

Développements internationaux



Pétrole et matières premières

Depuis le début de l'année 2013, les tensions sur le marché physique du pétrole sont limitées, et devraient le rester à l'horizon de la prévision. D'une part, malgré la baisse de la production dans les pays de l'Opep en début d'année, l'offre mondiale de pétrole reste soutenue par la production de pétrole non conventionnel en Amérique du Nord. D'autre part, la demande reste freinée par le manque de dynamisme de l'activité mondiale. Elle s'est repliée au premier trimestre et devrait se contracter de nouveau au deuxième trimestre 2013 en raison d'une baisse saisonnière de la consommation dans les pays développés et de la faiblesse de l'activité en Europe.

Au second semestre 2013, la demande se redresserait dans les pays développés, sous l'effet notamment des départs en vacances durant l'été. Toutefois, le niveau élevé des capacités additionnelles de production de l'Opep et le haut niveau des stocks dans les pays développés limitent les tensions sur le marché physique. En conséquence, le prix du pétrole fluctuerait autour de 104\$ le baril de Brent à l'horizon de la prévision. Il reculerait ainsi nettement par rapport à la moyenne observée au premier trimestre de l'année (112,6\$).

La baisse des prix des matières premières hors énergie enregistrée au premier trimestre 2013 s'est prolongée jusqu'en avril. En particulier, les craintes sur le ralentissement de l'économie chinoise et l'appréciation du dollar au premier

trimestre ont induit une baisse sur les cours des matières premières industrielles. Les cours des céréales se replient également par rapport au premier trimestre 2013, mais semblent se stabiliser, soutenus par les incertitudes sur le volume de la récolte 2013.

Au premier trimestre 2013, les tensions sur le marché physique sont restées faibles malgré la baisse de la production de l'Opep

Comme attendu, l'offre de pétrole a reculé au premier trimestre 2013, en baisse de 700 000 bpi par rapport au quatrième trimestre 2012, principalement en raison du repli de la production des pays de l'Opep et de la baisse saisonnière de la production mondiale de biocarburants. La production a en revanche stagné dans les pays de l'OCDE : la baisse de la production australienne due au passage de cyclones a en effet été compensée par une hausse de la production nord-américaine de pétrole non conventionnel.

La consommation mondiale de pétrole (y compris stocks)¹ a également décliné comme attendu au premier trimestre 2013, notamment en Europe (-500 000 bpi) du fait, outre la baisse saisonnière habituelle, de la faiblesse de l'activité dans la zone

(1) Les données de demande (y compris stocks) et de production sont celles de l'AIE (Agence Internationale de l'Énergie). Elles ne coïncident pas exactement au niveau mondial du fait de l'imprécision des mesures.

1 - Prix du Brent en € et en \$
Dernier point au 7 juin 2013



Source : Financial Times

euro. En revanche, les mauvaises conditions climatiques et un environnement économique plus favorable aux États-Unis ont entraîné une légère hausse de la demande (+150 000 bpi), inhabituelle au premier trimestre. Cette hausse s'est accompagnée d'une diminution des stocks américains. La demande japonaise a progressé au premier trimestre suivant un profil saisonnier habituel. En revanche, la consommation chinoise a baissé avec le ralentissement de l'économie.

Au deuxième trimestre 2013, les tensions sur le marché physique ne progressent pas

Au deuxième trimestre 2013, l'offre mondiale de pétrole croîtrait légèrement (+100 000 bpi). Parallèlement, la demande continuerait de se replier (-400 000 bpi). Le dynamisme de la consommation de pétrole des pays hors OCDE (+800 000 bpi), notamment au Moyen-Orient, ne compenserait que partiellement la baisse saisonnière de la demande dans les pays développés (-1,2 million de bpi). En effet, à la sortie de l'hiver, la demande baisserait fortement au Japon (-1,0 million de bpi). En Europe et surtout aux États-Unis, la baisse de la demande serait en revanche moins marquée, leur consommation se situant déjà à des niveaux faibles.

Les tensions sur le marché physique devraient progresser légèrement d'ici la fin de l'année 2013

Au troisième trimestre 2013, la demande mondiale de pétrole progresserait plus rapidement que l'offre (+700 000 bpi). Celle-ci serait soutenue notamment par les hausses conjuguées des productions de biocarburants, de pétrole américain et de gaz liquéfié dans les pays de l'Opep. La demande mondiale de pétrole progresserait fortement (+1,9 million de bpi) du fait de la hausse saisonnière de la consommation

des pays développés due aux départs en vacances. Cependant, le haut niveau des stocks dans les pays avancés devrait permettre d'absorber ce surcroît de demande. De plus, les capacités additionnelles de production immédiatement mobilisables des pays de l'OPEP restent fortes (de l'ordre de 4 à 5 millions de bpi), permettant une hausse éventuelle de la production.

Au quatrième trimestre 2013, avec la fin des contraintes saisonnières, la production progresserait en Europe et resterait dynamique aux États-Unis grâce à la production de pétrole non conventionnel. La demande mondiale croîtrait parallèlement, soutenue à la fois par la consommation des pays développés (en particulier le Japon) et par celle des pays hors OCDE, principalement la Chine.

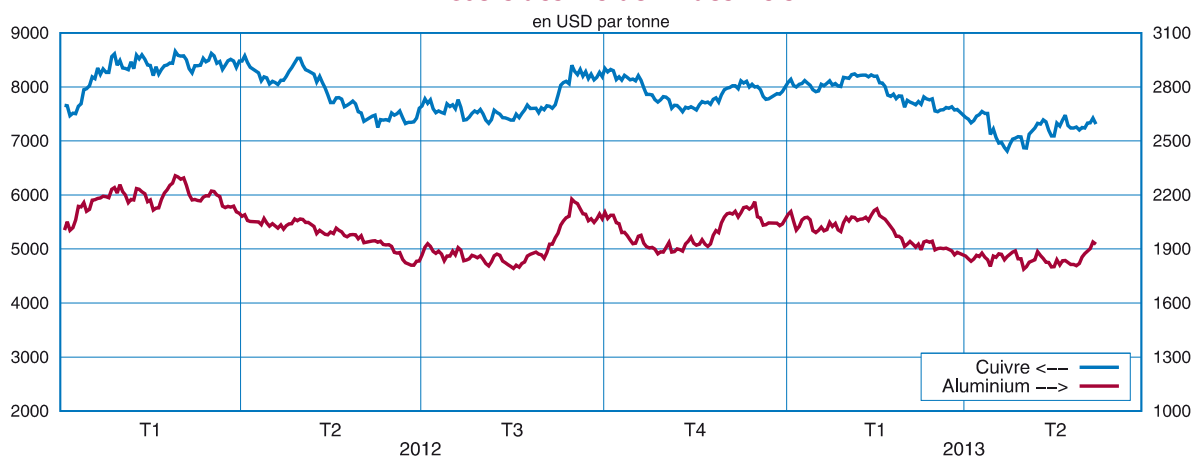
Le prix du pétrole se stabiliserait

Le prix du pétrole a fortement augmenté au premier trimestre 2013, alors que l'offre et la consommation de pétrole ont baissé de conserve (cf. graphique 1). Début avril, l'apaisement des tensions géopolitiques, les moindres tensions sur le marché physique et les incertitudes sur l'activité économique mondiale ont entraîné un fléchissement des cours du brut. Le prix du baril de Brent a ainsi baissé de plus de 10\$ et atteint 98,9\$ le 18 avril, son niveau le plus faible depuis juillet 2011. Il a ensuite légèrement rebondi jusqu'à 104\$. À l'horizon de la prévision, les tensions sur le marché physique étant susceptibles de rester contenues, le prix du pétrole fluctuerait autour de 104 \$ le baril de Brent (cf. dossier de la Note de conjoncture : Comment prévoir le prix du pétrole ?).

Les cours des matières premières hors énergie cessent de reculer

Alors qu'ils baissaient depuis le premier trimestre 2013, essentiellement sous l'effet du ralentissement de la demande chinoise, les cours des matières premières industrielles ont cessé de reculer au

2 - Cours des métaux industriels

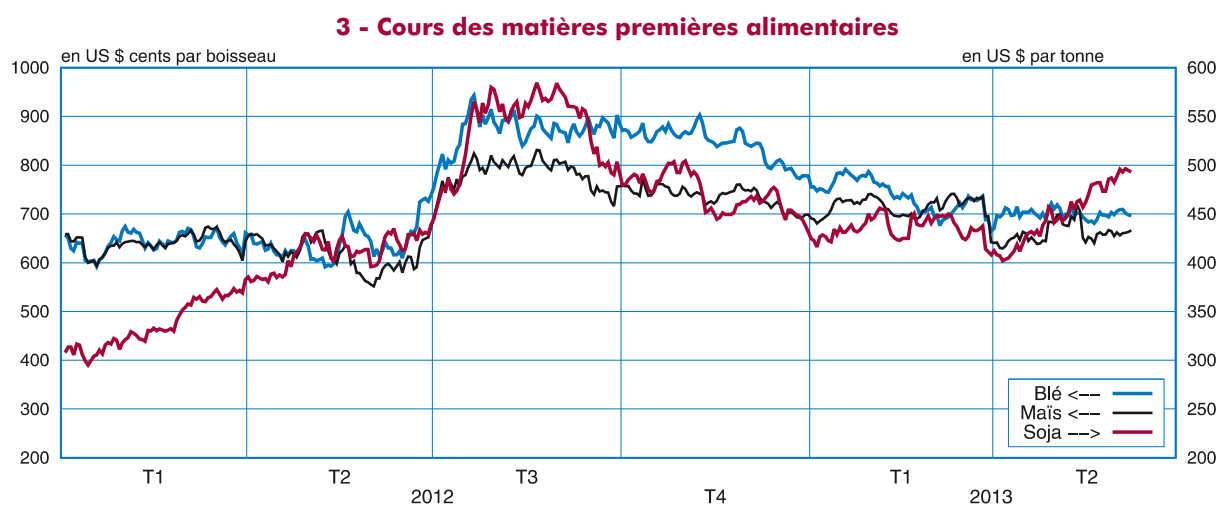


Source : London Metal Market

Développements internationaux

deuxième trimestre (cf. graphique 2). Le cours du cuivre s'est stabilisé à partir du mois d'avril, et celui de l'aluminium a presque cessé de baisser. Les cours des céréales ont également cessé de

décroître, sous l'effet des mauvaises conditions climatiques aux États-Unis et en Europe, qui font peser un risque sur les récoltes de l'été 2013 (cf. graphique 3). ■



Source : Data Insight

Marchés financiers

Les tensions sont apaisées mais les conditions de crédit restent hétérogènes en Europe

Les politiques monétaires menées par les pays avancés restent très accommodantes. Les taux de refinancement sont au plus bas, et les autorités monétaires poursuivent leurs politiques non conventionnelles, en particulier aux États-Unis et au Japon.

Parallèlement, les craintes sur le financement de la dette souveraine des États européens ont continué de s'estomper. Les pays de meilleure signature profitent de taux à long terme extrêmement bas, et les pays en difficulté retrouvent des conditions de financement plus favorables.

