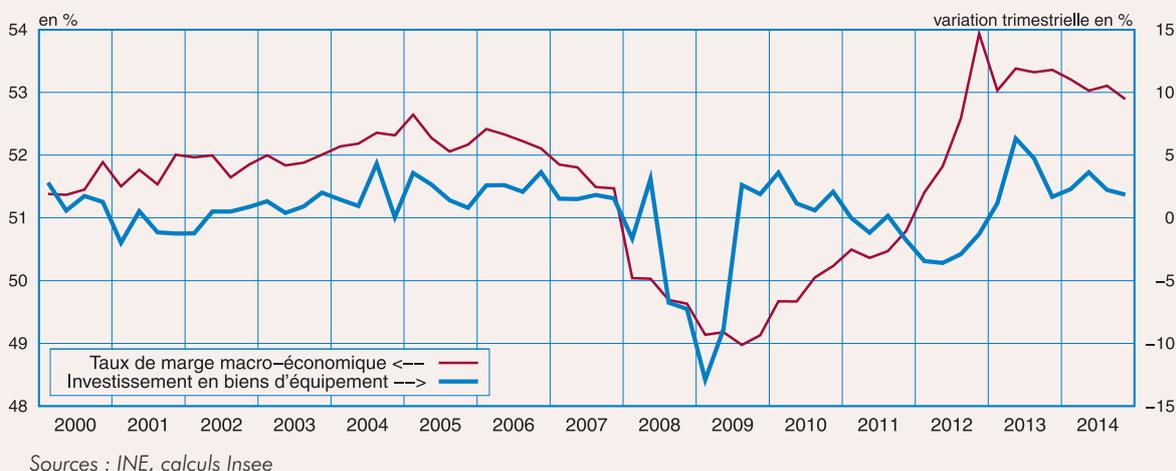
coûts salariaux unitaires à partir de 2009 (*graphique 1*). Celle-ci s'est encore accentuée en 2012, en partie en raison de la réforme du marché du travail<sup>(1)</sup>. Cette « dévaluation interne » a eu pour principale conséquence de permettre aux entreprises d'accroître leur taux de marge : celui-ci a progressé de 8 points entre 2008 et 2012, pour atteindre son plus haut niveau depuis que la série est disponible (1995), avant de se stabiliser par la suite. La reconstitution de ces marges a permis de financer une reprise rapide de l'investissement en biens d'équipement à partir du début 2013, lorsque la nécessité de réinvestir après une phase marquée d'ajustement s'est fait sentir (*graphique 2*). L'investissement productif est ainsi la première composante de la demande intérieure à s'être redressée en Espagne, dès le début 2013.

(1) OCDE (2014), *The 2012 Labour Market Reform in Spain : A Preliminary Assessment*, Éditions OCDE, Paris.

### 1 - Variation annuelle des coûts salariaux unitaires



### 2 - Taux de marge des entreprises et investissement en biens d'équipement



### Des gains de parts de marchés à l'exportation, qui doivent peu à l'évolution des prix espagnols

En théorie, la baisse des coûts salariaux aurait dû permettre une nette baisse des prix à l'exportation et donc des gains de parts de marché à l'exportation. Les performances à l'exportation de l'Espagne se sont bien améliorées depuis 2011, en volume (graphique 3), contribuant pour un point de croissance du PIB en 4 ans<sup>2</sup>. Pourtant, ces gains ne résultent pas d'une amélioration apparente de la compétitivité-prix espagnole : depuis 2009, les prix des exportations ont une évolution semblable à celle des autres pays de la zone euro (graphique 4).

Deux hypothèses peuvent être avancées pour expliquer ces gains de parts de marché malgré l'absence de gains de compétitivité-prix<sup>3</sup>. Cette amélioration des performances pourrait venir du choix réalisé par un nombre croissant d'entreprises d'exporter, dans un contexte de demande intérieure déprimée (le nombre d'entreprises exportatrices est ainsi passé de 100 000 à 150 000 en cinq ans) ou du nombre croissant d'entreprises étrangères s'installant en Espagne (et donc plus enclines à exporter).

