

Allemagne

Les dépenses publiques et la consommation privée, moteurs de l'activité

En Allemagne, l'activité a continué de croître modérément au quatrième trimestre 2015 (+0,3 %), tirée par les dépenses publiques liées à l'accueil des réfugiés arrivés sur le territoire, et par l'investissement, tant dans la construction, favorisée par des températures particulièrement douces, qu'en biens d'équipement. En revanche, les exportations ont baissé, notamment à destination de la Chine, et le commerce extérieur a pesé sur l'activité pour le deuxième trimestre consécutif. Au premier trimestre 2016, la croissance s'élèverait un peu (+0,5 %), avec notamment une consommation des ménages en accélération, favorisée par des salaires vigoureux et une inflation très basse. L'activité augmenterait plus modérément au deuxième trimestre (+0,3 %).

La consommation retrouverait du tonus

Avec l'arrivée massive des réfugiés en Allemagne (**éclairage**), la consommation publique a accéléré au quatrième trimestre 2015 (+1,0 %) et elle conserverait de l'allant au premier semestre 2016 (+0,6 % par trimestre).

En revanche, la consommation des ménages a ralenti fin 2015 (+0,3 %), en contrecoup d'un troisième trimestre dynamique, alors que le pouvoir d'achat est resté vigoureux. Ce dernier est porté à la fois par la hausse de l'emploi, celle des salaires et la faiblesse de l'inflation du fait de la chute des prix de l'énergie depuis mi-2014. Les créations d'emplois entraînent la baisse du chômage dont le taux a atteint début 2016 4,3 %, son plus bas niveau depuis 1991. Ainsi, la consommation privée accélérerait nettement au premier semestre 2016 (+0,6 % puis +0,5 %, **graphique**).

L'investissement ralentirait début 2016

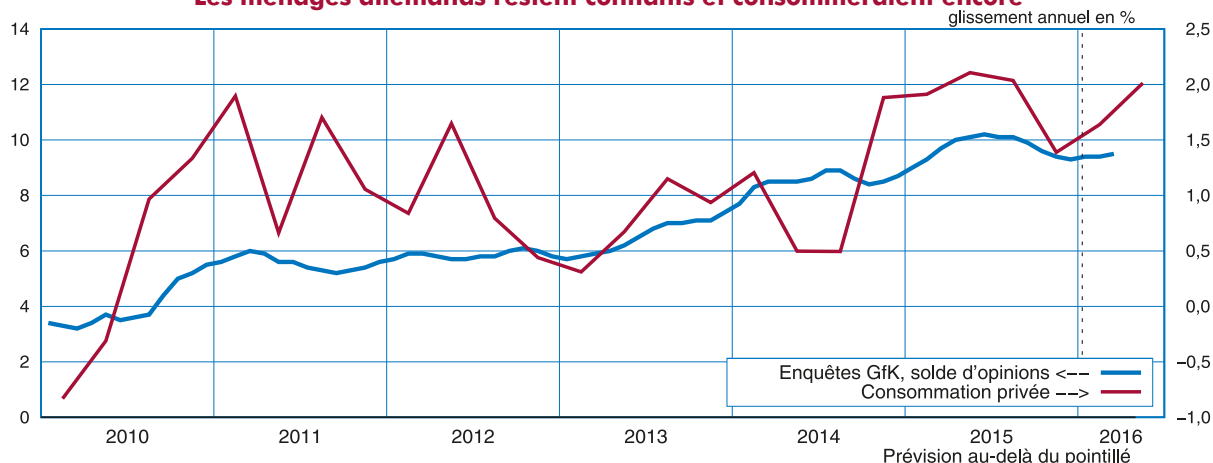
Au quatrième trimestre 2015, l'investissement dans la construction a été particulièrement dynamique (+2,2 % après -0,2 %), en raison de températures nettement supérieures aux normales de saison. Il baisserait par contrecoup au premier trimestre 2016 (-0,5 %), avant de se stabiliser au deuxième trimestre. L'investissement en biens d'équipement a fortement accéléré fin 2015 (+1,0 % après +0,2 %). Avec un taux d'utilisation des capacités de production au plus haut depuis 2011 et une demande intérieure soutenue, il ralentirait par contrecoup mais continuerait de croître au premier semestre 2016 (+0,6 % par trimestre).

Les échanges extérieurs pèseraient encore sur la croissance

Au quatrième trimestre 2015, les exportations allemandes ont nettement baissé (-0,6 %), et même si les importations ont légèrement ralenti (+0,5 % après +1,1 %), les échanges extérieurs ont pesé sur la croissance pour le deuxième trimestre consécutif. Au premier semestre 2016, les exportations rebondiraient (+0,3 % puis +0,7 %), tout en progressant plus faiblement qu'en moyenne en 2015. Les importations, elles, accéléreraient, augmentant de nouveau plus vite que les exportations (+0,7 % puis +1,0 %), si bien que la contribution du commerce extérieur à la croissance resterait négative.

Au total, l'activité allemande s'élèverait de 0,5 % au premier trimestre et de 0,3 % au deuxième, portant l'acquis de croissance sur l'année à +1,2 % à l'issue du premier semestre. ■

Les ménages allemands restent confiants et consommeraient encore



Sources : Destatis, GfK, Insee

La hausse inédite du nombre de réfugiés en Allemagne entraîne depuis 2015 un surcroît de dépenses publiques et une légère hausse de la population active

L'arrivée massive de réfugiés en Allemagne depuis 2015 se traduit par une hausse inédite du solde migratoire, partiellement compensée par un solde naturel en baisse. Cet afflux de population aurait des effets modérés sur le marché du travail en 2016. Il apporte depuis 2015 un stimulus sur l'activité à court terme, via les dépenses publiques destinées à son accueil et à son intégration.

Un solde migratoire exceptionnel en 2015

D'après les dernières estimations du ministère allemand pour les migrants et les réfugiés (BAMF), environ 1,1 million de réfugiés seraient entrés en Allemagne en 2015. Pour 2016, les instituts de conjoncture allemands prévoient 1,0 million de réfugiés supplémentaires (source : BAMF et l'Institut de la recherche économique mondiale de Kiel, l'IfW), sous l'hypothèse qu'aucune décision politique ne limite leur entrée sur le territoire.

Même s'il est pour l'instant difficile de mesurer les effets de l'arrivée des réfugiés sur la population, l'institut de statistiques allemand (Destatis) a estimé un solde migratoire de +900 000 en 2015 alors que ce solde était de +100 000 par an en moyenne dans les années 2000.

L'ampleur du solde migratoire serait inédite, y compris lorsqu'on le compare au choc de la réunification et de l'ouverture aux pays de l'Est au début des années 1990 (graphique) : en 1992, à son pic, le solde était de +800 000. Toutefois, dans un contexte de solde naturel négatif, il faut en relativiser les effets à court terme sur la population et le marché du travail.

