

# Allemagne

## Reprise solide

Au quatrième trimestre 2013, l'activité a de nouveau progressé en Allemagne (+0,4 % après +0,3 %). Les exportations ont augmenté fortement (+2,6 %). L'investissement dans la construction est resté très dynamique (+1,4 %) et celui en équipement a accéléré (+1,4 % après +0,1 %). Toutefois, la consommation des ménages s'est légèrement repliée (-0,1 %), freinant l'activité.

Au vu des enquêtes de conjoncture, l'activité accélérerait au premier trimestre 2014 (+0,8 %), soutenue par le rebond de la consommation des ménages et le dynamisme de l'investissement dans la construction. Au deuxième trimestre, la croissance resterait solide (+0,5 %), malgré le ralentissement du secteur de la construction.

### Le moral des entrepreneurs et des consommateurs au beau fixe

Selon les enquêtes de conjoncture, les chefs d'entreprise sont optimistes en ce début d'année 2014 : en février, le climat des affaires Ifo atteint son plus haut point depuis 2011. L'activité accélérerait donc au premier trimestre 2014 (+0,8 %). De même, le moral GfK des consommateurs n'a jamais été aussi bon depuis 2007 (cf. graphique). Pourtant, la consommation des ménages a légèrement reculé au quatrième trimestre 2013 (-0,1 %). Ce léger repli ne serait que temporaire, et les ménages augmenteraient leurs dépenses de consommation au premier semestre 2014 (+0,6 % et +0,4 % respectivement au premier et au deuxième trimestres).

### Un hiver propice à la construction

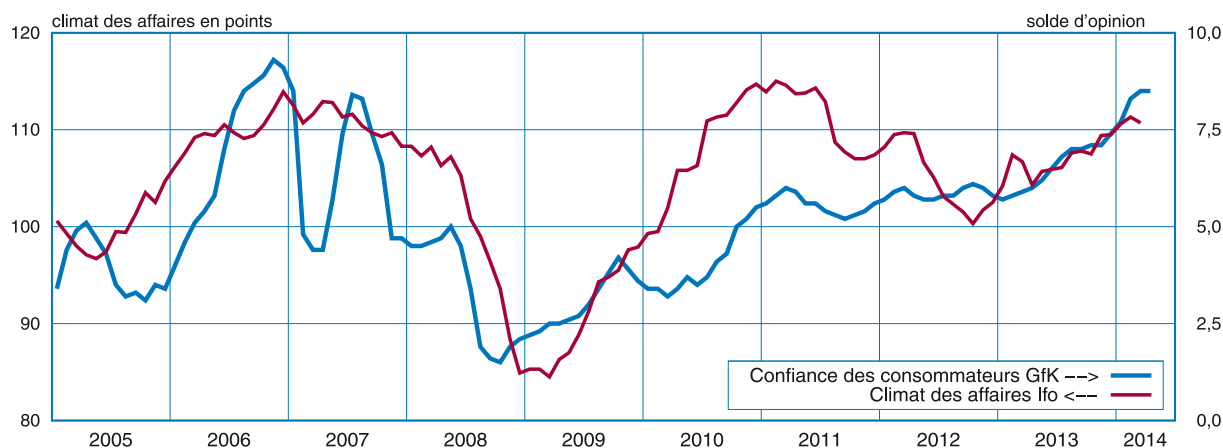
En décembre et en janvier, les températures ont été supérieures de près de deux degrés aux normales saisonnières, permettant une production plus dynamique dans la construction (en données corrigées des variations saisonnières). L'investissement dans la construction progresserait ainsi nettement au premier trimestre 2014 (+2,0 %), avant de se stabiliser au deuxième trimestre par contrecoup.

L'investissement en équipement a de nouveau augmenté au quatrième trimestre 2013 (+1,4 %). La reprise serait durable (+1,6 % par trimestre au premier semestre 2014), comme en témoignent les commandes en équipement et le laisse attendre le redressement du taux d'utilisation des capacités de production.

### Des exportations toujours dynamiques

Les exportations ont progressé bien plus rapidement que les importations au quatrième trimestre 2013 (respectivement +2,6 % et +0,6 %). Au vu du haut niveau des enquêtes de commandes à l'exportation, les exportations resteraient dynamiques (+2,0 % au premier trimestre et +1,5 % au deuxième trimestre 2014). Les importations gagneraient en dynamisme au premier semestre 2014, en lien avec l'accélération de la consommation privée et la reprise de l'investissement en équipement. ■

### Confiance des entrepreneurs et des consommateurs



Sources : Ifo, GfK

# Italie

## Une reprise à petits pas

L'activité italienne a progressé de 0,1 % au quatrième trimestre, mettant fin à neuf trimestres consécutifs de contraction du PIB. D'ici mi-2014, l'activité croîtrait de 0,2 % par trimestre, soutenue par le redémarrage progressif de la consommation des ménages et de l'investissement en équipement.