L'action menée par les banques centrales et la perception de risques réduits sur la zone euro ont également conduit à une hausse généralisée du prix des actifs jusqu'à mi-mai.

Dans la zone euro, avec l'apaisement durable des tensions sur les marchés souverains, la problématique principale reste la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle. Malgré l'abondance de liquidité, les conditions du crédit dans la zone euro restent difficiles dans certains pays.

La faiblesse des perspectives d'activité dans la zone euro, l'instabilité politique en Italie et la crise financière chypriote ont mis fin en mars à l'appréciation de l'euro face au dollar au

premier trimestre 2013. À l'horizon de la prévision, le taux de change se stabiliserait autour de 1,30 dollar, 126 yens et 0,85 livre pour 1 euro.

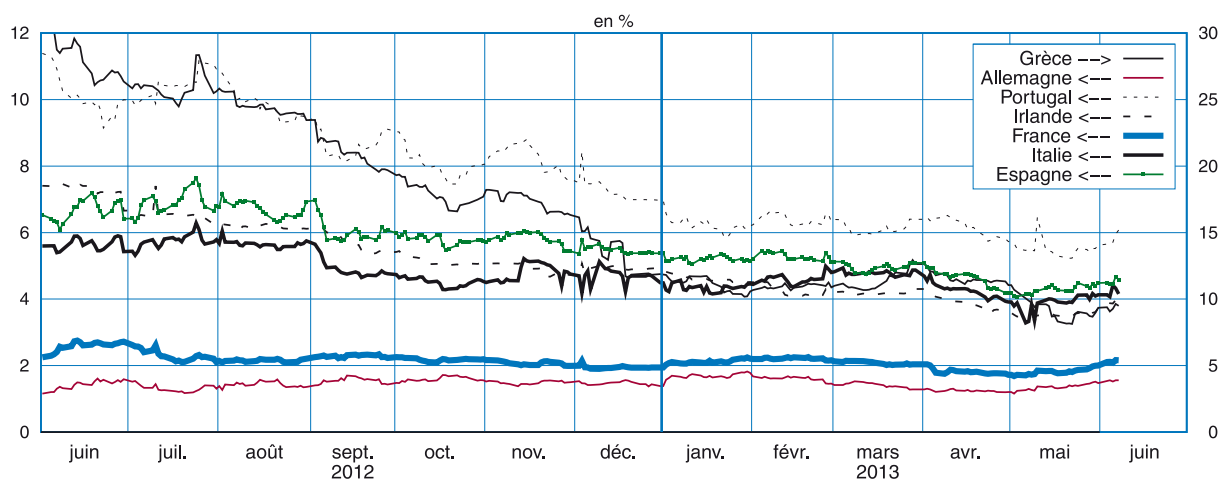
Les politiques monétaires non conventionnelles sont l'outil privilégié des banques centrales

Les économies avancées continuent d'assouplir leur politique monétaire. Au début du mois de mai, la Banque Centrale Européenne a baissé de 25 points de base son taux directeur à la valeur de 0,50 %, son plus bas niveau depuis la création de la monnaie unique. L'impact de cette mesure, alors que les banques européennes se refinancent déjà à des taux très bas et que la liquidité est abondante, pourrait cependant rester modéré.

Aux États-Unis, la *Federal Reserve* poursuit sa politique d'assouplissement quantitatif⁽¹⁾. Son taux directeur est fixé à 0,25 % depuis décembre 2008. Par ailleurs, l'institution continue de mettre en œuvre son programme d'achat de titres de longue maturité à hauteur de 85 Mds de dollars par mois (dont 40 Mds de dollars de titres adossés à des créances hypothécaires, et 45 Mds de dollars de titres souverains américains). Les

(1) L'assouplissement quantitatif (« *quantitative easing* » en anglais) est une politique monétaire non conventionnelle qui consiste en l'expansion du bilan de la Banque Centrale par des achats de titres plus ou moins risqués.

1 - Taux souverains à 10 ans des principaux pays de la zone euro



Source : DataInsight

perspectives d'activité toujours favorables aux États-Unis augmentent la probabilité que la Fed réduise l'ampleur de ce programme, dans un calendrier inconnu.

Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre maintient un taux directeur également très bas, à 0,50 % depuis mars 2009. Toutefois elle n'a pas, pour l'heure, relancé son programme d'achat de bons du Trésor britanniques, dont elle détient l'équivalent de 25 % du PIB du royaume.

Enfin, le Japon mène depuis le début de l'année 2013, la politique d'assouplissement quantitatif la plus affirmée, avec pour objectif la sortie de déflation. La cible d'inflation de la Banque du Japon a été relevée à 2 % en janvier, et, afin d'atteindre ce but, cette dernière a annoncé le doublement de la base monétaire sur deux ans, soit l'équivalent d'un peu moins de 30 points de PIB supplémentaires fin 2014.

Sur le marché des dettes souveraines, les taux avoisinent leur niveau de début 2011

Les risques de défaut souverain ayant été durablement réduits par l'annonce de la mise en place des Opérations Monétaires sur Titres par la BCE à l'automne 2012, les conditions de financement de long terme des États européens se sont améliorées (cf. graphique 1). La crise chypriote survenue au mois de mars 2013 n'a pas eu de répercussion sur les taux souverains des pays européens, ce qui confirme le recul de l'incertitude sur les marchés souverains. En outre, l'annonce par le Japon de son nouveau programme d'assouplissement monétaire a entraîné une baisse de l'ensemble des taux souverains des pays européens, entre mi-avril et début mai.

Signe de la détente sur le marché des dettes souveraines, les pays dont la situation financière était très dégradée depuis 2011, comme l'Irlande

ou le Portugal, retrouvent progressivement l'accès au marché de la dette de long terme. Les taux souverains à 10 ans italiens (3,9 % en moyenne en mai contre 5,7 % en juillet 2012) et espagnols (4,3 % en moyenne en mai contre 6,9 % en juillet 2012) reculent nettement depuis l'été 2012. Enfin, en moyenne en mai 2013, le rendement de la dette souveraine française à 10 ans atteint 1,81 % et celui de la dette allemande 1,35 %, des niveaux particulièrement bas. À partir de mi-mai cependant, l'incertitude entourant la poursuite des politiques monétaires expansionnistes, en particulier aux États-Unis, a entraîné un redressement modéré de l'ensemble des taux souverains.

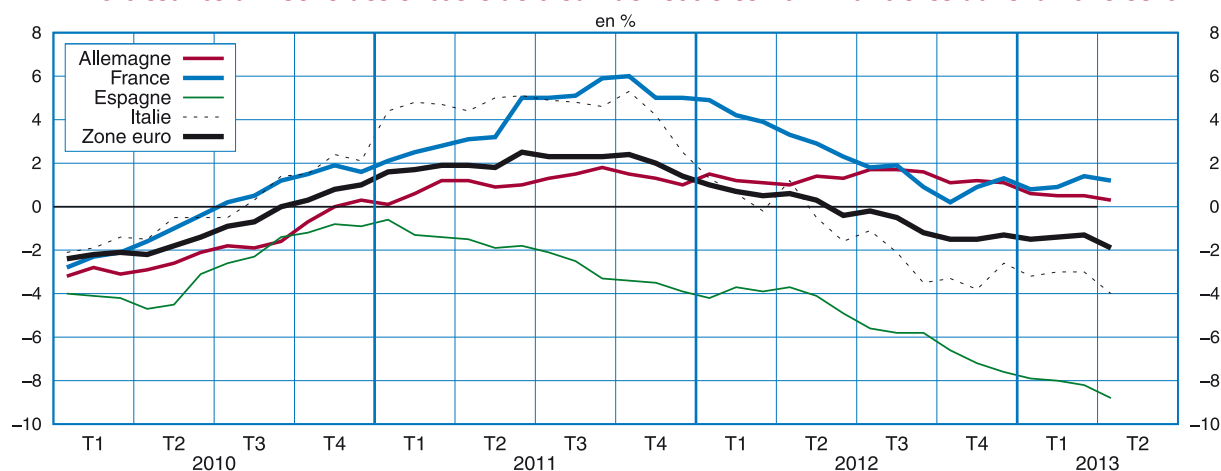
La liquidité reste très abondante sur le marché monétaire européen

Le marché monétaire européen reste largement marqué par l'abondance de la liquidité disponible, issue notamment des opérations de refinancement de très long terme menées par la BCE fin 2011 et début 2012. Les taux s'y établissent à des niveaux très bas, ce qui ne signifie pas forcément une normalisation du fonctionnement du marché interbancaire. En effet, de nombreuses banques européennes conservent de larges excédents de liquidité et n'opèrent plus de transactions sur le marché interbancaire.

Les conditions de crédit bancaire dans la zone euro restent hétérogènes

Dans la zone euro, le crédit bancaire a continué de se replier au premier trimestre 2013 (cf. graphique 2). D'une part, la demande reste peu dynamique du fait des perspectives d'activité dégradées. D'autre part, les enquêtes auprès des banques indiquent que leurs conditions de crédit aux entreprises au premier trimestre 2013 ne se sont toujours pas desserrées. En outre, en Espagne et en Italie, les taux d'emprunt servis aux entreprises restent marqués par une prime de risque élevée par

2 - Croissance annuelle des encours de crédit aux sociétés non financières dans la zone euro



Développements internationaux

rapport aux taux prévalant en Allemagne ou en France. Cette fragmentation au sein de la zone euro est le signe d'une transmission non uniforme de la politique monétaire européenne et reste un sujet d'inquiétude pour la BCE.

En France, l'encours de crédit aux sociétés non financières progresse de 1,1 % en glissement annuel en mars. Selon les enquêtes, alors que les tensions sur l'offre de crédit s'amenuisent, la demande est faible.

S'agissant du crédit aux ménages, les encours sont en légère croissance au mois de mars. Le crédit immobilier montre un certain dynamisme, tandis que le crédit à la consommation se replie en rythme annuel. Les enquêtes signalent que les conditions d'octroi se sont assouplies légèrement pour ces deux types de crédit au premier trimestre 2013, mais la demande de crédit à la consommation recule toujours, tandis que la demande de crédit immobilier est stable.

La hausse boursière dans les économies avancées marque une pause

Le faible rendement offert par les obligations et le redressement global des perspectives d'activité ont conduit les investisseurs à se reporter vers des actions dont le prix a augmenté dans l'ensemble

des pays avancés depuis le quatrième trimestre 2012. Au début du mois de mai, les indices boursiers de ces pays ont en général dépassé leur niveau de janvier 2011. Cette hausse boursière s'est accompagnée de la stabilisation de la volatilité sur les marchés boursiers, qui reste faible. Mais à partir de mi-mai, cette hausse s'est interrompue. Les perspectives d'activité mondiale restent en effet modérées, et l'incertitude sur les politiques monétaires à moyen-terme pèse sur les cours.

L'euro a cessé de s'apprécier par rapport au dollar

À partir du mois de février 2013, la faiblesse des perspectives d'activité dans la zone euro doublée de l'instabilité politique en Italie ont entraîné une dépréciation de la monnaie européenne (cf. graphique 3). À l'horizon de la prévision, le taux de change se stabiliserait autour de 1,30 dollar par euro.