Le solde migratoire serait en partie compensé par le solde naturel négatif

Le solde migratoire allemand, même en étant particulièrement élevé en 2015 et en 2016, serait partiellement compensé par le solde naturel des naissances et des décès. Ce solde naturel est de plus en plus négatif en Allemagne, estimé entre -190 000

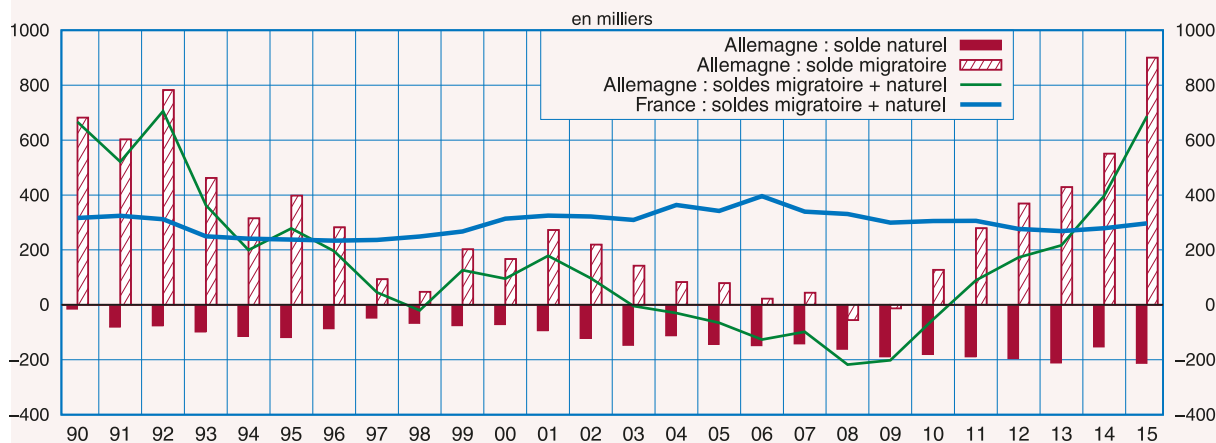
à -215 000 en 2015 par Destatis. En effet, le taux de natalité est faible en Allemagne (1,47 enfant par femme en 2014) comparé à celui de la France (2,01 enfants par femme la même année). Ainsi, la population allemande serait à peine plus élevée fin 2015 (81,9 millions d'habitants) qu'en 2002 (81,1 millions) alors que la population française a augmenté de 4,5 millions d'habitants sur la même période.

Des effets modérés sur le marché du travail

La hausse de la population n'est pas forcément pérenne car toute demande d'asile n'est pas acceptée. Du fait des délais entre l'arrivée d'un réfugié, le dépôt d'une demande d'asile, le traitement de la demande et la décision, l'Allemagne totalisait 366 000 demandes en instance en septembre 2015. D'après Eurostat, sur les 249 000 décisions prises en 2015 en Allemagne, 141 000 ont été positives.

De plus, toute hausse de la population ne se traduit pas directement par une hausse identique de la population active. Ainsi, le BAMF estime que la population active se serait accrue de 70 000 personnes en 2015 et augmenterait de 240 000 en 2016, du fait du seul afflux de réfugiés. Pour le premier semestre 2016, une hausse trimestrielle de la population active supérieure de 0,1 point au rythme tendanciel a été retenue pour refléter ce flux d'entrée sur le marché du travail (soit environ 50 000 personnes par trimestre d'ici mi-2016). L'augmentation attendue de l'emploi serait suffisante pour compenser cette hausse de la population active et le taux de chômage serait stable.

Comparaison des soldes migratoire et naturel entre l'Allemagne et la France



Sources : Destatis et Insee

Davantage de dépenses publiques entraînant un surcroît d'activité

L'institut pour la recherche économique de Berlin (DIW) estime à 6 milliards d'euros en 2015 et à 15 milliards en 2016 les dépenses publiques imputables à l'accueil et l'intégration des migrants. Le Conseil allemand des experts économiques prévoit un effet d'ampleur comparable (8,3 milliards en 2015 et 14,3 milliards en 2016), tandis que l'IfW anticipe des dépenses publiques liées aux migrants encore plus importantes en 2016 (23,6 milliards). Ces dépenses alimentent à la

fois le dynamisme de la consommation des administrations publiques et celle de leurs investissements, notamment avec la construction de nouveaux bâtiments.

Au premier semestre 2016, la consommation publique resterait ainsi vigoureuse, avec un acquis de croissance fin juin de +2,2 % pour l'année 2016, après déjà une nette accélération en moyenne en 2015 (+2,4 % après +1,7 % en 2014). Ce surcroît de consommation publique a contribué pour +0,2 point à la croissance du PIB allemand en 2015. ■

Italie

Fragile reprise

En 2015, l'activité italienne a crû (+0,6 %) pour la première fois depuis 2011, grâce au redémarrage de la demande intérieure. Cependant, le PIB a de nouveau ralenti en fin d'année (+0,1 % après +0,2 %). La demande intérieure a augmenté et le commerce extérieur a rebondi, alors que le comportement de stockage a fortement pesé (-0,4 point). Au premier semestre 2016, l'activité reprendrait un peu d'élan (+0,2 % puis +0,3 %), tirée par la consommation des ménages. L'investissement en équipement conserverait son allant après un redémarrage vigoureux en 2015 (+3,5 %).

La consommation des ménages porte de nouveau la croissance

Au quatrième trimestre 2015, la consommation des ménages a légèrement ralenti (+0,3 %, après +0,5 %). Sur l'ensemble de l'année 2015, elle a augmenté de 0,9 % (après +0,6 % en 2014), ce qui en fait le principal ressort de la croissance annuelle du PIB (+0,6 %), positive pour la première fois depuis 2011. Fin 2015, le PIB a à peine crû (+0,1 %) malgré la bonne tenue de l'investissement et des échanges extérieurs, car le comportement de stockage a fortement pesé (-0,4 point).

Début 2016, la confiance des consommateurs est à son niveau le plus élevé depuis 2001 et les immatriculations de véhicules progressent encore solidement, signes que la consommation des ménages augmenterait de nouveau au premier semestre 2016 (+0,3 % par trimestre ; graphique). Elle bénéficierait d'un regain de pouvoir d'achat (+0,5 % puis +0,4 %), stimulé

par de nouvelles hausses de l'emploi et des salaires par tête, ainsi que par la récente baisse des prix du pétrole. De plus, les ménages bénéficieraient de mesures fiscales favorables.

La reprise de l'investissement est confirmée

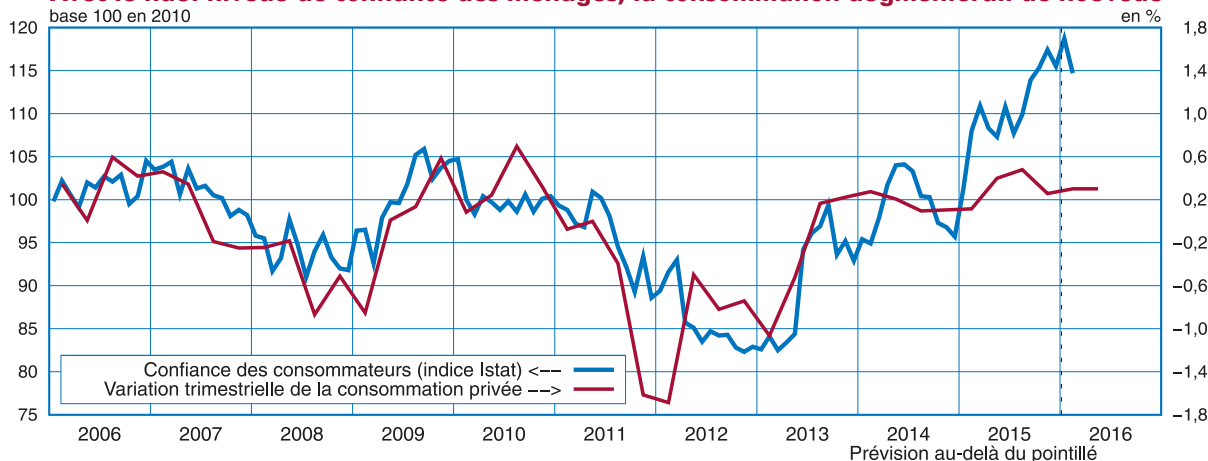
Après cinq trimestres de vive hausse, l'investissement en équipement continue de bénéficier de conditions favorables, et seule l'offre de crédit serait limitative. Début 2016, l'investissement en équipement progresserait de nouveau (+0,4 % puis +0,7 %), porté par une demande en hausse et l'effet du nouveau dispositif de suramortissement proche du dispositif français.

