

NOTE DE CONJONCTURE

LA CROISSANCE REVIENT MAIS NE DÉCOLLE PAS

JUIN 2014





NOTE DE CONJONCTURE

Juin 2014

© Insee 2014

■ Directeur de la publication

Jean-Luc Tavernier

■ Rédacteurs en chef

Vladimir Passeron
Laurent Clavel
Marie Sala
Sophie Villaume

■ Contributeurs

Vincent Alhenc-Gelas
José Bardaji
Jean-Baptiste Bernard
Anne-Juliette Bessone
Grégoire Borey
Stéphane Boucher
Jocelyn Boussard
Hadrien Camatte
Benoît Campagne
Guillaume Chanteloup
Véronique Cordey
Julie Djiriguan
Jean-François Eudeline
Aurélien Fortin
Yaëlle Gorin
Julie Goussen
Nicolas Lagarde
Kevin Milin
Allaoui Mirghane
Pierre-Damien Olive
Cécile Phan
Aurélien Poissonnier
Pierre Prady
Julien Pramil
Bruno Quille
Nathan Remila
Sophie Renaud
Catherine Renne
Marie Rey
Sébastien Riou
Dorian Roucher
Gabriel Sklenard
Camille Sutter
Adrien Zakhartchouk

■ Secrétariat de rédaction

et mise en page
Catherine Fresson-Martinez
Moussa Blaibel
Jacqueline Courbet
Denise Maury-Duprey

■ Secrétariat

Nathalie Champion

Les Notes de conjoncture ainsi qu'un lexique « Les mots de la conjoncture » sont disponibles dès leur parution sur le serveur internet de l'Insee dans la rubrique *Conjoncture - Analyse de la conjoncture* à l'adresse : www.insee.fr.

ISSN 0766-6268

Impression d'après documents fournis
JOUVE - PARIS

Rédaction achevée le 17 juin 2014

LA CROISSANCE REVIENT MAIS NE DÉCOLLE PAS

VUE D'ENSEMBLE	7
-----------------------	---

DOSSIERS

- Les conditions de crédit ne semblent pas amplifier le cycle économique en France 23
- La Chine ralentit : quels risques pour l'économie mondiale ? 43

CONJONCTURE FRANÇAISE

- Retour sur la précédente prévision 65
- Production 67
- Environnement international de la France 71
- Échanges extérieurs 78
- Emploi 81
- Chômage 84
- Prix à la consommation 86
- Salaires 89
- Revenus des ménages 91
- Consommation et investissement des ménages 94
- Résultats des entreprises 97
- Investissement des entreprises et stocks 99

DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

- Pétrole et matières premières 105
- Marchés financiers 108
- Zone euro 111
- Allemagne 113
- Italie 116
- Espagne 120
- Royaume-Uni 121
- États-Unis 122
- Japon 126
- Économies émergentes 127

ÉCLAIRAGES

- Les comptes trimestriels sont passés en base 2010 16
- Les échanges asiatiques fournissent des premières indications fiables de l'ensemble du commerce mondial 74
- Les salaires allemands restent modérés avant l'instauration du salaire minimum 114
- Comment expliquer la forte baisse du taux d'épargne des ménages italiens au cours de la Grande Récession ? 117
- Les États-Unis gagnent, depuis, 2005, des parts de marché, ce qui s'explique intégralement par la baisse du dollar . . . 123

COMPTES DES PAYS	129
-------------------------	-----

COMPTE ASSOCIÉ DE LA FRANCE	133
------------------------------------	-----

La croissance revient mais ne décolle pas

A lors que fin 2013 l'amélioration du climat des affaires annonçait une consolidation de la reprise dans les économies avancées, le début d'année 2014 a été plutôt décevant. À l'exception notable de l'Allemagne, l'activité a été dans l'ensemble moins dynamique que prévu dans les économies avancées alors que le ralentissement annoncé dans les économies émergentes s'est, lui, confirmé. Le commerce mondial s'est nettement contracté, pour la première fois depuis 2009. En conséquence, les exportations françaises ont fortement ralenti, notamment celles à destination de nos partenaires extra-européens. La faiblesse de l'activité dans nombre de pays résulte en partie de facteurs ponctuels. Ainsi, l'économie américaine a été handicapée par les rigueurs de l'hiver. De même les pays émergents ont souffert d'un nouveau retrait des capitaux étrangers. En France, l'activité a stagné au premier trimestre avec, outre la contraction de la demande mondiale, des facteurs qui lui sont propres : en particulier le contrecoup d'achats anticipés de véhicules fin 2013 et la baisse des dépenses d'énergie, du fait d'un hiver particulièrement doux.

Au printemps 2014, la dissipation de ces facteurs ponctuels défavorables permettrait un léger rebond. En France, comme dans la zone euro, la reprise de l'activité serait toutefois modeste (+0,3 % au deuxième trimestre) car des facteurs persistants continuent d'en limiter l'ampleur. Le pouvoir d'achat des ménages s'améliore certes, mais trop modestement pour conduire à une franche accélération de leur consommation, et pour empêcher l'investissement en logements neufs de continuer de se replier. Confrontées à une demande qui ne décolle pas, et avec un taux de marge qui se redresse mais reste bas, les entreprises ne sont pas enclines à investir. Enfin, les exportations françaises ne profiteraient pas pleinement de l'accélération attendue du commerce mondial, pénalisées notamment par l'appréciation passée de l'euro. Ainsi, le climat des affaires retracé dans les enquêtes de conjoncture, qui a cessé de s'améliorer depuis neuf mois, reste à un niveau inférieur à son niveau moyen de longue période.

Au second semestre 2014, la croissance en France se consoliderait, mais elle resterait modeste (+0,3 % par trimestre). En moyenne sur l'année, le PIB croîtrait de 0,7 % en 2014 après +0,4 % en 2012 et 2013. Au sein de la zone euro, l'Italie sortirait lentement de récession, alors que la reprise serait plus vigoureuse en Espagne. Pour ces deux pays, le secteur de la construction souffre comme en France d'un climat dégradé. Ce secteur est en revanche dynamique en Allemagne et au Royaume-Uni, ce qui contribue à la meilleure orientation conjoncturelle de ces deux pays. La faiblesse de la croissance en France ne permet pas d'anticiper de franche amélioration sur le front de l'emploi ; la légère hausse attendue de l'emploi total proviendrait exclusivement de la montée en charge de l'emploi aidé dans les administrations publiques. Cela ne suffirait pas pour absorber la hausse de la population active, et le taux de chômage augmenterait légèrement d'ici la fin de l'année, à 10,2 % sur l'ensemble de la France.

Le principal aléa repose sur la trajectoire d'inflation. Le scénario retenu suppose que le retour de la croissance et la baisse du chômage qui en résulte dans la zone euro permettront une stabilisation de l'inflation. Il est possible que les facteurs qui expliquent la diminution plus rapide que prévu de l'inflation ces derniers mois continuent de la pousser vers le bas. À l'inverse, l'inflation pourrait croître à nouveau, notamment si les mesures annoncées par la BCE début juin permettent de faire baisser l'euro. Par ailleurs, le scénario d'activité dépendra de la réaction des entreprises vis-à-vis des nouvelles mesures de politique économique annoncées par le gouvernement. Enfin, les incertitudes sont également importantes autour du comportement d'épargne des ménages européens. L'hypothèse retenue est que la baisse récente de leur taux d'épargne n'est pas soutenable dans la durée et donc qu'elle s'atténuerait progressivement ; mais l'amélioration du marché du travail qui se dessine pourrait continuer à favoriser la diminution de l'épargne de précaution. À l'inverse il est également possible que les ménages tirent profit de l'amélioration de leurs revenus pour commencer à reconstituer leur épargne et réduire leur endettement. ■

L'activité a ralenti dans la plupart des économies au premier trimestre 2014

Dans les économies émergentes, les échanges extérieurs ont surpris par leur faiblesse

Au premier trimestre 2014, l'activité aurait conservé un rythme de progression modéré dans les économies émergentes : +1,1 % après +1,2 % au quatrième trimestre 2013 contre +1,7 % en moyenne entre 2000 et 2010. La production industrielle a en effet fortement ralenti (+0,5 % après +1,4 % selon le CPB). Si l'atonie de l'activité était attendue, les échanges extérieurs ont été beaucoup moins dynamiques qu'anticipé : les exportations se sont repliées (-2,5 % après +3,2 %), en particulier en Asie, et les importations ont marqué le pas (-0,1 % après +2,1 %).

L'activité a ralenti dans les économies avancées

Au premier trimestre 2014, l'activité a ralenti dans les économies avancées (+0,3 % après +0,5 %), plus fortement que prévu dans la *Note de conjoncture* de mars 2014 (+0,5 %). Aux États-Unis, elle s'est contractée sous l'effet des intempéries et de la faiblesse inattendue de l'investissement (-0,2 % après +0,7 %). Au Japon, l'activité a temporairement accéléré, dopée par des dépenses anticipées avant la hausse de TVA au 1^{er} avril.

La zone euro a conservé un peu de tonus

Au premier trimestre 2014, la lente reprise économique se confirme dans la zone euro (+0,2 % après +0,3 %). L'activité a accéléré en Allemagne, notamment du fait de la douceur de l'hiver (+0,8 % après +0,4 %), et en Espagne (+0,4 % après +0,2 %). En revanche, elle est restée atone dans le reste de la zone euro, notamment en France (0,0 %) et en Italie (-0,1 %).

En France, l'activité a stagné au premier trimestre 2014

En France, la demande intérieure hors stocks a pénalisé la croissance

L'activité a stagné en France au premier trimestre 2014 alors qu'une légère progression (+0,1 %) avait été anticipée dans la *Note de conjoncture* de mars. Le commerce extérieur a contribué négativement à la croissance (-0,2 point), du fait du ralentissement des exportations (+0,3 % après +1,6 %). La demande intérieure hors stocks a nettement reculé (contribution de -0,4 point). D'une part, la consommation a baissé (-0,5 %), en particulier en produits manufacturés (-0,7 %) après la forte croissance du quatrième trimestre 2013 (+0,9 %). D'autre part, l'investissement total s'est fortement replié (-0,9 %), particulièrement en construction (-1,8 %). Il faut toutefois souligner que le changement de base a conduit à réviser le profil trimestriel de ce type d'investissement qui s'infléchit désormais nettement fin 2013 (cf. *éclairage* « Les comptes trimestriels sont passés en base 2010 »).

Le cours du pétrole reste élevé

Malgré un marché physique peu tendu, le prix du pétrole reste élevé

Depuis début 2014, le prix du Brent s'établit à un niveau élevé, autour de 108 \$ (79,4 €) en moyenne. Ce haut niveau tient sans doute pour partie aux tensions géopolitiques qui restent importantes, tandis que celles sur le marché physique sont faibles : la demande se redresse avec la reprise mondiale, mais à un rythme modéré, et l'offre de pétrole augmente également, portée par la croissance de la production en Amérique du Nord. D'ici la fin d'année, le marché physique resterait peu tendu : la demande progresserait légèrement, modérée par la relative faiblesse des économies émergentes, tandis que l'offre croîtrait, car la production américaine augmenterait et certains pays de l'Opep (Libye, Arabie Saoudite) élèveraient leur niveau de production. Au total, les hausses de l'offre et de la demande étant relativement homogènes, le prix du baril de Brent se stabiliserait d'ici la fin d'année, conventionnellement figé proche de son dernier cours observé (108 \$).

Le climat conjoncturel resterait favorable dans les économies avancées d'ici fin 2014

L'activité des économies émergentes conserverait un rythme ralenti

Déjà bousculées au printemps dernier, les monnaies des pays à fort déficit courant (Argentine, Brésil, Indonésie, Turquie), mais également le rouble russe, se sont à nouveau dépréciées début 2014, en lien avec le désengagement de l'assouplissement quantitatif américain. Pour y faire face, leurs banques centrales ont continué de resserrer leur politique monétaire. Les enquêtes de conjoncture, qui s'étaient redressées à l'été 2013, se dégradent depuis novembre 2013 et se situent toujours à un niveau bas en mai 2014. Même si les dépréciations passées continueraient de favoriser la compétitivité-prix de ces économies, l'activité conserverait un rythme ralenti. Par conséquent, leurs importations progresseraient à un rythme sensiblement plus faible qu'avant-crise (environ +1,6 % par trimestre contre +2,2 % en moyenne entre 2000 et 2008).