### Nette embellie du climat des affaires

Selon les enquêtes de conjoncture qui ont continué de se redresser depuis le début de l'année, l'activité reprendrait modérément au cours du premier semestre 2014 (+0,2 % par trimestre). Les enquêtes nationales sont au plus haut depuis plus de deux ans dans l'industrie manufacturière et les services, mais restent toujours à un niveau bas dans la construction. D'après l'indicateur composite auprès des directeurs d'achat (PMI), cette tendance se confirme globalement, le secteur manufacturier est toujours en expansion tandis que le secteur des services a enregistré en février sa plus rapide progression depuis près de trois ans. En outre, selon les différentes enquêtes, une embellie dans les carnets de commandes domestiques et étrangers se profile.

### L'investissement en équipement accélérerait

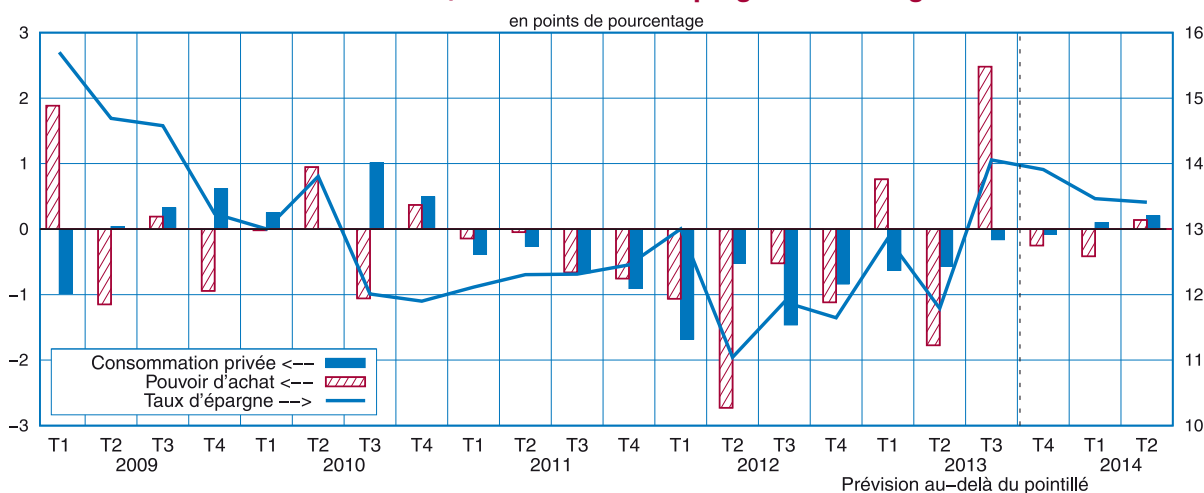
L'amélioration des conditions d'accès des entreprises au crédit bancaire contribuerait au redémarrage de l'investissement rendu nécessaire

par le besoin de renouvellement des capacités de production. L'investissement en équipement augmenterait ainsi sensiblement (+1,4 % par trimestre à l'horizon de la prévision, après -0,2 %), tandis que l'investissement en construction continuerait de se replier, (-1,0 % au premier trimestre et -0,5 % au deuxième). De plus, les exportations resteraient dynamiques (+1,0 % par trimestre au premier semestre 2014), soutenues par la croissance de la demande mondiale adressée à l'Italie.

### La consommation des ménages rebondirait légèrement

Le nouveau gouvernement Renzi s'est donné pour objectif de « redonner espoir » aux Italiens, dont le pouvoir d'achat s'érode depuis 2011 du fait de la hausse de la fiscalité et de la dégradation du marché du travail. Il a ainsi annoncé une baisse de la pression fiscale pour les ménages et les entreprises, qui ne serait que partiellement compensée par la réduction des dépenses publiques. Le pouvoir d'achat des ménages se réduirait donc moins rapidement qu'auparavant. Le taux d'épargne des ménages, qui avait atteint un niveau très élevé au troisième trimestre 2013, aurait diminué en début d'année, et la consommation rebondirait légèrement au premier semestre 2014 (+0,1 % au premier trimestre et +0,2 % au deuxième, cf. graphique). ■

**Pouvoir d'achat, consommation et épargne des ménages**



Sources : Istat, calculs Insee

# Espagne

## La croissance s'affermi lentement

L'économie espagnole a confirmé sa sortie de récession au quatrième trimestre 2013 (+0,2 % après +0,1 %), portée par les échanges extérieurs (contribution de +0,4 point) et une consommation privée dynamique. En revanche, la consommation publique a fortement diminué. Selon les enquêtes de conjoncture, l'activité espagnole continuerait de croître à un rythme modéré au premier semestre 2014 (+0,3 % par trimestre). Le rebond de l'économie serait principalement dû au dynamisme de la demande intérieure. D'une part, la consommation des ménages progresserait grâce à la diminution de l'épargne de précaution. D'autre part, la progression dynamique de l'investissement en équipement, observée depuis mi-2013, se prolongerait d'ici mi-2014. En revanche, les échanges extérieurs ne contribueraient que faiblement à la croissance, les importations étant soutenues par la reprise de la demande intérieure.

