

CONJONCTURE INTERNATIONALE

Nouvelles initiatives de la BCE

Une croissance mondiale légèrement supérieure à 3 % l'an est le scénario le plus probable pour les prochaines années, mais cette perspective est exposée à des aléas et à l'instabilité potentielle des marchés financiers.

Les risques géopolitiques ne doivent jamais être négligés. Ces derniers mois, les conflits en Ukraine et en Irak, qui n'étaient pas anticipés, l'ont clairement démontré. De la même façon, la sérénité aujourd'hui exprimée par les marchés financiers est à la merci des inversions, toujours difficiles à gérer, des politiques monétaires.

Depuis la crise de 2008-2009, celles-ci sont résolument expansionnistes. Dans toutes les grandes économies développées, les taux d'intérêt directeurs sont proches de zéro tandis que des politiques non conventionnelles, totalement inédites, sont appliquées. Une inflexion commence à s'opérer puisque les États-Unis modèrent leurs actions hétérodoxes et que le Royaume-Uni s'apprête à faire de même. À l'inverse, le Japon maintient une politique de relance tous azimuts, afin de sortir de plusieurs décennies de marasme.

Dans la zone euro, la responsabilité est lourde pour la BCE, acteur en dernier ressort de la gestion économique européenne. La faiblesse de la reprise et la poursuite de la désinflation imposent sans cesse de nouvelles mesures et l'annonce d'actions potentielles de plus grande ampleur.

LA SYNTHÈSE

Le retour de la croissance en **Europe** et les mesures prises par la Banque centrale européenne début juin devraient éloigner les risques de déflation, au moment où le glissement annuel des prix de détail est tombé à 0,5 % en mai. Certaines économies comme la Grèce sont clairement installées dans un cycle de recul des prix (- 2 %), alors que d'autres (Espagne, Pays-Bas) n'en sont guère éloignées. En même temps, la progression des coûts horaires de la main-d'œuvre est tombée pour la première fois sous la barre des 1 %.

Au **Royaume-Uni**, la remontée des prix de l'immobilier est spectaculaire. Ceux-ci ont en effet augmenté de 13,5 % entre le creux de la fin 2012 et le printemps 2014, restant toutefois nettement en retrait de leur pic de 2007. Toutes les composantes de la demande participent à l'expansion, notamment les investissements des entreprises qui augmentent à un rythme annuel de 11 %. De leur côté, les ventes de détail, qui avaient peu varié tout au long de 2012, se sont envolées les mois suivants, en liaison avec le boom de l'emploi qui franchit un nouveau record en avril. Le taux d'épargne des ménages s'affiche à un peu plus de 5 % de leurs revenus depuis plusieurs trimestres, légèrement au-dessus de sa moyenne enregistrée depuis 2000.

La croissance **japonaise**, imperceptible au second semestre 2013, est ressortie à 1,6 % au début 2014 avant le relèvement du taux de TVA le 1^{er} avril. Les indicateurs parus depuis lors suggèrent une correction à venir, à l'image de l'indice

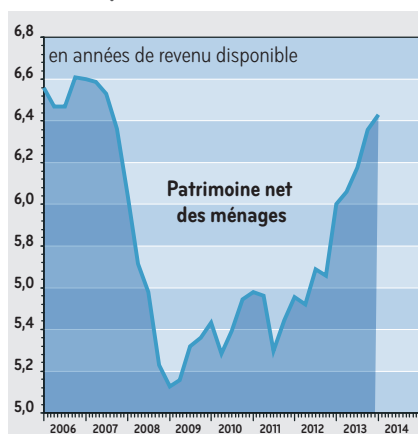
PMI manufacturier, revenu sous la barre des 50 en avril et mai. D'autre part, les mises en chantier de logements, qui avaient atteint un point haut au tournant de 2013-2014, ont décroché de 15 % les mois suivants. Seules les perspectives d'investissement productif restent bien orientées, comme le suggèrent les commandes de machines qui ont quasiment retrouvé leur record d'il y a six ans.

Aux **États-Unis**, le renforcement de l'activité et l'accélération de l'inflation plaident pour un relèvement des taux directeurs avant la mi-2015, échéance anticipée jusque-là par les marchés. L'une des bonnes nouvelles des derniers mois est le dynamisme de l'emploi salarié, qui progresse à un rythme de 2 % l'an, alors que la population découragée de trouver un travail, qui s'était réduite jusqu'à la fin de l'an passé, repart à la hausse. La confiance des consommateurs plafonne au niveau le plus élevé depuis six ans.