Les économies avancées retrouveraient une croissance relativement dynamique

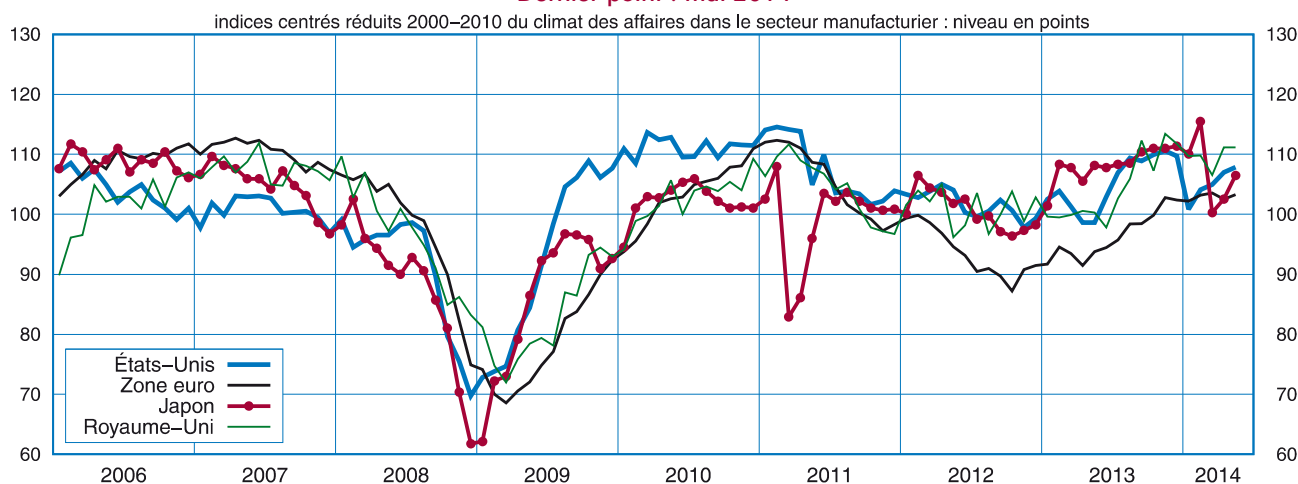
Dans les économies avancées, les enquêtes de conjoncture, qui se sont nettement redressées à l'été 2013, demeurent à un niveau assez élevé en mai 2014 (cf. graphique 1). L'activité y resterait ainsi relativement dynamique d'ici la fin d'année : +0,4 % au deuxième trimestre, puis +0,5 % par trimestre au second semestre. La conjoncture est plus singulière au Japon, où l'activité se contracterait au deuxième trimestre, en raison de la hausse de la TVA. À l'inverse, aux États-Unis, l'activité rebondirait nettement au deuxième trimestre par effet de rattrapage : les achats différés du fait des intempéries du début d'année doperaient la consommation et l'investissement. Au second semestre, l'activité croîtrait plus modérément. Au Royaume-Uni, la reprise se poursuivrait sur un rythme vigoureux, même si la demande intérieure ralentirait quelque peu au second semestre sous l'effet de l'assagissement en cours du marché immobilier.

D'ici fin 2014, l'activité de la zone euro croîtrait modestement

La politique monétaire des économies avancées à la croisée des chemins

Dans un contexte de reprise économique, la question de la stratégie de politique monétaire se pose avec acuité de part et d'autre de l'Atlantique, mais dans des termes différents. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, les banques centrales ont engagé leur crédibilité sur le maintien d'une politique accommodante de taux bas pour une durée « longue », alors que le retour de la croissance s'affirme. Pour l'heure, la Réserve fédérale, devant la robustesse de la reprise et la bonne tenue du marché de l'emploi, poursuit cependant sa stratégie de désengagement de son programme d'assouplissement quantitatif en réduisant le montant de ses achats de titres mensuels. La Banque d'Angleterre maintient jusqu'à présent ses taux d'intérêt et la taille de son bilan.

1 - Le climat conjoncturel est resté favorable dans la plupart des économies avancées Dernier point : mai 2014



Sources : Institute for Supply Management, Shoko Chukin Bank, Commission Européenne

Vue d'ensemble

La BCE a annoncé de nouvelles mesures non conventionnelles début juin

La BCE, quant à elle, fait face à la faiblesse de l'inflation, à la contraction persistante du crédit au secteur privé et au niveau élevé de l'euro qui pèse sur la compétitivité de l'union monétaire.

La BCE a baissé ses taux directeurs en juin et a annoncé de nouvelles mesures de politique moins conventionnelles : elle propose de fournir des liquidités aux banques qui accroissent leurs prêts aux PME et aux ménages (hors immobiliers) et se déclare prête à investir dans des véhicules de titrisation de prêts aux entreprises. La faiblesse de ce marché est en partie due à des facteurs de demande (les agents privés non financiers continuent de se désendetter), mais également à la mauvaise transmission de la politique monétaire accommodante de la BCE.

La croissance resterait modérée dans la zone euro

Après s'être redressées au second semestre 2013, les enquêtes de conjoncture dans la zone euro se stabilisent, proches de leur moyenne de long terme, signe que la croissance resterait modérée (+0,3 % par trimestre) d'ici fin 2014.

Les ménages européens diminueraient légèrement leur épargne de précaution

Dans la zone euro, le pouvoir d'achat augmenterait faiblement (+0,2 % par trimestre), du fait d'un moindre recul de l'emploi et de hausses d'impôts plus modérées, particulièrement en Italie. D'ici la fin d'année, les perspectives en termes d'activité et d'emploi s'amélioreraient et les ménages diminueraient légèrement leur épargne de précaution. La consommation accélérerait donc légèrement (+0,3 % par trimestre) et le taux d'épargne diminuerait un peu plus modérément qu'auparavant passant de 13,0 % au premier trimestre 2014 à 12,8 % fin 2014.

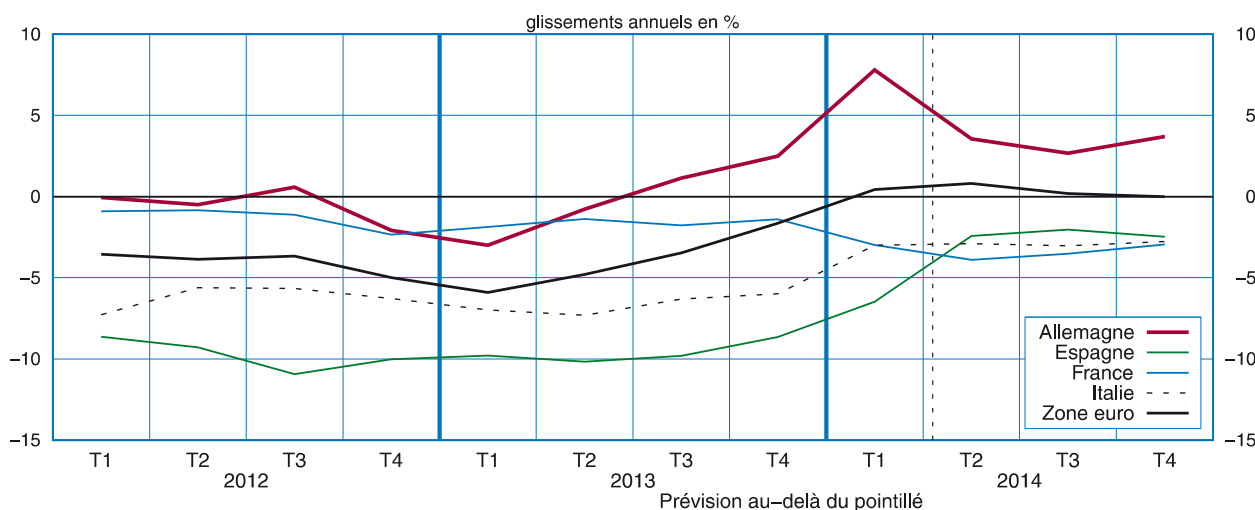
L'investissement des entreprises serait toujours dynamique dans la zone euro

La croissance de l'activité et le besoin de renouveler les capacités de production après une phase marquée d'ajustement continueraient de soutenir le redémarrage de l'investissement en équipement, qui progresserait de 6,4 % en moyenne en 2014. Dans la construction, au-delà d'un contrecoup temporaire au printemps après un hiver doux qui l'avait dynamisée en Allemagne, l'activité se stabiliserait au second semestre 2014 après cinq ans de repli. Cette amélioration recouvre des trajectoires très hétérogènes au sein de la zone euro : la construction soutiendrait nettement la croissance en Allemagne, alors qu'elle la freinerait sensiblement en France, en Espagne et en Italie (cf. graphique 2).

Le commerce mondial se redresserait mais la reprise serait modérée d'ici fin 2014

Au premier trimestre 2014, le commerce mondial s'est contracté de façon inattendue (-0,8 % après +1,5 %), sous l'effet du coup de froid des économies chinoise et américaine. Le commerce mondial progresserait de 1,3 % au deuxième trimestre 2014, en lien avec la reprise des échanges dans les pays émergents, notamment en Asie. Il ralentirait légèrement au second semestre, à +1,2 % par trimestre, car la reprise des échanges dans la zone euro serait timide.

2 - La dynamique de l'investissement en construction serait très hétérogène au sein de la zone euro



Sources : Eurostat, prévisions Insee

La progression des exportations françaises serait toutefois limitée

La reprise des économies avancées soutiendrait les exportations françaises

Au premier trimestre 2014, les exportations françaises ont fortement ralenti (+0,3 % après +1,6 %). Le dynamisme des importations des pays partenaires de la France a été moindre qu'anticipé, et la demande adressée à la France a progressé faiblement, notamment en provenance des partenaires non européens. D'ici la fin d'année, la demande extérieure adressée à la France, soutenue par la reprise des économies avancées, serait proche de la progression du commerce mondial (+1,2 % puis +1,0 % par trimestre). La croissance des exportations françaises serait toutefois plus modeste (+0,6 % en moyenne par trimestre), pénalisée par les pertes tendanciellées de parts de marché et l'appréciation passée de l'euro.

L'économie française progresserait à un rythme modéré d'ici la fin de l'année

Le climat des affaires ne progresse plus depuis neuf mois en France

Après un rebond marqué dans tous les secteurs à l'été 2013, le climat des affaires en France est quasi stable depuis neuf mois (à 94 en mai contre 95 en septembre) et est de nouveau inférieur à sa moyenne de longue période (cf. graphique 3). Dans l'industrie et le commerce, le climat des affaires reste proche de son niveau de longue période. À l'inverse, l'indicateur synthétique se maintient à un niveau nettement inférieur à sa moyenne dans le bâtiment (à 94 en mai) et il recule même dans les services, à un niveau bas (90 en mai 2014 contre 95 en novembre 2013).

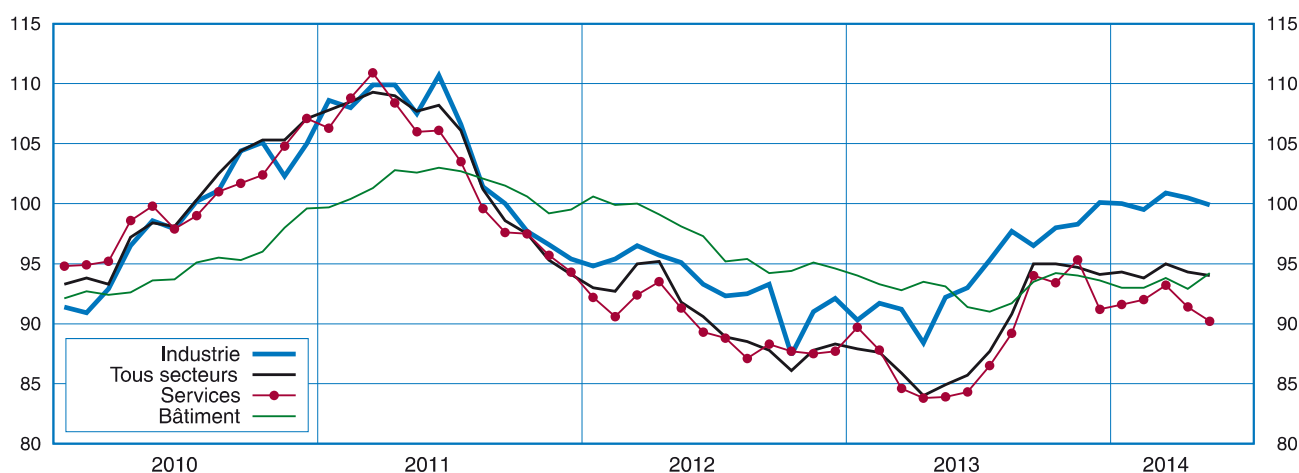
La production manufacturière augmenterait au deuxième trimestre 2014, puis ralentirait

Dans l'industrie manufacturière, la production a légèrement crû en avril (+0,3 %). Dans l'enquête de conjoncture de l'Insee de mai, les réponses des chefs d'entreprises restent relativement optimistes concernant leur activité passée. En revanche, le solde relatif aux perspectives de production baisse nettement. La production manufacturière progresserait ainsi au deuxième trimestre 2014 (+0,4 %), puis ralentirait au second semestre (+0,1 % par trimestre), en ligne avec la faible croissance de la demande et l'accroissement du taux de pénétration.

Des facteurs plus favorables pour la production d'énergie

Avec la douceur de l'hiver, la production énergétique a nettement reculé au premier trimestre (-1,4 %). Elle rebondirait par contrecoup au deuxième trimestre (+2,1 %) et resterait dynamique au troisième (+2,1 %), notamment sous l'hypothèse d'un retour à la normale des dépenses de chauffage. Après une forte baisse au premier trimestre (-1,5 %), l'activité dans la construction continuerait

3 - Le climat des affaires est stable en France depuis neuf mois, en dessous de sa moyenne de longue période Dernier point : mai 2014



Source : Insee

de se replier au printemps (-0,7 %) et à l'été (-0,6 %) puis tendrait à se stabiliser en fin d'année. La chute du nombre de mises en chantier, à leur plus bas niveau depuis 15 ans, semble en effet s'atténuer et les autorisations de permis de construire semblent avoir cessé de baisser. Par ailleurs, les travaux publics progresseraient à nouveau, après l'à-coup défavorable du premier trimestre 2014 lié au cycle électoral municipal. Au total, l'économie française croîtrait à un rythme modéré d'ici la fin de l'année (+0,3 % par trimestre).

*La croissance atteindrait
+0,7 % en 2014,
après +0,4 % en 2012 et 2013*

En moyenne annuelle en 2014, le PIB progresserait de 0,7 %, soit une légère accélération après deux années de croissance très modeste : +0,4 % en 2012 et 2013 (en données corrigées des jours ouvrables⁽¹⁾). L'accélération de l'activité serait notamment portée par l'industrie manufacturière (+1,2 %, après -0,6 % en 2013 et -2,1 % en 2012). *A contrario*, la construction reculerait pour la troisième année consécutive (-2,6 %, après -1,2 % en 2013 et -1,7 % en 2012).