En revanche, l'accentuation de l'assouplissement quantitatif japonais au mois d'avril a provoqué une nouvelle dépréciation du yen, dont le niveau par rapport à l'euro est au plus bas depuis le début de l'année 2010. ■

3 - Taux de change de l'euro



Source : DataInsight

Zone Euro

À petits pas

Malgré l'amélioration du climat des affaires, l'activité dans la zone euro a de nouveau reculé au premier trimestre 2013 (-0,2 % après -0,6 % au quatrième trimestre 2012). Les exportations ont été décevantes, particulièrement en Allemagne, en Italie et en Espagne. La consommation a légèrement progressé après le net recul du quatrième trimestre 2012 mais l'investissement s'est replié de nouveau.

L'activité cesserait de se contracter au deuxième trimestre 2013 (+0,1 %) et progresserait légèrement au second semestre : +0,1 % au troisième trimestre, +0,2 % au quatrième. Après deux trimestres de recul, les exportations gagneraient en dynamisme du fait de la vigueur de la demande hors zone euro et de la reprise des échanges dans la zone euro. La consommation des ménages reculerait moins rapidement qu'en 2012 en raison d'une moindre baisse du pouvoir d'achat. Dès lors, les capacités de production seraient progressivement davantage sollicitées et l'investissement amorcerait un lent redémarrage en fin d'année.

Au total, la croissance de la zone euro en 2013 serait de -0,6 % après -0,5 % en 2012.

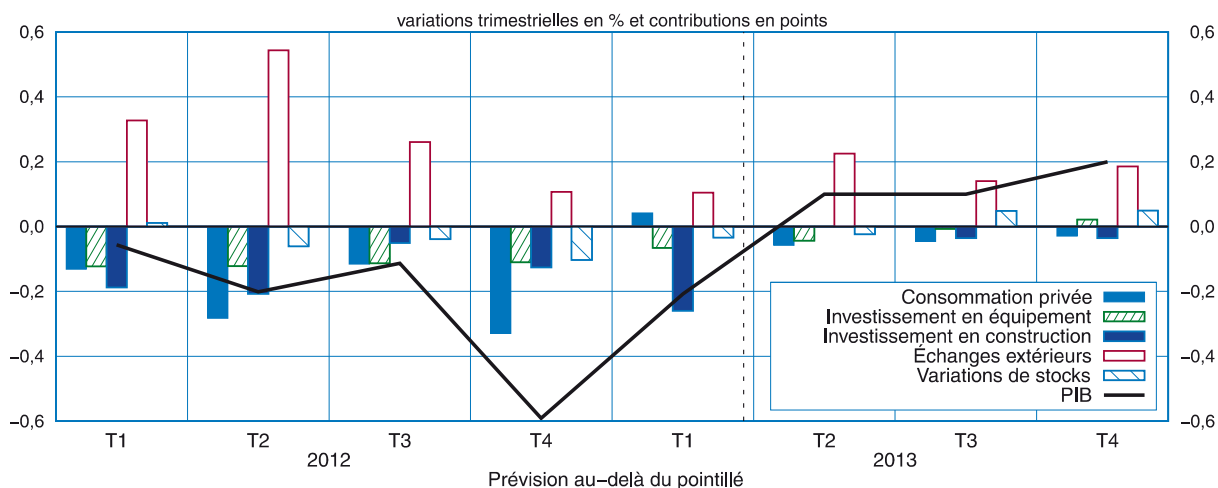
Sixième trimestre consécutif de recul du PIB

Au premier trimestre 2013, l'activité dans la zone euro a de nouveau reculé (-0,2 % après -0,6 % au quatrième trimestre 2012). Les exportations et les importations se sont repliées, et la contribution des échanges extérieurs à l'activité a été quasi nulle (+0,1 point). L'appréciation récente de l'euro a sans doute pesé. L'investissement a également reculé de nouveau : la faiblesse des perspectives d'activité a limité les besoins de renouvellement des capacités de production et, en outre, les températures rigoureuses ont freiné l'activité dans la construction, notamment en Allemagne. En revanche, la consommation a légèrement progressé du fait d'une consommation dynamique en Allemagne et d'un moindre recul en Espagne, après la forte baisse du quatrième trimestre liée à la hausse de la TVA.

Légère reprise de l'activité dès le deuxième trimestre

L'activité dans la zone euro progresserait légèrement au deuxième trimestre 2013 (+0,1 %, cf. graphique 1). Elle continuerait de croître à un rythme modeste au second semestre : +0,1 % au troisième trimestre et +0,2 % au quatrième. La

1 - Lent rétablissement dans la zone euro



Sources : Eurostat, calculs Insee

Développements internationaux

dynamique conjoncturelle resterait divergente dans la zone euro : l'activité serait dynamique en Allemagne, légèrement croissante en France, mais se contracterait toujours en Italie et en Espagne. En fin d'année 2013 toutefois, l'activité se stabiliserait en Italie et en Espagne.

Moindre recul de la consommation

En 2013, l'emploi reculerait de nouveau et le retour de la croissance au second semestre se ferait « sans emploi » car les gains de productivité se redresseraient. Le taux de chômage continuerait donc d'augmenter jusqu'à 12,7 % au quatrième trimestre 2013. Cette dégradation du marché du travail pèse sur le pouvoir de négociation des salariés. En particulier, le secteur privé en Italie et en Espagne a recours à un effort de modération salariale. Les revenus salariaux nominaux progresseraient donc à peine en 2013, en ralentissement par rapport à 2012.

Le pouvoir d'achat reculerait toutefois moins rapidement que l'année passée du fait de la moindre intensité de l'effort de consolidation budgétaire en 2013 et de la modération de l'inflation. Dès lors, le recul de la consommation des ménages serait limité (-0,1 % par trimestre).

Timide redémarrage de l'investissement

Le redressement progressif des perspectives de production (cf. graphique 2) et le besoin de renouveler les capacités de production après une phase marquée d'ajustement soutiendraient le redémarrage de l'investissement. En outre, même si les conditions de financement des agents privés restent difficiles dans certains pays de la zone euro, elles devraient s'améliorer lentement, compte tenu de l'apaisement des tensions sur le marché de la dette souveraine.

Dans la construction, après un recul marqué au premier trimestre, l'investissement serait stable au deuxième trimestre 2013, par contrecoup. Au second semestre, il diminuerait de nouveau, évolution conforme au faible niveau de la confiance dans le secteur et à la baisse récente des permis de construire.

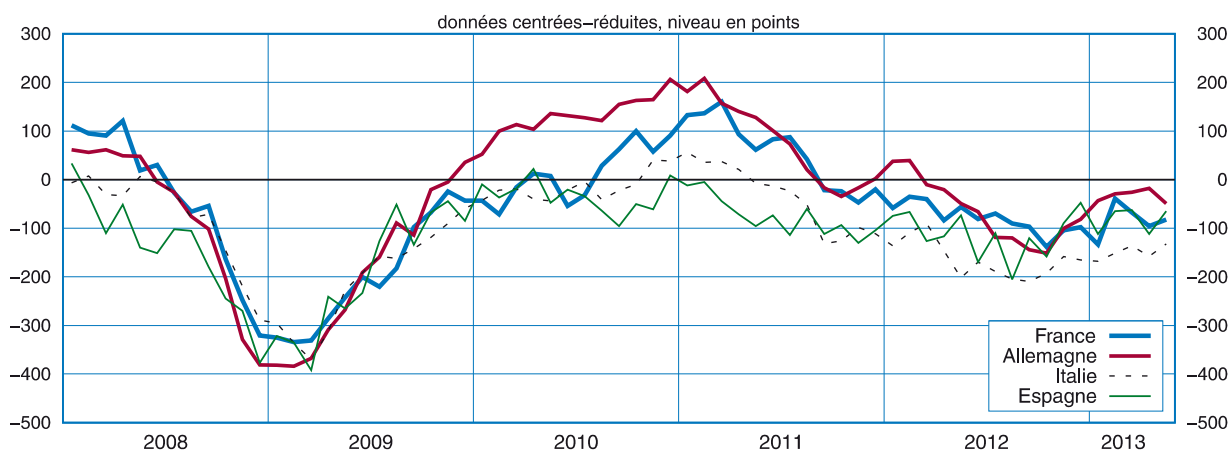
Rebond des exportations

Après avoir reculé au premier trimestre 2013, les exportations rebondiraient au deuxième trimestre (+0,9 %) puis continueraient de progresser aux troisième (+0,9 %) et quatrième trimestres (+1,1 %). Elles seraient soutenues par le regain de la demande adressée à la zone euro. Toutefois, l'appréciation récente de l'euro pèserait toujours au deuxième trimestre sur les exportations, notamment en Italie et en Espagne.

L'inflation serait quasi stable

En mai, l'inflation d'ensemble s'établit à 1,5 %. La baisse de l'inflation totale, nette depuis le début de l'année 2012, se poursuivrait jusqu'en octobre 2013. Elle s'élèverait ensuite, pour atteindre 1,1 % en glissement annuel en décembre 2013, suivant le profil de l'inflation énergétique. Avec la dégradation du marché du travail, les pressions inflationnistes seraient limitées et l'inflation sous-jacente serait stable (1,1 % en décembre 2013). Par ailleurs, sous l'hypothèse d'un baril de Brent stable en prévision à 104\$, le glissement annuel des prix des produits énergétiques diminuerait jusqu'à -2,6 % en septembre 2013. Il augmenterait ensuite, et serait nul en décembre 2013, sous l'effet des sorties de glissement des baisses des prix de l'énergie d'octobre à décembre 2012. Enfin, le renchérissement des matières premières alimentaires survenu depuis le début de l'année 2012 soutiendrait le glissement annuel des prix de l'alimentation. ■

2 - Perspectives de production dans l'industrie



Source : Commission européenne

Consolidations budgétaires : leur impact sur l'activité dans la zone euro en 2013

La consolidation budgétaire se poursuit dans la zone euro

Face aux tensions sur le financement de leur dette souveraine, la plupart des pays européens mènent depuis 2011 des politiques de consolidation de leurs finances publiques pour rétablir leur soutenabilité. Ainsi, les pays européens ont voté des mesures de consolidation qui ont un impact important sur l'activité. En 2013, l'effort de réduction du déficit structurel espagnol reste très soutenu et le redressement du solde structurel français s'intensifie. En revanche, la dynamique de l'effort budgétaire italien ralentit dès 2013, après une consolidation budgétaire très intense en 2012. Enfin, l'Allemagne, proche de l'équilibre structurel, aurait une impulsion budgétaire neutre à l'horizon de prévision.

Une évaluation de l'impact de la consolidation budgétaire sur la croissance dans les quatre principaux pays de la zone euro en 2013

L'évaluation de l'effet de la consolidation budgétaire en 2013 sur l'activité dans la zone euro prolonge ici des évaluations déjà publiées sur les années 2011¹ et 2012². Elle repose sur l'utilisation du modèle multinational NiGEM qui permet d'estimer les effets des chocs de consolidation sur les principales économies de la zone euro, en tenant compte des canaux commerciaux. À court terme, les ajustements budgétaires engagés par ces pays ont un effet négatif sur l'activité car ils pèsent sur la demande intérieure. Cet impact varie selon que les mesures pèsent sur les ménages ou sur les entreprises. L'activité d'un pays est également affectée par les mesures de consolidation budgétaire de ses principaux partenaires commerciaux via le canal du commerce. Cet effet extérieur, dû aux plans mis en place dans les autres principales économies de la zone euro, serait néanmoins d'ampleur limitée³.