Le rythme de croissance des économies émergentes s'est modéré au cours des derniers trimestres. Dans le seul secteur industriel, l'activité est même à l'arrêt depuis trois ans en **Inde** et plus de quatre ans au **Brésil**. Elle augmente à une cadence de l'ordre de 9 % l'an en **Chine** en regard de 14 % au printemps 2012, pendant que la hausse des investissements se tempère graduellement. Leur glissement annuel s'établit aujourd'hui à 17 % en valeur, rythme divisé par deux en l'espace de quatre ans.

1. ÉTATS-UNIS : HAUSSE DE LA CONSOMMATION

Les sommets de 2007 sont quasiment retrouvés



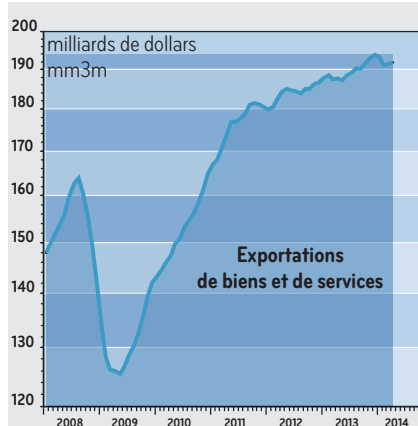
Source : Federal Reserve

La Réserve fédérale continue de réduire le montant de ses achats d'actifs prévus dans le programme d'assouplissement quantitatif. En même temps, elle annonce que les taux directeurs resteront bas pour « *une durée considérable* », écartant la possibilité d'un relèvement prématuré lié à l'accélération de l'inflation. En effet, le glissement annuel des **prix de détail** est remonté de 1,1 % en février à 2,1 % en mai, alors que l'inflation en zone euro demeure faible (0,5 %). En fait, la Fed reste prudente, révisant à la baisse ses **perspectives de croissance** dans une fourchette comprise entre 2,1 et 2,3 % en 2014 contre une prévision de 2,8 à 3 % il y a trois mois. L'an prochain, le PIB progresserait à un rythme supérieur à 3 %, ramenant le taux de chômage entre 5,4 et 5,7 % de la population active.

Les indicateurs conjoncturels parus au printemps témoignent du renforcement de l'activité, après l'aléa climatique du début de l'année. Les **ventes de détail** ont augmenté de 0,3 % en valeur en mai après 0,5 % en avril, atteignant un nouveau record et les seules immatriculations automobiles retrouvent quasiment leur niveau d'avant la crise de 2008. Les dépenses des ménages sont confortées par le dynamisme de l'emploi, alors que la progression des salaires nominaux peine à accélérer à un rythme supérieur à 2 % l'an. Enfin, la bonne tenue des **commandes de biens d'équipement** annonce une reprise des investissements des entreprises, qui avaient augmenté timidement jusque-là.

Le désendettement des Américains est interrompu. Le montant de leurs dettes rapporté à leurs revenus, tombé de 135 % fin 2007 à 108 % fin 2012, n'a en effet guère évolué depuis lors. En fait, le repli de leur encours de crédits hypothécaires est compensé par la hausse de celui des crédits à la consommation. De leur côté, les actifs continuent de se raffermir (+ 9,4 % sur un an), de sorte que le **patrimoine des ménages** représente désormais 6,4 années de revenus, à proximité du pic de 6,6 années enregistré courant 2007.

Plafonnement des ventes à l'étranger



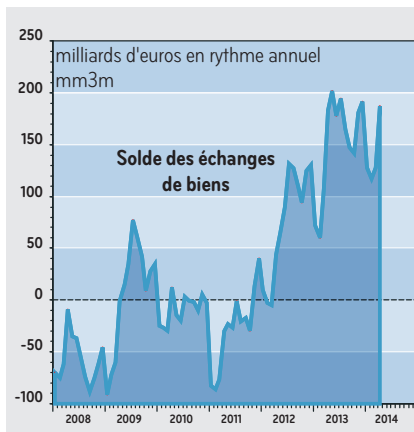
Source : Census Bureau

Les résultats du commerce extérieur déçoivent. Les exportations de biens et services plafonnent depuis octobre dernier, tandis que les achats à l'étranger repartent de l'avant en fin de période : le **déficit des échanges** remonte ainsi à plus de 750 milliards de dollars en rythme annuel, approchant le pic du printemps 2012. Hors produits pétroliers, il dépasse la barre des 500 milliards pour la première fois depuis six ans et demi.