### La consommation resterait dynamique

En 2013, le pouvoir d'achat des ménages espagnols se serait replié pour la quatrième année consécutive. Il progresserait légèrement d'ici mi-2014, les gains de revenus nominaux n'étant que faiblement amputés par une inflation qui se stabiliserait à un niveau très bas. En réponse au ralentissement des prélèvements obligatoires sur les ménages et à la stabilisation du marché de l'emploi, les ménages espagnols réduiraient leur épargne de précaution. Ainsi, la consommation progresserait aux deux premiers trimestres 2014, comme le suggère l'évolution récente du crédit à la consommation.

### L'investissement en équipement se redresse de nouveau

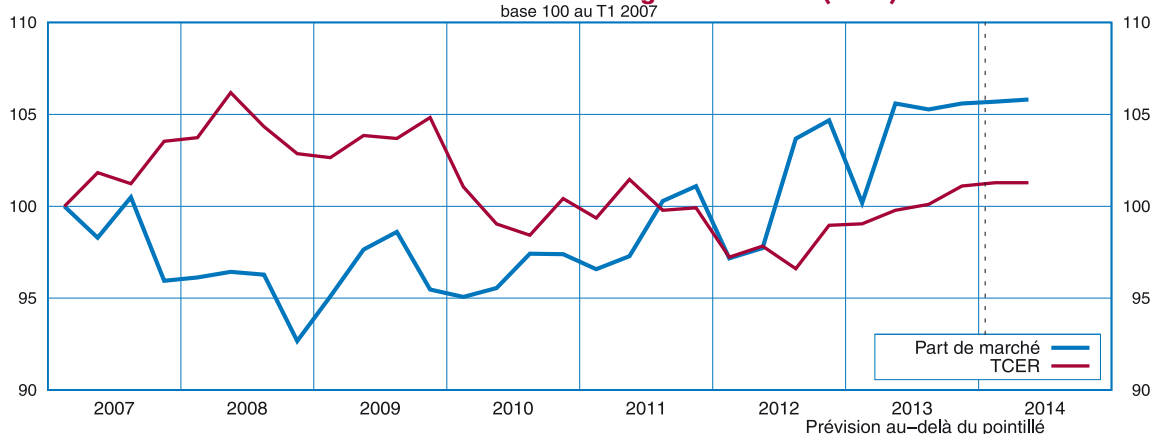
Début 2014, le secteur de la construction ne se contracterait plus qu'à un rythme très modéré, comme l'indique la stabilisation récente des indicateurs conjoncturels. L'ajustement du marché immobilier (débuté en 2008) toucherait à sa fin tandis que le repli de l'investissement public s'atténuerait.

L'investissement en équipement continuerait de progresser rapidement, soutenu par le redressement des marges des entrepreneurs espagnols et le niveau élevé du taux d'utilisation des capacités de production induit par la phase marquée d'ajustement depuis 2009 (-24 %).

### Les exportateurs espagnols continuent de gagner des parts de marché

Depuis mi-2009, les exportations espagnoles ont été très dynamiques. En 2013, elles ont bondi de 4,9 %. Elles progresseraient de nouveau au premier semestre 2014 (+1,2 % par trimestre), à un rythme légèrement supérieur à la demande mondiale adressée à l'Espagne, qui gagnerait des parts de marché au même rythme que les années précédentes (cf. graphique). Dans le même temps, les importations progresseraient nettement, dynamisées par le rebond de la demande intérieure. Au total, aux deux premiers trimestres 2014, la contribution du commerce extérieur à la croissance espagnole ne serait que très légèrement positive. ■

Part de marché et taux de change effectif réel (TCER)



Sources : DG Trésor, Ine

# Royaume-Uni

## Sur sa lancée

Au Royaume-Uni, l'activité a redémarré nettement en 2013 (+1,8 % après +0,3 % en 2012). Début 2014, le climat des affaires reste très bien orienté et la reprise ne faiblirait pas au premier semestre, si bien que fin juin, le PIB britannique retrouverait son niveau du premier trimestre 2008. Le secteur de la construction serait dynamique, en particulier dans l'immobilier résidentiel, soutenu par le programme gouvernemental "Help to buy". En outre, la consommation accélérerait grâce au redémarrage des salaires, à la baisse du chômage et aux effets de richesse générés par la hausse des prix immobiliers. Le décalage conjoncturel qui en résulterait par rapport à ses principaux partenaires, couplé à l'appréciation récente de la livre, se traduirait par une contribution négative du commerce extérieur au premier semestre 2014.

