

CONJONCTURE INTERNATIONALE

Une économie mondiale en ordre dispersé

La croissance mondiale se maintient sur un rythme de l'ordre de 3 % l'an, devenant en même temps plus hétérogène. Elle pourrait se renforcer, l'effondrement des cours du pétrole bénéficiant aux poids lourds de l'économie mondiale tout en brisant l'expansion de certaines régions dépendantes des recettes pétrolières, notamment la Russie. Le recul des prix du baril favorise le pouvoir d'achat des ménages et les marges d'exploitation des entreprises souvent encore hésitantes à engager de nouvelles dépenses d'équipement dans un environnement qui reste incertain.

Au sein des émergents, les performances diffèrent sensiblement. En Amérique latine, le changement de régime est prononcé pour plusieurs pays dont le Brésil et plus encore le Venezuela, lourdement affecté par le repli des prix du pétrole. À l'inverse, le Mexique bénéficie de sa proximité géographique avec les États-Unis.

L'expansion de l'économie chinoise, qui avait marqué le pas au premier semestre 2012, s'est ensuite maintenue sur une cadence de 7,5 % l'an. Plusieurs plans de relance monétaire et budgétaire ont été mis en œuvre afin d'éviter un ralentissement trop brutal. Le dynamisme de la demande mondiale continue de tirer les exportations. Par ailleurs, le boom du marché immobilier, qui avait inquiété les autorités en 2013, s'est corrigé pour partie depuis lors mais l'endettement privé comme public reste élevé. En Inde, les statistiques récentes sont plutôt encourageantes. Le pari d'une relance de l'activité industrielle demande à être concrétisé, à l'heure où celle-ci plafonne depuis près de quatre ans.

Le Premier ministre japonais, réélu, poursuivra les réformes mises en œuvre depuis deux ans. La hausse de la TVA pénalise l'activité à court terme mais la dépréciation du yen donne une bouffée d'oxygène aux entreprises exportatrices. L'objectif du retour durable de l'inflation est en voie d'être atteint, d'autant que les salaires nominaux augmentent depuis plusieurs trimestres. En même temps, les stigmates de la crise immobilière du début des années quatre-vingt-dix

subsistent, les prix des terrains continuant de diminuer sur l'ensemble du territoire.

La reprise se poursuit aux États-Unis. Les créations nettes d'emplois rejoignent leur sommet de 2005-2006, de sorte que le taux de chômage passe sous la barre des 6 %. En zone euro, le redémarrage de l'activité reste globalement modeste, pénalisé par la contraction du crédit. Dans ce contexte, la Banque centrale s'apprête à annoncer des mesures non conventionnelles, d'autant que les prix de détail ne progressent guère. Cette perspective favorise la chute de l'euro à moins de 1,20 \$ début janvier contre près de 1,40 au printemps 2014. La conjoncture allemande est affectée par la baisse des investissements. En revanche, les dépenses de consommation des ménages retrouvent des couleurs grâce au dynamisme du marché du travail. La maîtrise des comptes publics demeure un objectif prioritaire, entraînant un recul de la dette vers 74,5 % du PIB l'an passé, vingt points en dessous de la moyenne européenne. La bonne nouvelle vient des économies périphériques où la reprise semble engagée, même en Grèce où les incertitudes politiques ternissent quelque peu le diagnostic. La situation continue en revanche de se dégrader en Italie, le PIB diminuant pour le treizième trimestre consécutif.

En conséquence, le calendrier du relèvement futur des taux directeurs devrait être très différent de part et d'autre de l'Atlantique. Pour le moment, les taux d'intérêt américains des obligations à 10 ans ne marquent pas de signe de rebond, bien au contraire, s'inscrivant à 2 % contre un point haut de 3 % en janvier 2014. En Europe, les taux touchent à peu près partout un plus bas historique, à l'image de celui de l'Allemagne tombé à 0,5 %.