Cet exercice d'évaluation, comme les précédents, demeure indicatif, dans la mesure où certains mécanismes ne sont pas intégrés. En particulier, les plans de consolidation budgétaire ont pu, dans certains pays, avoir l'effet bénéfique d'empêcher ou de freiner la hausse des taux d'intérêt : leur effet restrictif serait donc moindre. À l'inverse, ces simulations n'intègrent pas certaines des caractéristiques de la situation conjoncturelle actuelle, qui tendent à amplifier l'effet des plans de consolidation budgétaire : notamment, la capacité de la politique monétaire à amortir un affaiblissement de l'activité est limitée, car les taux d'intérêt, déjà proches de zéro, ne peuvent être réduits significativement.

L'impact sur l'activité des consolidations budgétaires serait en 2013 du même ordre de grandeur qu'en 2012

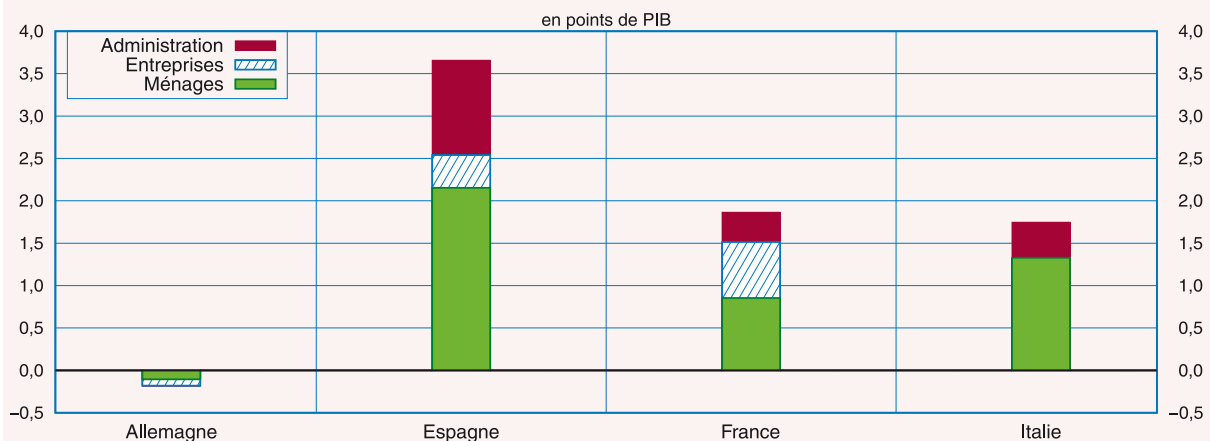
Pour mener l'évaluation, il convient de disposer d'une répartition des mesures de consolidation budgétaires par type de mesures (dépenses, taxes sur les ménages, sur les entreprises, etc.). Ce travail est réalisé à partir de l'analyse des lois de finances votées dans les différents pays. En Italie comme en Espagne, les mesures de consolidation pèsent principalement sur les ménages et sur les dépenses des administrations publiques (cf. graphique 1). En France, l'effort de consolidation reposerait principalement en 2013 sur les ménages et les entreprises. Enfin l'Allemagne aurait une politique budgétaire légèrement expansionniste en 2013 du fait des baisses de cotisations sociales.

(1) Kerdrain C. et Lapègue V. (2011) « Resserrement budgétaire en Europe : quels effets ? », Note de Conjoncture de l'Insee de mars 2011 et Lequien M., Mauroux A. et Roucher D. (2012) « Zone euro et États-Unis en 2011 : l'activité freinée par les chocs », Note de Conjoncture de l'Insee de juin 2012.

(2) Lequien M. et Roucher D. (2012) « Prix du pétrole et crise de la dette : quels effets sur la croissance en zone euro ? », Insee Analyses n°7, décembre 2012.

(3) Les seuls pays de la zone euro considérés ici sont l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne.

1 - Ampleur et composition des plans de consolidation budgétaires en 2013



Sources : Lois de Finances nationales, calculs Insee

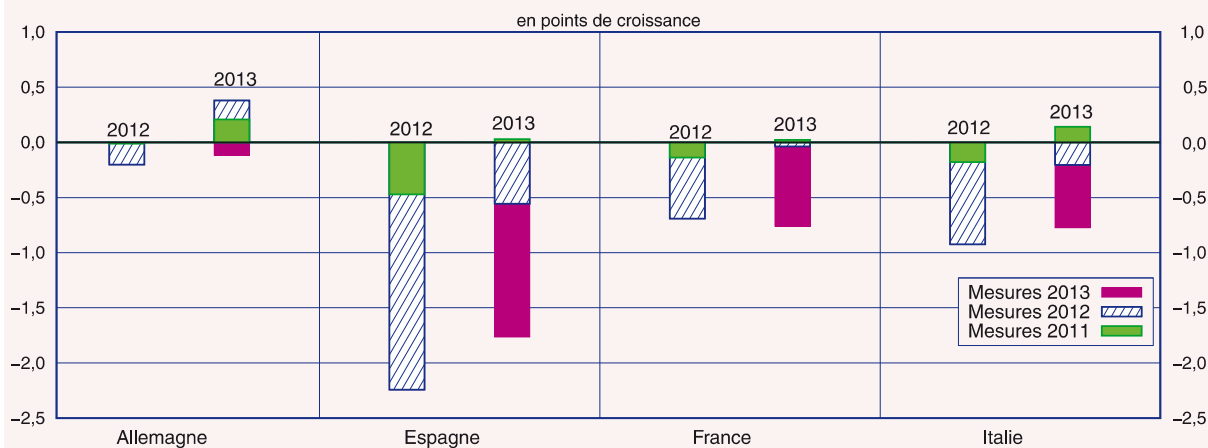
En Espagne, l'impact de l'ajustement en 2013 serait de l'ordre de 1,8 point, soit légèrement moins qu'en 2012. L'impact des mesures s'accroîtrait également en France : il pèserait sur la croissance à hauteur de 0,8 point cette année après 0,7 point en 2012. S'agissant de l'Italie, l'ajustement budgétaire est nettement moindre en 2013 qu'en 2012, mais les effets retardés des mesures appliquées en 2012 continueraient d'affecter l'activité en 2013 et la croissance italienne serait ainsi seulement légèrement moins pénalisée en 2013 qu'en 2012 (-0,8 point après -0,9 point). Enfin, pour l'Allemagne, l'impulsion budgétaire est à peu près neutre sur l'activité en 2013, comme en 2012 (cf. graphique 2).

La consolidation budgétaire se poursuivrait

Par ailleurs, selon les programmes de stabilité 2013-2017, transmis en avril 2013 à la Commission européenne par les pays membres, la consolidation budgétaire se prolongerait. En France, le solde structurel passerait ainsi de -2,0 % du PIB en 2013 à -0,2 % en 2015. En Espagne, la consolidation budgétaire durerait jusqu'en 2016 et le solde structurel atteindrait alors -0,2 % (il est estimé à -2,3 % en 2013). À l'inverse, en Italie et en Allemagne, le solde structurel serait équilibré en 2013⁽⁴⁾.

(4) Dans la zone euro, la consolidation budgétaire se poursuivrait également en Autriche, en Belgique, en Irlande et au Portugal.

2 - Effets des plans de consolidation sur le PIB



Note de lecture : En France, l'effort des mesures votées pèse sur la croissance à hauteur de -0,7 point de PIB en 2012

Sources : Ministères de l'Économie des pays concernés, NiGEM, calculs Insee

Allemagne

L'Allemagne repart de l'avant

lors que le climat des affaires dans les enquêtes de conjoncture s'était nettement amélioré, l'activité n'a pas rebondi au premier trimestre 2013 (+0,1 %). En particulier, les exportations ont de nouveau chuté et l'investissement en biens d'équipement a baissé pour le sixième trimestre consécutif. En outre, les températures rigoureuses de cet hiver ont freiné l'investissement dans la construction. Seule la consommation des ménages, très dynamique, a soutenu la croissance (+0,8 %).

L'activité accélérerait au deuxième trimestre 2013 (+0,6 %), portée par le redémarrage des exportations et par un rattrapage dans la construction. Au second semestre 2013, elle progresserait à un rythme similaire (+0,4 % au troisième trimestre et +0,5 % au quatrième) et, au total, l'activité augmenterait de 0,5 % en 2013.

Les exportations rebondiraient

Début 2013, et pour le deuxième trimestre consécutif, les exportations allemandes se sont fortement repliées (-1,8 %). Les exportations augmenteraient à nouveau en accord avec le rythme du commerce mondial dès le deuxième trimestre 2013 (+1,4 %), comme le suggère le net redressement des commandes étrangères en février et en mars. Elles resteraient dynamiques au second semestre 2013 et la contribution des échanges extérieurs à la croissance de l'activité resterait positive.

Au premier trimestre 2013, l'investissement en biens d'équipement s'est de nouveau replié. L'ampleur du repli de l'investissement depuis le début 2012 est en partie inexplicable : l'activité reste sur une tendance légèrement haussière, et les conditions d'octroi de

crédit restent très favorables en Allemagne. Le repli de l'investissement devrait s'interrompre à l'horizon de la prévision, comme le laissent attendre les commandes de biens d'équipement.

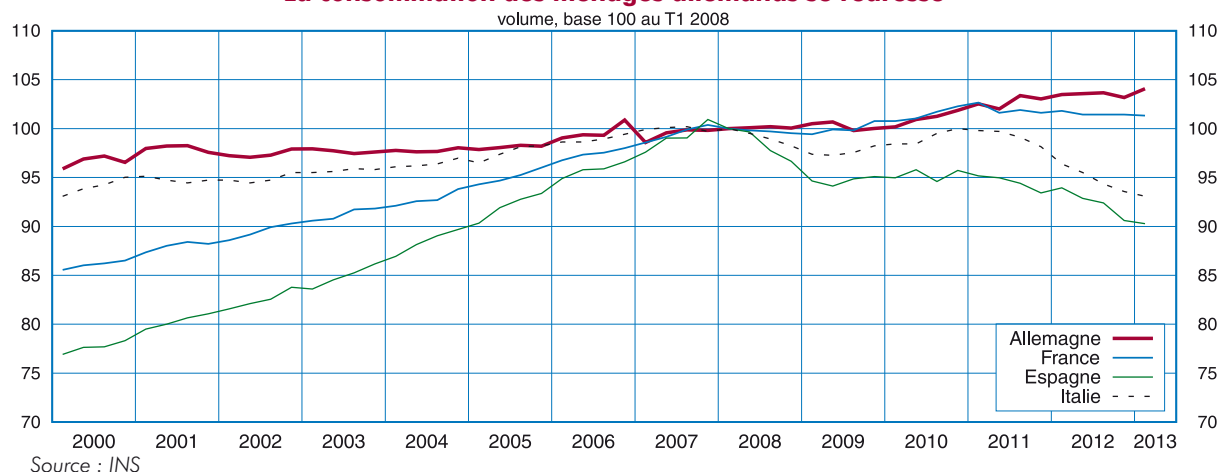
La construction repartirait au printemps

L'investissement dans la construction a pâti de l'hiver très rigoureux en Allemagne. Par conséquent, l'investissement dans la construction s'est replié une nouvelle fois, alors que les permis de construire et les commandes sont globalement en hausse. Au printemps, le retard accumulé pendant l'hiver serait rattrapé et l'investissement dans la construction rebondirait (+3,5 %), avant de progresser sur un rythme plus modéré au second semestre.