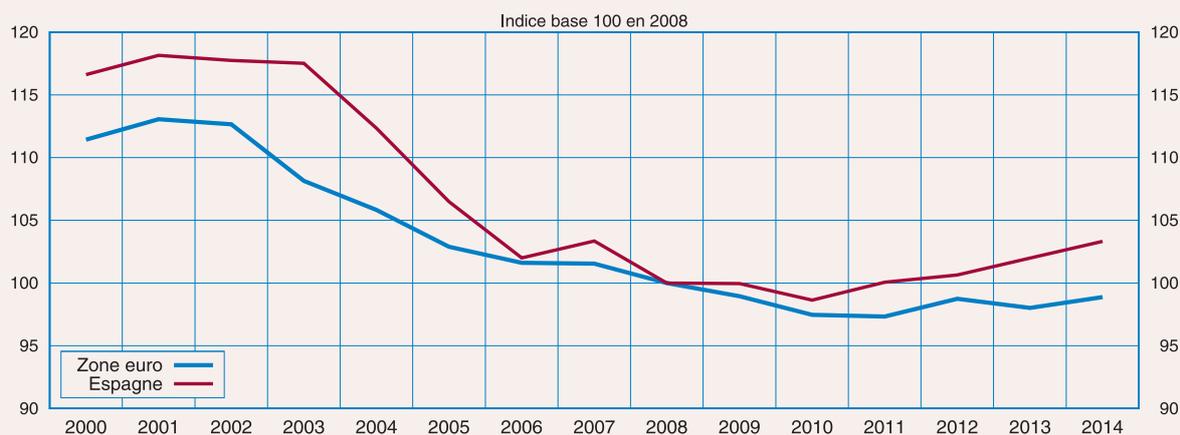
### La consolidation budgétaire pèse moins depuis mi-2013

Le dernier facteur de la récente reprise est la fin de la forte consolidation budgétaire depuis mi-2013. Jusqu'alors, cette consolidation avait pesé directement sur la demande intérieure, via de moindres dépenses de consommation et d'investissement publics, et plus indirectement, via la baisse de la consommation privée liée à celle des salaires des fonctionnaires.

Après le redressement de l'investissement, la reprise de l'emploi et la fin de la consolidation budgétaire ont ainsi, au second semestre 2013, entraîné le redressement du pouvoir d'achat des ménages et de leur consommation, qui a renoué avec la croissance à l'été 2013 pour la première fois en trois ans. ■

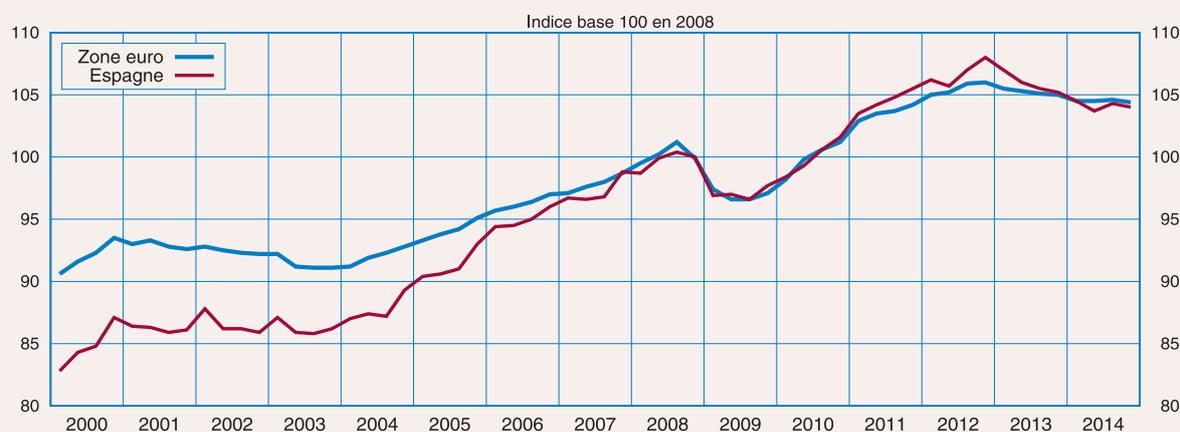
(2) En comparaison à un scénario où l'Espagne n'aurait que stabilisé ses performances à l'exportation, comme l'ensemble de la zone euro.  
(3) S. El Kasmi, M. Gaudiau, E. Kerrand et M-A. Ravon (2014), « Pourquoi les exportations espagnoles sont-elles si dynamiques après crise ? », *Trésor-Éco* n°140, novembre.

#### 3 - Performances à l'exportation



Lecture : ratio des exportations / demande mondiale adressée à l'Espagne (et à la zone euro), en volume  
Source : Eurostat, calculs Insee

#### 4 - Prix d'exportations de biens et services



Source : Eurostat

# Royaume-Uni

## La croissance est toujours là, mais se modère

Au Royaume-Uni, l'activité a de nouveau progressé au quatrième trimestre 2014 (+0,5 %), et la croissance annuelle s'est établie à +2,6 % en 2014. L'activité a cependant légèrement ralenti par rapport aux trimestres précédents, du fait de la demande intérieure. Au premier semestre 2015, l'activité croîtrait au même rythme (+0,5 % par trimestre), portée par la consommation des ménages dont le pouvoir d'achat resterait dynamique. En revanche, l'investissement des ménages et des entreprises continuerait de ralentir par rapport à la tendance des deux dernières années. L'acquis de croissance à mi-année pour 2015 serait de +1,8 %.