LA SYNTHÈSE

Le choc subi par l'économie **russe**, lié à la fois aux sanctions occidentales et à la chute des cours du pétrole, est particulièrement sévère. Le plongeon du rouble a incité les autorités à prendre plusieurs mesures pour l'endiguer, à l'image du relèvement de 650 points de base du taux directeur décidé à la mi-décembre. Dans ce contexte, elles anticipent une contraction de près de 5 % du PIB en 2015 si les prix du pétrole restaient stabilisés autour de 60 dollars par baril.

En **zone euro**, les enquêtes de conjoncture témoignent d'une progression modeste de l'activité à l'horizon des prochains mois, comme le suggère l'indice PMI des directeurs d'achat qui dépasse à la marge la barre des 50 dans l'industrie. Le taux d'utilisation des capacités reste inférieur d'environ 2,5 points à sa moyenne de long terme.

Au **Royaume-Uni**, la plupart des indicateurs sont bien orientés, à l'image des ventes de détail qui franchissent un nouveau point haut en novembre (+ 1,5 % en un mois). L'emploi se maintient à un niveau élevé et la progression des salaires, interrompue à la mi-2014, se situe à 1,6 % sur un an en octobre. Seules les dépenses d'investissement des entreprises déçoivent, diminuant de 1,4 % durant l'été après une hausse moyenne de 2,6 % lors de chacun des quatre trimestres précédents.

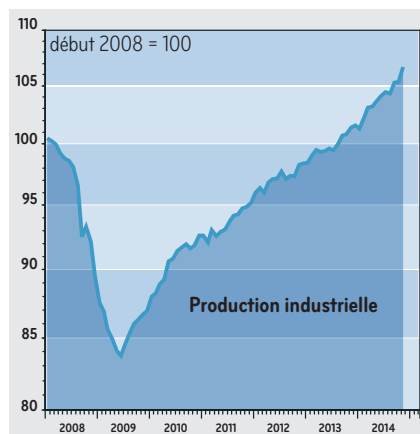
Au **Japon**, l'expansion de la politique monétaire a entraîné une dépréciation brutale de la devise : le dollar

s'échangeait en effet contre près de 120 yens à la fin décembre en regard d'un peu plus de 100 jusqu'au mois de juillet. Le mouvement est également observé contre les monnaies des autres pays asiatiques, lesquels interviennent sur le marché des changes afin de restaurer leur compétitivité. L'inflation sous-jacente, devenue positive à l'automne dernier, dépasse 2 % sur douze mois en liaison avec le relèvement du taux de TVA mais la déflation dans le secteur immobilier à l'œuvre depuis le début des années quatre-vingt-dix se poursuit. Le glissement annuel des prix des terrains recule en effet de 1,2 % au troisième trimestre 2014 après - 1,7 % en début d'exercice. Par ailleurs, la production industrielle a rebondi à partir de septembre, sans compenser le repli de 6 % intervenu depuis mars.

En **Chine**, les exportations de marchandises continuent de tirer profit de la vitalité de la demande des économies asiatiques. En même temps, la production d'acier se rapproche de la barre des 70 millions de tonnes, de sorte qu'elle représente désormais plus de la moitié de la production mondiale. Sur le marché immobilier, la contraction des ventes se poursuit sans s'accroître, ressortant à environ 10 % sur un an depuis juillet. En **Inde**, l'augmentation du PIB oscille autour de 5 % l'an depuis 2012 en regard de 8,5 % au premier semestre 2011 et l'inflation, longtemps à deux chiffres, se ralentit sensiblement. La variation sur douze mois des prix de détail est en effet tombée à 4,1 % en novembre pour la première fois depuis 2005.

1. ÉTATS-UNIS : CROISSANCE SOLIDE

Progression soutenue



Source : Federal Reserve

Les statistiques publiées à la fin 2014 témoignent de la solidité de l'expansion aux États-Unis. La **production industrielle** a augmenté de 1,3 % en novembre, de sorte que le taux d'utilisation des capacités franchit pour la première fois le seuil des 80 % depuis le début 2008. L'indice ISM des directeurs d'achat a il est vrai quasiment retrouvé son sommet antérieur (avant de fléchir en décembre), situation également observée dans le secteur des services.