L'investissement en construction a accéléré au quatrième trimestre 2015 (+0,9 % après +0,2 %). En moyenne sur l'année, il a reculé de 0,9 % en 2015, sa plus faible baisse depuis 2007. Le climat des affaires dans le secteur suggère qu'il stagnerait au premier semestre 2016.

Neutralité attendue des échanges extérieurs

Fin 2015, le commerce extérieur italien a contribué favorablement à l'activité, grâce au rebond des exportations (+1,3 %), après un trou d'air commun à plusieurs pays de la zone euro à l'été. Toutefois, en moyenne en 2015, les échanges extérieurs ont contribué négativement à la croissance (-0,3 point), pour la première fois depuis 2010. Au premier semestre 2016, les exportations (+0,7 % par trimestre) et les importations (+0,8 % par trimestre) auraient au total un effet neutre sur la croissance du PIB. ■

Avec le haut niveau de confiance des ménages, la consommation augmenterait de nouveau



Espagne

La demande intérieure ralentirait à peine

En Espagne, l'activité a crû aussi vite au quatrième trimestre 2015 qu'au troisième (+0,8 %), encore portée par une demande intérieure vigoureuse. Au premier semestre, la croissance s'infléchirait à peine (+0,7 % au deuxième trimestre 2016), avec une demande intérieure restant très dynamique.

L'industrie manufacturière retrouverait de l'élan

Au quatrième trimestre 2015, le PIB espagnol a augmenté aussi vivement qu'au trimestre précédent (+0,8 %, *graphique*), portant la croissance à +3,2 % sur l'ensemble de l'année 2015 (après +1,4 % en 2014).

Début 2016, le climat des affaires demeure largement au-dessus de sa moyenne de long terme, dans les services comme dans l'industrie. En outre, l'indice PMI dans l'industrie manufacturière s'est nettement redressé en janvier, retrouvant son niveau de mai 2015. Même s'il fléchit un peu en février, il suggère une reprise du secteur après deux trimestres atones. Au premier semestre, l'activité d'ensemble continuerait de croître rapidement (+0,8 % au premier trimestre puis +0,7 % au deuxième). Mi-2016, l'acquis de croissance pour 2016 serait de +2,6 %, après +3,2 % sur l'ensemble de l'année 2015.

Le pouvoir d'achat des ménages porte la consommation privée

La consommation des ménages resterait vigoureuse, soutenue par un regain de pouvoir d'achat. Celui-ci proviendrait des créations d'emplois qui resteraient fortes, d'une inflation faible du fait de sa composante énergétique, et des

salaires par tête qui progresseraient enfin. Le taux d'épargne se maintiendrait autour de 9,0 %, soit son niveau moyen d'avant-crise. Le taux de chômage, encore élevé, diminuerait de façon soutenue, pour atteindre 20 % mi-2016, un niveau inférieur de six points à son pic de début 2013.

La consommation publique a été dynamique en 2015 (+2,7 %), année d'élections locales (en mai) et nationales (législatives en décembre) mais elle ralentirait début 2016 pour contenir le déficit budgétaire.

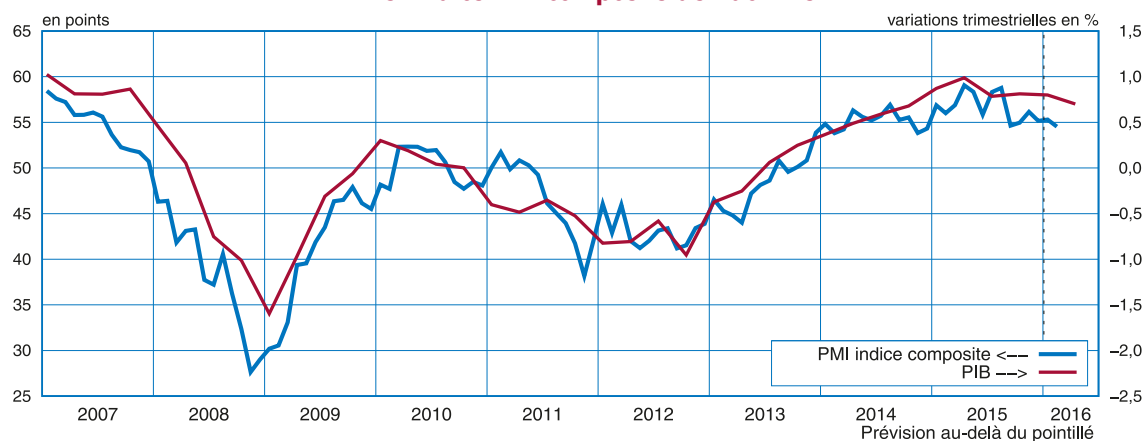
La dynamique de rattrapage de l'investissement s'essoufflerait un peu

L'investissement en biens d'équipement resterait dynamique au premier semestre 2016, d'autant que les capacités de production sont davantage sollicitées et que les marges des entreprises restent très élevées. Cependant, il ralentirait légèrement, la phase de rattrapage touchant à sa fin. L'investissement en construction continuerait de se redresser, les demandes de permis de construire ayant particulièrement augmenté depuis début 2015.

La contribution du commerce extérieur resterait négative

Le commerce extérieur pèserait de nouveau légèrement sur la croissance espagnole. Avec une demande intérieure plus allante que celle de ses partenaires commerciaux, le dynamisme des importations ne serait en effet qu'en partie compensé par celui des exportations. Mi-2016, la contribution du commerce extérieur à l'acquis de croissance annuelle du PIB serait de -0,2 point après déjà -0,5 point en 2015. ■

PIB et indice PMI composite de l'activité



Sources : INE, Markit

Royaume-Uni

Baisse de régime

Au quatrième trimestre 2015, l'activité britannique a légèrement accéléré (+0,5 % après +0,4 % au troisième trimestre) sans retrouver le rythme moyen atteint entre mi-2013 et mi-2015 (+0,7 %). D'ici mi-2016, elle progresserait de nouveau modérément (+0,4 % par trimestre), la demande intérieure étant en nette perte de vitesse. En effet, les créations d'emploi ralentiraient et la consommation pâtirait d'un taux d'épargne qui a épuisé son potentiel de baisse en revenant à son niveau le plus bas depuis 1963. De plus, l'investissement des entreprises ralentirait en raison de capacités de production moins utilisées et des incertitudes quant à l'issue du référendum sur la sortie de l'Union européenne. L'acquis de croissance à mi-année pour 2016 serait de +1,4 %, après +2,2 % en moyenne annuelle en 2015.

Le climat des affaires est moins porteur

Au quatrième trimestre 2015, l'activité britannique a légèrement accéléré (+0,5 % après +0,4 % au troisième trimestre) grâce à l'amélioration du commerce extérieur. Mais sa croissance est restée inférieure au niveau moyen atteint entre mi-2013 et mi-2015 (+0,7 % en moyenne par trimestre). Début 2016, le climat des affaires est nettement moins favorable que début 2015 (*graphique*). L'activité croîtrait donc modérément au premier semestre 2016 : +0,4 % par trimestre. L'acquis de croissance à mi-année pour 2016 atteindrait +1,4 %, après +2,2 % sur l'année 2015.