### Le climat des affaires reste bien orienté

Au quatrième trimestre 2014, la croissance britannique est restée solide mais a de nouveau décéléré (+0,5 %, après +0,7 % et +0,8 %) du fait, notamment, de la baisse de l'investissement et de la consommation publique. Sur l'ensemble de l'année, la croissance a atteint +2,6 % en 2014 (après +1,7 % en 2013 et +0,7 % en 2012). Début 2015, le climat des affaires reste bien orienté et l'expansion de l'activité se poursuivrait ainsi au même rythme que fin 2014 (+0,5 % par trimestre). À la fin du premier semestre, l'acquis de croissance pour 2015 serait de +1,8 %.

### Consommation soutenue par l'emploi, les salaires et la baisse des prix

Au premier semestre 2015, les ménages britanniques, dont la confiance reste élevée, augmenteraient à nouveau leur rythme de consommation : +0,7 % par trimestre d'ici

mi-2015, après +0,5 % au quatrième trimestre 2014 (*graphique*). Le pouvoir d'achat des ménages progresserait encore nettement. Il serait surtout soutenu par les créations d'emplois (+0,5 % au premier puis +0,3 % au deuxième trimestre 2015) du fait de gains de productivité encore faibles et par la baisse récente des prix de l'énergie et des biens alimentaires. Plus marginalement, les salaires accéléreraient peu à peu, en raison de tensions croissantes sur le marché du travail : le taux de chômage continuerait de baisser, à 5,3 % de la population active mi-2015 après 5,7 % en janvier. L'investissement des ménages augmenterait modérément avec l'assagissement du marché immobilier (ralentissement des prix, baisse du nombre de transactions et du nombre de crédits accordés). L'investissement productif décélérerait avec le ralentissement des perspectives de demande mais resterait dynamique.

### Le commerce extérieur pèserait sur la croissance

Depuis 2013, la progression des exportations reste modeste et les parts de marché du Royaume-Uni diminuent, pour partie sous l'effet de l'appréciation passée de la livre. Au premier trimestre 2015, les exportations et les importations stagneraient par correction de leur dynamisme exceptionnel fin 2014. Au deuxième trimestre 2015, les exportations retrouveraient un rythme plus proche de leur tendance récente et les importations croîtraient encore fortement, dans le sillage de la demande intérieure. Au total, la contribution du commerce extérieur à la croissance de l'activité serait à nouveau négative d'ici mi-2015 (-0,1 point au deuxième trimestre). ■

### La consommation britannique reste dynamique



Sources : ONS, BCE

# États-Unis

## Malgré l'appréciation du dollar, la croissance est robuste

L'activité américaine a ralenti mais est restée dynamique au quatrième trimestre 2014 (+0,5 % après +1,1 %), de nouveau soutenue par la demande interne alors que les échanges extérieurs ont pesé sur la croissance. Au premier semestre 2015, malgré un ralentissement au premier trimestre notamment dû aux rigueurs de l'hiver, la demande intérieure resterait dynamique, et l'appréciation récente du dollar pèserait de nouveau sur les échanges extérieurs. Au total, l'activité s'infléchirait au premier trimestre (+0,4 %) puis accélérerait au deuxième trimestre (+0,7 %)

### Fin 2014, l'activité est restée dynamique

L'activité américaine est restée dynamique au quatrième trimestre 2014 (+0,5 %) après deux trimestres exceptionnels (+1,1 % puis +1,2 % aux deuxième et troisième trimestres). Notamment, les dépenses gouvernementales se sont repliées (-0,4 % après +1,1 %), les échanges extérieurs ont pesé sur la croissance (contribution à la croissance de -0,3 point après +0,2 point), et l'investissement des entreprises a ralenti (+1,2 % après +2,2 %). En revanche, la consommation des ménages a de nouveau été très vigoureuse (+1,0 % après +0,8 %).

### Le dynamisme de la demande intérieure soutiendrait la croissance

Début 2015, le marché du travail reste très bien orienté, comme le jugent les chefs d'entreprise dans les enquêtes de conjoncture et le rythme soutenu des créations d'emplois. Par conséquent, le chômage continuerait de baisser légèrement : son taux atteindrait 5,4 % mi-2015 après 5,5 % en