Dans le même temps, la vigueur des dépenses des ménages se prolonge : en novembre, les ventes de détail ont bondi de 0,7 % en valeur, correspondant à une avance de plus de 5 % sur douze mois. Ce mouvement doit être relié à la montée en puissance des **crédits à la consommation** : les encours représentent désormais plus du quart des revenus des Américains contre moins de 23 % en 2011-2012 et 24 % avant la crise de 2008.

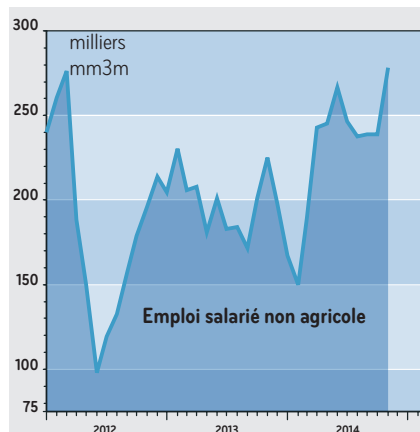
L'**emploi** est clairement engagé sur une pente favorable. En novembre, les effectifs salariés non agricoles ont augmenté de 321 000 après environ 250 000 par mois depuis le printemps et 200 000 précédemment. Il faut notamment souligner la hausse continue des effectifs du secteur manufacturier depuis quatre ans, qui atteint désormais 1,5 % l'an. D'autres indicateurs témoignent toutefois d'une fragilité persistante du marché du travail. La population inactive découragée de trouver un emploi, qui avait sensiblement diminué tout au long de 2013, est repartie à la hausse depuis lors. Elle approche 6,5 millions de personnes contre 4,8 millions il y a six ans et demi. D'autre part, la progression des salaires nominaux n'accélère pas, se maintenant autour de 2 % depuis plusieurs années.

La progression des **investissements des entreprises**, marginale au premier semestre 2013, s'est ensuite renforcée. Au troisième trimestre 2014, elle a atteint 8,9 % en rythme annuel, en large partie grâce au dynamisme des dépenses en biens d'équipement (près de la moitié du total) qui augmentent à un rythme de 11 %. De leur côté, les investissements en bâtiments grimpent moins rapidement (+ 4,8 % l'an) après la bonne performance du printemps. Les conditions sont réunies pour une poursuite du mouvement d'ensemble même si les commandes de biens durables déçoivent en fin de période, probablement en lien avec de moindres dépenses dans le secteur pétrolier.

Les **exportations comme les importations de biens et services** plafonnent à un niveau élevé depuis quelques mois. En conséquence, le déficit commercial, qui s'était creusé durant le premier semestre 2014, ne parvient pas à se résorber. À 550 milliards de dollars en rythme annuel (hors produits pétroliers) en octobre, il s'inscrit au plus haut depuis 2006.

Au total, la **croissance américaine** devrait rester robuste au cours des prochains trimestres. Dans le scénario central des prévisions de la Réserve fédérale publiées à la mi-décembre, elle atteindrait 2,8 % l'an prochain puis en 2016, après 2,4 % en 2014.

Accélération des créations d'emplois



Source : Bureau of Labor Statistics

2. ZONE EURO : LENTE REPRISE

Le ralentissement conjoncturel survenu durant l'été avait laissé craindre une nouvelle rechute de l'activité en zone euro. Compte tenu des derniers indicateurs disponibles, ce scénario semble écarté, même si aucun franc redémarrage n'est pour le moment envisagé. Le **climat des affaires**, qu'il soit mesuré par l'indice PMI des directeurs d'achat ou par le sentiment économique de la Commission européenne, s'est stabilisé au début de l'automne avant de repartir timidement à la hausse en fin d'année.