L'autre déception vient de la trop lente résorption du **déficit des administrations publiques**. Celui-ci ressort en effet à 6,1 % du PIB en liaison avec l'insuffisante croissance des recettes. Le déficit de l'État, qui s'était nettement réduit en mars-avril, s'est vivement élargi au mois de mai.

2. ZONE EURO : PRIORITÉ À LA LUTTE CONTRE LA DÉFLATION

Maintien des excédents commerciaux à haut niveau



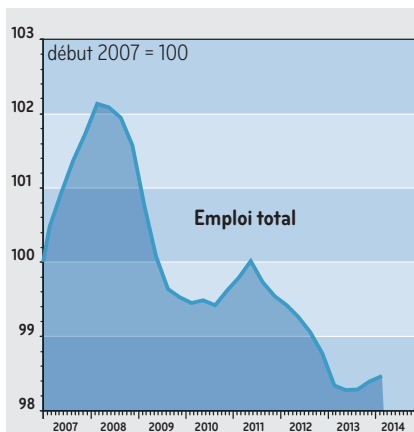
Source : Eurostat

L'**inflation** en zone euro a ralenti à 0,5 % sur un an en mai puis en juin, après 0,7 % enregistré le mois précédent. Dans la quasi-totalité des états membres – exceptés l'Autriche et le Luxembourg – la hausse des prix à la consommation est inférieure ou égale à 1 %. En Espagne et en Italie, l'inflation ressort depuis plusieurs mois sous les 0,5 %. Au Portugal, la variation est négative depuis février (- 0,4 % en mai). Enfin, la situation est bien plus délicate en Grèce, où les prix reculent de façon continue depuis 15 mois (- 2 % en mai).

Au vu de ces éléments, la **Banque centrale européenne** a annoncé de nouvelles mesures ayant pour objectif de soutenir l'économie et de permettre d'éviter une entrée en déflation de la zone. L'institution a ainsi baissé le taux de refinancement à 0,15 % tandis que le taux de dépôt passait en territoire négatif, à - 0,1 %, pénalisant les banques qui conservent des liquidités inutilement. D'autres opérations destinées à inciter les banques à distribuer du crédit au secteur privé ont été déployées en plus de celles déjà en place.

Suite à ces annonces, l'**euro** a à peine reflué, passant légèrement sous la barre des 1,36 \$. La force de la monnaie unique par rapport au dollar continue ainsi de freiner la reprise économique, notamment dans les pays les moins compétitifs. Pour autant, la zone euro continue d'accumuler des **excédents commerciaux** de près de 175 milliards d'euros par mois en rythme annuel depuis la mi-2013. Ce résultat tient cependant plus au repli des importations lié à la faiblesse de la demande intérieure qu'à un accroissement marqué des exportations.

Reprise timide de l'emploi



Source : Eurostat

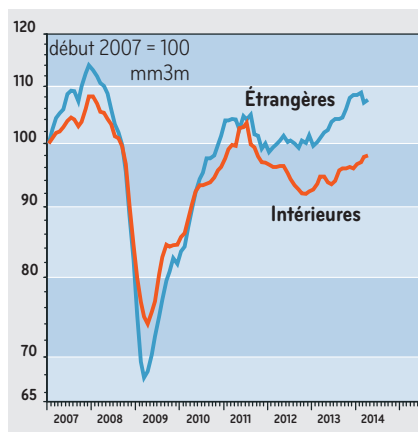
La conjoncture continue de s'améliorer à un rythme modéré dans les États membres, soutenue par le dynamisme de l'économie allemande. Les **indices PMI des directeurs d'achat** pour le mois de juin marquent un léger recul mais demeurent dans la zone d'expansion de l'activité, à 52,8 contre 53,5 en mai.

Le marché du travail se réoriente lui aussi favorablement. L'**emploi** progresse en début d'année pour le troisième trimestre successif (+ 0,1 %). Dans le même temps, le **taux de chômage** poursuit son lent repli. Il ressort en avril à 11,7 % de la population active, contre un record de 12 % enregistré de la fin 2012 à l'été 2013.