La consommation ne bénéficierait plus de la désépargne liée au moindre chômage

D'ici juin 2016, la consommation des ménages perdrait de l'élan (+0,5 % par trimestre) du fait du

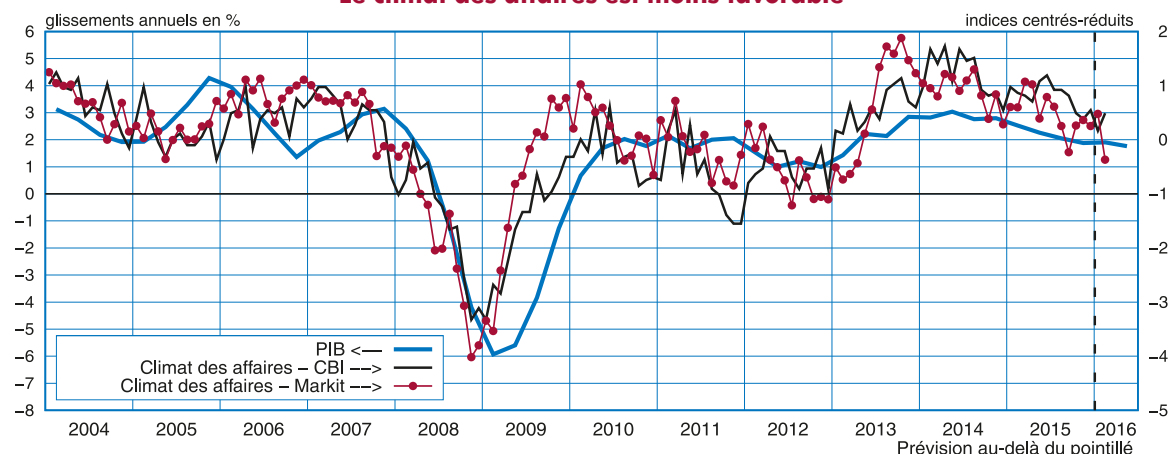
comportement d'épargne : au troisième trimestre 2015, le taux d'épargne a épuisé son potentiel de baisse en revenant à son niveau le plus bas depuis 1963. En effet, le taux de chômage, tombé à 5,1 % en décembre, est proche du niveau frictionnel, les licenciements sont très peu nombreux et les difficultés de recrutement toujours importantes. Ainsi, le chômage ne baisserait plus et n'inciterait plus les ménages à désépargner. En revanche, le pouvoir d'achat resterait soutenu car les salaires accéléreraient, stimulés par les tensions sur le marché du travail et la hausse du salaire minimum au 1^{er} avril.

L'investissement des entreprises marquerait le pas au premier semestre 2016 (+0,3 % par trimestre), freiné par une activité modérée, des capacités de production moins intensément utilisées dans l'industrie et les incertitudes générées par l'issue du référendum du 23 juin prochain sur la sortie de l'Union européenne.

Le commerce extérieur cesserait de peser sur la croissance

Depuis fin 2015, la livre s'est dépréciée de plus de 5 % face aux monnaies des partenaires commerciaux, après une longue période d'appréciation débutée mi-2013. Ainsi, les exportations rebondiraient au premier semestre 2016 (+0,7 % par trimestre) grâce au regain de compétitivité-prix et malgré le ralentissement de la demande mondiale adressée au Royaume-Uni. Les importations décélèreraient (+0,7 % par trimestre) dans le sillage de la demande intérieure. Ainsi, le commerce extérieur retrouverait une contribution neutre à la croissance au premier semestre 2016 (après -0,4 point sur l'ensemble de l'année 2015). ■

Le climat des affaires est moins favorable



Sources : ONS, CBI, Markit, calculs Insee

États-Unis

Un ralentissement limité grâce aux dépenses des ménages

L'activité américaine a décéléré au quatrième trimestre (+0,3 % après +0,5 %) freinée par le repli des exportations et par l'atonie de l'investissement productif. Seule la consommation des ménages est restée vigoureuse. En moyenne sur l'année 2015, l'activité a autant progressé qu'en 2014 (+2,4 %), la consommation des ménages contribuant pour l'essentiel. Au premier semestre 2016, la croissance resterait modérée (+0,5 % par trimestre), au regard de ce qu'elle était entre mi-2013 et mi-2015 (+0,7 % en moyenne par trimestre). Elle resterait surtout portée par la consommation et l'investissement des ménages.

Début 2016, le climat des affaires s'est replié

Début 2016 le climat des affaires reste dégradé dans l'industrie et se replie nettement dans les services même s'il y reste au-dessus de sa moyenne de long terme. L'activité progresserait ainsi encore modérément (+0,5 % par trimestre), portée principalement par les dépenses des ménages, alors que la demande des entreprises resterait atone et que le commerce extérieur continuerait de peser sur la croissance. À mi-année, l'acquis de croissance annuelle serait de +1,6 %, contre +2,1 % un an plus tôt.

Le marché du travail reste solide

Le taux de chômage aux États-Unis baisse continûment depuis 2010 et s'établit à 4,9 % en février 2016, soit le niveau que la Réserve fédérale estime structurel. Dans ce contexte, les salaires continueraient de progresser vigoureusement (+0,7 %

par trimestre), si bien que le revenu des ménages resterait dynamique d'ici mi-2016. 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 des ménages croîtrait encore vivement au premier semestre, entraînant la consommation (+0,7 % puis +0,6 %, après +0,5 % fin 2015).

Fin 2015, l'investissement des entreprises s'est contracté

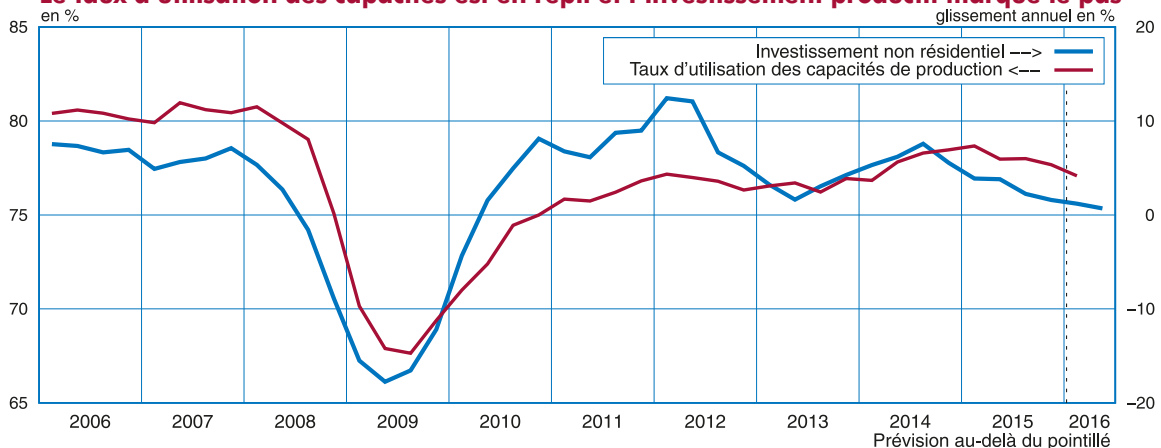
L'investissement des entreprises s'est replié au quatrième trimestre 2015 (-0,5 %). Sur l'ensemble de l'année 2015, il a nettement ralenti (+2,9 % après +6,2 % en 2014) du fait de l'effondrement des dépenses d'infrastructures dans le secteur pétrolier. Étant donné la baisse du taux d'utilisation des capacités de production, il progresserait peu au premier semestre 2016 (*graphique*).

Conséquence de la faiblesse des taux d'intérêt et de l'amélioration du pouvoir d'achat, l'investissement résidentiel a, en revanche, nettement accéléré en 2015 (+8,7 % après +1,8 % en 2014) ; la hausse continue des permis de construire suggère qu'il resterait dynamique d'ici juin.