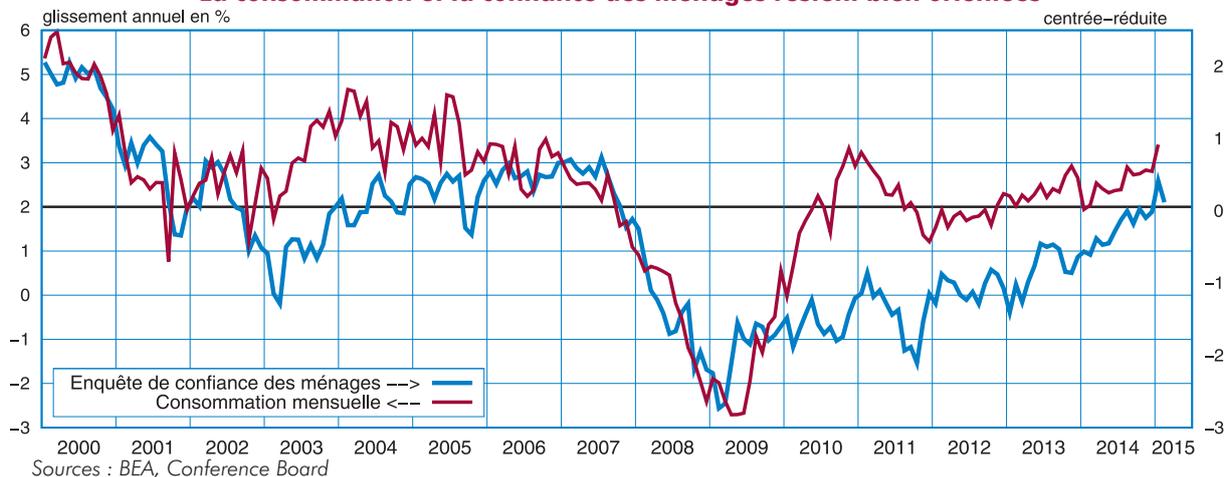
février. Cette amélioration contribuerait à une légère accélération des salaires. Le pouvoir d'achat ayant été en outre soutenu par la baisse des prix de l'énergie, la consommation des ménages resterait donc dynamique au premier semestre 2015 (+0,5 % au premier trimestre puis +0,9 %), en dépit d'un ralentissement des ventes au détail au premier trimestre. C'est d'ailleurs ce que laisse attendre le niveau élevé de la confiance des consommateurs (graphique).

L'investissement privé accélérerait au premier semestre 2015. Les prix immobiliers se sont redressés et les conditions de financement restent favorables mais les mauvaises conditions climatiques ont entraîné une baisse importante des mises en chantier, de sorte que l'investissement des ménages se contracterait au premier trimestre (-1,8 %) puis rebondirait au deuxième trimestre (+2,0 %). L'investissement des entreprises resterait soutenu, de l'ordre de 1,5 % à 2 % par trimestre, après avoir déjà nettement rebondi en 2014 (+6,1 % après +3,0 % en 2013). Il resterait stimulé par des perspectives de demande favorables et la nécessité d'augmenter les capacités de production.

### L'appréciation du dollar pénaliserait les échanges extérieurs

Depuis le troisième trimestre 2014, le dollar s'est fortement apprécié, notamment par rapport à l'euro. Cela pénaliserait les échanges extérieurs, qui contribueraient négativement à la croissance de l'activité au premier semestre 2015 (-0,2 point par trimestre), malgré une nette progression de la demande mondiale adressée au pays. ■

### La consommation et la confiance des ménages restent bien orientées



## La stagnation du taux de pénétration des importations américaines depuis 2011 tient à la baisse des importations de produits pétroliers

### Depuis 2011, le taux de pénétration des importations américaines a stagné

La part des importations dans le PIB américain a fortement augmenté, entre le début des années 1990, alors qu'elle n'était que de 10 %, et le début de l'année 2008 où elle a atteint 18 % (graphique 1). Après avoir brutalement baissé puis rebondi au moment de la crise de 2008-2009, la part des importations dans le PIB stagne quasiment depuis 2011. La rupture par rapport à la tendance d'avant-crise est également perceptible en volume<sup>1</sup>.

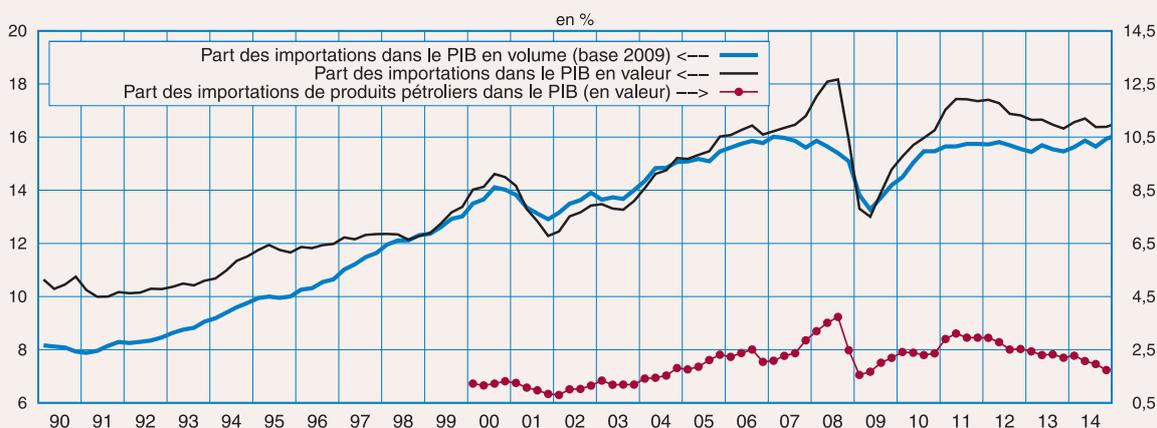
### La baisse des importations de produits pétroliers est le premier facteur de cette rupture

À partir de 2011, la part des importations de produits pétroliers dans le PIB a commencé à décroître nettement. En volume, cette évolution a précédé la crise : les importations de produits pétroliers ont commencé à baisser dès 2005 (graphique 2).