Face à l'afflux de liquidités, à la timidité de la reprise économique, à la faiblesse des perspectives d'inflation et aux politiques de consolidation budgétaire menées dans l'ensemble de la zone euro, les **taux des obligations à dix ans** sont proches de leurs plus bas pour l'ensemble des pays. Ils ressortent à 1,3 % en Allemagne et 1,8 % en France. Dans les pays périphériques, l'amélioration des conditions de financement est stupéfiante. Ainsi, les taux italiens et espagnols sont passés pour la première fois sous la barre des 3 %. Ils sont inférieurs à 3,5 % au Portugal et s'affichent à près de 6 % en Grèce.

3. ALLEMAGNE : TAUX DE CHÔMAGE DE 5 %

Hésitations des commandes étrangères



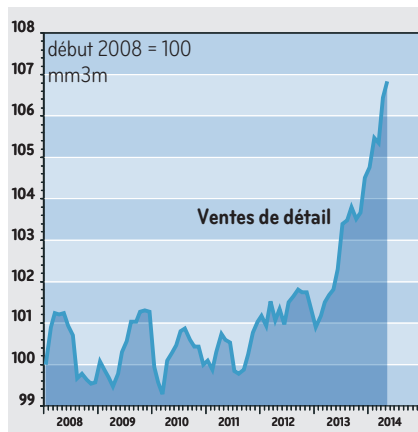
Source : Destatis

Les performances de l'économie allemande sont incontestables. La **production manufacturière** a retrouvé son niveau d'avant-crise, tandis que le **PIB** le dépasse de 5 %. L'**emploi**, qui avait à peine reculé en 2009 grâce au recours au chômage partiel, a progressé ces dernières années à un rythme moyen de 1 % l'an, de sorte que le taux de chômage est descendu à 5,2 % de la population active.

Les **exportations** ont été le fer de lance de la reprise, mais ce moteur s'essouffle en fin de période, en raison de la faiblesse de la demande des grandes économies émergentes. En revanche, les industriels allemands devraient profiter ces prochains trimestres de l'amélioration de l'activité chez leurs voisins européens. Mais la meilleure nouvelle est sans conteste la concrétisation du relais tant attendu par la demande intérieure. **Les ventes de détail, les investissements en logements et ceux des entreprises en biens d'équipement** redémarrent en effet de concert. À moyen terme, le ralentissement démographique constituera un défi difficile à surmonter, mais dans le proche avenir l'Allemagne continuera d'exercer le rôle de locomotive européenne.

4. ROYAUME-UNI : CROISSANCE SOUTENUE

Forte progression des dépenses des ménages



Source : ONS

Au premier trimestre, la **croissance** de l'économie britannique est ressortie à 0,8 %, rythme dans la ligne de ceux enregistrés depuis le printemps 2013. La **consommation des ménages** est restée le moteur principal, avec une progression de 0,7 %. Dans le même temps, l'**investissement** a poursuivi son redressement, de façon toutefois plus modérée qu'au trimestre précédent (+ 0,6 après + 1,9 %), soutenu par le dynamisme des dépenses des entreprises (+ 2,7 %). Le **commerce extérieur** n'a quant à lui apporté qu'une faible contribution à l'expansion de l'activité, les exportations et les importations refluant de respectivement 1 et 1,1 %.

La robustesse de la reprise économique est confirmée par la quasi-totalité des indicateurs conjoncturels. En avril, la **production manufacturière** a progressé pour le cinquième mois consécutif, dépassant ainsi le point haut du printemps 2011. L'**indice PMI manufacturier**, ressorti à 57 en mai, niveau élevé autour duquel il oscille depuis plusieurs mois, suggère la poursuite de ce rebond. Les dépenses des ménages sont elles aussi dynamiques. Les **ventes de détail** sont franchement orientées à la hausse depuis la mi-2013, affichant une progression de près de 4 % sur un an. Les **immatriculations de véhicules** ressortent quant à elles au plus haut depuis la fin 2004, à près de 2,5 millions en rythme annuel, contre un point bas de 1,9 million fin 2011. L'amélioration de certains indicateurs est cependant source de problèmes. Ainsi, les **prix des logements** rebondissent fortement depuis le creux d'octobre 2012 (+ 16 %), laissant craindre la formation d'une « bulle » dans le secteur de l'immobilier.