L'emploi total et le chômage augmenteraient légèrement d'ici la fin de l'année

*L'emploi marchand serait
stable d'ici fin 2014*

L'emploi dans les secteurs marchands non agricoles a reculé au premier trimestre 2014 (-22 000 postes), pénalisé par le repli de l'intérim. D'ici la fin d'année, la hausse attendue de l'activité serait trop modeste pour que l'emploi se redresse ; il se stabiliserait toutefois, soutenu par les effets d'enrichissement de la croissance en emplois que le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) entraînerait.

*L'emploi total progresserait
du fait des emplois aidés*

En 2014, l'emploi non marchand serait en hausse, au premier semestre (+22 000) comme au second (+38 000). Le nombre de bénéficiaires de contrats aidés progresserait de 16 000 au premier semestre, essentiellement du fait de la montée en charge des emplois d'avenir. Il augmenterait légèrement plus au second semestre : à la poursuite des créations d'emplois d'avenir, s'ajouteraient celles de nouveaux contrats uniques d'insertion. Du fait de ce dynamisme de l'emploi aidé, l'emploi total progresserait de 54 000 postes en 2014, après avoir crû de 55 000 en 2013.

*Le chômage augmenterait
légèrement d'ici fin 2014*

Au premier trimestre 2014, le taux de chômage s'est stabilisé à 10,1 % de la population active en France en moyenne (9,7 % en France métropolitaine). Au deuxième trimestre, le taux de chômage augmenterait à nouveau légèrement, à 10,2 % (9,8 % en France métropolitaine) ; puis, avec la légère hausse attendue de l'emploi total, il se stabiliserait à ce niveau au second semestre.

L'inflation resterait en dessous de 1 % d'ici fin 2014

*L'inflation resterait faible
d'ici fin 2014*

En mai 2014, les prix à la consommation ont augmenté de 0,7 % sur un an. L'inflation est restée contenue, inférieure à +1,0 % depuis l'été dernier, et elle resterait sur ce rythme très modéré d'ici la fin d'année. Fin 2014, le glissement annuel des prix à la consommation s'établirait à +0,7 %. Au delà des à-coups au mois le mois, l'inflation sous-jacente diminuerait à +0,2 % en décembre 2014, notamment du fait du ralentissement des prix des télécommunications. Cette modération est d'autant plus notable que les taux de TVA ont été rehaussés au 1^{er} janvier 2014 ; l'effet de cette hausse semble en partie absorbée dans les marges des entreprises, rehaussées par le crédit d'impôt sur la compétitivité et l'emploi. L'inflation d'ensemble serait à l'inverse en légère hausse, du fait de l'accélération des prix de l'alimentaire et de l'énergie. Sous l'hypothèse d'un prix du baril de *Brent* stable à 79,4 € (108 \$), le glissement annuel des prix de l'énergie augmenterait en effet à +1,4 % en décembre 2014 (après +1,1 % en mai), du fait notamment de la hausse du tarif de l'électricité.

(1) En données brutes (telles que publiées dans les comptes annuels), le PIB a progressé de 0,3 % en 2012 comme en 2013. En 2014, l'effet des jours ouvrés serait neutre sur la croissance du PIB.

Le pouvoir d'achat renouerait avec la croissance en 2014

La croissance des salaires réels resterait soutenue

Le salaire moyen par tête aurait légèrement accéléré au premier trimestre 2014 (+0,6 % après +0,4 %), probablement du fait d'éléments temporaires, comme en témoigne la moindre progression du salaire mensuel de base (+0,3 % après +0,4 %). Le salaire moyen par tête ralentirait par contrecoup au deuxième trimestre (+0,3 %). En moyenne en 2014, les salaires réels accéléreraient légèrement (+1,0 % après +0,8 % en 2013).

Le pouvoir d'achat renouerait avec la croissance

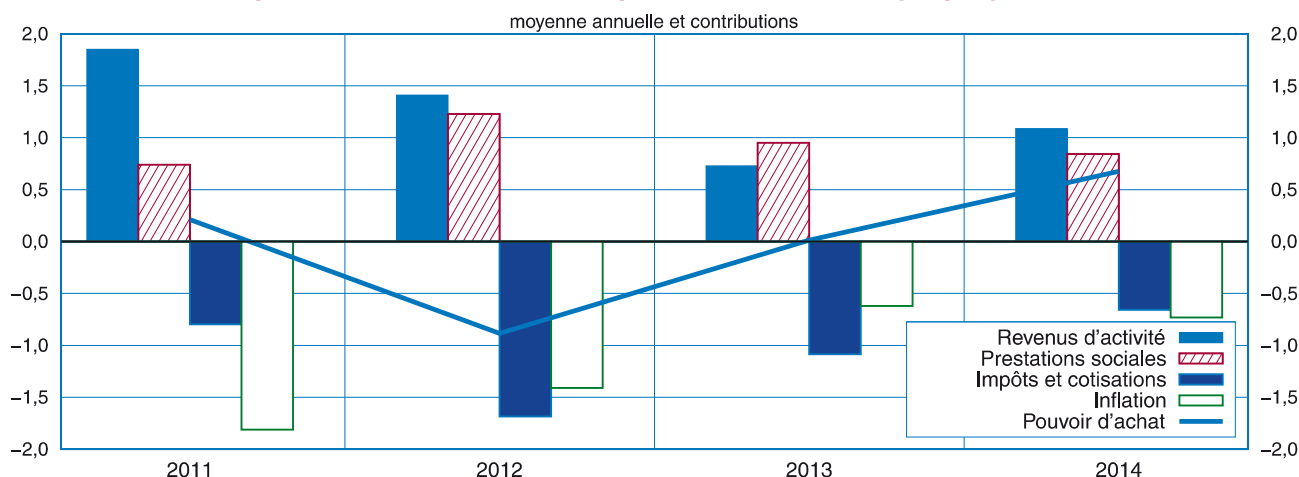
Après un net recul en 2012 (-0,9 %) lié à l'augmentation des prélèvements, le pouvoir d'achat des ménages s'est stabilisé en 2013, principalement du fait de la baisse de l'inflation (+0,6 % après +1,4 % en 2012). En 2014, le pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages accélérerait de nouveau (+0,7 %), notamment grâce au moindre dynamisme des impôts et cotisations (+2,5 % après +4,2 % en 2013, cf. graphique 4). Les prestations sociales ralentiraient (+2,4 % après +2,8 %), sous l'effet du report de la revalorisation des retraites de base (du 1^{er} avril au 1^{er} octobre) puis de leur gel. Ce serait plus que compensé par la légère accélération des revenus d'activité (+1,4 % après +1,0 %). Le profil trimestriel du revenu disponible serait marqué par celui des impôts, heurté lors de l'entrée en vigueur de mesures nouvelles : alors que les revenus d'activité progresseraient sur un rythme globalement stabilisé tout au long de l'année, les impôts, après les hausses de fin 2013, se replieraient symétriquement au premier trimestre, avant de rebondir au second semestre.

La consommation des ménages augmenterait en ligne avec leur pouvoir d'achat

Le profil trimestriel de la consommation serait heurté en raison de facteurs ponctuels

Au premier trimestre 2014, la consommation des ménages a diminué (-0,5 %) ; en particulier les dépenses en automobiles ont reculé, après avoir été dynamisées fin 2013 par des achats d'anticipation avant le durcissement du malus au 1^{er} janvier 2014. En outre, la baisse des dépenses en énergie a été plus forte qu'au quatrième trimestre 2013, en raison de températures nettement supérieures aux normales saisonnières. Au deuxième trimestre, la consommation de produits manufacturés augmenterait (+0,6 %), notamment en automobiles. Avec la douceur du printemps, la consommation d'énergie rebondirait légèrement au deuxième trimestre (+1,2 %) puis accélérerait au troisième (+1,9 %). Au second semestre 2014, la consommation des ménages augmenterait de 0,4 % puis 0,3 %, en ligne avec la progression moyenne de leur pouvoir d'achat, portant l'évolution à +0,3 % en moyenne en 2014, comme en 2013.

4 - En 2014, le pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages progresserait à nouveau



Source : Insee

Vue d'ensemble

*Au delà des à-coups
au trimestre le trimestre,
le taux d'épargne
serait stable en prévision*

Au premier trimestre 2014, à la faveur d'une reprise du pouvoir d'achat, le taux d'épargne aurait rebondi, de 1,4 point à 16,1 %, soit le plus haut niveau depuis le printemps 2011. Compte tenu du profil attendu du pouvoir d'achat du revenu, le taux d'épargne baisserait progressivement sur le reste de l'année 2014, s'établissant à 14,7 % au quatrième trimestre, soit le même niveau qu'un an auparavant (cf. graphique 5). En moyenne annuelle, il progresserait de 0,3 point, à 15,4 %.

La consommation publique ralentirait légèrement en 2014

*Les dépenses publiques
ralentiraient en 2014*

La consommation publique progresserait de 0,3 % par trimestre d'ici fin 2014 ; la hausse en moyenne sur l'année serait de 1,6 %, en ralentissement par rapport à 2013 (+1,9 %). L'investissement public s'est replié au premier trimestre, après le pic de travaux publics fin 2013 en lien avec le cycle électoral municipal. Il se stabiliserait d'ici fin 2014.

L'investissement des ménages reculerait, celui des entreprises rebondirait modérément

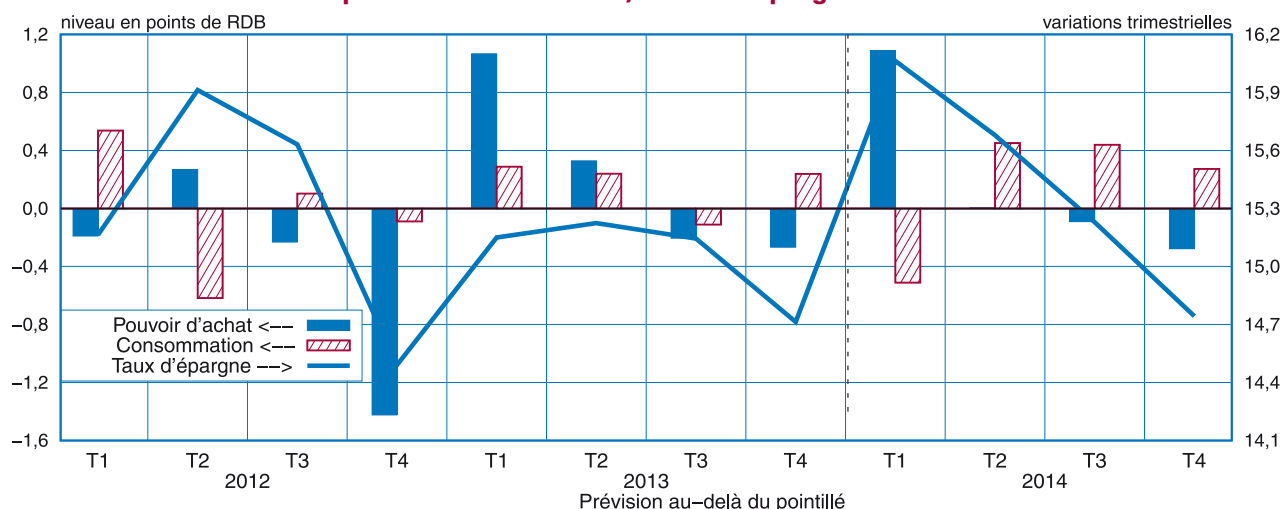
*La baisse de l'investissement
des ménages s'accroîtrait*

Au premier trimestre 2014, l'investissement des ménages, notamment en logements neufs, a continué de baisser pour le neuvième trimestre consécutif (-2,6 % après -2,2 %). Ce repli se modérerait progressivement au cours de l'année pour se stabiliser fin 2014. Compte tenu de l'acquis au premier trimestre 2014, la baisse de l'investissement des ménages s'accroîtrait en 2014 (-6,7 % après -3,1 % en 2013), le plus fort repli depuis 2009.

*L'investissement des
entreprises progresserait
légèrement*

L'investissement des entreprises s'est à nouveau contracté au premier trimestre 2014 (-0,5 % après +0,8 %). Les dépenses des entreprises en services ont résisté mais celles en construction ont reculé (-1,1 %). De plus, l'investissement en produits manufacturés a baissé (-0,9 %), par contrecoup des achats anticipés de véhicules lourds, avant l'entrée en vigueur de nouvelles normes antipollution au 1^{er} janvier 2014. D'ici fin 2014, l'investissement des entreprises progresserait à un rythme modéré (+0,2 % en moyenne par trimestre), dans un contexte de demande faible et malgré les effets favorables du CICE et de l'amélioration des conditions de financement. Sur l'ensemble de l'année 2014, les dépenses d'investissement des entreprises rebondiraient modérément (+0,7 % après -0,6 % en 2013), dans le sillage de l'activité.

5 - Au delà du profil trimestriel heurté, le taux d'épargne serait stable sur un an



Source : Insee

La France croîtrait comme la moyenne de la zone euro d'ici la fin de l'année

La France et la zone euro croîtraient au même rythme

D'ici fin 2014, la croissance trimestrielle serait ainsi la même en France et en moyenne dans la zone euro (+0,3 % par trimestre). Les moteurs en seraient en revanche légèrement différents : davantage de consommation en France, un investissement plus dynamique dans le reste de la zone euro.