### Des enquêtes au plus haut

Au quatrième trimestre 2013, l'activité britannique est restée dynamique : +0,7 % après +0,8 % au troisième trimestre. La croissance resterait forte à l'horizon de la prévision (+0,7 % au premier trimestre 2014 puis +0,6 % au deuxième). En effet, en février, l'indicateur composite des enquêtes européennes atteint son plus haut niveau depuis 1989 (116,9) et les enquêtes PMI restent également à un niveau élevé. L'activité serait très dynamique dans l'ensemble des secteurs et notamment dans la construction, favorisée par le redémarrage du crédit, le programme gouvernemental "Help to buy" et la relance de l'investissement public. Fin juin, l'acquis de croissance pour l'année 2014 serait de +2,3 %.

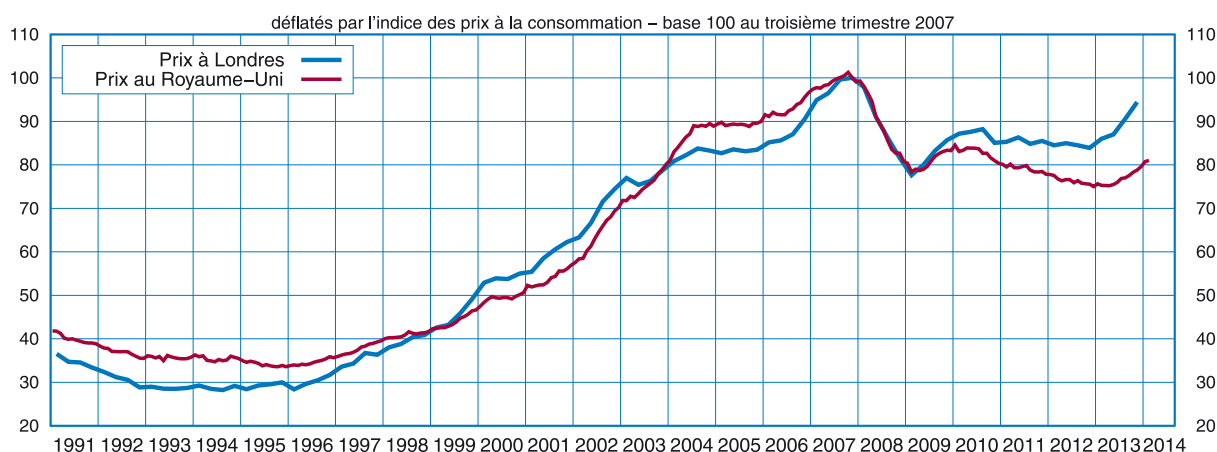
### Soutien de la consommation et de l'investissement

En 2013, la consommation des ménages a augmenté de 2,4 %. Elle accélérerait fortement au premier trimestre 2014 (+0,9 % après +0,4 % au quatrième trimestre). D'une part, le pouvoir d'achat des ménages bénéficierait de la modération de l'inflation et du redémarrage des salaires. D'autre part, le taux d'épargne continuerait de baisser grâce au recul du chômage (de 7,2 % au quatrième trimestre 2013 à 6,8 % au deuxième trimestre 2014) et aux effets de richesse liés au dynamisme des prix immobiliers, notamment à Londres (cf. graphique). Côté entreprises, la hausse des contraintes de production et le très haut niveau des enquêtes sur les carnets de commandes dans l'industrie suggèrent que l'investissement resterait dynamique. En revanche, après deux années d'amélioration très modeste du solde public structurel (environ 0,3 point par an), la consolidation budgétaire s'accroîtrait et la consommation publique n'augmenterait que faiblement.

### Contribution négative de l'extérieur

Depuis deux ans, la progression des exportations reste modérée et la part de marché du Royaume-Uni baisserait toujours. L'appréciation récente de la livre continuerait de peser sur la compétitivité. Les exportations progresseraient donc nettement moins vite que le commerce mondial au premier semestre 2014. Soutenues par le dynamisme de la demande intérieure, les importations croîtraient significativement et la contribution du commerce extérieur serait négative. ■

### Prix immobiliers réels au Royaume-Uni et à Londres



# États-Unis

## Malgré le froid, le moteur tourne

Au quatrième trimestre 2013, l'activité a ralenti aux États-Unis (+0,7 % après +1,0 %), sous l'effet du "shutdown" observé début octobre et du recul de l'investissement résidentiel. Malgré les conditions météorologiques extrêmes du début de l'année, le PIB progresserait modérément au premier semestre 2014 (+0,5 % puis +0,6 %), soutenu par le redémarrage de l'immobilier résidentiel et la solidité de la consommation des ménages. En outre, grâce au vote du budget au Congrès au début de l'année, l'impulsion budgétaire serait beaucoup moins défavorable en 2014 qu'en 2013.

### Dégel budgétaire, coup de froid en janvier sur la production

La politique budgétaire a été très restrictive en 2013 et le déficit public est passé de 9,3 % en 2012 à 6,4 % en 2013. Cependant, le budget 2014, voté en janvier par le Congrès, a considérablement réduit les coupes automatiques : au total, les dépenses fédérales, qui se sont fortement contractées au quatrième trimestre 2013, rebondiraient au premier semestre 2014.