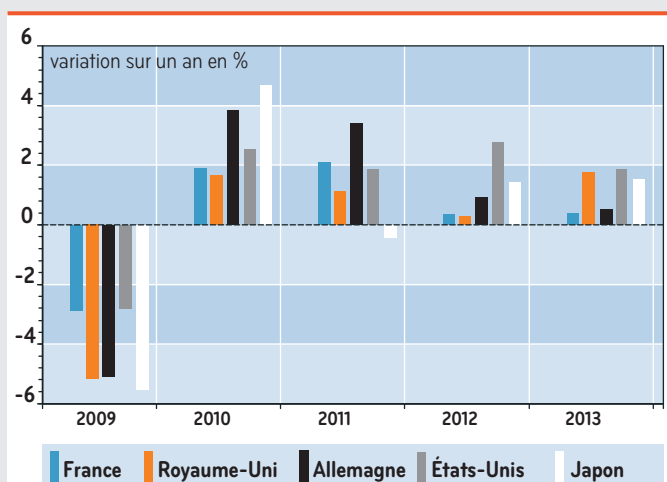
REPÈRES STATISTIQUES

CROISSANCE

| variation annuelle en % | 2012 | 2013 | 2014 (prév.) |
|-------------------------|------|------|--------------|
| États-Unis | 2,8 | 1,9 | 2,1 |
| Japon | 1,4 | 1,6 | 1,8 |
| Allemagne | 0,9 | 0,4 | 1,9 |
| Royaume-Uni | 0,3 | 1,9 | 2,8 |
| France | 0,3 | 0,3 | 0,6 |

Source : Coe-Rexecode

PIB



Sources nationales

EMPLOI, CHÔMAGE

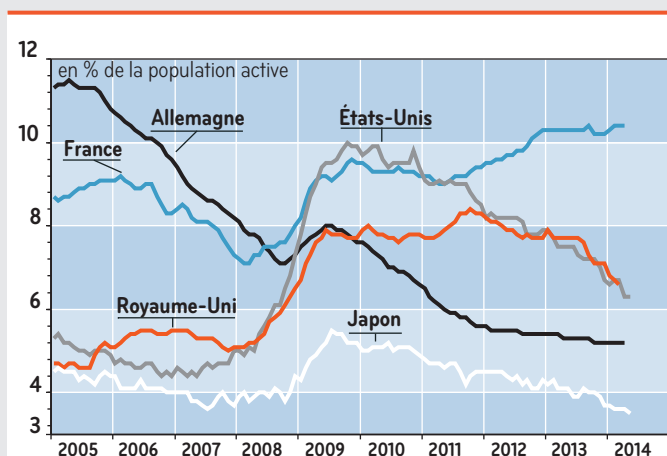
| | Durée annuelle effective du travail des salariés (heures) | Âge effectif moyen de sortie du marché du travail (moyenne 2007-2012) | | Temps partiel (% de l'emploi) | Emploi administr. publiques (% de l'emploi total) |
|-------------|---|---|------|-------------------------------|---|
| | 2012 | H | F | 2012 | 2012 |
| États-Unis | 1 798 | 65 | 65 | 13,4 | 15,4 |
| Japon | 1 765 | 69,1 | 66,7 | 20,5 | 7,9 |
| Allemagne | 1 317 | 62,1 | 61,6 | 22,1 | 11,1 |
| Royaume-Uni | 1 637 | 63,7 | 63,2 | 24,9 | 18,0 |
| France | 1 402 | 59,7 | 60 | 13,8 | 22,9 |
| OCDE | | 64,2 | 63,1 | 16,9 | 14,2 |

Source : OCDE

| | Taux de chômage | Taux d'activité des 15-24 ans | Taux d'activité des 55-64 ans |
|-------------|-----------------|-------------------------------|-------------------------------|
| | 2012 | 2012 | 2012 |
| États-Unis | 8,1 | 54,9 | 64,5 |
| Japon | 4,4 | 41,8 | 68,2 |
| Allemagne | 5,5 | 50,8 | 65,4 |
| Royaume-Uni | 7,9 | 63,3 | 61,1 |
| France | 10,3 | 37,8 | 47,9 |
| OCDE | 8,0 | 47,4 | 58,9 |