Le commerce extérieur contribuerait encore négativement à la croissance

Le commerce extérieur continuerait de peser sur l'activité. Les entreprises exportatrices seraient encore pénalisées par l'appréciation passée du dollar alors que les importations accéléreraient sous l'effet d'une consommation dynamique. Au total, le solde extérieur contribuerait de nouveau négativement à la croissance aux premier et deuxième trimestres 2016, après avoir grevé de 0,7 point la croissance annuelle en 2015. ■

Le taux d'utilisation des capacités est en repli et l'investissement productif marque le pas



Sources : Fed, BEA

Japon

L'activité a rechuté mais les salaires frémissent enfin

Au quatrième trimestre 2015, l'activité japonaise s'est contractée de 0,3 %, après +0,3 % au troisième trimestre. Cette baisse est largement imputable à un fort repli de la demande intérieure, notamment de la consommation des ménages. Sur l'ensemble de l'année 2015, le PIB s'est à peine redressé : +0,5 % après -0,1 % en 2014. Néanmoins, la nette amélioration du pouvoir d'achat, permise par le dégel des salaires et par la baisse des prix de l'énergie, favoriserait un rebond de la consommation début 2016. L'activité progresserait à nouveau au premier semestre 2016, modérément (+0,3 % par trimestre). Mi-2016, l'acquis de croissance annuelle du PIB atteindrait +0,4 %.

Salaire en hausse et inflation basse stimulerait la consommation

Après avoir reculé de 0,9 % au quatrième trimestre 2015, la consommation des ménages se redresserait au premier semestre 2016, par contrecoup (+0,6 % au premier trimestre, puis +0,4 % au deuxième). Elle serait soutenue par une progression solide du pouvoir d'achat. En effet, stimulés par les difficultés de recrutement sur le marché du travail – le chômage est très bas et le nombre d'emplois vacants est bien supérieur au nombre de chômeurs –, les salaires de base ont progressé en 2015 pour la première fois depuis 10 ans (*graphique*) et ne faibliraient pas d'ici juin 2016. En outre, les ménages bénéficient de la nouvelle baisse des prix de l'énergie. Par ailleurs, les températures douces à l'automne ont creusé le recul de la consommation d'énergie, qui rebondirait par contrecoup.

L'investissement des entreprises croîtrait modérément mais l'investissement public diminuerait encore

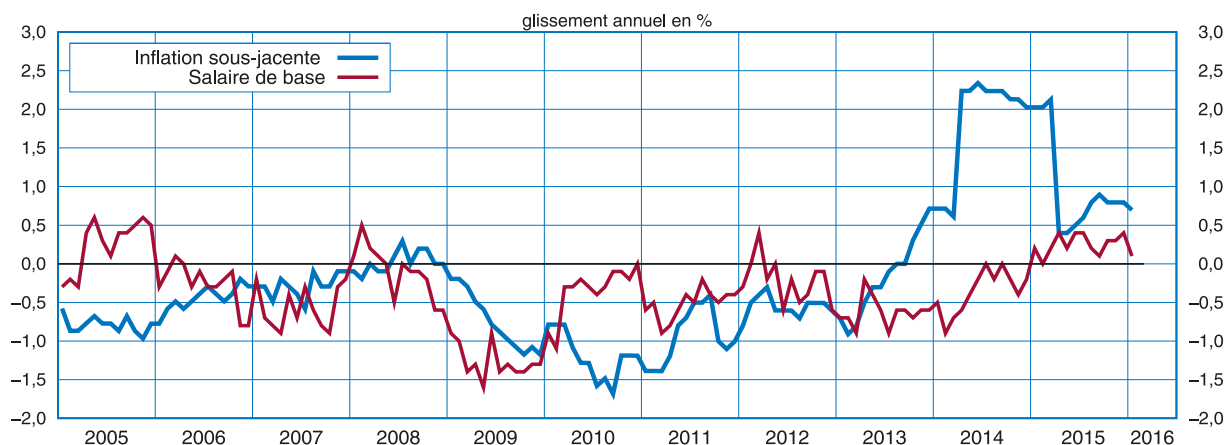
Encouragées par des taux de marge élevés, les entreprises augmenteraient modérément leurs dépenses d'investissement au premier semestre 2016 : +0,4 % au premier trimestre puis +0,5 % au deuxième trimestre, après +1,5 % fin 2015. En revanche, l'investissement public se contracterait encore : l'effet des plans de relance de 2011-2013 s'essouffle et les commandes publiques sont en net repli, notamment dans la construction.

Le commerce extérieur ne soutiendrait plus l'activité

Pour le premier trimestre 2016, les enquêtes de conjoncture et les données douanières de janvier suggèrent une faible hausse des exportations, pénalisées par l'atonie de la demande des voisins d'Asie, notamment la Chine. Parallèlement, les importations augmenteraient modérément, dans le sillage de la demande intérieure. La contribution du solde extérieur à la croissance deviendrait ainsi neutre, après avoir porté l'activité en 2015 (contribution de +0,4 point à une croissance totale de +0,5 %).

Au total, au premier semestre 2016, l'activité rebondirait modestement (+0,3 % par trimestre) et mi-2016, l'acquis de croissance annuelle du PIB atteindrait +0,4 % après +0,5 % pour l'ensemble de l'année 2015. ■

Les salaires frémissent enfin



Source : Japan Cabinet Office

Économies émergentes

Ralentissement sous contrôle en Chine, poursuite de la récession au Brésil et en Russie

En 2015, l'activité des économies émergentes a continué d'augmenter à petite allure, moindre que celle des deux dernières décennies. Les divergences s'accroissent, notamment entre les pays exportateurs de matières premières, pénalisés par la baisse des cours, et les pays importateurs qui en bénéficient.

En Chine, l'économie a de nouveau ralenti, croissant de 6,9 % en 2015, l'expansion annuelle la plus faible depuis 25 ans. Cependant, la croissance se stabiliserait au premier semestre 2016, soutenue par la consommation. Les importations, qui se sont à nouveau repliées fin 2015, ne se redresseraient que faiblement. Au Brésil, la récession se prolonge dans un contexte de tensions politiques et de détérioration des finances publiques. Malgré le redressement du commerce extérieur, la production industrielle diminue et la demande intérieure reste dégradée. En Russie, l'activité se contracterait encore, pénalisée par la chute du cours des produits pétroliers et le recul du rouble. De leur côté, les pays d'Europe centrale et orientale et la Turquie continuent de profiter pleinement de la reprise de la zone euro et conserveraient une croissance dynamique. En Inde, l'activité continuerait de s'élever à vive allure, soutenue par la baisse des prix des produits pétroliers.

Au total, les importations des économies émergentes croîtraient très modérément au premier semestre 2016 (+0,2 % puis +0,6 %), au regard de leur tendance d'avant-crise (+2,6 % en moyenne sur la période 2000-2007).

La croissance chinoise se stabiliserait

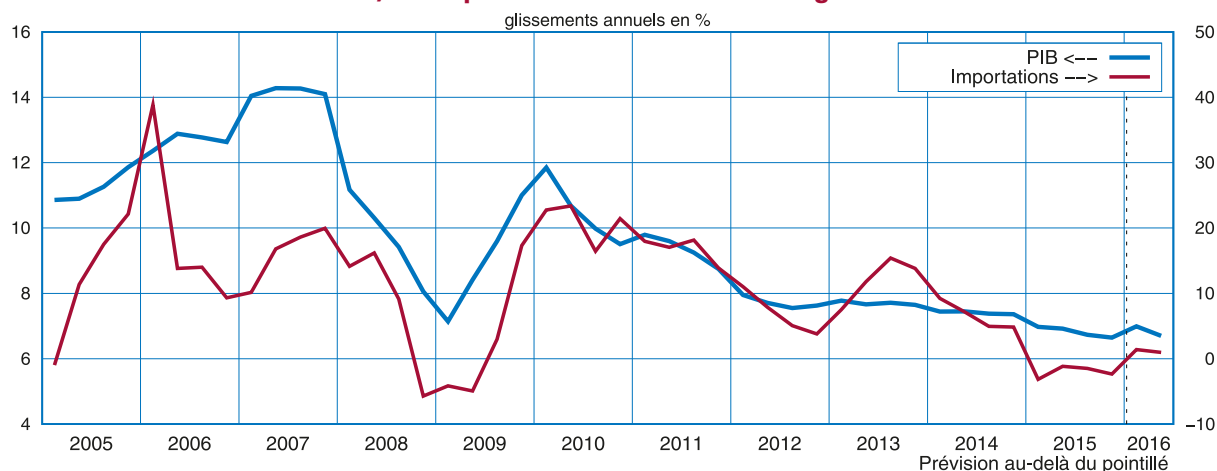
En Chine, l'activité totale a de nouveau ralenti au quatrième trimestre 2015 (+1,6 % après +1,8 % au troisième trimestre) et se maintiendrait à ce rythme durant le premier semestre 2016. Pour 2016, l'acquis de croissance à l'issue du deuxième trimestre atteindrait +5,4 %, après +6,9 % en moyenne annuelle en 2015, soit la plus faible croissance depuis 1990.