Aléas : effets des politiques économiques et comportement d'épargne

Effet des politiques économiques dans la zone euro et en France

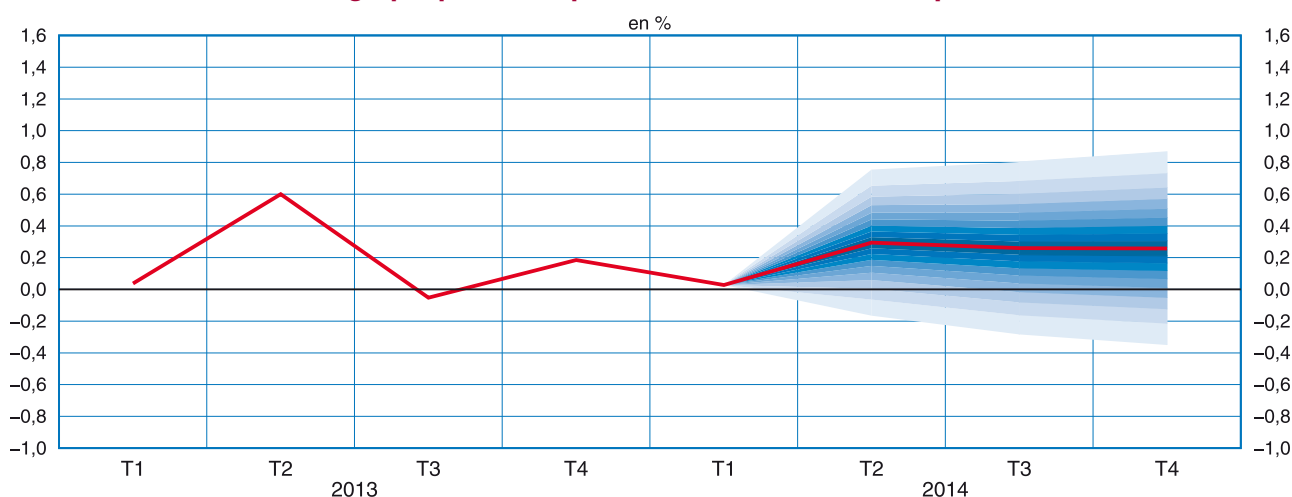
Le principal aléa de ce scénario repose sur la trajectoire d'inflation. Dans le scénario retenu, le retour de la croissance, l'amélioration sur le marché du travail, mais aussi les mesures et annonces de politique monétaire permettraient une stabilisation de l'euro et de l'inflation dans la zone euro. Mais il est possible que les facteurs qui expliquent la baisse plus rapide que prévu ces derniers mois continuent de peser. À l'inverse, l'inflation pourrait croître à nouveau notamment si les mesures annoncées par la BCE permettent de faire baisser l'euro.

Par ailleurs, le scénario d'activité en France dépendra de la réaction des entreprises vis-à-vis de l'ensemble des mesures de politique économique, tant prises qu'annoncées par le gouvernement. Selon la perception qu'elles en auront, leur comportement d'investissement et de stockage pourrait être plus ou moins dynamique.

Comportement d'épargne des ménages européens

Les incertitudes sont également plus fortes que d'habitude autour de l'arbitrage entre consommation et épargne des ménages. Dans le scénario retenu dans cette *Note de conjoncture*, la baisse observée récemment du taux d'épargne des ménages des principaux partenaires commerciaux de la France se prolonge à un rythme atténué. Pour autant, les ménages européens pourraient à l'avenir davantage profiter de l'amélioration de leurs revenus pour reconstituer leur épargne, et ainsi réduire leur endettement. À l'inverse, la baisse du taux d'épargne pourrait ne pas s'atténuer, notamment à court terme, avec un impact positif sur la demande adressée à la France. Le comportement d'épargne des Français fait lui aussi l'objet d'aléas, à la baisse comme à la hausse.■

6 - Le graphique des risques associés à la Note de conjoncture



Note de lecture : le graphique des risques retrace, autour de la prévision centrale (en trait rouge), 90 % des scénarios probables. La première bande, la plus foncée, décrit les scénarios les plus probables autour du scénario central, l'ensemble de ces scénarios ayant une probabilité totale de 10 %. La deuxième, un peu moins foncée, se décline en deux sous-bandes immédiatement au-dessus et en dessous de la bande centrale ; elle contient les scénarios qui suivent en termes de probabilité, de telle sorte que la probabilité totale des deux premières bandes atteigne 20 % ; et ainsi de suite, en allant du centre vers l'extérieur et de la bande la plus foncée à la bande la plus claire, jusqu'à atteindre 90 % (cf. la *Note de conjoncture* de l'Insee de juin 2008, pages 15 à 18). On peut alors estimer que le premier résultat qui sera publié par les comptes trimestriels pour le deuxième trimestre 2014 a 50 % de chances d'être compris entre +0,1 % (bas de la cinquième bande en partant du bas) et +0,5 % (limite supérieure de la cinquième bande en partant du haut) et 90 % de chances d'être compris entre -0,2 % et +0,8 %. Au troisième trimestre 2014, l'intervalle de confiance à 90 % est [-0,3 % ; +0,8 %].

Source : Insee (Base 2010)

Les comptes trimestriels sont passés en base 2010

Le 15 mai 2014, les comptes nationaux ont changé de base, à l'occasion de la publication des premiers résultats du premier trimestre 2014 : ils sont passés en « base 2010 ». Si chaque année l'estimation de la croissance des agrégats macroéconomiques est actualisée sur les trois dernières années pour tenir compte des nouvelles informations arrivées depuis la précédente publication, le 15 mai 2014, ce sont l'ensemble des agrégats depuis 1949 qui ont été modifiés. Changer de base, c'est en effet revoir les méthodes, les nomenclatures et les sources statistiques utilisées par la comptabilité nationale afin de refléter au mieux la réalité économique.

Le passage à la base 2010 est ainsi l'occasion d'un certain nombre d'ajustements conceptuels, liés le plus souvent au changement de système européen des comptes¹ 2010 (passage du « SEC 95 » au « SEC 2010 »), et méthodologiques, comme à chaque changement de base. Ils sont expliqués dans le dossier dédié de l'Économie Française, ainsi que sur le site insee.fr (dossier web base 2010).

S'agissant des comptes trimestriels, la méthodologie générale d'élaboration ne change pas : les principes sont identiques à ceux de la base précédente aux différentes modifications de concepts près.

L'analyse comparée des deux bases montre que les révisions du PIB et des principaux agrégats de la demande (consommation, investissement, commerce extérieur...) sont relativement faibles au regard de la variabilité des séries et des changements de base précédents. Retenons que, globalement, en termes de taux de croissance, les différences sont du même ordre de grandeur qu'habituellement lors

d'une campagne annuelle. Ainsi, la description de la conjoncture depuis l'après-guerre, et en particulier depuis la crise de 2008, est dans l'ensemble inchangée. Cette proximité entre les estimations des deux bases n'est pas contrainte *a priori* et, bien que souhaitable, n'est pas immédiate. En effet, un changement de base est une opération statistique complexe, dont les résultats à un niveau agrégé sont difficiles à maîtriser, car les changements sont apportés à un niveau de détail très fin.

Le niveau annuel du PIB est rehaussé de 62 Mds €

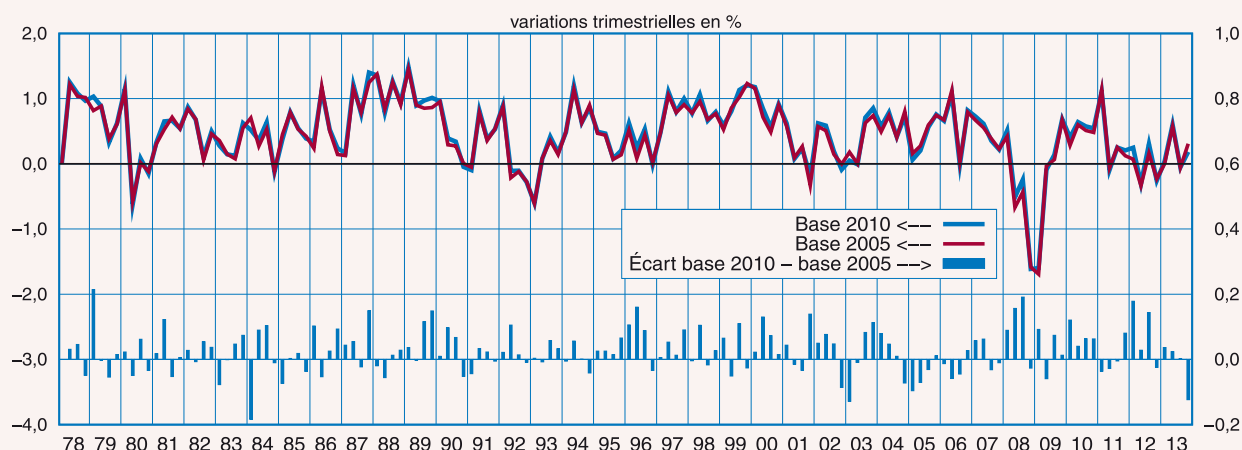
En niveau, le PIB s'élève maintenant à 1 998 Mds € en 2010, soit une révision à la hausse de 3,2 % par rapport à la base 2005. Le traitement en investissement des dépenses en recherche-développement (R&D), qui augmente le PIB de 41,5 Mds € représente les deux tiers de la révision totale (+61,8 Mds €).

Mais la comparaison graphique des fluctuations de la croissance du PIB et des différents éléments de la demande montre que les révisions par rapport à la base 2005 sont de faible ampleur (*cf. graphique 1*).

Sur le passé récent, la chronique de l'activité reste ainsi la même : après cinq trimestres de recul du PIB (du deuxième trimestre 2008 au deuxième trimestre 2009), l'activité a crû fortement pendant sept trimestres (jusqu'au premier trimestre 2011) puis elle a fortement ralenti, progressant de seulement 1,2 % depuis trois ans (jusqu'au premier trimestre 2014).

(1) Au niveau européen, la cohérence entre les systèmes de comptabilité nationale est garantie par le Système européen de comptes (SEC) adopté par les États membres de l'Union européenne. Le SEC 2010 s'appliquera à l'ensemble des pays européens à partir de septembre 2014.

1 - Révision des évolutions du PIB



Source : Insee

Si les phases récessives et les phases de reprise sont les mêmes, les évolutions cumulées depuis 2008 donnent une vision légèrement moins négative du dynamisme de l'activité depuis la crise (cf. graphique 2). En effet, le PIB en base 2010 a rattrapé dès le premier trimestre 2011 son niveau d'avant-crise. Au quatrième trimestre 2013, il se situe 1,1 point au-dessus du pic du premier trimestre 2008, alors qu'en base 2005, il ne se situait à la même date que 0,1 point au-dessus de ce niveau. Ces révisions résultent à la fois des révisions habituelles à cette période de l'année, conduisant à intégrer dans les comptes annuels des informations détaillées de la statistique structurelle d'entreprise connues précisément jusque trois ans après la fin d'une année considérée, et aux changements conceptuels imputables au changement de SEC.

Le niveau des dépenses d'investissement est revu fortement à la hausse

Les montants d'investissement ont été fortement modifiés. En effet, la base 2010 intègre dans l'investissement des entreprises et des administrations publiques un certain nombre de dépenses auparavant comptées comme consommations intermédiaires : les activités de R&D, les bases de données, ainsi que les biens d'équipement à usage exclusivement militaire (ce type d'investissement ne concernant que les administrations publiques).

L'investissement total a donc été revu à la hausse, d'un peu plus de 63 Mds € annuels en 2010. Le taux d'investissement des entreprises non financières (ENF) passe ainsi de 21,1 % au quatrième trimestre en base 2005 à 24,3 % en base 2010. En évolution, les principales modifications sont concentrées sur les dernières années : ainsi l'investissement des ENF en base 2010 baisse légèrement en 2012 et 2013 (-0,7 % entre fin 2011 et fin 2013) tandis qu'il baissait fortement sur cette période en base 2005 (-4,3 %) ; et, d'une part, l'effet de l'investissement en R&D qui a été plus dynamique que le reste de l'investissement sur cette période ; et, d'autre part, l'effet de l'intégration habituelle à cette période de l'année des comptes annuels définitif, semi-définitif et

provisoire. Au total, l'investissement des ENF a perdu 6,2 points à la fin de l'année 2013 par rapport à son niveau d'avant-crise contre 11,5 points en base 2005.

Le profil de l'investissement des ménages est révisé avec l'introduction d'un nouvel indicateur

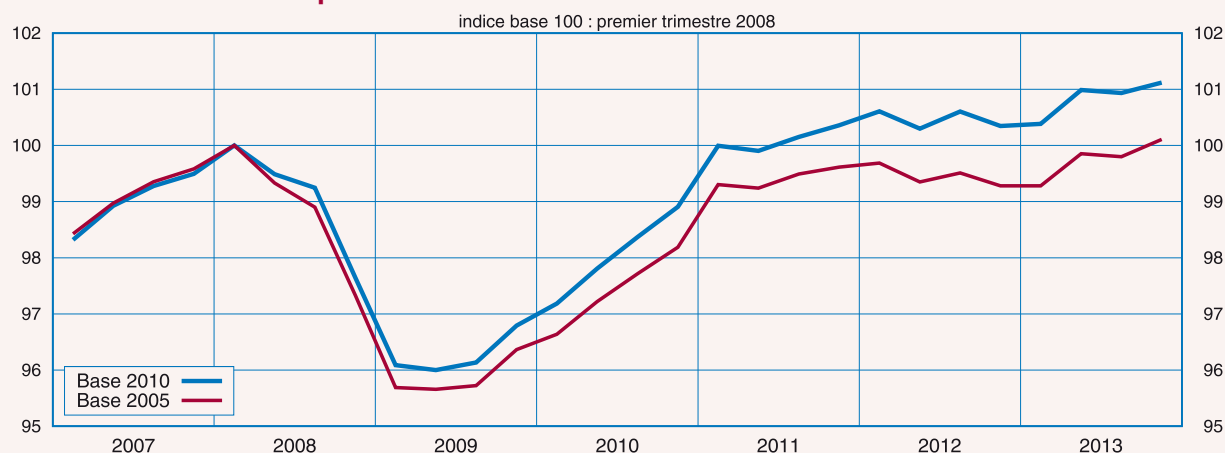
Par ailleurs, le changement de base a été l'occasion d'intégrer de nouveaux indicateurs de dépenses de logement (pour les ménages et les ENF). Ces indicateurs sont estimés directement par le Service de l'Observation et des Statistiques (SOeS) du ministère du développement durable à partir des statistiques de mises en chantier des logements, en utilisant des « grilles-délais » d'achèvement des travaux qui dépendent du type et la région de logement et varient en fonction de la conjoncture dans le bâtiment. Auparavant seules des grilles-délais agrégées et fixes dans le temps étaient appliquées aux mises en chantiers. Les nouveaux indicateurs sont ainsi plus cohérents avec la méthode d'élaboration du compte annuel du logement. Mais ils modifient sensiblement le profil conjoncturel sur les années récentes.