La consommation des ménages devient le moteur de la croissance allemande

Comme en 2012, la consommation des ménages resterait un soutien important à la croissance en 2013. En effet, la situation du marché du travail reste solide : le taux de chômage est faible (5,4 % au premier trimestre 2013) et l'emploi continue de progresser malgré la faiblesse de l'activité. Ceci est favorable au pouvoir de négociation des salariés lors de la conclusion des accords de branche qui concernent un tiers des salariés cette année. Les salaires réels resteraient donc dynamiques en 2013. Les perspectives positives de revenus contribuent à maintenir la confiance des consommateurs à un niveau élevé et, tout en stabilisant leur taux d'épargne, les ménages augmenteraient leurs dépenses de consommation de 1,0 % en 2013, après +0,7 % en 2012 (cf. graphique). ■

La consommation des ménages allemands se redresse



Italie

L'investissement repart, pas la consommation

L'activité italienne a continué de se replier au premier trimestre 2013 (-0,6 %). La baisse de l'activité s'atténuerait au deuxième (-0,3 %) et au troisième trimestres 2013 (-0,1 %). Elle se stabiliserait en fin d'année (0,0 %). En effet, les exportations, pénalisées en début d'année par l'appréciation de l'euro et la faiblesse des échanges dans la zone euro, accéléreraient et l'investissement en biens d'équipement redémarrerait après une phase d'ajustement très marqué. Enfin, les ménages réduiraient moins fortement leur consommation en 2013 qu'en 2012 du fait du recul moins prononcé de leur pouvoir d'achat.

L'environnement financier et budgétaire s'améliore

Après une consolidation budgétaire intense en 2012, l'effort budgétaire italien serait moindre en 2013. De surcroît, les conditions de financement de la dette italienne se sont nettement détendues depuis la fin de l'été 2012 et ce mouvement se poursuit depuis la création d'un gouvernement d'union nationale en avril 2013. L'accès au crédit des agents privés, toujours difficile, devrait donc s'assouplir, sous réserve que la situation politique se stabilise.

Redressement de l'investissement en biens d'équipement

L'investissement en biens d'équipement a fortement reculé en 2012 (-9,2 %) principalement en raison du recul important de l'activité. Cet

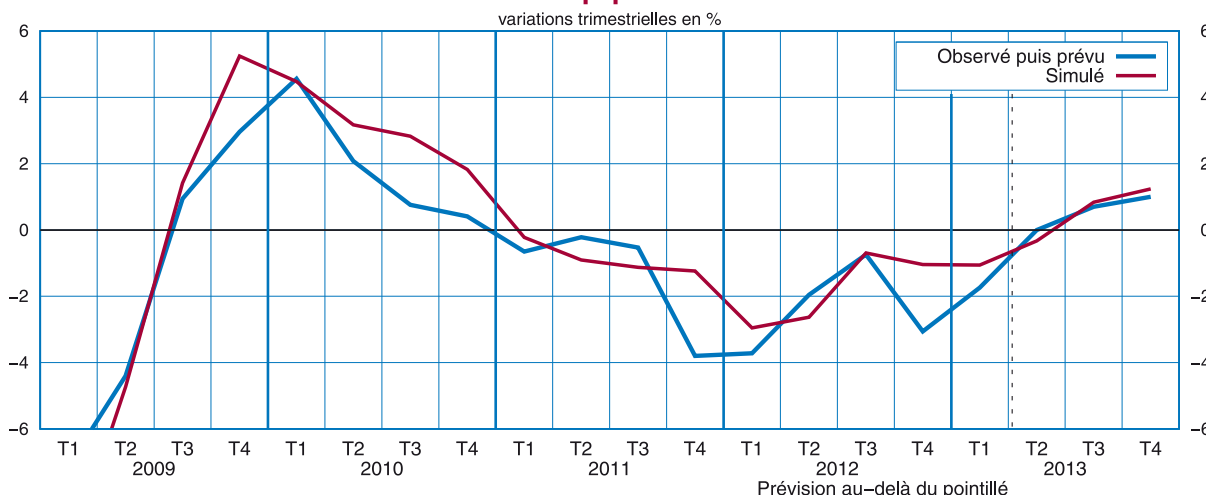
ajustement prendrait fin et l'investissement se stabiliserait au deuxième trimestre 2013 puis se redresserait au second semestre (cf. graphique). En effet, les entreprises ont besoin de renouveler leurs capacités productives. En outre, les perspectives de demande s'amélioreraient, en particulier les exportations qui, soutenues par l'augmentation de la demande étrangère adressée à l'Italie, accéléreraient progressivement d'ici l'horizon de la prévision. Enfin cette reprise de l'investissement serait favorisée par l'amélioration des conditions d'octroi de crédit.

La consommation reculerait encore fortement

En raison de la faiblesse de l'activité, l'emploi reculerait de nouveau et ce d'autant plus que la productivité, après avoir beaucoup baissé en 2012, se redresserait. La hausse ininterrompue du chômage continuerait d'affaiblir le pouvoir de négociation des salariés et les salaires réels baisseraient. Toutefois, le pouvoir d'achat des ménages se replierait moins fortement en 2013, sous l'effet conjugué du recul de l'inflation et du redressement du revenu des entrepreneurs individuels.

Face à la très forte baisse de leur pouvoir d'achat en 2012 (-4,7 %), les ménages italiens ont réduit seulement faiblement leur taux d'épargne et ainsi fortement restreint leurs dépenses de consommation (-4,3 %). En 2013, le taux d'épargne serait quasi stable et la consommation reculerait ainsi de 2,6 %.

L'investissement en biens d'équipement se redresserait en 2013



Sources : Istat, calculs Insee

Espagne

Sur le chemin de la reprise

Après s'être repliée de 0,5 % au premier trimestre 2013, l'activité espagnole se contracterait moins rapidement en 2013 : -0,3 % au deuxième trimestre puis -0,2 % et -0,1 % aux troisième et quatrième trimestres 2013. D'une part, les exportations espagnoles, dynamiques depuis 2008, bénéficieraient du regain du commerce mondial. D'autre part, l'investissement en biens d'équipement cesserait de reculer à l'horizon de la prévision, soutenu par un besoin de rattrapage après une phase marquée d'ajustement et par la baisse des tensions financières depuis l'été 2012.

La consommation en berne

Le niveau très élevé du chômage (26,7 %), la stagnation des salaires nominaux et les mesures de consolidation budgétaire (3,6 points de PIB en 2013) amputeraient de nouveau le revenu des ménages. Compte tenu du net recul de l'inflation, quasi nulle fin 2013, le pouvoir d'achat se replierait d'ici fin 2013 à un rythme moindre qu'en 2012. Les ménages en profiteraient pour stabiliser leur taux d'épargne, en moyenne sur 2013, après la forte baisse des quatre dernières années. En conséquence, la consommation des ménages se contracterait de nouveau fortement en 2013.

Les exportations espagnoles à nouveau dynamiques

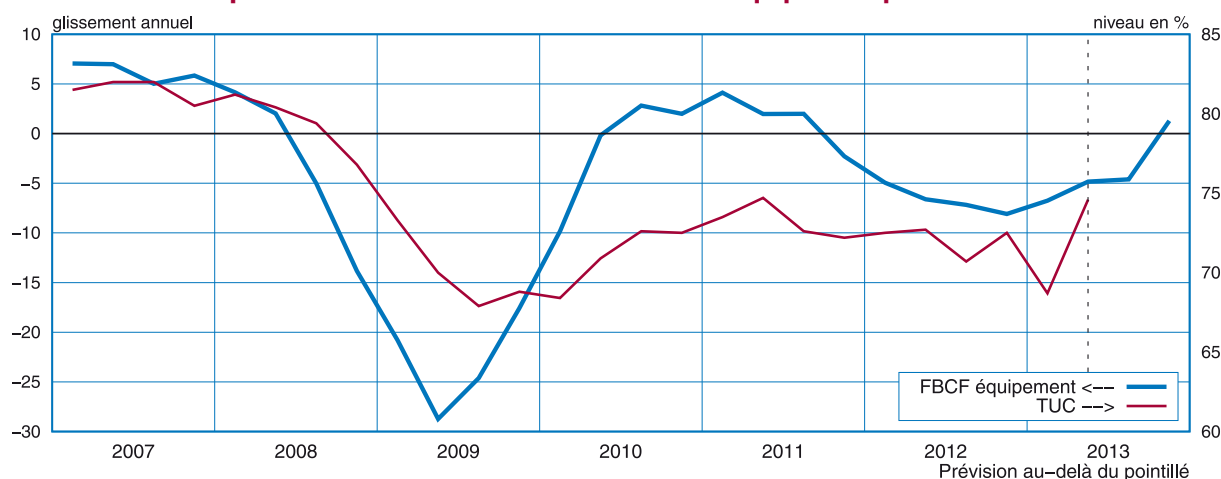
En revanche, l'activité en Espagne serait soutenue à nouveau par les performances à l'exportation, constatées depuis 2008. Ainsi, après deux

trimestres de baisse (-1,3 % au premier trimestre 2013 après -0,9 %), les exportations espagnoles rebondiraient à l'horizon de la prévision (+0,9 %, +1,2 % puis +1,1 % pour les trois derniers trimestres 2013). Dans la ligne d'une demande intérieure toujours dégradée, les importations se contracteraient de nouveau en 2013 et le redressement du solde commercial espagnol, désormais positif, se poursuivrait.

L'investissement en biens d'équipement se redresserait

Le dynamisme des exportations favoriserait un redressement des investissements, malgré la faiblesse des perspectives de la demande interne. Plusieurs facteurs sont en effet favorables à l'investissement : le net redressement des marges des entrepreneurs espagnols depuis 2009, l'apaisement au moins partiel des tensions financières et le besoin de renouvellement du capital productif après une phase marquée d'ajustement ; le taux d'utilisation des capacités a augmenté de 4 points au premier trimestre 2013, retrouvant son niveau de début 2011, (cf. graphique). L'investissement en biens d'équipement resterait quasi stable au deuxième trimestre 2013 (+0,1 % comme au premier trimestre) puis il progresserait légèrement au second semestre (+0,4 % et +0,7 % par trimestre). L'investissement en construction, en revanche, serait toujours pénalisé par l'apurement de la bulle immobilière et la baisse de l'investissement public et il continuerait de reculer à un rythme soutenu. ■

L'ajustement de l'investissement en biens d'équipement prendrait fin



Sources : Ine, calculs Insee

Royaume-Uni

Percée de la croissance

Au Royaume-Uni, la croissance s'affermirait d'ici fin 2013 grâce à l'amélioration de la situation dans le secteur de la construction et sur le marché immobilier et au redressement des exportations. Des perspectives d'activité favorables soutiendraient l'investissement privé. En revanche, malgré une baisse du taux d'épargne, la consommation des ménages ralentirait.