Cette stabilisation résulterait surtout de la consommation (*éclairage*) pour laquelle un regain de dynamisme s'esquisse : les immatriculations automobiles ont rebondi au quatrième trimestre 2015 (+21,0 %), grâce à la suppression d'une taxe sur l'achat de véhicules ; en outre, les ventes au détail accélèrent légèrement depuis le deuxième trimestre et la confiance des ménages a cessé de se dégrader depuis juin 2015, même si elle reste au-dessous de sa moyenne de long terme.

En revanche, l'investissement des entreprises a fortement ralenti depuis début 2015, tout particulièrement dans l'immobilier d'entreprise. Pour autant, l'assouplissement continu de la politique monétaire depuis deux ans et la reprise du crédit limitent ce ralentissement.

Au quatrième trimestre 2015, les exportations chinoises ont baissé (-0,8 %). Après une nouvelle baisse au premier trimestre 2016 (-0,5 %), elles accéléreraient quelque peu au deuxième trimestre, grâce à la dévaluation du yuan depuis l'été 2015 et à une légère reprise de la demande des partenaires asiatiques de la Chine. De leur côté, les

1 - En Chine, les importations se redresseraient graduellement



Sources : NBSC, China Customs

Développements internationaux

importations ont également diminué fin 2015, et s'inscrivent en très fort recul en moyenne sur l'année, le premier depuis la création de la série (1991). Au premier trimestre 2016, elles diminueraient de nouveau puis retrouveraient une croissance plus en phase avec celle de l'activité au deuxième trimestre 2016 (*graphique 1*).

Le Brésil resterait en dépression

Au Brésil, l'activité s'est fortement contractée en 2015 (-3,8 %). Bien que la banque centrale ait augmenté son taux directeur à plusieurs reprises, les prix ont continué d'accélérer, grevant le pouvoir d'achat des ménages, et le réal est début 2016 au plus bas vis-à-vis du dollar. Le chômage augmente rapidement. De plus, la forte dégradation des finances publiques entraîne de nouvelles coupes dans les dépenses. La demande intérieure resterait donc profondément déprimée.

Ainsi, l'activité resterait en récession au premier semestre 2016. Cependant, le recul s'atténuerait, la hausse des exportations limitant la chute de la production industrielle. En effet, le Brésil enregistre un net excédent commercial depuis plusieurs mois, grâce au regain de compétitivité-prix qu'apporte la dépréciation du réal et à la baisse des importations.

La nouvelle chute des prix pétroliers maintiendrait la Russie en récession

En Russie, au quatrième trimestre 2015, l'activité se serait contractée (-0,6 %) pour le sixième trimestre consécutif. La nouvelle chute des prix des produits pétroliers repousse la perspective de stabilisation de l'économie. Le rouble a perdu près d'un quart de sa valeur vis-à-vis du dollar depuis novembre 2015 et, malgré cet ajustement, les finances publiques souffrent de la baisse des recettes liées aux hydrocarbures (*graphique 2*). Les dépenses publiques seraient donc réduites en 2016, ce qui pénaliserait l'activité. De plus, la nouvelle dépréciation de la monnaie provoquerait un regain d'inflation alors que

celle-ci semblait se stabiliser (+8,1 % sur un an en février 2016, après +15,0 % en novembre 2015). Cependant, la production industrielle a cessé de reculer depuis plusieurs mois et les ventes au détail ont augmenté en janvier, après plusieurs mois de contraction. Pour autant, la demande intérieure reste nettement dégradée début 2016 : en effet, les salaires réels continuent de baisser sur un an, le chômage augmente légèrement et les ménages restent très peu confiants sur la situation économique. Les importations continueraient de se replier en raison de la faiblesse de la demande intérieure et au maintien des embargos.

Au premier semestre 2016, l'activité continuerait de baisser, quoique moins fortement. L'acquis de croissance à mi-année atteindrait -1,7 % en 2016, après un recul du PIB de 3,7 % en 2015.

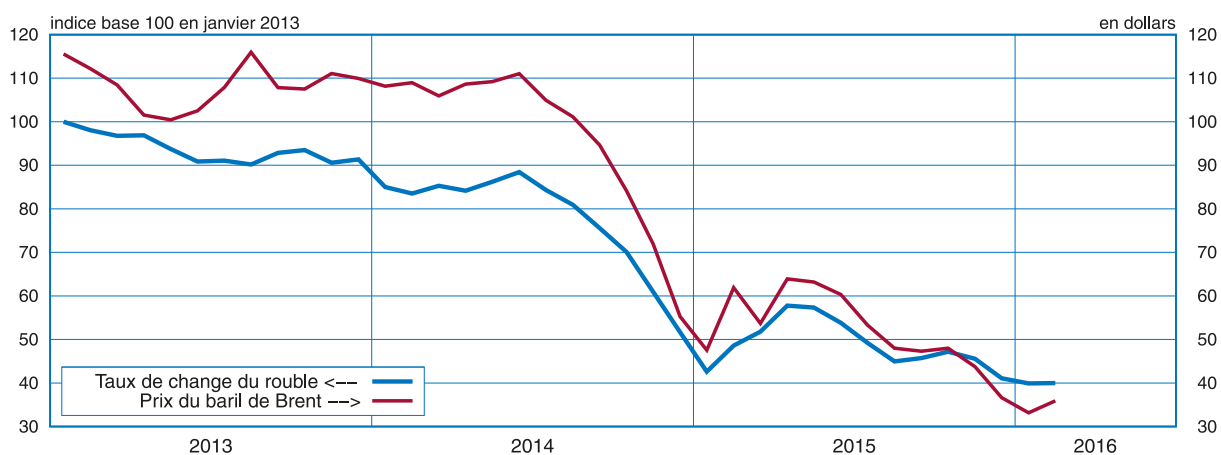
Dynamisme en Europe centrale et orientale et résilience en Turquie

Dans les pays d'Europe centrale et orientale, la croissance resterait dynamique au premier semestre 2016, grâce à la baisse des prix de l'énergie et à la résistance de l'activité dans la zone euro.

En Turquie, l'activité est restée résiliente aux divers chocs subis en 2015. L'arrivée de 2,5 millions de migrants pourrait être à l'origine du dynamisme des dépenses publiques en 2015 ; début 2016, l'afflux de population pourrait être source de tensions, entraînant un surcroît d'inflation et de chômage. La forte hausse du salaire minimum au 1^{er} janvier 2016 dynamiserait la consommation, alors que l'embargo russe entré en vigueur à la même date n'aurait qu'un impact limité sur l'activité. Au total, la Turquie conserverait une croissance solide au premier semestre 2016.

En Inde, la croissance resterait élevée à l'horizon de la prévision, soutenue par la faiblesse des prix énergétiques, malgré une légère baisse de régime du secteur industriel. ■

2 - Nouvelle chute du rouble dans le sillage des prix énergétiques



Sources : AIE, Macrobond AB

Malgré le ralentissement chinois, la France augmente ses exportations vers la Chine

La Chine ralentit mais sa contribution à la croissance mondiale est de plus en plus élevée

Après une longue période de croissance très dynamique, la Chine est entrée depuis mi-2010 dans une phase de ralentissement économique. La croissance du PIB, qui se situait au-dessus de 10 % par an depuis le milieu des années 2000, a alors décliné progressivement pour se situer en 2015 légèrement en dessous de 7 %.