Plusieurs explications peuvent être avancées. Tout d'abord, la consommation de pétrole s'est réduite aux États-Unis, passant de 20,8 millions de barils par jour (Mbpj) en 2005 à 19,0 Mbpj en 2013. Cette baisse est en partie le résultat de facteurs conjoncturels, mais reflète également des changements structurels, notamment l'amélioration de l'efficacité énergétique du parc automobile américain. De plus, la mise en exploitation des gisements de gaz de schiste a entraîné une substitution entre les différentes sources d'énergie utilisées. Ainsi, la part du gaz naturel dans la consommation en volume d'énergie fossile est passée de 26,3 % en 2005 à 33,9 % en 2014. Dans le même temps, la part du pétrole dans la consommation d'énergie primaire s'est réduite de 47,0 % à 43,6 %.

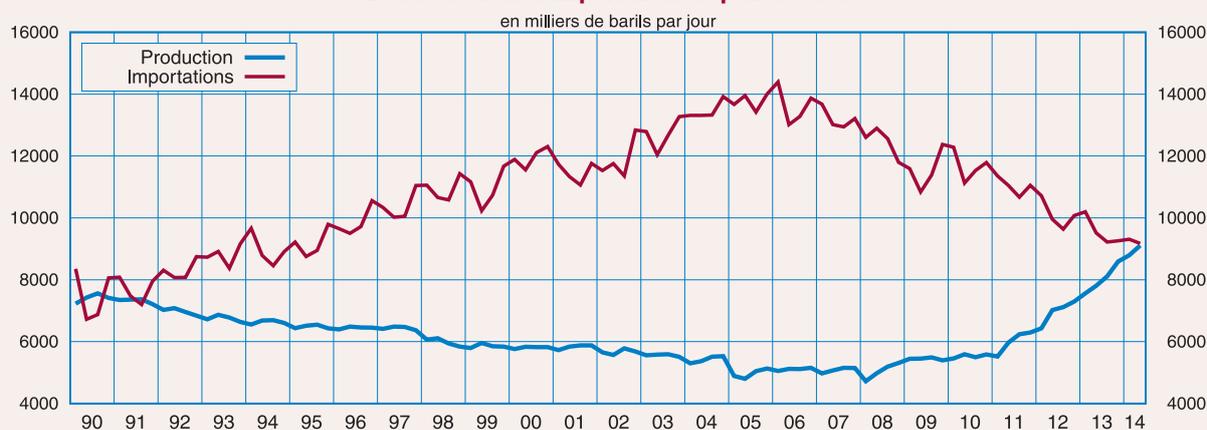
(1) Les comptes nationaux américains mesurent les volumes « à prix chaînés ». En toute rigueur, l'utilisation de ce concept entraîne la non-additivité des composantes du PIB et donc l'impossibilité de construire des ratios de volumes. En pratique, l'écart entre le PIB et la somme de ses composantes est très faible (0,1 % en moyenne sur la période 2000-2014), de sorte que le taux de pénétration des importations « à prix chaînés » est considéré comme une bonne approximation du taux de pénétration réel.

### 1 - Taux de pénétration des importations aux États-Unis



Lecture : le taux de pénétration des importations est le rapport entre les importations et le produit intérieur brut.  
Source : Bureau of Economic Analysis (BEA)

### 2 - Production et importation de pétrole brut



Source : Energy Information Administration (EIA)

En outre, la baisse de la consommation s'est accompagnée d'une importante hausse de la production intérieure de pétrole, notamment non conventionnel (*graphique 2*). La production domestique de bio-fioul et de gaz de pétrole liquides ainsi que les gains d'efficacité des raffineries en sont la cause. En conséquence, alors que la production domestique baissait tendanciellement depuis les années 1980, elle se redresse nettement depuis 2009, de sorte que fin 2014, les États-Unis produisent autant de barils de brut par jour qu'ils en importent.