Source : OCDE

TAUX DE CHÔMAGE



Source : Eurostat

REPÈRES STATISTIQUES

TAUX D'INTÉRÊT

| Euro-devises à 3 mois | 2012 | 2013 | juin 2014 |
|-----------------------|-------|-------|-----------|
| États-Unis | 0,5 % | 0,2 % | 0,2 % |
| Zone Euro | 0,5 % | 0,2 % | 0,2 % |
| Japon | 0,2 % | 0,0 % | 0,1 % |

Source : Coe-Rexecode

| Emprunts d'État à 10 ans | 2012 | 2013 | juin 2014 |
|--------------------------|-------|-------|-----------|
| États-Unis | 1,8 % | 2,4 % | 2,6 % |
| France | 2,5 % | 2,2 % | 1,7 % |
| Japon | 0,9 % | 0,7 % | 0,6 % |

Source : Coe-Rexecode

TAUX DE CHANGE

| 1 € = ... | 2012 | 2013 | juin 2014 |
|-----------|-------|-------|-----------|
| \$ US | 1,29 | 1,33 | 1,36 |
| £ | 0,81 | 0,85 | 0,80 |
| Yen | 102,6 | 129,6 | 138,7 |

Source : Coe-Rexecode

PÉTROLE

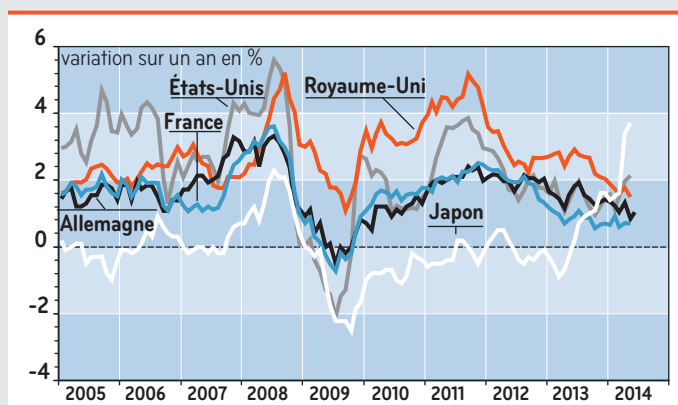
| En \$ par baril | 2012 | 2013 | juin 2014 |
|-----------------|-------|-------|-----------|
| Brent | 111,7 | 108,7 | 112,0 |

Source : Coe-Rexecode

PRIX À LA CONSOMMATION

| variation annuelle en % | 2012 | 2013 | 2014 (prév.) |
|-------------------------|------|------|--------------|
| États-Unis | 2,1 | 1,5 | 1,7 |
| Japon | 0,0 | 0,4 | 2,3 |
| Allemagne | 2,0 | 1,5 | 1,2 |
| Royaume-Uni | 2,8 | 2,6 | 1,6 |
| France | 2,0 | 0,9 | 0,8 |

Source : Coe-Rexecode



Sources nationales

ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

| en % du PIB | Dépenses | | | Solde | | | Dettes | | |
|-------------|----------|------|--------------|-------|-------|--------------|--------|-------|--------------|
| | 2012 | 2013 | 2014 (prév.) | 2012 | 2013 | 2014 (prév.) | 2012 | 2013 | 2014 (prév.) |
| États-Unis | 40,0 | 38,8 | 38,3 | - 9,2 | - 6,2 | - 5,4 | 102,1 | 104,3 | 106,2 |
| Japon | 42,0 | 42,5 | 42,3 | - 8,7 | - 9,0 | - 7,4 | 216,5 | 224,6 | 229,6 |
| Allemagne | 44,7 | 44,7 | 44,6 | 0,1 | - 0,0 | 0,0 | 81,0 | 78,4 | 76,0 |
| Royaume-Uni | 48,1 | 47,1 | 45,6 | - 6,1 | - 5,8 | - 5,1 | 89,1 | 90,6 | 91,8 |
| France | 56,7 | 57,0 | 56,8 | - 4,9 | - 4,3 | - 3,9 | 90,6 | 93,5 | 95,6 |
| UE 27 | 49,4 | 49,1 | 48,4 | - 3,9 | - 3,3 | - 2,6 | 86,8 | 88,9 | 89,5 |
| OCDE | 42,7 | 42,1 | 41,4 | - 5,9 | - 4,6 | - 3,9 | 107,1 | 109,5 | 111,1 |

Sources : Commission européenne et OCDE