La forte croissance, systématiquement au-dessus de la croissance mondiale, a eu comme conséquence d'accroître le poids de la Chine dans l'économie mondiale : de 5,4 % du PIB mondial en 2006 à 15,5 % en 2015. De ce fait, malgré le ralentissement d'ensemble, la contribution de l'économie chinoise à la croissance mondiale reste plus élevée en 2015 qu'il y a dix ans (*graphique 1*).

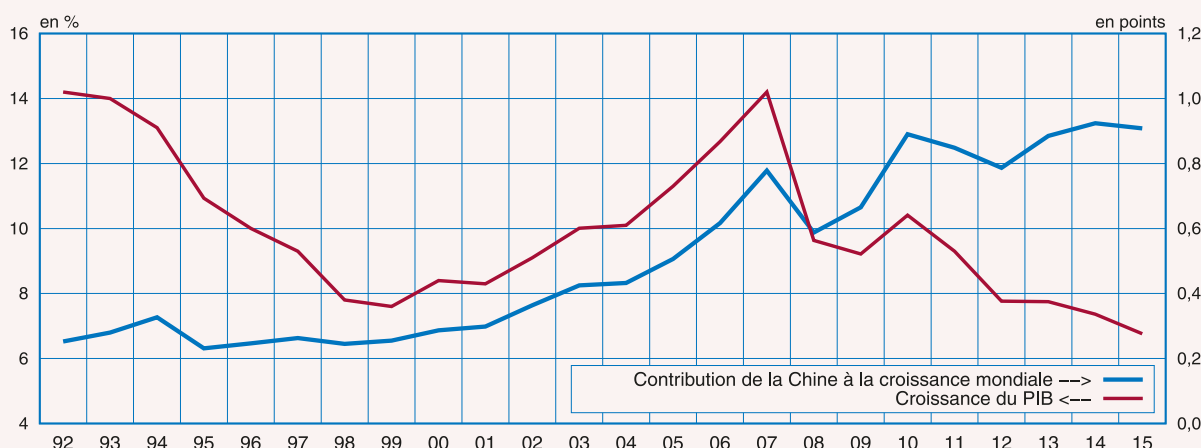
Le processus de transition du modèle économique est amorcé

Ce ralentissement semble associé à une transition d'un modèle de croissance fondé sur les exportations et l'investissement vers un modèle fondé sur la demande des ménages. Une telle transition induit un changement de la structure des importations chinoises auquel font face les pays fournisseurs. De nombreux indicateurs mettent en évidence ce recentrage vers la demande des ménages.

Les taux d'ouverture reculent, notamment du fait du repli des échanges aux fins d'assemblage

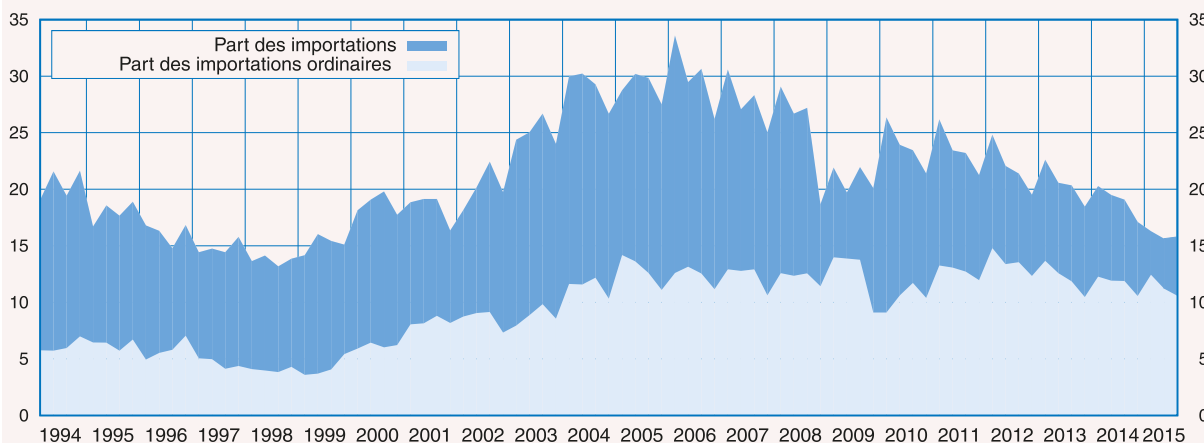
La part des importations dans le PIB avait fortement crû, de l'ordre de 15 % en 1996 jusqu'à 34 % début 2006. Depuis cette date, cette part a progressivement décliné pour rejoindre 15 % en 2015, soit quasiment son niveau de 1996 (*graphique 2*).

1 - Croissance en Chine et contribution à la croissance mondiale



Sources : WEO, FMI.

2 - Parts des importations et des importations ordinaires dans le PIB chinois



Sources : NBSC, China Customs.

Développements internationaux

Cependant, cette baisse d'ensemble ne résulte pas des « importations ordinaires » mais du repli des importations destinées à être utilisées dans un processus de travail à façon orienté vers l'exportation. Cette évolution de la structure des importations met en évidence le poids décroissant depuis quelques années des importations destinées aux secteurs exportateurs et, à l'inverse, le poids croissant des importations destinées au marché intérieur.

Les exportations ont suivi un mouvement analogue : forte croissance de leur part dans le PIB au début des années 2000 jusque début 2007, culminant à 38 %, suivi d'un repli continu, la part s'établissant à 21 % environ en 2015 ; ceci se traduit par une diminution de la contribution des exportations à la croissance chinoise. La part des exportations de produits assemblés ou transformés en Chine dans le total des exportations chinoises baisse aussi régulièrement, de l'ordre de 55 % en 2005 à 35 % dix ans plus tard.

L'investissement ralentit, la consommation accélère

La croissance chinoise depuis 1992 s'est accompagnée d'une déformation de la structure de la demande intérieure : la part de l'investissement dans le PIB est passée de 40 % à 46 % entre 1992 et 2014

et celle de la consommation de 46 % à 38 %. Depuis 2010 toutefois, ces tendances se sont infléchies : la part de la consommation a légèrement ré-augmenté (*graphique 3*) et la contribution à la croissance de la consommation a légèrement excédé celle de l'investissement (*graphique 4*).

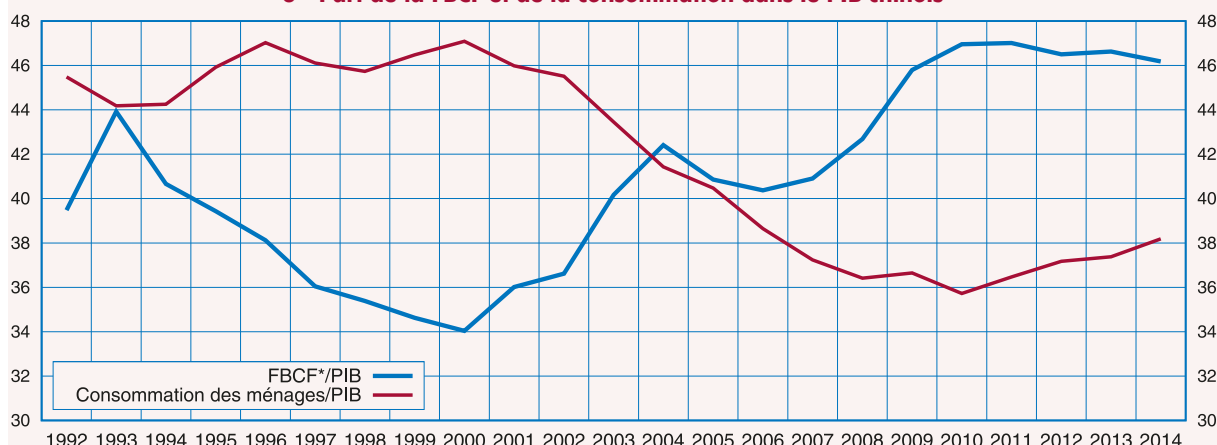
Cette diminution s'est accompagnée d'un changement de la structure de l'investissement en faveur de l'investissement résidentiel (sa part passant de 61% en 2009 à 69 % en 2015), au détriment de l'investissement productif.