Ainsi, comparé à son précédent profil, l'investissement des ménages (constitué à plus de 80 % d'investissement en construction) a rebondi plus vigoureusement début 2010 mais a baissé dès le premier trimestre 2011 ; en 2013, il s'est infléchi très nettement au second semestre (cf. graphique 3), en lien avec la dégradation précédente des mises en chantiers.

Plusieurs modifications affectent les séries d'exportations et d'importations

Les séries d'exportations et d'importations ont également été revues, sensiblement en niveau mais marginalement en évolution. Tout d'abord, il y a l'intégration de deux principaux changements conceptuels. D'une part le négoce international (achat et revente d'un bien sur le marché international sans transformation) a été inclus dans les exportations de biens alors qu'il était auparavant compté dans les services commerciaux, ce qui a diminué les exportations de services au profit des exportations de biens à hauteur de 10 Mds € en 2010. D'autre part, le travail à façon (quand une entreprise sous-traite à une

2 - Comparaison du PIB en volume entre les bases 2005 et 2010



Source : Insee

entreprise étrangère en lui fournissant les biens intermédiaires dont elle a besoin) donnait lieu en base 2005 à des mouvements d'exportations et d'importations de biens. En base 2010, les échanges de biens ne sont plus enregistrés, seule une importation de service industriel par le pays donneur d'ordre est comptabilisée. Cette modification diminue les exportations et les importations d'un peu moins de 10 Mds € en 2010. Par ailleurs, les révisions des estimations de la balance des paiements ont conduit à rehausser sensiblement les niveaux des exportations (+34 Mds € en 2010) et des importations (+27 Mds €) de services.

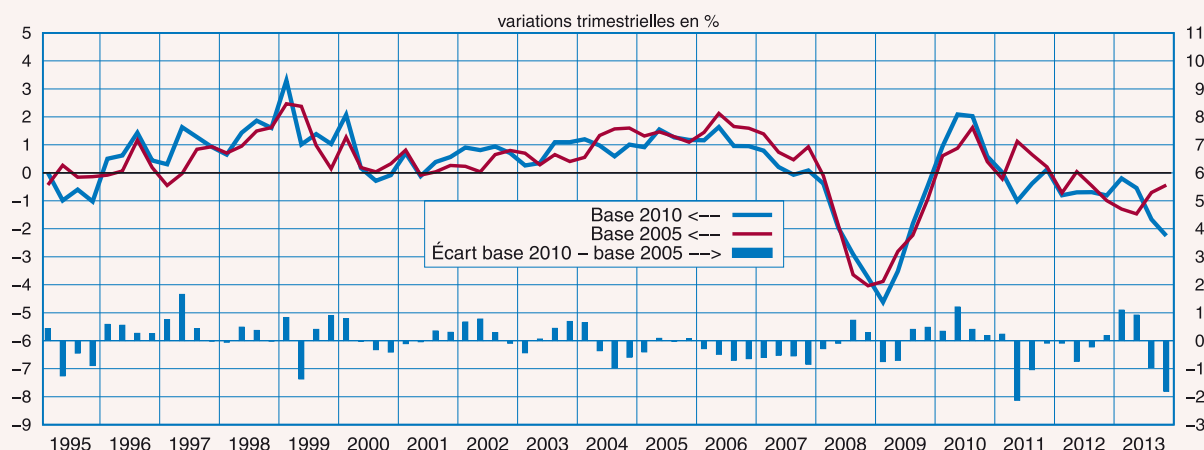
Au total, si les niveaux des exportations et des importations sont sensiblement modifiés, la chronique d'évolution récente l'est beaucoup moins. Comme le PIB, les exportations et les importations ont plus fortement rebondi après la crise qu'en base 2005 : +5,4 % entre le premier trimestre 2008 et le quatrième trimestre 2013 pour les exportations (contre +2,2 % en base 2005) et +5,3 % sur la même période pour les importations

(contre +3,0 % en base 2005). Là encore, les révisions résultent à la fois des changements conceptuels et des révisions habituelles à cette période de l'année.

Le taux de marge est rehaussé

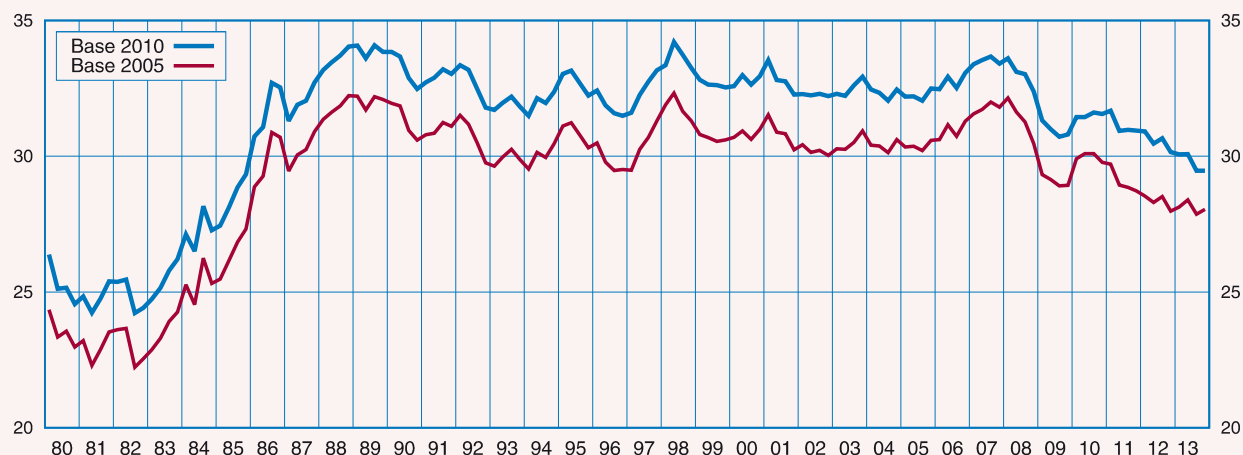
Les révisions de PIB, et partant de valeur ajoutée liées au changement de concept de R&D, se retrouvent pour l'essentiel dans l'excédent brut des entreprises. De ce fait, le taux de marge des entreprises est rehaussé. Ainsi, le taux de marge des SNF augmente : il passe de 28,0 % au quatrième trimestre 2013 en base 2005 à 29,5 % en base 2010 (cf. graphique 4). Là encore, les différences de variation d'un trimestre sur l'autre sont toutefois marginales. Enfin, le taux d'autofinancement des SNF diffère globalement peu d'une base à l'autre : les plus gros écarts résultent de l'intégration d'informations sur le solde des revenus de la propriété des années récentes.

3 - Investissement des ménages depuis 1995



Source : Insee

4 - Comparaison des taux de marge des sociétés non financières entre les bases 2005 et 2010



Source : Insee

La décomposition du PIB dans son approche demande est très proche d'une base à l'autre

Enfin le PIB peut se décomposer en différentes approches (revenu, demande, production). Dans chaque approche, peuvent être comparées les bases 2005 et 2010 en ce qui concerne la contribution des principales composantes, que ce soit au niveau moyen du PIB, à sa croissance moyenne ou sa variance moyenne. Les analyses menées dans l'approche demande montrent qu'il y a

très peu d'écarts entre les deux bases (cf. tableaux). Notamment, la part que représente la demande des entreprises, via la contribution de leurs stocks et celle de leurs dépenses d'investissement, contribue à 64 % de la volatilité du PIB, comme en base 2005. La décomposition équivalente dans l'approche production montre également une grande proximité de résultats entre les deux bases. ■

Décomposition du PIB dans l'approche demande et contributions à son niveau moyen, à son évolution moyenne, à ses fluctuations						
Base 2010			Évolution trimestrielle en moyenne		Variance de l'évolution trimestrielle	
	1950-1973	1974-2013	1950-1973	1974-2013	1951-1973	1974-2013
PIB			1,31	0,49	1,39	0,31
	Poids moyen (total = 100%)		Contributions (total = 100%)		Contributions à la variance (total = 100%)	
Variations de stocks	2	0	1	-1	35	40
Demande intérieure finale (hors stocks)	97	99	100	99	57	68
dont						
dépenses de consommation des ménages	56	54	55	55	24	32
dépenses de consommation des APU	16	22	14	26	3	0
consommation individualisable des APU	9	13	9	17	2	1
consommation collective des APU	7	9	5	8	1	-1
FBCF des ENF	13	12	15	12	21	24
FBCF des ménages	6	6	10	0	4	9
FBCF des APU	4	4	6	3	4	2
Solde commercial	1	0	-1	2	8	-7
dont						
exportations	14	23	22	51	35	50
dont importations (-)	13	23	23	49	27	57

Base 2005			Évolution trimestrielle en moyenne		Variance de l'évolution trimestrielle	
	1950-1973	1974-2010	1950-1973	1974-2010	1951-1973	1974-2010
PIB			1,31	0,50	1,49	0,31
	Poids moyen (total = 100%)		Contributions (total = 100%)		Contributions à la variance (total = 100%)	
Variations de stocks	2	0	1	-1	36	42
Demande intérieure finale (hors stocks)	97	100	100	100	55	65
dont						
dépenses de consommation des ménages	58	55	56	58	23	32
dépenses de consommation des APU	16	23	14	26	3	0
consommation individualisable des APU	9	14	9	18	2	1
consommation collective des APU	7	9	5	9	1	-1
FBCF des ENF	12	10	14	10	21	22
FBCF des ménages	6	6	10	1	3	8
FBCF des APU	3	3	4	2	4	2
Solde commercial	1	0	-1	0	9	-9
dont						
exportations	14	23	22	49	35	52
importations (-)	13	23	23	49	27	61

Source : Insee

Chiffres-clés : la France et son environnement international

	2012				2013				2014				2012	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Environnement international															
PIB des économies avancées	0,6	0,0	0,3	0,0	0,3	0,6	0,6	0,5	0,3	0,4	0,5	0,5	1,4	1,3	1,8
PIB de la zone euro	-0,1	-0,3	-0,2	-0,5	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	-0,6	-0,4	1,0
Baril de Brent (en dollars)	118	110	109	110	113	103	110	109	108	109	108	108	112	109	108
Taux de change euro-dollar	1,31	1,28	1,25	1,30	1,32	1,31	1,32	1,36	1,37	1,37	1,36	1,36	1,28	1,33	1,36
Demande mondiale adressée à la France	0,4	0,3	0,8	-0,4	-0,3	1,9	0,9	0,4	0,4	1,2	1,0	1,0	0,9	1,8	3,3
France équilibre ressources-emplois															
PIB	0,2	-0,3	0,3	-0,3	0,0	0,6	-0,1	0,2	0,0	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,7
Importations	0,6	-0,2	0,0	-0,8	0,5	1,7	1,2	0,5	1,0	0,2	0,7	0,5	-1,2	1,9	3,0
Dépenses de consommation des ménages	0,5	-0,6	0,1	-0,1	0,3	0,2	-0,1	0,2	-0,5	0,5	0,4	0,3	-0,5	0,3	0,3
Dépenses de consommation des APU et des ISBLSM	0,6	0,4	0,4	0,4	0,5	0,7	0,3	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	1,7	1,9	1,6
FBCF totale	-0,2	-0,2	0,0	-0,5	-0,4	0,2	-0,2	-0,1	-0,9	-0,1	-0,1	0,2	0,3	-0,8	-1,2
dont : ENF	-0,5	-0,3	0,0	-0,7	-0,6	0,5	0,2	0,8	-0,5	0,2	0,2	0,3	0,3	-0,6	0,7
Ménages	-0,8	-0,7	-0,7	-0,8	-0,2	-0,5	-1,7	-2,2	-2,6	-1,5	-0,9	-0,1	-2,2	-3,1	-6,7
Exportations	-0,5	0,1	0,4	-0,5	0,3	2,7	-0,4	1,6	0,3	0,8	0,5	0,5	1,2	2,4	3,0
Contributions (en point)															
Demande intérieure hors stocks*	0,4	-0,3	0,1	0,0	0,2	0,4	0,0	0,2	-0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	0,3
Variations de stocks*	0,1	-0,1	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,4	-0,3	0,6	-0,1	0,0	0,0	-0,6	-0,2	0,5
Commerce extérieur	-0,3	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,2	-0,5	0,3	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,7	0,1	0,0
France - situation des ménages															
Emploi total	54	-16	-53	-37	-17	-15	13	74	-5	13	22	23	-52	55	54
Salariés du secteur marchand non agricole	4	-15	-52	-43	-30	-37	-7	21	-22	0	0	0	-107	-53	-22
Taux de chômage BIT France métropolitaine**	9,1	9,3	9,4	9,7	9,9	9,9	9,9	9,7	9,7	9,8	9,8	9,8	9,7	9,7	9,8
Taux de chômage BIT France (y compris DOM)**	9,5	9,7	9,8	10,1	10,3	10,3	10,3	10,1	10,1	10,2	10,2	10,2	10,1	10,1	10,2
Indice des prix à la consommation***	2,3	1,9	1,9	1,3	1,0	0,9	0,9	0,7	0,6	0,5	0,5	0,7	2,0	0,9	0,7
Inflation « sous-jacente »***	1,7	1,5	1,2	0,7	0,7	0,3	0,6	0,6	0,4	0,2	0,2	0,2	1,3	0,6	0,3
Pouvoir d'achat des ménages	-0,2	0,3	-0,2	-1,4	1,1	0,3	-0,2	-0,3	1,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,9	0,0	0,7

Prévision

* Les variations de stocks sont y compris acquisitions nettes d'objets de valeur.