L'activité serait toutefois freinée en début d'année. Ainsi, après avoir vigoureusement progressé au second semestre 2013, la production manufacturière a chuté de 0,9 % en janvier, sous l'effet de conditions météorologiques extrêmes (cf. graphique). Néanmoins, elle a rebondi en février (+0,8 %) et selon les enquêtes de conjoncture, l'expansion industrielle se poursuivrait.

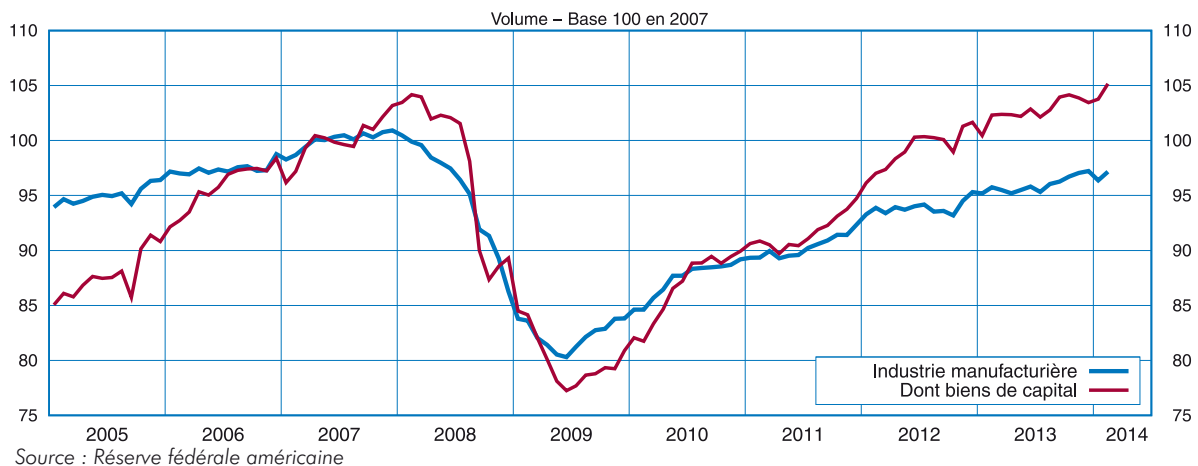
### Le chômage continuerait de baisser

L'emploi resterait dynamique et le taux de chômage (6,7 % en février) reculerait de nouveau légèrement d'ici mi-2014. La baisse du chômage s'accompagnerait d'un frémissement des salaires et le taux de marge, qui a atteint un niveau très élevé, se stabiliserait. Enfin, l'inflation resterait faible au deuxième trimestre, à 1,7 % en glissement annuel. Au total, le pouvoir d'achat des ménages accélérerait nettement. Toutefois, la consommation des ménages ralentirait légèrement : le taux d'épargne qui avait nettement baissé fin 2013, sous l'effet de la hausse du prix des actifs se stabiliserait d'ici mi-2014.

### L'immobilier résidentiel rebondirait

Au quatrième trimestre 2013, l'investissement résidentiel a chuté, pour la première fois en trois ans. La hausse des taux d'intérêt au printemps 2013, consécutive à l'annonce de la modération du soutien monétaire de la Fed, a freiné la reprise en cours. Néanmoins, les stocks de logements invendus sont faibles et les mises en chantier ont rebondi en fin d'année : l'investissement résidentiel repartirait au premier semestre 2014. Côté entreprises, l'investissement ralentirait sous l'effet de la législation fiscale : depuis le 1<sup>er</sup> janvier, les entreprises ne peuvent plus amortir de façon accélérée leurs dépenses d'équipement. Les exportations, qui ont accéléré au quatrième trimestre 2013, ralentiraient en ligne avec les échanges mondiaux. Les importations, peu dynamiques depuis un an, progresseraient à nouveau comme la demande intérieure et le commerce extérieur ne soutiendrait plus l'activité. ■

### La production handicapée par le froid en janvier



# Japon

## Consolidation budgétaire

Au Japon, l'activité économique a progressé moins qu'attendu au second semestre 2013 (+0,2 % par trimestre). Alors que la demande intérieure a été très dynamique, les exportations ont stagné, si bien que la contribution du commerce extérieur a été très négative. À l'horizon de la prévision, la politique budgétaire deviendrait restrictive : les plans de relance budgétaire perdraient en intensité et la TVA a augmenté de 5 % à 8 % au 1<sup>er</sup> avril 2014. Sous l'effet des achats anticipés de biens durables, l'activité accélérerait au premier trimestre 2014 (+0,8 %) avant de se contracter au deuxième trimestre (-0,8 %).