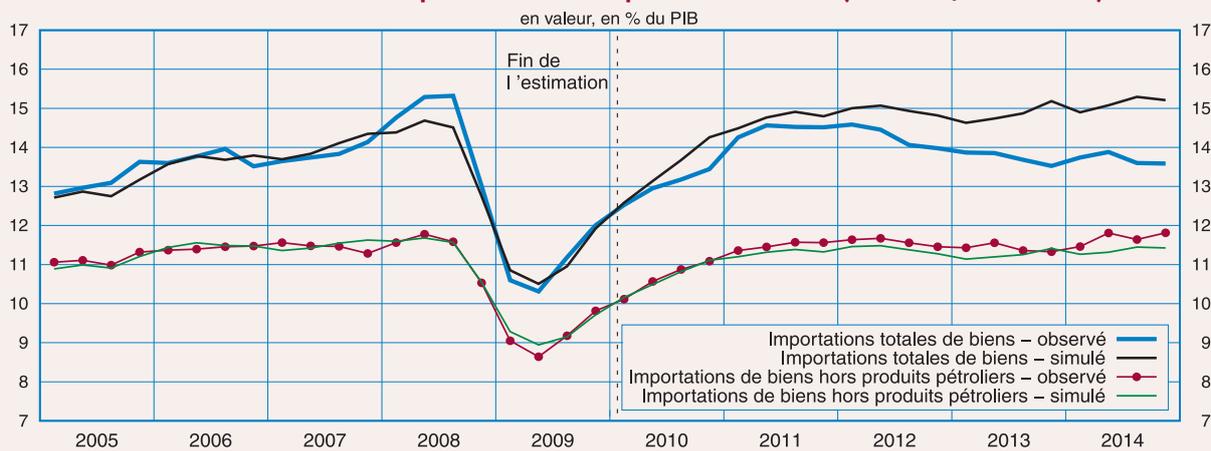
Cet effet spécifique lié à la production de produits pétroliers est le facteur essentiel de la stagnation du taux de pénétration depuis quatre ans. En effet, les importations américaines hors produits pétroliers évoluent en ligne avec leurs déterminants usuels depuis 2011. Pour le mesurer, des modélisations des importations ont été estimées sur la période 1994 - 2009

pour les importations totales de biens d'une part, et les importations de biens hors produits pétroliers d'autre part. Ces modélisations intègrent comme variables explicatives la demande intérieure (consommation, investissement privé y compris les stocks des entreprises, consommation publique), ainsi que les exportations (*graphique 3*).

La modélisation des importations totales de biens montre que, depuis 2011, leur taux de pénétration s'écarte de ce que laissent envisager ses déterminants de long terme. Ainsi, l'équation prévoit, au quatrième trimestre 2014, un taux supérieur de 1,6 point à celui effectivement observé.

En revanche, l'évolution des importations hors produits pétroliers à partir de 2011 est globalement cohérente avec ses déterminants de long terme : au quatrième trimestre 2014, l'écart entre la simulation et les importations observées n'est pas significativement différent de 0 (0,4 point). ■

### 3 - Modélisation du taux de pénétration des importations de biens (en valeur, en % du PIB)



# Japon

## Sorti de récession

La reprise de l'activité japonaise entamée fin 2014 (+0,4 %) se poursuivrait au premier semestre 2015 (+0,8 % puis +0,6 %). La consommation des ménages conserverait son dynamisme (+0,4 % par trimestre), sous l'effet notamment du recul des prix des produits pétroliers et d'une nouvelle relance budgétaire. Le commerce extérieur contribuerait positivement à la croissance (+0,2 point puis +0,1 point), en partie grâce à la dépréciation passée du yen.

### L'activité a rebondi fin 2014

Au quatrième trimestre 2014, l'activité a renoué avec la croissance (+0,4 %) après deux trimestres de contraction (-1,6 % puis -0,7 %) principalement imputable à la hausse de la TVA en avril 2014. Ce rebond est néanmoins modeste et les principales composantes de la demande restent inférieures à leur niveau de fin 2013. La consommation des ménages a accéléré (+0,5 % après +0,3 %), et l'investissement des entreprises est resté quasi stable (-0,1 % après -0,2 %). Début 2015, le climat conjoncturel retracé par les enquêtes est globalement favorable et la production industrielle s'est fortement redressée ; l'activité continuerait donc de se redresser (+0,8 % puis +0,6 %).

### Une croissance soutenue par un nouveau plan de relance

Début 2015, le Parlement a voté un nouveau plan de relance s'élevant à 3 500 milliards de yens (0,7 point de PIB). Plus du tiers du montant est destiné à dynamiser la consommation privée, également favorisée par les effets de la baisse des

prix des produits pétroliers sur le pouvoir d'achat. Au premier semestre 2015, la consommation des ménages conserverait donc son dynamisme de fin 2014 (+0,4 % par trimestre). Dans le sillage de l'activité, l'investissement des entreprises accélérerait nettement (+1,3 % puis +1,2 %). L'investissement des ménages, que le choc de TVA d'avril 2014 avait pénalisé, se stabiliserait. L'investissement public serait notamment soutenu par le plan de relance, dont plus de la moitié est dédiée à la reconstruction des régions touchées par le tsunami de 2011.