** Pour les données annuelles, le taux de chômage correspond au taux de chômage du dernier trimestre de l'année

*** Glissement annuel sur le dernier mois du trimestre et moyennes annuelles.

Note de lecture : les volumes sont calculés aux prix de l'année précédente chaînés, données cvs-cjo, moyennes trimestrielles ou annuelles, en %.

Source : Insee

Dossiers



Les conditions de crédit ne semblent pas amplifier le cycle économique en France

Vincent Alhenc-Gelas
Aurélien Fortin

**Département de la
conjoncture**

Jean-Baptiste Bernard
Benoît Campagne

**Département des Études
Économiques**

Depuis le début de la Grande Récession, le crédit aux entreprises européennes connaît un fort mouvement de contraction. Ce recul est certainement en partie imputable à une baisse de leur demande de crédit. Confrontées à l'effondrement de la demande et à l'accroissement, initialement marqué, des incertitudes sur la croissance économique future, les entreprises ont coupé fortement dans leurs dépenses d'investissement et réduit leurs stocks, ce qui a entraîné une chute de leur demande de financements.

Mais le recul du crédit peut être aussi en partie imputable au comportement d'offre de crédit des banques. En effet, outre le durcissement des contraintes prudentielles, l'augmentation de la fragilité de certains emprunteurs a pu conduire les banques à restreindre leur offre de crédit. Ce dernier phénomène renvoie, dans la littérature économique, au concept d'accélérateur financier : en phase de conjoncture basse, les entreprises ont en effet tendance à enregistrer des pertes qui fragilisent leurs bilans et la rentabilité d'exploitation a tendance à baisser, ce qui accroît le risque pour une banque de ne pas rentrer dans ses fonds lorsqu'elle accorde un prêt. À qualité de projet identique, les phases de basse conjoncture, au même titre que les phases de durcissement des contraintes prudentielles, seraient donc moins propices à la distribution de crédit par les banques. Cette prédiction théorique invite donc empiriquement à tester l'existence de deux régimes de l'économie, l'un « standard », l'autre de resserrement du crédit.

Le caractère non linéaire de l'accélérateur financier se prête bien, au niveau macroéconomique, à l'estimation d'un modèle à seuil. Dans le cas français, sur la période de 2003 à 2013, cette modélisation détecte deux grandes périodes de resserrement de crédit. Néanmoins, ce resserrement a un impact très limité sur l'activité économique et ne témoigne pas d'un phénomène important d'accélérateur financier, même durant la crise financière de 2008-2009 et la crise des dettes souveraines de 2011-2012. La baisse du crédit observée trouve donc sa cause principale dans la baisse de la demande de crédit des entreprises. ■

Les conditions de crédit ne semblent pas amplifier le cycle économique en France

Depuis six ans, la faiblesse du crédit est principalement à mettre en regard de la situation économique dégradée

Dans la zone euro, le recul du crédit bancaire se poursuit malgré la reprise de l'activité...

Dans la zone euro, la contraction du marché du crédit se poursuit...

Malgré la sortie de récession de la zone euro au deuxième trimestre 2013, le marché du crédit a continué de se contracter au début de cette année : l'encours de crédit aux sociétés non financières se repliait de 3,0 % en glissement annuel en avril. Cette contraction, qui perdure de manière presque ininterrompue depuis près de 5 ans, est directement liée aux deux épisodes récessifs de la zone euro en 2008-2009 puis en 2011-2013. Ces derniers ont conduit, entre autre, à une baisse des dépenses d'investissement des entreprises, et donc à un tarissement de la demande de crédit adressée aux banques. Pour autant, cela ne suffit pas forcément à expliquer l'ampleur de l'ajustement du volume de crédit, ni surtout la très forte hétérogénéité parmi les pays de l'union monétaire. Par exemple, en avril, le crédit recule de 9,7 % en Espagne alors qu'il croît très légèrement en France (+0,6 %). L'enquête menée par la Banque Centrale Européenne (BCE) auprès des PME et ETI (SAFE) confirme cette hétérogénéité d'accès au financement bancaire. Alors que 45 %¹ des entreprises espagnoles interrogées fin 2013 considéraient l'accès au financement comme un problème majeur, 38 % étaient dans la même situation en France et seulement 28 % en Allemagne.

... en contrepoint des excès de la période pré-crise...

Cette baisse du crédit contraste avec la période d'avant-crise. Durant la première moitié des années 2000, et jusqu'en 2007, le marché du crédit a en effet connu une phase d'expansion, parfois massive, dans les grands pays de la zone euro. Au-delà de la relation entre le crédit et l'activité, cette phase d'expansion a aussi traduit une mauvaise perception des risques de crédit de la part des banques européennes (cf. dossier de la Note de Conjoncture de mars 2009, La crise des « subprimes » : de la crise financière à la crise économique). Les causes en sont multiples : la raréfaction des épisodes de crises violentes dans la période de la « grande modération », à partir du milieu des années 1980 et jusqu'en 2007, la pratique de la titrisation aux États-Unis et la perception - démentie par la crise - que tous les pays de la zone euro offraient aux investisseurs le même niveau d'exposition au risque, ont donné l'illusion d'une dilution du risque systémique. Il en a résulté des comportements risqués de la part des banques et des investisseurs, renforcés par la dérégulation du système bancaire dans certains États (par exemple en Allemagne mais surtout en Espagne, cf. Illueca et al. (2013)). Dans le sillage de la crise des subprimes intervenue à partir de 2007 aux États-Unis, le risque porté par les banques ayant consenti des prêts à des emprunteurs insolubles a commencé à se matérialiser avec le défaut croissant des emprunteurs, conduisant à un brusque retournement des anticipations. Le marché du crédit européen a alors connu un coup d'arrêt brutal, avant de se contracter, dans un processus qui perdure aujourd'hui (cf. graphique 1).

La prise de conscience des fragilités des systèmes bancaires, à la suite de la faillite de la banque Lehman Brothers en septembre 2008, a entraîné une forte hausse de l'aversion au risque des acteurs financiers. En conséquence, le financement interbancaire, nécessaire pour assurer de bonnes conditions de liquidité aux banques, s'est partiellement tari, ce qui a mis en péril la capacité de celles-ci à servir la demande de crédit du secteur privé. Depuis lors, les conditions de liquidité des banques européennes sont restées un sujet de

(1) Cette proportion correspond aux entreprises ayant attribué une note entre 7 et 10 sur une échelle allant de 1 à 10 pour décrire leurs difficultés de financement.

Les conditions de crédit ne semblent pas amplifier le cycle économique en France

préoccupation et plusieurs opérations de politique monétaire non conventionnelle mises en place par la BCE (par exemple les opérations de refinancement à 3 ans de fin 2011 et début 2012) ont contribué à réduire le risque de liquidité des banques. Ce dernier perdure néanmoins, notamment en raison d'un fonctionnement du marché interbancaire toujours dégradé dans la zone euro. La mise en place des ratios prudentiels de Bâle III voulue par le G20 en 2010 peut également peser sur le comportement de distribution de crédit des banques (*cf. annexe*).

...et les interventions de la Banque centrale...

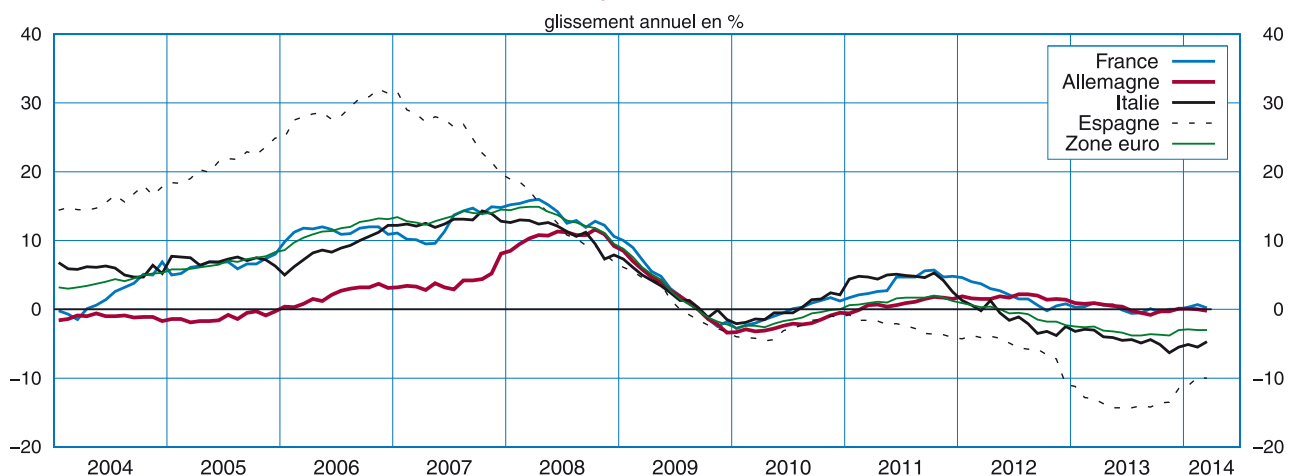
... et ce malgré la politique accommodante de la BCE...

La BCE a réagi au choc de la crise en abaissant son principal taux directeur, de sorte que son niveau s'est rapidement rapproché de 0. Dès le premier semestre 2009, il atteint 1 % et se trouve à 0,15 % aujourd'hui. Ceci a eu pour conséquence de réduire les marges de manœuvre de la banque centrale, qui a alors mis en place un faisceau de mesures de politique monétaire non conventionnelle.

... qui se transmet mal aux conditions de financement des acteurs économiques des pays du Sud

Mais cette politique monétaire accommodante s'est transmise de manière hétérogène aux différents pays de la zone euro. L'état de fragilité avancée du système bancaire de certains pays périphériques, par exemple en Espagne où les banques étaient fortement exposées au risque immobilier, a en effet empêché une bonne transmission de la politique de taux bas de la BCE : elle s'est transmise plus nettement aux taux d'emprunt des entreprises dans les pays perçus comme plus solides, comme la France et l'Allemagne. De plus, le risque systémique s'est trouvé renforcé par la corrélation entre risque souverain et risque bancaire, mise en évidence lors de la crise des dettes souveraines à partir de 2010. D'une part, l'État a pu être contraint de recapitaliser le système bancaire, si celui-ci était insolvable, ce qui a accru sa dette et mis en péril sa propre solvabilité. C'est par exemple le cas en Espagne, où environ 60 Mds € d'aides ont été alloués à la recapitalisation partielle du système bancaire (dont 40 Mds € prêtés par ses partenaires de la zone euro au travers du Fonds Européen de Stabilité Financière). D'autre part, comme en Italie, les banques de la zone euro détiennent à leur actif de larges montants de bons du Trésor des pays dans lesquels elles résident, et sont donc exposées aux pertes causées par la baisse de la valeur des titres souverains.

1 - Taux de croissance annuel des encours de crédit aux sociétés non financières
Dernier point : avril 2014



Source : BCE

Les conditions de crédit ne semblent pas amplifier le cycle économique en France

Dès lors, la situation des marchés du crédit dans la zone euro est particulièrement hétérogène

Cette situation où chaque nation porte une prime de risque spécifique a entraîné une fragmentation du marché du crédit. Ainsi, les coûts d'emprunts auxquels font face les entreprises non financières continuent d'être nettement plus élevés dans les pays perçus comme étant financièrement les plus fragiles que dans les États les plus solides (cf. graphique 2).

...du fait, principalement, d'une faible demande des entreprises

La faiblesse du crédit provient de la situation économique dégradée...

Le recul du crédit ne traduit pas nécessairement une situation de contrainte d'offre, c'est-à-dire une situation où un crédit serait refusé à une entreprise alors même que le projet pour lequel elle demande un financement est considéré comme rentable. Le crédit peut être refusé simplement parce que la banque juge le projet insuffisamment profitable. Il est à noter qu'une contrainte peut se révéler de deux manières : soit par les volumes, en refusant tout ou partie du montant demandé par les entreprises ; soit par les prix, en proposant des taux d'intérêt plus ou moins élevés selon les emprunteurs.

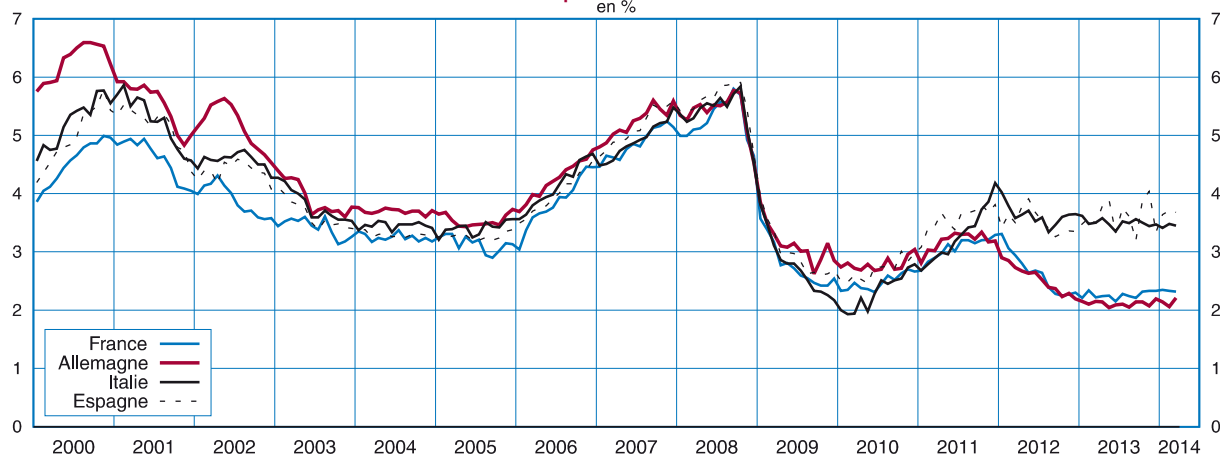
... les études empiriques tendant à démontrer l'absence de rationnement de crédit en France jusqu'en 2010...