L'embellie du début d'année se prolongerait

La croissance britannique a rebondi au premier trimestre 2013 (+0,3 %), stimulée par la progression de l'activité dans les services et le léger redressement de la production énergétique après les travaux de maintenance prolongés de fin 2012. Au deuxième trimestre 2013, comme le suggèrent les enquêtes de conjoncture en avril et en mai (cf. graphique), l'activité resterait dynamique dans les services et la production manufacturière se redresserait. En outre, la production énergétique bénéficierait du redémarrage partiel de la production pétrolière et gazière sur le site d'Elgin et l'activité de construction, pénalisée par le froid et la neige début 2013, rebondirait. Au total, l'activité britannique accélérerait au deuxième trimestre 2013 (+0,4 %), puis progresserait de 0,3 % par trimestre au second semestre.

Consolidation budgétaire mais soutien au crédit et à l'investissement

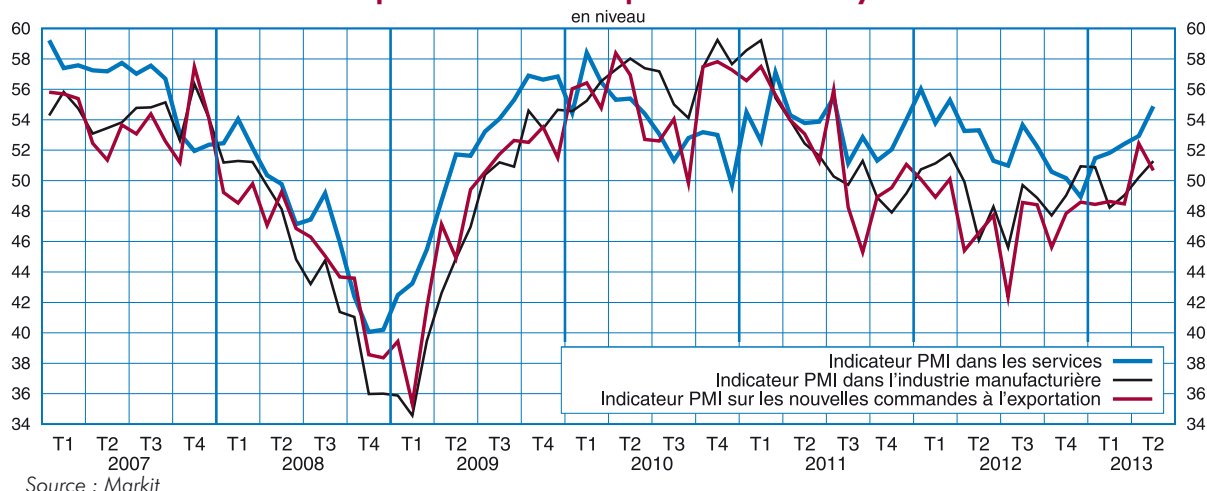
Pour l'année fiscale commençant en 2013, les mesures nouvelles de consolidation budgétaire représenteraient un effort proche de celui de l'an passé, de l'ordre de 1,1 point de PIB. Elles

reposerait très majoritairement sur des économies de dépenses : baisse des budgets ministériels, sous-indexation des prestations sociales versées aux ménages, suppression, à partir de janvier 2013, des allocations familiales pour les ménages de la tranche supérieure du barème de l'impôt sur le revenu. À l'inverse, le gouvernement renforcerait la relance de l'investissement public (pour un coût de 0,2 point de PIB) ainsi que le soutien au crédit pour les ménages et les entreprises.

Rebond des exportations et reprise de l'investissement

L'ensemble des postes de la demande progresseraient à l'horizon de la prévision. Soutenues par les mesures gouvernementales, les dépenses d'investissement public et résidentiel se redresseraient peu à peu. Parallèlement, les entreprises augmenteraient leurs dépenses d'investissement productif compte tenu de l'amélioration des perspectives d'activité et des conditions d'accès au crédit favorables. Après avoir baissé début 2013, les exportations britanniques rebondiraient à partir du deuxième trimestre, portées par l'accélération de la demande mondiale et la dépréciation récente de la livre. Enfin, les dépenses de consommation des ménages continueraient de croître, mais à un rythme plus modéré qu'en 2012 (+0,2 % par trimestre en moyenne après +0,4 %). En effet, leur pouvoir d'achat freinerait nettement, sous l'effet conjugué de la consolidation budgétaire, du redressement de la productivité et du maintien d'une inflation élevée, corollaire de la dépréciation de la livre. ■

Le climat conjoncturel est orienté positivement au Royaume-Uni



États-Unis

L'Amérique consolide sans douleur

L'économie américaine a accéléré au premier trimestre (+0,6 % après +0,1 %). En particulier, malgré de fortes hausses de prélèvements, la consommation des ménages a été très dynamique. Au deuxième trimestre, les effets de la consolidation budgétaire se feraient néanmoins sentir : les ménages ralentiraient leurs dépenses et, avec le « séquestre », les dépenses publiques resteraient faibles. Néanmoins, l'évolution favorable des conditions de financement des agents privés et de la richesse des ménages permettrait d'amortir le choc. En définitive, le ralentissement de l'activité serait seulement modeste en 2013 (+1,8 % après +2,2 % en 2012).

Consolidation budgétaire amortie

L'effort structurel annuel représente près de 2 points de PIB. Côté dépenses, les coupes automatiques (le « séquestre ») sont en vigueur depuis le 1^{er} mars 2013. Les dépenses publiques, qui ont déjà fortement reculé, ne baisseraient que légèrement d'ici la fin de l'année (cf. graphique). Par ailleurs, à la suite de l'accord intervenu fin décembre 2012 entre le Congrès et le Président, les ménages ont dû faire face à une forte hausse des prélèvements, qui ont bondi de 8,2 % au premier trimestre 2013. Pourtant, la consommation des ménages a accéléré, notamment parce que l'amélioration du marché du travail, la hausse du prix des actifs et le redémarrage du crédit favorisent une baisse du taux d'épargne.

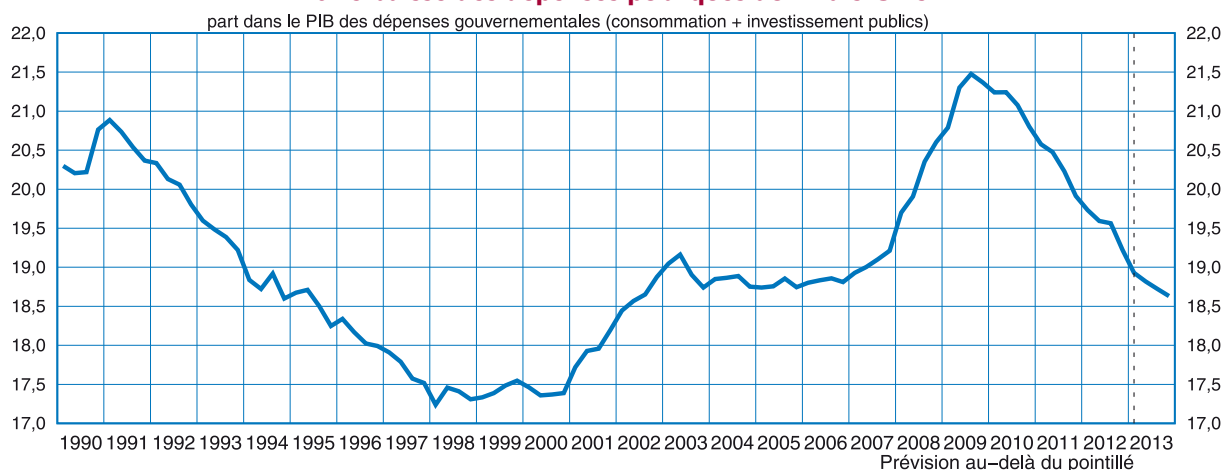
Les effets de richesse soutiennent la consommation

Sous l'effet du choc fiscal, le pouvoir d'achat des ménages a reculé au premier trimestre de l'année (-2,2 %) et le taux d'épargne s'est établi à 2,3 %, nettement inférieur à son niveau moyen de 2012. À l'horizon de la prévision, les ménages redresseraient progressivement mais modestement leur taux d'épargne (cf. éclairage). Les déterminants usuels du taux d'épargne suggèrent en effet que la baisse observée au premier trimestre serait en grande partie pérenne. En particulier, la hausse du prix des actifs financiers et immobiliers génère des effets de richesse, généralement très marqués aux États-Unis. Par ailleurs, l'inflation ralentirait encore à +1,3 % à la fin de l'année. En définitive, la consommation ralentirait mais resterait soutenue (+0,4 % par trimestre).

L'investissement progresse

Les exportations américaines ont stagné au premier trimestre, sous l'effet de la contraction de la demande européenne. Elles gagneraient en dynamisme grâce à l'accélération des échanges mondiaux, notamment en Asie et elles resteraient dynamiques d'ici fin 2013. Moteur de la reprise depuis 2010, l'investissement en biens d'équipement continuerait de progresser à l'horizon de la prévision. Les entreprises profiteraient des perspectives d'activité favorables et du haut niveau de leurs marges pour développer leurs capacités productives. Parallèlement, le secteur de la construction continuerait à se redresser à un rythme soutenu, contribuant pour près de 0,5 point à la croissance globale de l'année 2013. ■

Forte baisse des dépenses publiques aux États-Unis



Sources : Bureau of Economic Analysis, prévisions Insee

Les effets de richesse et le choc fiscal expliquent la faiblesse du taux d'épargne américain

Le taux d'épargne des ménages est au plus bas depuis 5 ans

Le taux d'épargne des ménages américains a atteint 2,3 % au premier trimestre 2013, après 4 % en moyenne en 2012 (cf. graphique 1). Il retrouve ainsi le niveau de 2007. Selon nos prévisions, il n'augmenterait que faiblement sur le reste de l'année 2013 pour atteindre 2,9 % au quatrième trimestre¹. Cette évolution est conforme à celle prévue par le modèle présenté dans un dossier de la *Note de conjoncture* de décembre 2011 (cf. Redoules O. et Roucher D. (2011) « Où en est-on de l'ajustement de l'épargne des ménages américains ? »).

La modélisation du taux d'épargne explique cette évolution par des effets de richesse...