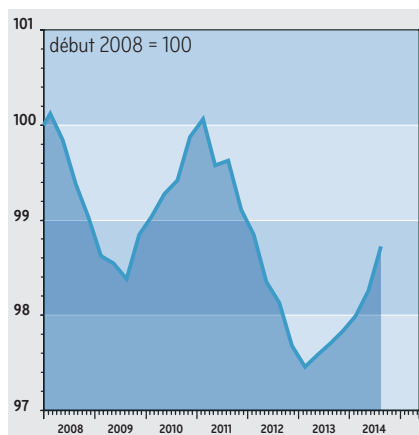
Le **PIB** a progressé de 0,2 % au troisième trimestre, après 0,1 % au deuxième, porté par la **consommation des ménages** (+ 0,5 % après + 0,3 %). Le redressement de celle-ci est relativement marqué depuis le point bas du début 2013, mais reste fragile. En effet, les ventes au détail sont hésitantes depuis trois mois. Dans le même temps, les immatriculations d'automobiles restent timidement orientées à la hausse, se rapprochant de la ligne des 9 millions en rythme annuel en novembre, contre à peine plus de 8 millions au début 2013. Elles sont encore nettement en deçà de leur niveau de 11,5 millions atteint en 2006-2007.

L'**investissement** a enregistré un nouveau recul (- 0,3 % après - 0,6 %), confirmant l'interruption du rebond entamé il y a près de deux ans. La faiblesse du taux d'utilisation des capacités de production, qui ressort à 80 % contre une moyenne de long terme de 82 %, reflète l'orientation défavorable des dépenses des entreprises. Les permis de construire résidentiels ne montrent pour leur part aucune amélioration, stagnants à bas niveau. Par conséquent, les crédits au secteur privé poursuivent leur reflux (- 1,6 % sur un an en octobre), malgré l'ensemble des mesures prises par la Banque centrale.

Le **commerce extérieur** contribue négativement à la croissance, les exportations ayant augmenté moins rapidement que les importations (respectivement + 1,3 et + 1,4 %). La stabilisation de l'**euro** autour de 1,24 dollar courant novembre puis le passage sous la barre de 1,20 début janvier après une dépréciation de près de 8,5 % entre juillet et octobre devraient stimuler les expéditions à l'horizon de quelques mois, apportant un soutien significatif à la reprise de l'activité.

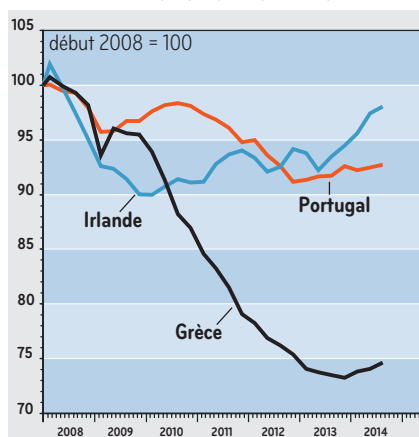
Parmi les pays membres, seule l'Italie fait figure d'exception en étant retombée en récession au troisième trimestre. Les autres **États périphériques** semblent quant à eux récolter les fruits de leurs efforts. La Grèce a enregistré une troisième hausse successive de son PIB (+ 0,7 % après + 0,4 au deuxième et + 0,8 au premier trimestre), bénéficiant de la hausse de ses exportations et du redressement de la consommation privée. Au Portugal, la croissance est ressortie à 0,3 % durant l'été comme au printemps, soutenue par la demande interne. Enfin, en Irlande, l'expansion a ralenti au troisième trimestre (+ 0,1 %) après deux fortes progressions (+ 2,8 et + 1,1 %). Alors que la consommation des ménages peine à se ressaisir et que l'investissement n'augmente que très progressivement, le pays peut compter sur le dynamisme de ses ventes à l'étranger (+ 15,5 % en glissement annuel).