Plusieurs études ont été menées au niveau microéconomique dans la zone euro sur la période récente. Elles concluent plutôt à l'absence de rationnement du crédit jusqu'en 2010. En France, selon *Kremp et Sevestre (2013)*, il n'y a pas de preuve robuste que les petites entreprises aient été rationnées entre 2008 et 2010 : même si les banques ont réduit leur offre de crédit de manière idiosyncratique, le recul du crédit aux petites entreprises est essentiellement dû à la baisse de la demande consécutive au choc sur l'activité. De même, *Cabannes et al. (2013)* concluent à la prédominance des contraintes de débouchés sur d'éventuelles contraintes de crédit pour les entreprises françaises. Dans le cas de l'Italie, d'après *Del Giovane, Eramo et Nobili (2011)*, sur les données d'enquête du *Bank Lending Survey (BLS)*, si les contraintes d'offre ont eu un impact certain, les effets d'offre pure (c'est-à-dire indépendants de la situation financière des emprunteurs) ont eu une importance mineure sur la période 2007-2009. En Allemagne, *Rottman et Wollmerhäuser (2012)* concluent aussi à l'absence d'un réel rationnement du crédit en 2008-2009.

... mais pas en Espagne sur la période récente...

En revanche, *Bentolila et al. (2013)* développent une approche différente reposant notamment sur des données détaillées des relations entre les entreprises et leurs banques. Selon eux, il existe un rationnement du crédit en Espagne, nettement plus fort lorsque le financement intermédié a été contracté auprès d'une banque durement touchée par la crise.

2 - Taux moyen des emprunts bancaires des entreprises de la zone euro Dernier point : mars 2014



Source : BCE

Les conditions de crédit ne semblent pas amplifier le cycle économique en France

... et les enquêtes font malgré tout état de l'existence de contraintes d'offre

De fait, les difficultés actuelles du système financier sont à même d'expliquer une partie de celles rencontrées par les économies européennes, au-delà de ce que la faiblesse de la demande justifierait. D'ailleurs, les banques interrogées par la BCE dans le cadre de l'enquête BLS signalent avoir durci leurs conditions de crédit en 2008-2009, puis de nouveau en 2011-2012, et ne les ont pas desserrées depuis. De leur côté, 14 % des PME européennes déclarent rencontrer des difficultés d'accès au financement externe d'octobre 2013 à mars 2014 dans l'enquête SAFE (cf. graphiques 3 et 4). Ces difficultés conduisent même certaines d'entre elles à s'autocensurer et à ne pas solliciter de crédit bancaire.

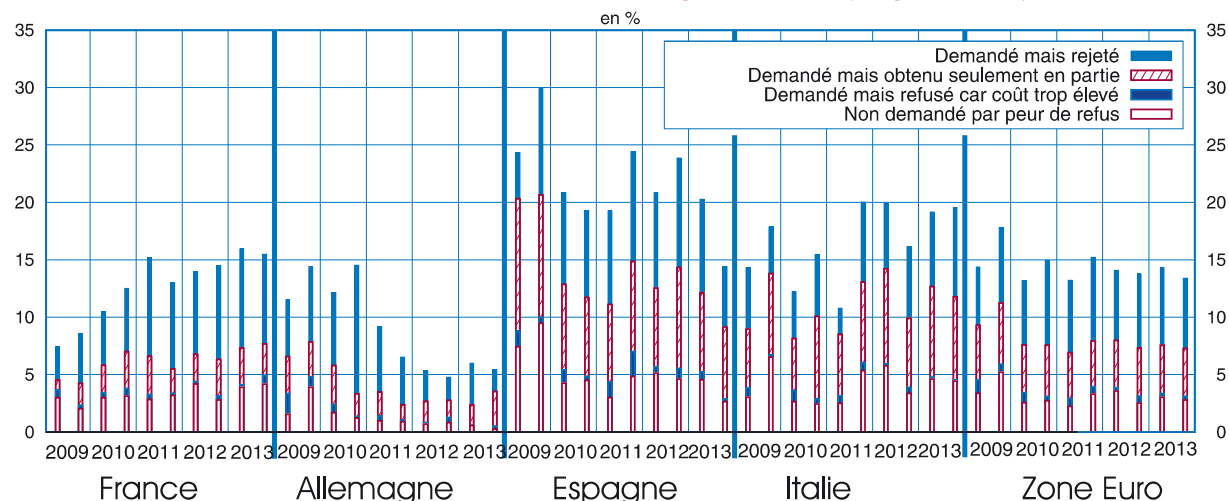
En conséquence, la structure de financement des entreprises s'est modifiée substantiellement

Cette situation a généré une modification de la structure de financement des entreprises

Les difficultés des systèmes bancaires des différents pays européens ont eu en retour un impact sur la structure du financement des entreprises de la zone euro, mais à des degrés divers.

Les entreprises européennes accèdent au financement externe très majoritairement à travers le financement bancaire, à l'inverse par exemple des entreprises américaines dont le financement est moins intermédié et repose plus

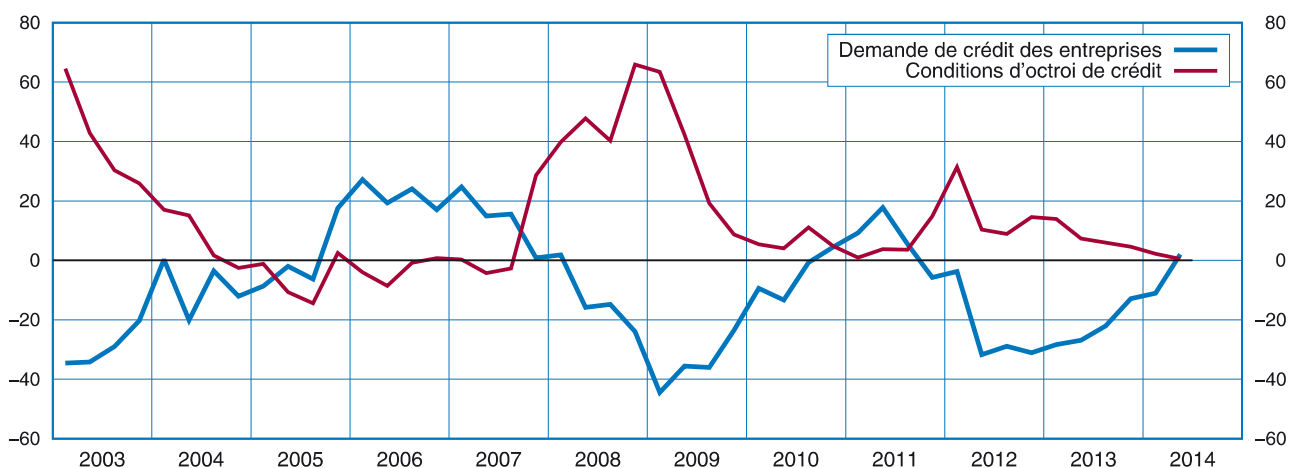
3 - Difficultés de financement bancaire pour les PME (enquête SAFE)



Source : BCE

4 - Soldes d'opinion des banques européennes sur l'offre et la demande de crédit (enquête BLS)

Dernier point : avril 2014



Source : BCE

Les conditions de crédit ne semblent pas amplifier le cycle économique en France

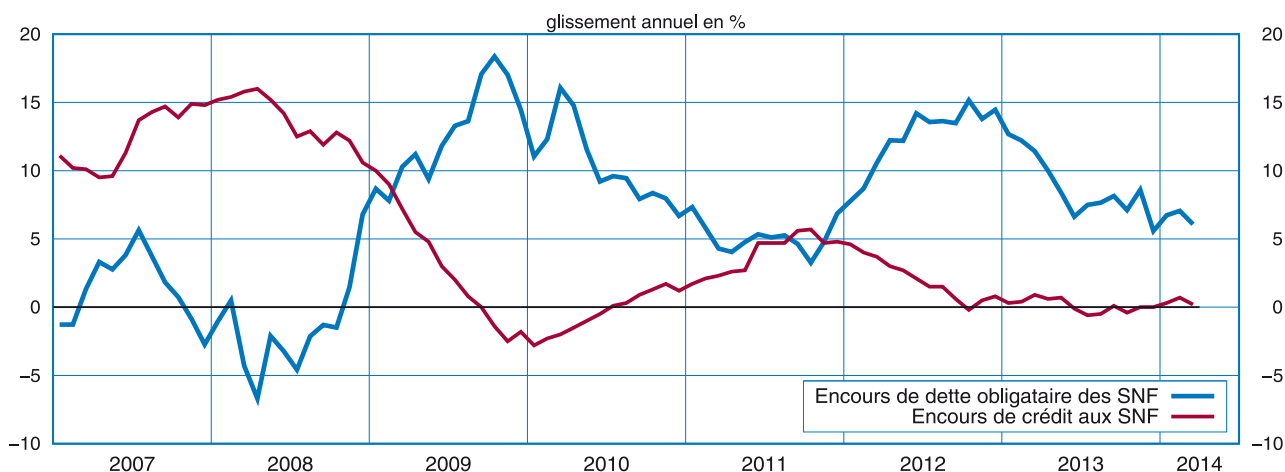
directement sur les marchés financiers, et en particulier sur l'émission d'obligations. Ainsi, en France, les emprunts auprès des banques représentaient environ 73 % de la dette totale des entreprises avant la crise. Depuis 2008, cette part a régulièrement décliné ; le crédit bancaire représente 63 % du financement externe des entreprises aujourd'hui. Ce processus traduit une substitution dans les sources de financement externe entre financement bancaire et financement de marché. Cette substitution trouve son origine dans les difficultés de financement du système bancaire et dans la baisse des taux des émissions obligataires, qui a généré des comportements opportunistes. Mais elle frappe les entreprises de manière hétérogène. Pour les grandes entreprises, dont l'accès aux marchés financiers est plus aisé, le recul des flux de crédit bancaire a été compensé par une hausse substantielle des émissions de titres de dette (cf. graphique 5). En France, par exemple, l'endettement de marché a progressé de 15 % en 2009, après une baisse de 1 % en 2008. Dans le même temps, le financement bancaire est passé d'un rythme de progression de 13 % en 2008 à 3 % en 2009². Le même phénomène de substitution s'observe entre fin 2011 et 2012. La crise de liquidité qui, dans le sillage de la crise des dettes souveraines, menaçait alors de frapper les banques européennes, l'explique en partie.

Cette réallocation des flux de financement externe des entreprises a pesé de manière hétérogène à la fois selon les pays et le type d'entreprises concernés. Les entreprises les plus grandes, en effet, sont plus susceptibles d'avoir effectué cette substitution, car la taille de leur bilan est suffisamment importante pour recourir à des financements de marché. Si les entreprises les moins risquées ont effectué cette substitution à peu de frais, il n'en est pas allé de même pour les entreprises perçues par les marchés comme les plus risquées (qui sont souvent les plus petites), dont les taux sur les obligations ont incorporé une prime de risque élevée qui perdure encore aujourd'hui³.

(2) Ces données proviennent de la BCE. L'endettement de marché fait référence aux émissions totales de dette obligataire des sociétés non financières françaises et la dette bancaire fait référence à l'encours total de crédit octroyé par les banques aux sociétés non financières également.

(3) cf. publication « stat info » de la Banque de France pour une présentation de la structure des taux obligataires par classe de risques.

5 - Endettement des grandes entreprises françaises Dernier point : mars 2014



Source : BCE

Les phénomènes d'accélérateur financier et de fuite vers la qualité ont pu amplifier la dégradation de l'activité dans la zone euro

La situation économique dégradée qu'a connue la zone euro ces six dernières années a pu amplifier les difficultés rencontrées par les banques et en retour pénaliser davantage l'activité. Un pan de la théorie économique se penche sur cette question et apporte des précisions sur les mécanismes à l'œuvre. Il s'agit de la théorie de l'accélérateur financier et du phénomène dit de « fuite vers la qualité ». Ces mécanismes reposent sur des fondements microéconomiques et peuvent se traduire d'un point de vue macroéconomique par l'apparition de régimes économiques différenciés.

L'accélérateur financier, mécanisme amplificateur de choc de l'économie réelle, est la traduction macroéconomique des imperfections de marché

Le financement bancaire fait intervenir des prêteurs et des emprunteurs suivant une relation de type principal-agent décrite par la théorie des contrats : les prêteurs et emprunteurs ne disposent pas de la même information relative au degré de risque attaché aux projets d'investissement, au comportement de l'emprunteur ou au rendement final des projets à financer. Cette asymétrie d'information constitue une imperfection (au sens de la théorie économique) du marché du crédit bancaire. Les banques mettent alors en place une procédure d'audit et de collecte de l'information, coûteuse et donc répercutée par les banques sur les conditions d'accès au crédit. Ces coûts résultant de l'asymétrie d'information se traduisent par une prime de financement externe et des frictions sur le marché du crédit.