Ainsi, à long terme, le taux d'épargne des ménages américains dépend de leur richesse financière, de leur richesse immobilière nette, des taux d'intérêt, de l'accès au crédit et de variables démographiques. La cible de long terme du taux d'épargne des ménages ainsi calculée aurait

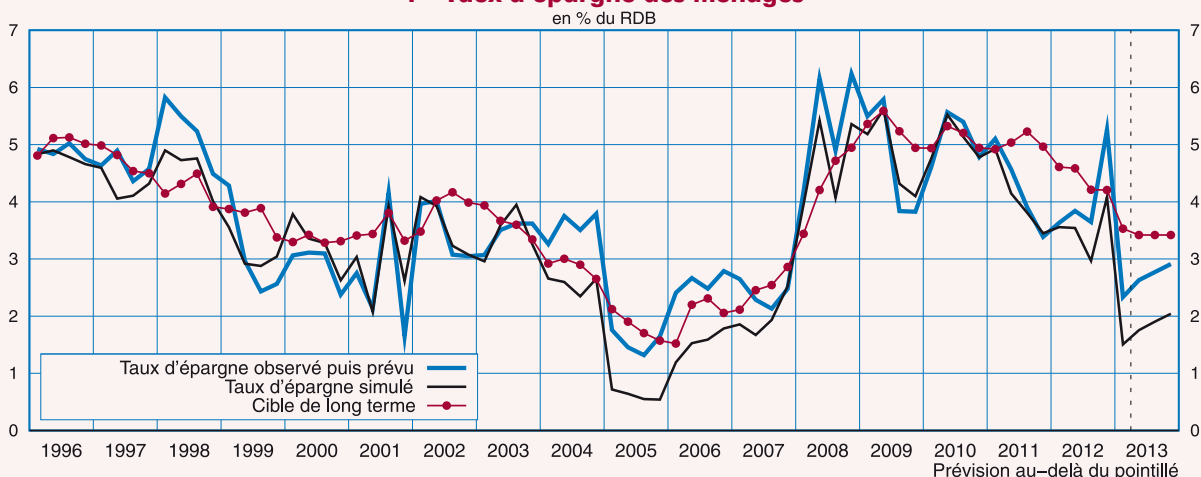
baissé de 1,5 point depuis 2011 (de 5 % à 3,5 %) (cf. graphique 1) sous l'effet de la hausse du patrimoine des ménages (cf. graphique 2). Les ménages américains profitent en effet à la fois du dynamisme des prix des actifs financiers et de leur désendettement hypothécaire, ce qui améliore leur situation patrimoniale nette.

... et par l'amortissement des chocs de court terme

Néanmoins, le taux d'épargne se situe assez nettement en deçà de cette cible de long terme. Cet écart s'explique par l'évolution des déterminants de court terme. D'une part, la baisse continue du chômage depuis 2011 contribue à la

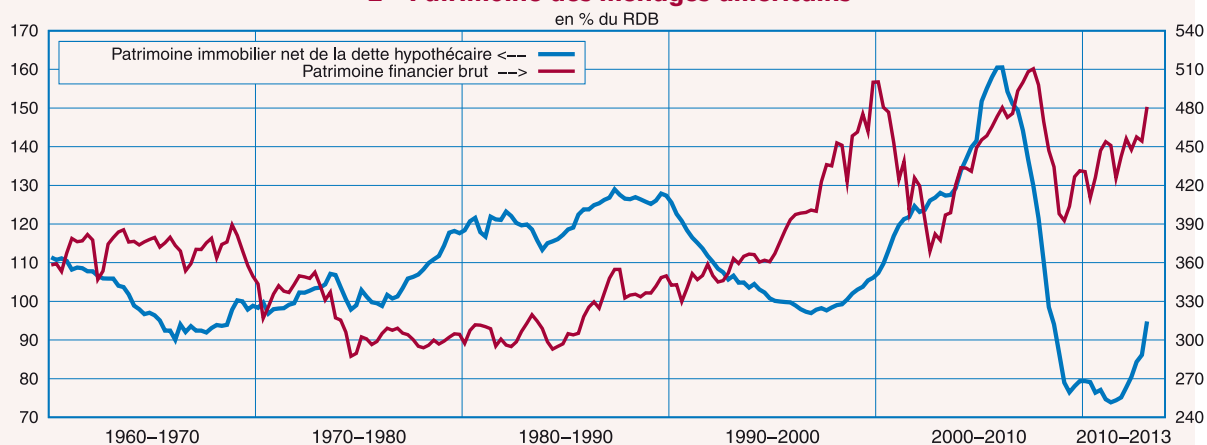
(1) Pour une discussion sur la comparaison des taux d'épargne entre les pays de l'OCDE et notamment du rôle de la mesure de la dépréciation du capital et de la prise en compte des achats de biens durables aux États-Unis et en Europe, cf. « Quel est le taux d'épargne des ménages français ? » ; *L'économie française 2002-2003*, Insee ; « Comparaison des taux d'épargne des ménages », *Cahiers statistiques de l'OCDE*, avril 2005, n°8.

1 - Taux d'épargne des ménages



Sources : Bureau of Economic Analysis, calculs et prévisions Insee (cf. Note de conjoncture décembre 2011)

2 - Patrimoine des ménages américains



Sources : Bureau of Economic Analysis, Réserve fédérale des États-Unis

réduction de l'épargne de précaution². Ensuite, le taux d'épargne réagit positivement aux chocs sur le revenu (délai d'adaptation à la hausse, effet de cliquet à la baisse) et d'inflation (effet d'encaisses réelles) par des comportements de lissage des dépenses de consommation des ménages. Ainsi, le choc de revenu positif du quatrième trimestre 2012 (versement anticipé de dividendes et de primes pour échapper au durcissement de la fiscalité) ne s'est pas traduit par une accélération de la consommation mais par une hausse transitoire du taux d'épargne. À l'inverse, les ménages ont amorti le choc fiscal du début 2013 en modérant leur effort d'épargne. Au total, la baisse du taux d'épargne en 2013 s'expliquerait également pour moitié par le lissage à court terme des chocs sur le revenu, qui est par définition temporaire. Fin 2013, le taux d'épargne resterait inférieur à sa cible de long terme, car d'une part, le choc de

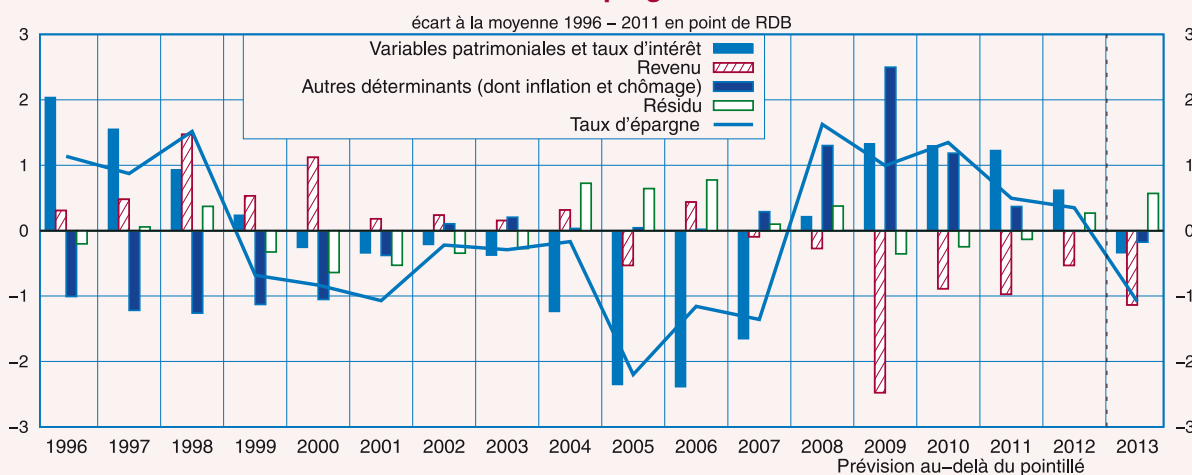
revenu ne serait qu'à moitié absorbé et d'autre part, d'autres déterminants de court terme (inflation et variation du chômage) réduisent l'effort d'épargne à l'horizon de la prévision (cf. graphique 3).

Le niveau des taux d'intérêt explique également le recul de la cible de long terme

À plus long terme, même avec l'effacement progressif des effets de court terme contribuant à la baisse du taux d'épargne, il ne reviendrait pas au niveau observé en 2008 ou en 2009. Certes, la plupart des variables patrimoniales sont revenues à des niveaux proches de leur moyenne de longue période (la richesse financière est un peu supérieure à sa moyenne de long terme mais la richesse immobilière nette est encore un peu inférieure) mais la faiblesse de la cible de long terme s'explique essentiellement par la faiblesse des taux d'intérêt, aujourd'hui autour de 2 % pour les taux souverains à 10 ans. Il faudrait une hausse des taux d'intérêt à 10 ans de 300 points de base (les amenant à 5 %) pour faire monter ce taux d'épargne d'équilibre autour de 1 point. ■

(2) Le taux de chômage américain est stationnaire et n'apparaît pas dans les déterminants de long terme du taux d'épargne. En revanche, les variations en points du taux de chômage trimestriel contribuent très significativement aux variations du taux d'épargne à court terme.

3 - Évolution du taux d'épargne et contributions



Sources : Bureau of Economic Analysis, calculs et prévisions Insee

Japon

Toutes voiles dehors

L'activité a nettement accéléré au Japon au premier trimestre 2013 (+1,0 % après +0,3 %) et, soutenue par les politiques macroéconomiques volontaristes du gouvernement de Shinzo Abe, elle continuerait de progresser à un rythme soutenu d'ici fin 2013. En particulier, les exportations profiteraient de la forte dépréciation du yen. Parallèlement, l'investissement des entreprises rebondirait, porté par les perspectives d'activité. La croissance s'établirait à +1,6 % en 2013 après +1,9 % en 2012.

Net redressement des enquêtes de conjoncture

Élu fin 2012, le gouvernement de Shinzo Abe a engagé une politique de relance macroéconomique vigoureuse en jouant sur trois leviers : une politique monétaire très expansionniste, avec un doublement de la base monétaire d'ici fin 2014 afin de mettre un terme à la déflation, une nouvelle relance budgétaire et un ensemble de réformes structurelles visant à améliorer la croissance potentielle. L'annonce de ces mesures a provoqué un choc de confiance et une nette amélioration du climat des affaires (cf. graphique). L'activité garderait ainsi un rythme soutenu d'ici la fin de l'année (+0,6 % par trimestre).

La consommation des ménages resterait dynamique

Au premier trimestre 2013, la consommation privée a accéléré (+0,9 % après +0,4 % au quatrième trimestre 2012). L'indicateur de

confiance des ménages s'est nettement redressé depuis le début de l'année et a retrouvé son niveau d'avant-séisme (cf. graphique). En outre, la baisse du chômage (4,1 % en avril, au plus bas depuis 2008) permettrait aux salariés de négocier des gains de salaires réels. Les dépenses de consommation continueraient ainsi de progresser.