Rebond de la consommation des ménages



Source : Eurostat

Redémarrage de la croissance dans les pays périphériques



Sources nationales

3. ALLEMAGNE : PROGRESSION DE L'EMPLOI

L'activité repart progressivement en Allemagne après le trou d'air observé aux deuxième et troisième trimestres 2014. En effet, alors que le PIB s'est stabilisé sur cette période (-0,1 % puis +0,1 %), les derniers indicateurs conjoncturels sont plutôt bien orientés.

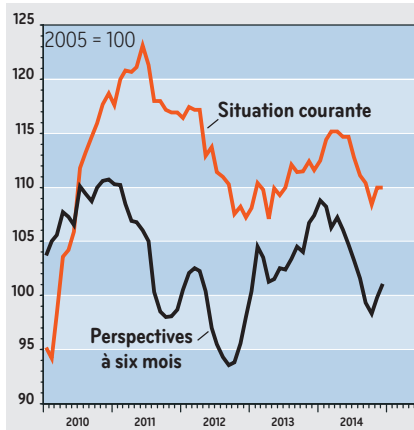
Le **climat des affaires**, mesuré par l'indice Ifo, est reparti à la hausse en novembre après six mois de repli. Le rebond s'est confirmé en décembre, avec une augmentation marquée des perspectives à six mois (+1,3 point) tandis que le sentiment sur la situation courante demeure inchangé. L'amélioration est sensible dans le secteur des services et plus modérée dans l'industrie. En revanche, le sursaut est interrompu dans la construction et le commerce de détail. La **production manufacturière** a progressé de 0,2 % en octobre (après +1,3 % en septembre), effaçant en partie l'aléa négatif du mois d'août. Sur un an, son avance ressort ainsi à 1,5 %. Le redressement des commandes adressées à l'industrie, qu'elles proviennent des marchés extérieur ou domestique, laisse entrevoir la poursuite de ce mouvement ces prochains mois.

La demande étrangère reste un moteur essentiel pour l'industrie allemande. Les **exportations** de marchandises flirtent avec la barre des 100 milliards d'euros par mois, un record, depuis la fin de l'été. Les ventes sont dynamiques vers la totalité des zones du monde. La dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar, passé de 1,35 à moins de 1,20 \$ entre l'été et le début 2015, sera un élément de soutien en ce début d'année.

Du côté des ménages, le moral ressort au plus haut depuis la fin 2009 selon l'indice GfK. Le marché du travail s'améliore de façon continue, avec un niveau d'**emploi** record, à près de 43 millions de personnes, et un nombre de chômeurs au plus bas depuis la réunification, à 2 872 000 en novembre. Le nombre d'emplois vacants atteint un nouveau sommet, à plus de 519 000, mettant en exergue l'accentuation des tensions portant sur la main d'œuvre. Par conséquent, les rémunérations restent dynamiques, ce qui, conjugué au ralentissement de l'inflation à 0,6 % sur douze mois en novembre (puis à 0,2 % en décembre selon une première estimation), se traduit par une progression des **salaires réels** de l'ordre de 2 % depuis début 2014.

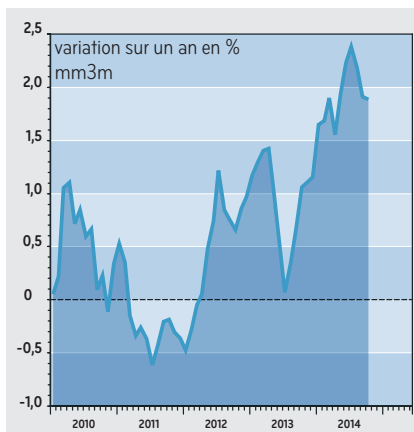
L'évolution de la **situation en Russie**, compte tenu des mesures prises par les pays occidentaux en lien avec le conflit en Ukraine, est un élément qui pourrait peser sur l'économie allemande. La fédération est en effet le onzième client de l'Allemagne, représentant 3,2 % de ses exportations, et son septième fournisseur. Au niveau financier, les banques allemandes sont au quatrième rang de celles les plus exposées à la dette extérieure russe, situation qui poserait de grandes difficultés en cas de défaut de paiement de la Russie. Cette hypothèse, peu probable il y a quelques semaines, est revenue sur le devant de la scène en fin d'année en lien avec l'effondrement des cours du pétrole et du rouble.