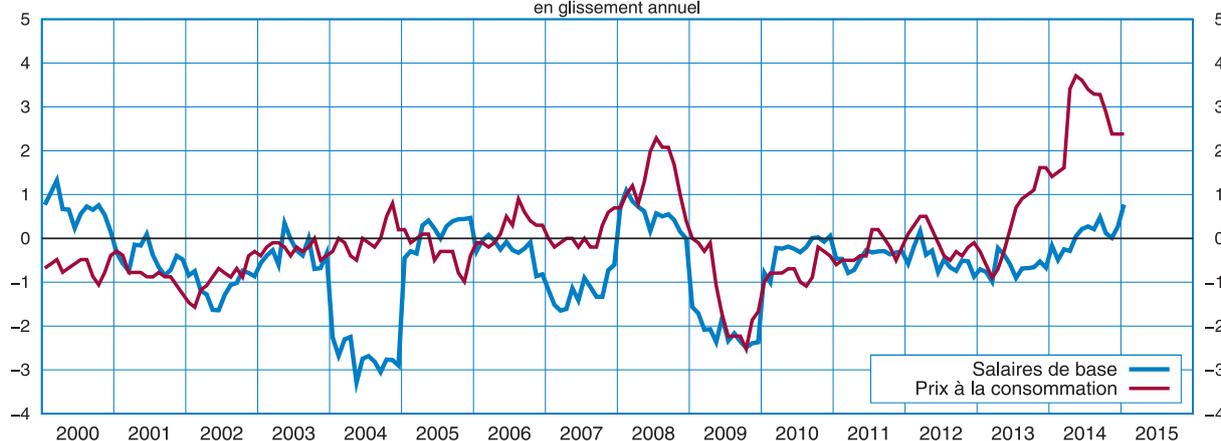
Soutenues par le relatif dynamisme du commerce mondial et la dépréciation passée du yen, les exportations progresseraient encore nettement au premier semestre 2015 (+3,0 % puis +2,6 %, après +2,8 % fin 2014). Malgré le redressement de la demande intérieure, les importations continueraient d'augmenter à un rythme plus faible (+1,8 % puis +2,0 %). Au total, le commerce extérieur contribuerait positivement à la croissance (+0,2 point puis +0,1 point).

### Les salaires accéléreraient quelque peu début 2015

La hausse de la TVA d'avril 2014 (+3 points) s'est transmise aux prix et l'inflation a augmenté (+2,4 % en janvier 2015 contre +1,4 % un an plus tôt). De plus, après avoir peu progressé jusqu'à fin 2014, les salaires accélèrent quelque peu début 2015 (+0,8 % en glissement annuel en janvier, graphique). Ainsi, même si les salaires s'érodent en termes réels, la dynamique de sortie de déflation semble s'être enclenchée. ■

Prix et salaires au Japon

en glissement annuel



Source : Japan Cabinet Office

# Économies émergentes

## La croissance s'effrite

Les économies émergentes tournent globalement au ralenti par rapport à leur rythme moyen des deux dernières décennies mais avec des divergences accrues.

En Chine, la croissance est au plus bas depuis 1990, du fait notamment du ralentissement de l'investissement, en particulier immobilier. Au Brésil, la croissance a calé du fait d'une forte contraction de la demande intérieure, sous les effets conjugués de la baisse du prix des matières premières et des resserrements monétaires opérés par la banque centrale pour enrayer les sorties de capitaux. La Russie a également pâti de la chute des prix du pétrole et des sanctions économiques et financières réciproques dans le cadre de la crise ukrainienne. A contrario, les pays d'Europe centrale ne semblent pas souffrir des tensions géopolitiques occasionnées par cette crise. Enfin, l'économie indienne donne des signes de franche embellie.

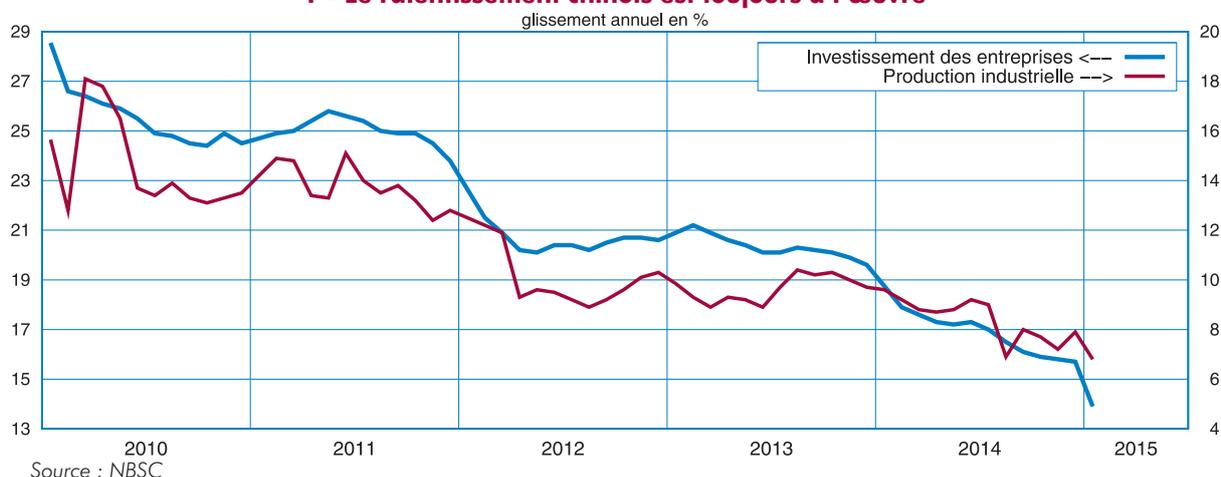
Les enquêtes de conjoncture ne signalent pas d'amélioration à court terme, de sorte que les pays émergents continueraient de tourner au ralenti au premier semestre 2015. En conséquence, leur commerce extérieur ne retrouverait pas sa vigueur d'avant-crise : les importations des pays émergents dans leur ensemble progresseraient de 1,1 % par trimestre, un rythme proche de celui des exportations (+1,2 % par trimestre).