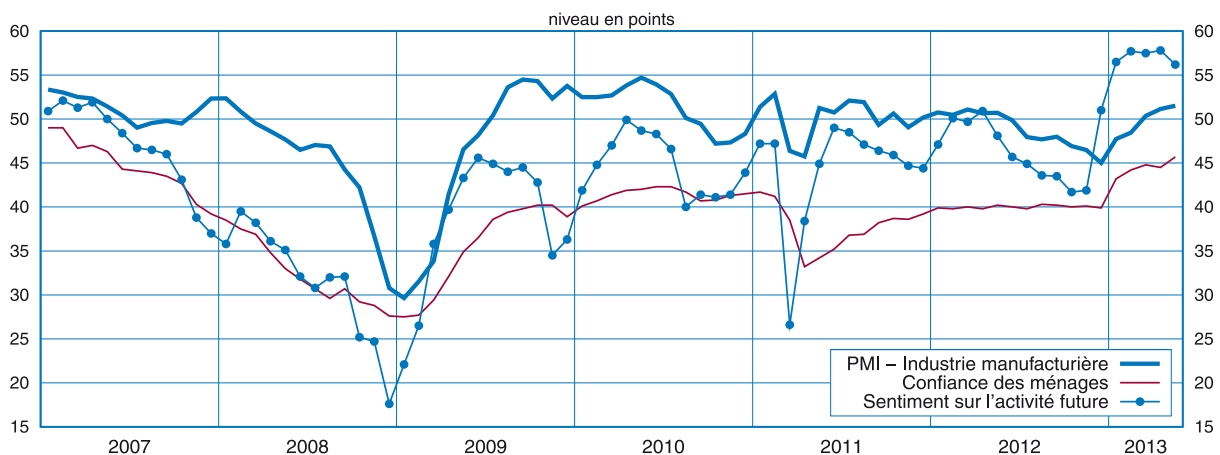
La forte dépréciation du yen continuerait de soutenir les exportations

Après avoir fortement souffert des tensions avec la Chine au second semestre 2012 (-7,2 % en glissement semestriel), les exportations japonaises ont rebondi au premier trimestre 2013 (+3,8 %). Elles continueraient de progresser d'ici fin 2013, soutenue par la forte dépréciation du yen depuis décembre 2012 (-20 % vis-à-vis du dollar et de -25 % vis-à-vis de l'euro) et le dynamisme du commerce en Asie.

L'investissement privé rebondirait

Au premier trimestre 2013, malgré l'amélioration conjoncturelle, l'investissement des entreprises s'est de nouveau replié au Japon pour le cinquième trimestre consécutif. D'ici la fin de l'année, porté par l'amélioration des perspectives d'activité et des conditions de financement très favorables, il devrait rebondir nettement, comme le suggère la forte hausse des commandes privées de biens d'équipement enregistrée en mars (+22 % par rapport à février).■

Net redressement du climat des affaires au Japon



Sources : Markit, Cabinet Office

Économies émergentes

Le redémarrage reste poussif

Au premier trimestre 2013, l'activité a été moins dynamique dans les économies émergentes que le laissait espérer l'amélioration des enquêtes de conjoncture. En Chine, l'activité a même ralenti (+1,6 % après +2,0 %), et les importations de l'ensemble des économies émergentes ont décéléré (+1,1 % après +3,8 %).

En mai, les enquêtes portant sur les grandes économies émergentes se sont tassées. L'orientation des politiques budgétaires et monétaires reste néanmoins très expansionniste et devrait continuer de soutenir les demandes intérieures d'ici la fin de l'année. L'activité gagnerait ainsi un peu d'élan dans ces économies sans toutefois retrouver le rythme de croissance des années 2000.

Début d'année décevant pour l'économie chinoise

Au premier trimestre 2013, l'activité a ralenti en Chine selon les données officielles du National Bureau of Statistics (+1,6 % après +2,0 %). En glissement annuel, le PIB a crû de 7,7 % au premier trimestre 2013 après +7,9 % fin 2012 et la production industrielle a ralenti (+9,3 % après +10,0 %) (cf. graphique 1). Pourtant, selon les enquêtes PMI, les directeurs d'achat attendaient une nette accélération de l'activité au premier trimestre 2013 : l'indice se situait à 52,3 points en janvier pour l'industrie manufacturière, soit son plus haut niveau depuis deux ans. Depuis lors, le climat des affaires se dégrade (cf. graphique 2) et l'indice se situe à 49,2 en mai. D'après les

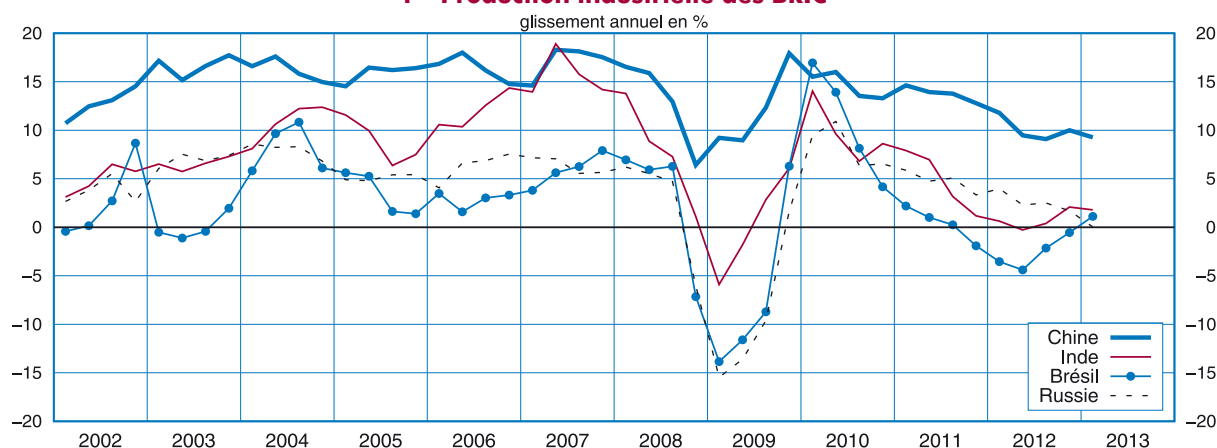
enquêtes nationales, le niveau d'activité serait assez faible dans le secteur immobilier notamment.

Cependant, avec le net assouplissement de la politique monétaire tout au long de l'année 2012, le crédit a redémarré (en avril, sur un an, l'encours de crédit augmentait de 14,9 %) ce qui devrait alimenter l'investissement à court terme. L'État central a par ailleurs annoncé début septembre 2012, le financement de plusieurs infrastructures publiques (lignes de métro, autoroutes) pour un montant qui avoisinerait les 1000 Mds de Yuan, soit environ 2 % du PIB. Les importations chinoises seraient donc dynamiques à l'horizon de la prévision.

En Inde et au Brésil, l'activité se redresse, les déséquilibres réapparaissent

Après avoir stagné de mi-2011 à mi-2012, la production industrielle indienne progresse nettement depuis deux trimestres (cf. graphique 1), dopée par les mesures monétaires et budgétaires de soutien à l'activité. Le principal taux de refinancement des banques a de nouveau été abaissé en mai et même si, selon les enquêtes PMI et celles de la Banque centrale indienne, l'activité décélérerait, celle-ci devrait rester dynamique. Cependant, les assouplissements monétaires ont relancé les tensions inflationnistes (+10,2 % en avril 2013 contre +5,3 % en janvier 2012), dégradant ainsi la compétitivité-prix des produits indiens. En 2012, les exportations en valeur se sont contractées de 4,0 % et les importations ont progressé de 5,3 % si bien que le déficit commercial a atteint un nouveau record (près de

1 - Production industrielle des BRIC



Sources : Instituts statistiques nationaux

10 % du PIB). Le déficit public se situe également à un niveau très élevé (8 % du PIB).

Au Brésil, les assouplissements monétaires et la politique de relance budgétaire ont permis un rebond de l'activité à partir du deuxième trimestre 2012. Au premier trimestre 2013, l'activité a augmenté de 0,6 %. Mais cette stimulation de la demande couplée à une appréciation réelle du real a provoqué une nette dégradation de la balance commerciale du pays : pour la première fois depuis douze ans, le Brésil a enregistré un déficit commercial au premier trimestre 2013. Au deuxième trimestre 2013, selon les enquêtes dans le secteur manufacturier, une expansion serait toujours prévue. Les importations brésiliennes continueraient ainsi de croître rapidement.

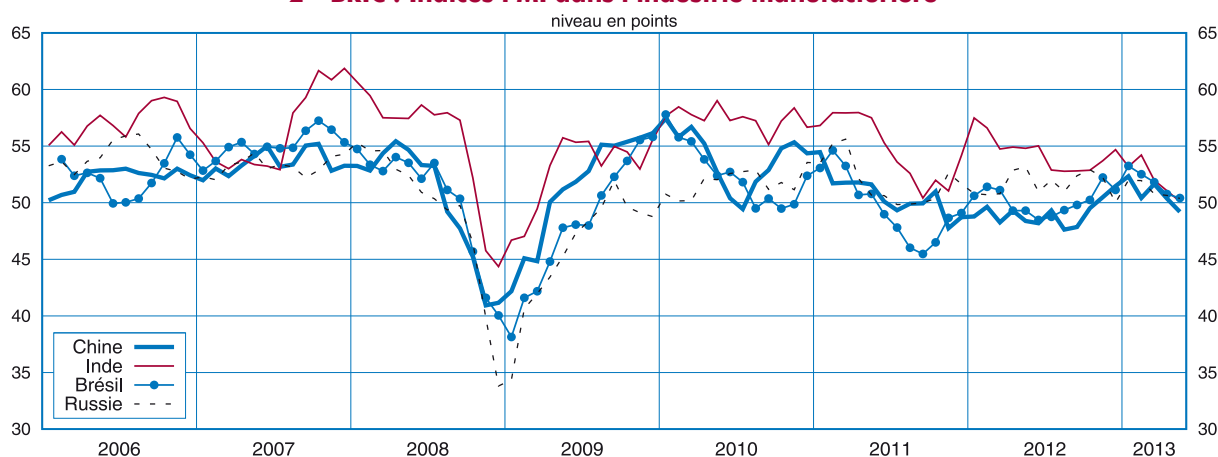
Peu d'élan aux portes orientales de la zone euro

En Russie, le PIB exprimé en glissement annuel a ralenti au premier trimestre (+1,6 %), point le plus bas depuis trois ans, et la production industrielle s'est de nouveau repliée (cf. graphique 1). De

façon générale, l'activité est atone depuis un an et d'après les enquêtes PMI, le climat dans le secteur manufacturier et dans les services n'indique pas de signe d'accélération notable. Malgré les mesures de soutien budgétaire annoncées, la croissance de l'économie russe resterait d'ici la fin de l'année très en deçà de son rythme d'avant-crise.

L'Europe de l'Est peine à redémarrer, pénalisée par la faiblesse de l'activité de la zone euro. Selon les enquêtes de la commission européenne, l'indicateur synthétique du climat des affaires se situe très en deçà de sa moyenne de long terme en Pologne et se relève légèrement en Hongrie (cf. graphique 3). À l'inverse, l'activité accélère nettement depuis six mois en Turquie après avoir fortement ralenti mi-2012. Malgré un tassement dans le secteur manufacturier, l'indicateur synthétique des enquêtes européennes continue de s'améliorer depuis janvier 2013. Après une croissance réduite à +2,2 % en 2012, l'activité devrait accélérer en Turquie en 2013, sous réserve que les tensions actuelles ne viennent pas enrayer ce mouvement de reprise. ■

2 - BRIC : Indices PMI dans l'industrie manufacturière



3 - Pologne, Hongrie, Turquie : Indicateur synthétique du climat des affaires