Inflexion du climat des affaires



Source : Ifo

Progression soutenue des salaires réels



Source : Destatis

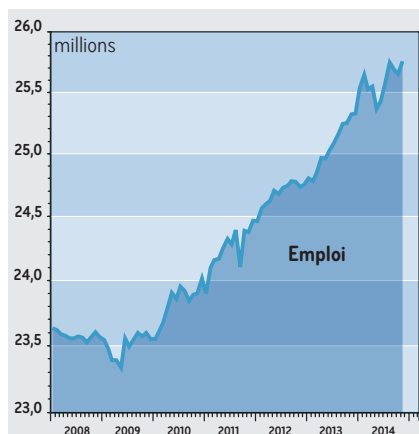
4. CORÉE : VIGUEUR DE LA DEMANDE INTERNE

La **croissance coréenne** est ressortie à 0,9 % au troisième trimestre 2014 après 0,5 % au second, de sorte que le glissement annuel atteint 3,3 %. La demande interne repart de l'avant après un faux pas au printemps mais les résultats du commerce extérieur déçoivent.

La **consommation privée**, qui avait stagné au premier semestre, s'est accrue de 1 % pendant l'été. Les ménages sont confortés par la progression régulière de l'emploi, qui, à 25,8 millions de personnes, touche un nouveau record en novembre. Pour autant, la hausse des salaires se ralentit en même temps que celle des prix de détail, retombant à 1,5 % sur un an au troisième trimestre en regard de 4,6 % au printemps 2013. De leur côté, les **investissements** ont progressé de 1,3 %, tirés par la vigueur des dépenses en construction (+ 2,5 %). À l'inverse, celles en biens d'équipement repartent à la baisse (- 0,5 %), s'inscrivant à un niveau proche de celui de la fin de l'an passé.

Le volume des **exportations**, qui augmentait à un rythme de 1,5 % par trimestre, s'est contracté de 2,2 % durant l'été. Les seules ventes de biens vers les pays de l'Union européenne ont décroché de près de 13 % (en valeur) en l'espace de quatre mois et celles vers le Japon retombent à leur plus bas de la fin 2010. En contrepoint, les expéditions vers la Chine, de loin le premier partenaire, rebondissent et celles à destination des États-Unis franchissent un nouveau sommet. Les **importations**, qui évoluent de façon erratique en fin de période, ont diminué de 0,5 % au troisième trimestre, uniquement en raison de la contraction des achats de services.

Record en novembre



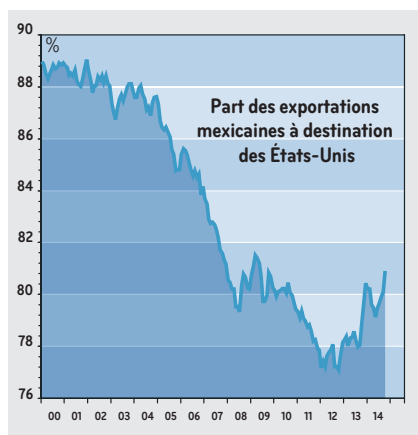
Source : Kostat

5. MEXIQUE : SOUTIEN DU COMMERCE EXTÉRIEUR

Le Mexique profite pleinement de l'amélioration de la conjoncture aux États-Unis, après une année 2013 marquée par un ralentissement de la croissance à 1,7 % contre 3,8 % en 2012. La mise en place d'une politique budgétaire expansionniste début 2014 a en effet permis de soutenir l'activité. Après une hausse de 0,9 % au deuxième trimestre, le PIB a progressé de 0,5 % durant l'été. Les **dépenses des ménages** se maintiennent en hausse quoiqu'à un rythme moins soutenu qu'au printemps (+ 0,5 % contre 1,3 %). L'**investissement** poursuit son redressement (+ 1,5 %), lequel fait plus que compenser le repli de 2013. Les **exportations** ont quant à elles bondi de 2,3 % après 4,1 % ; en valeur, elles ont atteint un nouveau sommet au mois d'octobre.