### En Chine, la croissance au plus bas depuis 1990

Au quatrième trimestre 2014, l'économie chinoise a de nouveau ralenti (+1,5 % après +1,9 %), de sorte que la croissance chinoise en moyenne annuelle s'est affichée à +7,4 % en 2014, au plus bas depuis 1990. La production industrielle a nettement décéléré à l'été, et ralentit encore début 2015. Côté demande, la consommation reste peu dynamique, et l'investissement des entreprises continue de ralentir (*graphique 1*).

Début 2015, les enquêtes font encore état d'une certaine atonie du climat conjoncturel, de sorte que l'économie chinoise n'accélérerait pas au cours du premier semestre. La consommation progresserait modestement, et l'investissement continuerait de ralentir, malgré une possible amélioration dans la construction : depuis fin 2014, les prix immobiliers semblent en effet se stabiliser. Les exportations chinoises ont stagné au quatrième trimestre 2014 (après +5,1 % au troisième trimestre), tandis que les importations se sont contractées (-1,6 % après +1,1 %). Dans le sillage d'une demande mondiale relativement dynamique, les exportations accéléreraient à nouveau au premier semestre (+2,4 % puis +2,6 %), malgré la nette appréciation du taux de change effectif du yuan fin 2014. En revanche, les enquêtes sur les commandes sont mal orientées début 2015,

1 - Le ralentissement chinois est toujours à l'œuvre



suggérant une croissance relativement faible des importations au premier semestre (+1,0 % par trimestre).

### La crise de confiance s'approfondit au Brésil

Après avoir crû de 2,5 % en 2013, l'économie brésilienne a stagné en 2014. Le climat des affaires est très dégradé et en janvier 2015, la confiance des ménages est au plus bas depuis 10 ans (début de la série). Le réal se situe à son plus faible niveau vis-à-vis du dollar depuis 2004, et les prix accélèrent de nouveau (*graphique 2*), malgré la baisse des prix des produits pétroliers, laissant présager de nouveaux resserrements de la politique monétaire ; le taux directeur de la banque centrale est ainsi passé de 7,5 % en avril 2013 à 12,75 % en mars 2015. En conséquence, la demande intérieure baisse, à l'image des ventes au détail qui se sont contractées en décembre et en janvier. De plus, la production industrielle reste très dégradée (-5,2 % en glissement annuel en janvier), malgré le regain de compétitivité-prix lié à la dépréciation du réal. Les plans de restriction budgétaire annoncés par le gouvernement et les hausses des prix de l'électricité prévues pour 2015 accentueraient encore un peu le recul de la demande intérieure. De plus, la baisse des prix des matières premières et le ralentissement des autres pays émergents continueraient d'affecter les exportations brésiennes. L'activité ne repartirait pas au premier semestre 2015, et le Brésil risque même d'entrer en récession.

### En Russie, l'inflation assombrit les perspectives d'activité

En Russie, l'activité a nettement ralenti depuis 2012. En glissement annuel, l'activité a ainsi quasiment stagné fin 2014 (+0,1 % après +2,0 % fin 2013). Le rouble s'est fortement déprécié, perdant 45 % de sa valeur vis-à-vis du dollar, à la suite des sanctions économiques et financières, de la sortie des capitaux étrangers et de la chute des cours pétroliers. La banque centrale russe s'est alors engagée dans une politique de resserrement monétaire (le taux directeur passant de 8 % en octobre 2014 à 17 % en janvier 2015 et 14 % en mars) et a amendé sa politique de pilotage du taux de change.

Les prix ont néanmoins fortement accéléré et l'inflation a atteint +16,7 % en janvier 2015 (+20 % pour l'inflation alimentaire), grevant le pouvoir d'achat des consommateurs. En conséquence, la confiance des ménages et le climat des affaires se sont nettement dégradés en janvier 2015, et l'économie russe n'éviterait pas la récession au premier semestre 2015.

### L'Inde et l'Europe centrale se distinguent

Le ralentissement d'ensemble ne concerne pas tous les pays. En effet, l'économie indienne montre des signes d'accélération. De même, les pays d'Europe centrale semblent résilients aux tensions géopolitiques occasionnées par la crise ukrainienne : le climat des affaires s'y améliore encore et l'activité croîtrait ainsi de nouveau de façon soutenue dans ces pays. ■

## 2 - Hausse de l'inflation au Brésil, flambée des prix en Russie