### Hausse de la TVA au 1<sup>er</sup> avril 2014

La politique de relance macroéconomique engagée par le gouvernement de Shinzo Abe soutient puissamment l'activité et les prix depuis un an. En janvier, l'inflation atteint 1,4 %, niveau rarement atteint ces dernières années, et le taux de chômage s'est établi à 3,7 %, au plus bas depuis 2007. Pour le premier trimestre 2014, les enquêtes de conjoncture disponibles jusqu'en février restent bien orientées, en particulier dans l'industrie. En revanche, la confiance des ménages s'étiole, sans doute par anticipation de la hausse de la TVA de 5 % à 8 % au 1<sup>er</sup> avril, qui a conduit les ménages à anticiper leurs achats de biens durables (cf. graphique) et leurs investissements immobiliers. Par ailleurs, les plans de relance par l'investissement public perdraient en intensité.

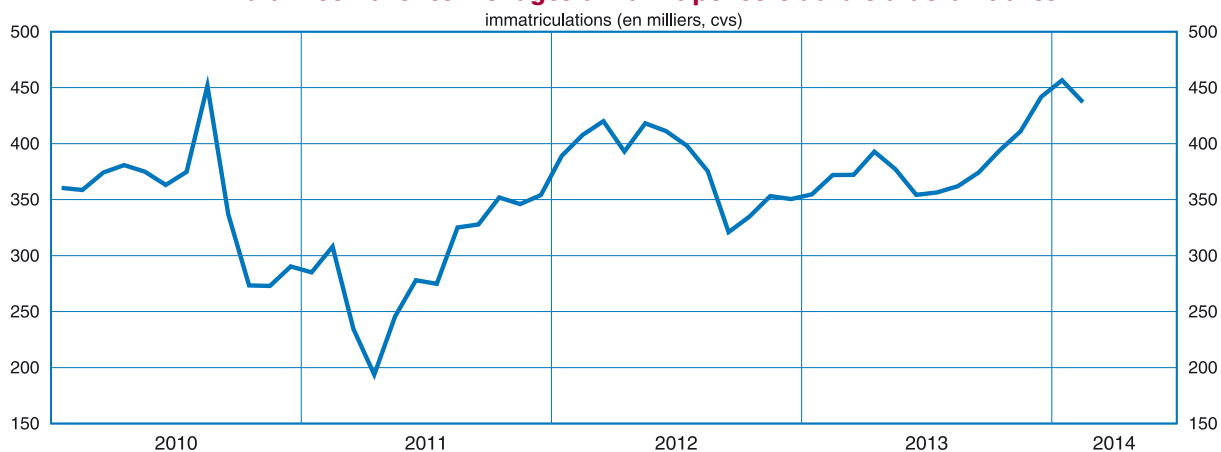
### Reprise de l'investissement des entreprises

L'investissement des entreprises a accéléré au quatrième trimestre 2013 (+0,8 % après +0,1 %). Le redémarrage de l'investissement apparaît ainsi plus tardif que celui de l'activité car les entreprises ont mobilisé dans un premier temps leurs capacités de production inutilisées. Cependant, en décembre, le taux d'utilisation des capacités productives a retrouvé le niveau de début 2012. L'investissement productif resterait ainsi dynamique au premier semestre 2014, porté à la fois par l'amélioration des perspectives d'activité et la baisse de l'impôt sur les sociétés au 1<sup>er</sup> avril.

### Progression modeste des exportations

En 2013, les exportations ont augmenté de 1,6 %, une progression modeste eu égard à la dépréciation du yen de près de 25 % vis-à-vis du dollar au début de l'année. Elles retrouveraient un peu de tonus en 2014 mais n'effaceraient pas les pertes enregistrées dans les échanges avec la Chine, consécutives au différend territorial des îles *Senkaku-Diaoyu*. Parallèlement, les importations suivraient le profil heurté de la demande intérieure et, en moyenne au premier semestre 2014, le déficit commercial se stabiliserait autour de 2 % du PIB, au plus haut depuis quarante ans. ■

### En fin d'année 2013 les ménages ont anticipé leurs achats d'automobiles



Source : Association japonaise des constructeurs automobiles



# Économies émergentes

## Zone de turbulences

Après un premier semestre 2013 décevant, l'activité a accéléré dans les économies émergentes au second semestre. Ce dynamisme s'est traduit par une reprise vigoureuse de leurs importations qui ont crû en moyenne de 2,0 % par trimestre.

L'activité ralentirait légèrement à l'horizon de la prévision, en partie à la suite du resserrement observé des politiques monétaires. Déjà bousculées l'été dernier, la plupart des monnaies émergentes se sont de nouveau dépréciées en janvier, en lien avec la sortie de l'assouplissement quantitatif américain, et leurs banques centrales ont resserré leur politique monétaire. Dans ce contexte, le climat des affaires reste en deçà de son niveau d'avant-crise dans la plupart des économies émergentes. Seules les économies de l'est de l'Union Européenne, portées par le redémarrage européen, resteraient franchement dynamiques d'ici mi-2014.