Selon les **perspectives d'automne** publiées par l'Ocde, la croissance serait ressortie à 2,6 % l'an passé et accélérerait à 3,9 % en 2015. Le renforcement de l'activité aux États-Unis serait le principal élément de soutien, stimulant les exportations. La dépréciation du peso, passé de 13 à plus de 14,7 pour 1 dollar entre septembre et décembre derniers y contribuerait. La récente chute des cours du pétrole pourrait cependant fragiliser ce scénario, en restreignant fortement la capacité d'action du gouvernement fédéral. En effet, alors que les mesures de relance prises au début 2014 ont creusé le déficit public à hauteur de 4,2 % du PIB en moyenne annuelle, les recettes liées aux hydrocarbures - près d'un tiers des recettes totales - seront fortement amputées.

Forte dépendance
au marché américain



Sources : Inegi

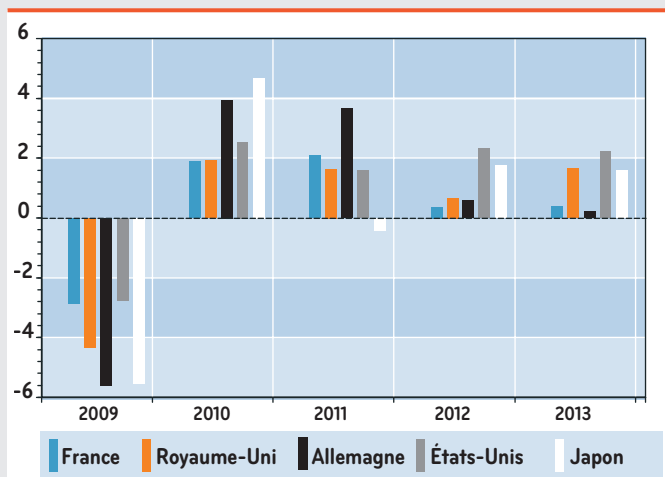
REPÈRES STATISTIQUES

CROISSANCE

variation annuelle en %	2013	2014 (prév.)	2015 (prév.)
États-Unis	2,2	2,3	2,9
Japon	1,6	0,2	0,9
Allemagne	0,1	1,4	1,0
Royaume-Uni	1,7	3,0	2,3
France	0,4	0,4	0,8

Source : Coe-Rexecode

PIB



Sources nationales

EMPLOI, CHÔMAGE

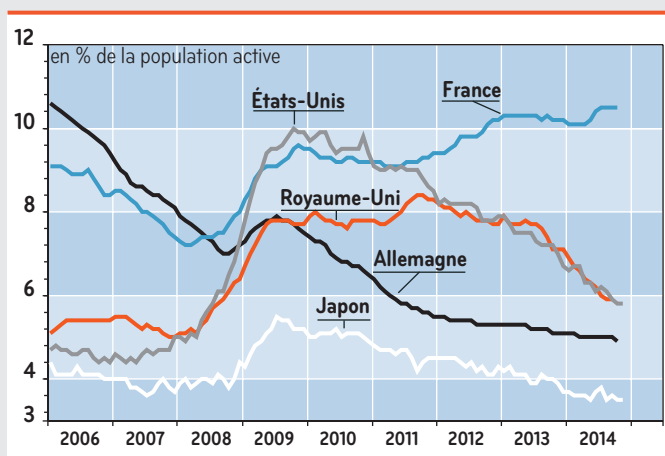
	Durée annuelle effective du travail des salariés (heures)	Âge effectif moyen de sortie du marché du travail (moyenne 2007-2012)		Temps partiel (% de l'emploi)	Emploi adminstr. publiques (% de l'emploi total)
	2013	H	F	2013	2013
États-Unis	1 795	65	65	12,3	15,2
Japon	1 746	69,1	66,7	21,9	7,9
Allemagne	1 313	62,1	61,6	22,4	10,2
Royaume-Uni	1 659	63,7	63,2	24,5	17,5
France	1 401	59,7	60	14,0	22,8
OCDE		64,2	63,1	16,8	14,6