La remontée récente de la part de la consommation des ménages dans la demande intérieure chinoise et, à l'inverse, la baisse de celles des exportations et de l'investissement, sont autant d'éléments illustrant le recentrage du modèle économique chinois.

Les exportations françaises bénéficient de cette transition du modèle économique chinois

Les importations chinoises représentent 10 % du commerce mondial mais seulement 4 % des exportations françaises, soit beaucoup moins que leur part dans les exportations allemandes (7 %). En effet, les spécialisations géographique, de gamme ou sectorielle des exportations françaises n'ont pas permis

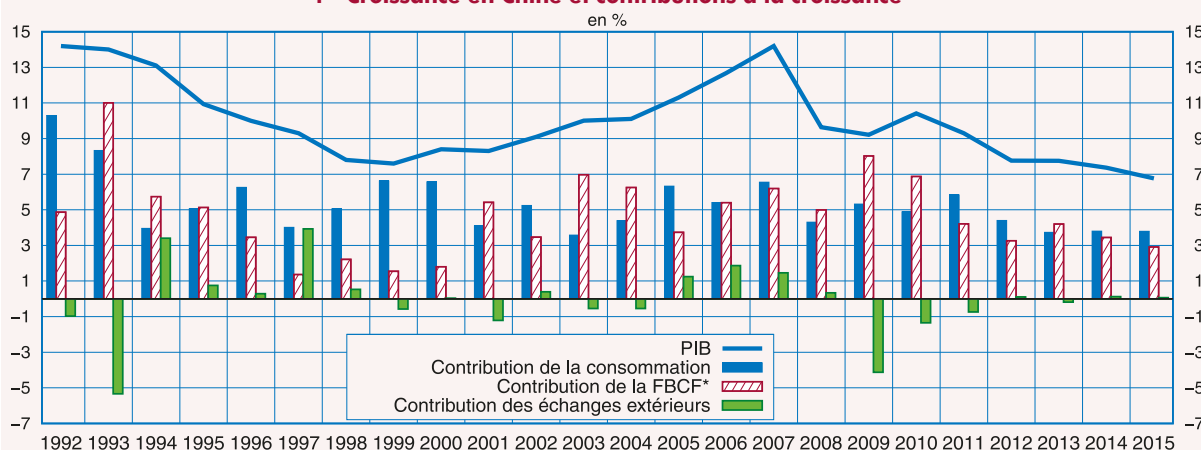
3 - Part de la FBCF et de la consommation dans le PIB chinois



* FBCF : formation brute de capital fixe

Source : NBSC

4 - Croissance en Chine et contributions à la croissance



* FBCF : formation brute de capital fixe

Source : NBSC

de profiter, autant que les exportations allemandes, du dynamisme de la demande chinoise au cours des années 2000.

S'agissant de ses échanges de biens avec la Chine, l'analyse de la structure des exportations françaises (*tableau*) montre une spécialisation sectorielle marquée par les produits de la branche aéronautique et spatiale et les produits agroalimentaires, alors que l'Allemagne est plus orientée sur le commerce de « machines électriques et mécaniques » et l'automobile (près des deux tiers des exportations sur ces trois postes).

Les données des balances des paiements montrent également de fortes différences s'agissant des exportations de services : 8,8 milliards d'euros pour l'Allemagne, près de deux fois plus importantes que les exportations françaises (4,3 milliards d'euros). La structure des exportations de services est également différente. Le poste « transport » représente 40 % des exportations de services françaises contre seulement 18 % pour les exportations allemandes. À l'inverse ces dernières sont concentrées sur l'ensemble des services aux entreprises (télécom, informatique, services de

R&D, etc.) : la part des « autres services aux entreprises » est plus élevée en Allemagne (28 %) qu'en France (18 %), de même que les services de R&D (19 % contre 7 %).

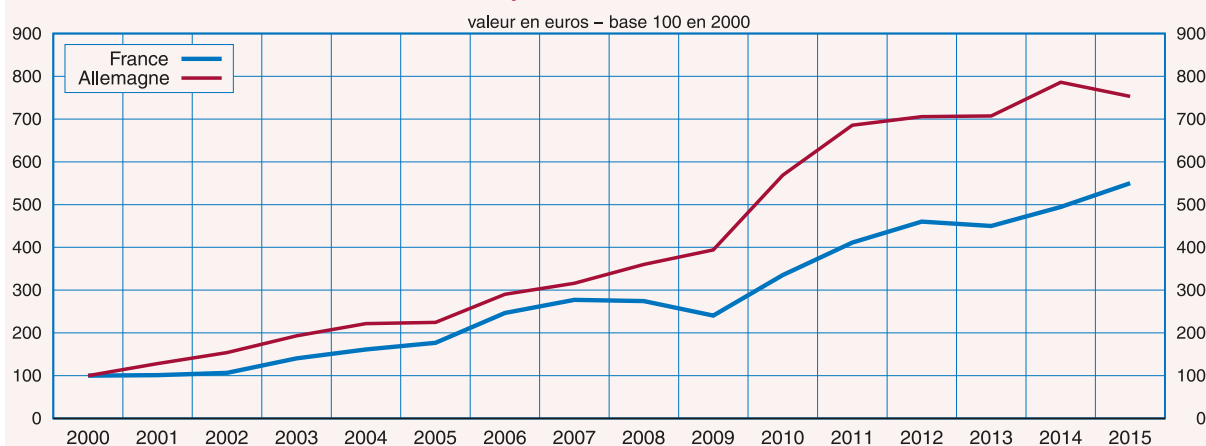
Comparativement aux échanges extérieurs allemands, les exportations françaises vers la Chine semblent donc plus spécialisées sur des biens ou services susceptibles de profiter du dynamisme de la consommation des ménages, plus ou moins directement (les commandes d'avions sont fortement liées à l'expansion de la demande des ménages en transport aérien). Ainsi, en moyenne en 2015, selon les données douanières, les exportations françaises de biens ont augmenté de 10,9 % en valeur, tirées par les exportations de produits agroalimentaires (+ 52 %), notamment les boissons et les céréales, et les livraisons d'avions (+20 %). À l'inverse, l'Allemagne a pleinement bénéficié du très fort dynamisme de l'investissement qui a caractérisé les années 2000, mais pâtit plus fortement du ralentissement chinois puisque les données douanières font état d'une baisse des exportations allemandes vers la Chine de 4,2 % en 2015 (*graphique 5*). ■

Tableau : Exportations françaises et allemandes de biens vers la Chine
structure en 2014 (en euros courants)

	France (en %)	Allemagne (en %)
Aéronautique et spatial	27,4	4,2
Appareils mécaniques	17,3	23,3
Agro-alimentaire (y.c. produits agricoles)	9,3	1,2
Machines et matériels électriques	8,0	13,8
Chimie	7,7	8,0
Autre	6,1	5,7
Métaux et produits métalliques	5,1	5,5
Habillement et accessoires	5,0	0,4
Automobiles (et autres véhicules terrestres)	4,8	27,8
Optique	3,8	7,0
Pharmacie	3,6	2,1
Textiles	1,6	0,4
Autre matériel de transport	0,2	0,6

Source : OCDE

5 - Exportations vers la Chine



Source : Douanes, Destatis