### Incertitudes en Chine

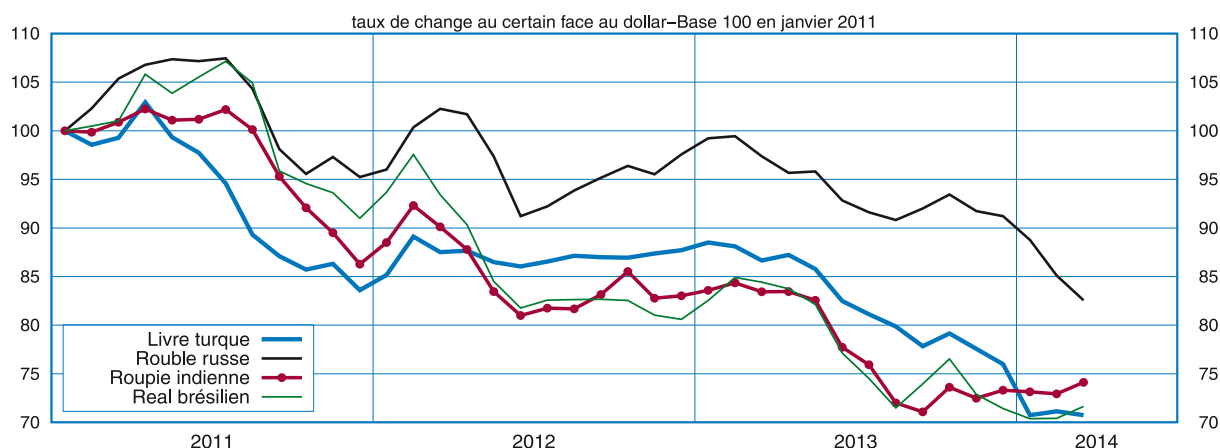
Au quatrième trimestre 2013, l'activité a décéléré en Chine (+1,8 % après +2,2 % au troisième trimestre) et le glissement annuel du PIB a atteint +7,7 %. Pour le premier trimestre 2014, selon les données des enquêtes de conjoncture, tout comme celles de consommation d'électricité, l'activité continuerait de ralentir. La banque centrale de Chine a dû intervenir en injectant des liquidités à deux reprises sur le marché interbancaire en décembre (300 Mds yuans - environ 35 Mds €) et

en janvier (255 Mds yuans) pour apaiser les tensions nées des craintes de défaut d'un fonds de placement commercialisé par la plus grande banque chinoise. Depuis mi-2010, les autorités ont durci leur politique monétaire pour contenir la hausse de l'encours de crédit qui, à court terme, favorise la reprise du marché immobilier et notamment l'augmentation des prix des logements. En conséquence, d'après les dernières données, le crédit ralentit. En février, la hausse des prix de l'immobilier atteint 15,9 % à Pékin et 12,1 % à Shanghai sur un an mais les prix stagnent depuis deux mois après avoir déjà fortement ralenti en décembre.

### Deuxième crise de change en un an pour les autres grands émergents ...

La perspective d'un ralentissement de la création monétaire aux États-Unis avait provoqué un premier rapatriement des capitaux investis par les investisseurs privés dans les pays émergents et une brusque dépréciation des monnaies émergentes cet été, en particulier dans les pays à fort déficit courant (Brésil, Inde, Indonésie, Turquie). Après une accalmie au second semestre 2013, les sorties de capitaux ont repris en décembre, entraînant une nouvelle glissade des marchés et des monnaies, notamment russe, turque et argentine (cf. graphique 1). Les banques centrales sont intervenues sur le marché des changes et ont de nouveau resserré leurs politiques monétaires (Brésil, Inde, Indonésie, Russie, Turquie), sur fond de tensions inflationnistes.

1 - Les monnaies émergentes plongent face au dollar



Source : Fonds Monétaire International

## Développements internationaux

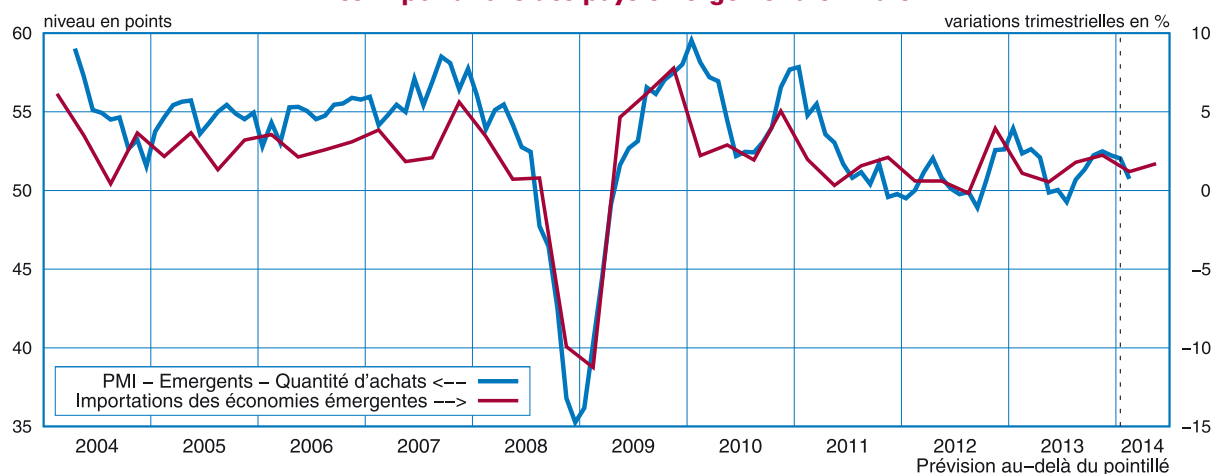
### ... et ralentissement des importations