Source : OCDE

	Taux de chômage	Taux d'activité des 15-24 ans	Taux d'activité des 55-64 ans
	2013	2013	2013
États-Unis	7,4	55,0	64,4
Japon	4,0	42,6	69,4
Allemagne	5,3	50,9	67,4
Royaume-Uni	7,5	61,7	62,6
France	10,3	37,6	49,1
OCDE	7,9	47,3	57,9

Source : OCDE

TAUX DE CHÔMAGE



Source : Eurostat

REPÈRES STATISTIQUES

TAUX D'INTÉRÊT

Euro-devises à 3 mois	2013	2014	déc. 2014
États-Unis	0,2 %	0,3 %	0,3 %
Zone Euro	0,2 %	0,2 %	0,0 %
Japon	0,0 %	0,1 %	0,1 %

Source : Coe-Rexecode

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

Source : Coe-Rexecode

TAUX DE CHANGE

1 € = ...	2013	2014	déc. 2014
\$ US	1,33	1,33	1,23
£	0,85	0,81	0,79
Yen	129,6	140,4	147,3

Source : Coe-Rexecode

PÉTROLE

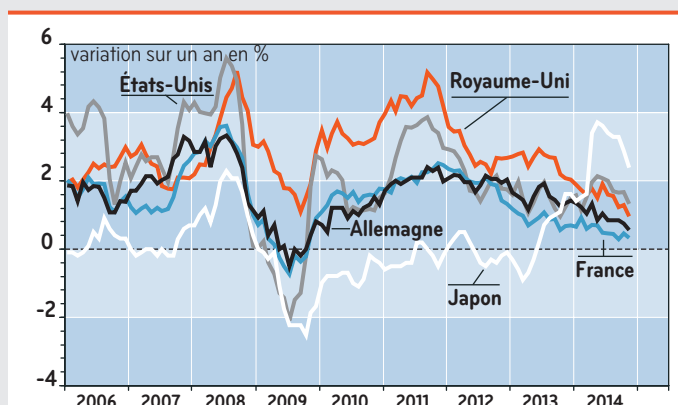
En \$ par baril	2013	2014	déc. 2014
Brent	108,7	99,7	64,0

Source : Coe-Rexecode

PRIX À LA CONSOMMATION

variation annuelle en %	2013	2014 (prév.)	2015 (prév.)
États-Unis	1,5	1,7	1,2
Japon	0,4	2,8	0,9
Allemagne	1,5	1,0	0,1
Royaume-Uni	2,6	1,6	1,2
France	0,9	0,5	0,1

Source : Coe-Rexecode



Sources nationales

ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

en % du PIB	Dépenses			Solde			Dettes		
	2013	2014 (prév.)	2015 (prév.)	2013	2014 (prév.)	2015 (prév.)	2013	2014 (prév.)	2015 (prév.)
États-Unis	38,7	38,7	38,5	- 5,6	- 4,9	- 4,3	109,2	109,7	110,1
Japon	42,6	42,5	42,0	- 8,8	- 7,5	- 6,4	224,2	230,0	233,8
Allemagne	44,3	44,3	44,6	0,1	0,2	0,0	76,9	74,5	72,4
Royaume-Uni	45,3	43,9	42,8	- 5,8	- 5,4	- 4,4	87,2	89,0	89,5
France	57,1	57,9	58,1	- 4,1	- 4,4	- 4,5	92,2	95,5	98,1
UE 27	48,5	48,2	47,8	- 3,2	- 3,0	- 2,7	87,1	88,1	88,3
OCDE	42,0	41,6	41,0	- 4,3	- 3,9	- 3,4	110,9	112,0	112,7

Sources : Commission européenne et OCDE