Malgré une accélération en fin d'année, l'activité des économies émergentes a ralenti en moyenne en 2013 : leur croissance a atteint 4,6 % après 4,9 % en 2012. En revanche, la progression des importations (+6,1 % après +4,5 %) a été soutenue par une demande intérieure robuste et la contribution du commerce extérieur a été globalement négative. Début 2014, le climat des affaires s'est à nouveau tassé (cf. graphique 2) alors qu'il était déjà très en deçà de sa moyenne des années 2000. Les importations ne conserveraient pas le rythme atteint fin 2013 et ralentiraient (+1,2 % puis +1,7 % aux deux premiers trimestres 2014). À l'inverse, les exportations seraient stimulées par la dépréciation des monnaies et par l'accélération de la demande en provenance des économies avancées : la contribution du commerce extérieur deviendrait ainsi légèrement positive à l'horizon de la prévision, notamment dans les pays à fort déficit courant. Par exemple, en Inde, en janvier, les importations reculent de 18,1 % sur un an tandis que les exportations progressent de 3,8 %.

### Accélération des PECO

En Russie, la croissance du PIB a atteint +1,3 % en 2013, au plus bas depuis 2009. Pour le premier trimestre 2014, l'acquis de production industrielle à l'issue du mois de février est nettement négatif (-0,9 %) et le climat des affaires est dégradé : l'indicateur PMI pour l'industrie atteint 48,5 en février après 48 en janvier, au plus bas depuis 2009. Fin février, la crise ukrainienne a provoqué un nouveau recul du rouble et un relèvement des taux directeurs russes de 5,5 % à 7,0 %. En revanche, l'Europe de l'Est redémarrerait, portée par la reprise de l'activité dans la zone euro. Selon les enquêtes publiées par la Commission européenne, l'indicateur synthétique du climat des affaires est au plus haut depuis 2002 en Hongrie et se rapproche de sa moyenne de longue période en Pologne et en République tchèque (cf. graphique 3). Enfin, en Turquie, le climat des affaires signale clairement une décélération de l'activité, après le rebond de 2013. La dépréciation de la livre turque renchérit les matières premières et, surtout, la très forte hausse des taux directeurs (550 points de base en janvier) limiterait la progression du crédit. ■

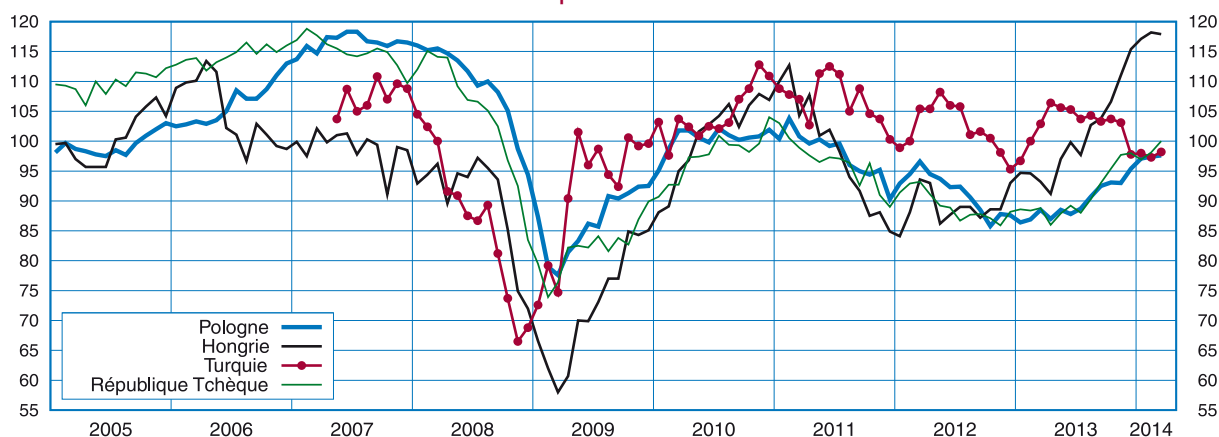
### 2 - Les importations des pays émergents ralentiraient



Sources : Markit, Centraal PlanBureau, calculs et prévisions Insee

### 3 - Indicateur synthétique du climat des affaires : PECO et Turquie

Dernier point : mars 2014



Source : DG Ecfm