Pour minimiser ces asymétries d'information et donc le risque de contrepartie qui y est attaché, les prêteurs peuvent appuyer leurs décisions sur la valeur des actifs détenus par les emprunteurs et appliquent, en fonction, une prime de financement externe inversement proportionnelle. Ces actifs peuvent être constitués du bilan financier de l'entreprise ou de ses collatéraux. Cependant, la valeur de ces actifs étant généralement corrélée à l'activité économique, les banques introduisent de fait un mécanisme procyclique dans leur comportement d'attribution des prêts. *Bernanke et Gertler (1989)* décrivent le rôle de la position bilantielle des agents dans la dynamique économique. Ces informations renseignent sur la solvabilité des emprunteurs et permettent de réduire les coûts d'agence pour les banques.

La prime de financement externe appliquée est inversement corrélée à la situation financière des emprunteurs : les entreprises présentant une richesse nette plus forte seront considérées comme plus largement solvables et bénéficieront d'une prime de financement plus faible. En période de ralentissement économique, la dégradation de la position bilantielle des agents entraîne une variation de cette prime et de manière plus générale une dégradation des conditions de crédit. Les entreprises, subissant une augmentation du coût d'accès aux ressources financières, sont alors contraintes de limiter leurs stocks et leurs dépenses d'investissement, et par conséquent leur niveau de production : le choc initial est propagé et amplifié (cf. graphique 6).

Kiyotaki et Moore (1997) développent quant à eux une analyse d'équilibre général de ces frictions microéconomiques et approfondissent l'idée que les facteurs de production (biens immobiliers, machines, etc.) peuvent servir également de collatéraux aux prêts accordés. Le montant potentiel du crédit correspond à une fraction exogène de la valeur du collatéral. Dans le cas d'une baisse du prix des actifs, la plus grande difficulté d'accès au financement entraîne une baisse des investissements. Il y a alors amplification du choc initial. En d'autres termes, un choc idiosyncratique sur le prix des actifs peut générer une

Les asymétries d'information entre prêteur et emprunteur donnent naissance à un phénomène d'accélérateur financier...

... qui repose soit sur la position bilantielle de l'entreprise...

... soit sur la valeur estimée des collatéraux

Les conditions de crédit ne semblent pas amplifier le cycle économique en France

Le comportement des banques est asymétrique entre grandes et petites entreprises...

variation de la valeur des collatéraux et ainsi amorcer le mécanisme décrit précédemment. Par bouclage, ce choc peut ensuite se répercuter à l'ensemble de l'économie.

Ce mécanisme porte le nom d'accélérateur financier et permet d'expliquer l'interdépendance entre les sphères financière et réelle. Il présente deux types d'asymétries qui peuvent se renforcer.

D'une part, les banques adoptent des comportements différenciés selon la taille des entreprises ; en résulte alors un phénomène dit de « fuite vers la qualité » (Bernanke 1993).

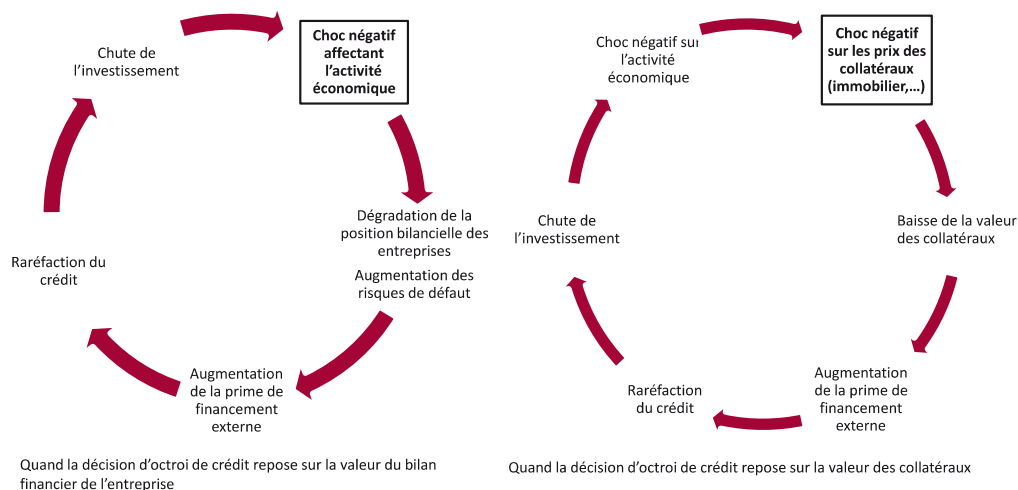
En général, les banques réduisent la part des fonds alloués à des projets incertains nécessitant une surveillance accrue et leur préfèrent des projets plus sécurisés. L'asymétrie d'information est potentiellement moins forte pour les grandes entreprises, du fait notamment de la plus grande diversification de leurs risques. Ensuite, elles se révèlent également moins sensibles aux fluctuations économiques que les petites entreprises, grâce à une meilleure maîtrise de leurs stocks. Enfin, elles possèdent généralement des instances (comptables, auditeurs) permettant aux banques d'accéder aux informations plus facilement, ce qui implique des économies d'échelle dans la collecte d'informations et une baisse relative du coût d'agence supporté par les banques.

... et varie avec la conjoncture

D'autre part, le mécanisme d'accélérateur financier influe différemment selon la situation conjoncturelle avec un effet plus marqué en phase basse du cycle qu'en phase haute. Lors d'une phase d'expansion, la richesse nette globale des emprunteurs, au niveau agrégé, est élevée, et donc les coûts d'agence sont plus faibles. Par conséquent, les variations de la valeur des entreprises ont peu d'effet sur la décision d'octroi du crédit et l'accélérateur financier est affaibli. En revanche, en période de récession, lorsque la richesse globale est faible, les fluctuations des profits courants ont des effets de grande ampleur sur l'investissement et la production. Les effets amplificateurs sont donc plus forts en période économique défavorable. Cette différence peut favoriser et amplifier les phénomènes de fuite vers la qualité, notamment parce que les grandes entreprises ont une activité plus lissée. Gertler et Gilchrist (1994) développent l'idée que les petites entreprises sont plus sensibles au rationnement du crédit lors des phases conjoncturelles défavorables que lors des phases d'expansion.

L'accélérateur financier présente ainsi un caractère asymétrique et fait potentiellement apparaître des non-linéarités dans la réponse de l'activité réelle aux différents chocs économiques et financiers. La méthodologie développée par la suite et les variables utilisées cherchent à identifier ces régimes différenciés.

6 - Mécanisme de l'accélérateur financier



Les conditions de crédit ne semblent pas amplifier le cycle économique en France

Une modélisation des dépendances entre les sphères réelle et financière cherche à tester l'existence et à quantifier cet effet accélérateur

Pour savoir si le phénomène d'accélérateur financier existe en France...

En France, existe-t-il un mécanisme d'accélérateur financier ? Observe-t-on des épisodes de fuite vers la qualité ? Quel coût cela représente-t-il en termes de croissance ? Qu'en est-il de la période présente ? Pour répondre à ces questions, un modèle, inspiré de *Balke (2000)*, est adapté au cas français.

Une représentation de l'économie française par un modèle vectoriel, permettant un changement de régime et intégrant une variable de conditions de crédit

... un modèle rendant compte des interactions entre les sphères réelle et financière...

Les interactions entre les sphères réelle et financière sont ainsi retranscrites au travers d'un modèle vectoriel autorégressif « VAR » (*cf. encadré 1*) qui, sur données mensuelles, prend en compte les dépendances entre l'activité économique, l'inflation, le taux d'intérêt et un indicateur de l'état du marché du crédit.

Comme dans tout modèle VAR, il est nécessaire d'associer des relations de causalité à la corrélation instantanée qui existe entre les variables, sur la base d'a priori découlant de préférence de la théorie économique. En l'occurrence, il semble raisonnable d'un point de vue économique de supposer que les variables d'activité et d'inflation réagissent de manière retardée aux variables financières, tandis que les deux variables financières (taux d'intérêt et conditions de crédit) dépendent de manière contemporaine de l'environnement macroéconomique. On suppose en outre que l'activité ne réagit pas dans le mois à un choc de prix et que les taux d'intérêt ne réagissent pas dans le mois à un choc sur les conditions de crédit (*cf. encadré 1*).

... et autorisant une non-linéarité est proposé

Le modèle permet aussi la bascule d'un régime économique normal lorsque l'indicateur de resserrement du crédit est inférieur à un seuil déterminé à un régime défavorable lorsque l'indicateur est supérieur à ce seuil. La bascule n'intervient cependant pas instantanément après le passage du seuil. Ce temps de diffusion correspond à la vitesse de réaction des agents économiques à l'évolution des conditions financières, en lien par exemple avec le temps nécessaire à la renégociation des contrats de crédit, ou au temps nécessaire aux entreprises pour monter une opération de financement sur les marchés.

Les variables du modèle sont l'IPI, l'indice de prix de production industrielle, l'Euribor à 3 mois et un indicateur du marché du crédit

L'activité économique est mesurée ici par la croissance mensuelle de l'indice de la production industrielle manufacturière. Cet indicateur permet de s'approcher au plus près de l'évolution de l'activité des entreprises françaises. Si le champ de cet indice est restreint, la corrélation avec le PIB trimestriel⁴ reste forte. En cohérence, l'inflation est mesurée par le taux de croissance de l'indice des prix de production de l'industrie française pour le marché français. Il s'agit à la fois d'une mesure de prix disponible en fréquence mensuelle, et sur laquelle une entreprise individuelle appuie son processus de décision de production. Le taux d'intérêt correspond au coût de refinancement des banques. Il est mesuré par l'Euribor de maturité 3 mois, le taux moyen d'emprunt sur le marché interbancaire. Enfin, le modèle contient une variable qui cherche à retranscrire la situation du marché du crédit et plus précisément les phénomènes de fuite vers la qualité et de resserrement du crédit.

(4) Une alternative serait d'utiliser un PIB mensualisé à l'aide de l'IPI en utilisant par exemple la méthode *Chow-Lin*. Les résultats d'estimation (disponibles à la demande) étant très proches, cette approche n'est pas présentée ici.

Les conditions de crédit ne semblent pas amplifier le cycle économique en France

Encadré 1 - Modélisation de la propagation non linéaire des chocs de crédit

La modélisation des non-linéarités décrites par la théorie économique et résultant de conditions de crédit différenciées s'inspire du travail réalisé par Balke (2000), qui utilise un modèle vectoriel autorégressif à seuil (TVAR) pour capter les réponses différenciées de l'économie. Cette modélisation multivariée approxime les phénomènes continus de contrainte de crédit en un phénomène binaire par l'introduction d'un seuil qui distingue deux régimes de crédit distincts.

L'équation du TVAR mensuel s'écrit comme suit :

$$Y_t = C_1 + A_1 Y_t + B_1(L) Y_{t-1} + (C_2 + A_2 Y_t + B_2(L) Y_{t-1}) I_{C_{t-d} \geq \gamma}$$

avec Y_t contenant les quatre variables suivantes : le taux de croissance de l'indice de production de l'industrie manufacturière (IPI), le taux de croissance de l'indice des prix à la production, l'Euribor de maturité 3 mois, et une mesure de resserrement du crédit bancaire.

$B_1(L)$ et $B_2(L)$ sont des polynômes retards matriciels qui représentent la structure autorégressive du modèle, c'est-à-dire la dépendance de celui-ci à son passé.

$I_{C_{t-d} \geq \gamma}$ correspond à l'indicatrice de régime et permet d'introduire la non-linéarité. Cette indicatrice est égale à 1 tant que C_{t-d} , qui mesure les conditions de crédit, reste au dessus du seuil estimé γ .

d est introduit pour prendre en compte le temps de diffusion correspondant à la prise en compte des conditions passées du marché bancaire par les agents économiques.

Les matrices A_1 , B_1 et C_1 sont les coefficients d'un modèle VAR linéaire estimé uniquement sur la partie de l'échantillon qui correspond au régime standard (l'indicatrice est alors de valeur 0). En revanche, sur la partie de l'échantillon correspondant au régime de resserrement de crédit bancaire, les matrices estimées sont $C_1 + C_2$, $A_1 + A_2$ et $B_1 + B_2$. La réponse différenciée des variables dans les différents régimes (c'est-à-dire l'effet accélérateur) provient de cette stratégie d'estimation. Les matrices A_1 et A_2 représentent les relations contemporaines entre les différentes variables de Y_t . Pour estimer le modèle, il est nécessaire de poser une hypothèse d'ordre causal selon le schéma suivant retenu dans Balke (2000) et Cecchetti (1995) :

IPI $\rightarrow$ Prix de production $\rightarrow$ Euribor $\rightarrow$ Resserrement du crédit bancaire

Cette relation causale signifie que l'activité économique ne dépend ici d'aucune variable de manière contemporaine et par conséquent ne réagit qu'avec retard à l'évolution des autres variables. À l'opposé, la mesure des conditions de crédit réagit de manière contemporaine à l'IPI, à l'inflation et au taux d'intérêt (ainsi qu'au passé de l'ensemble des variables). Il en découle que les matrices A_1 et A_2 sont triangulaires inférieures avec des zéros sur la diagonale. Cette hypothèse est équivalente au choix particulier d'une décomposition de Cholesky.

La particularité d'un tel modèle est la nécessité d'estimer γ et d . Si ces paramètres étaient connus, l'estimation du modèle se ferait directement par Moindres Carrés Ordinaires tel que dans le cas d'un modèle VAR classique. Dans le cas présent, une méthode dite de recherche sur grille est utilisée.

Dans un premier temps, un ensemble de valeurs admissibles pour les paramètres inconnus γ et d est choisi. On choisit un d maximal de manière arbitraire et γ selon la distribution empirique de C_{t-d} . Pour chacun de ces couples de valeurs, le modèle est estimé par moindres carrés ordinaires. Ensuite, le couple (γ, d) dit optimal est choisi pour minimiser le log-déterminant de la matrice de variance-covariance des résidus estimés. Sous l'hypothèse de résidus gaussiens, cette méthodologie correspond en réalité à une évaluation discrète de l'estimateur par maximum de vraisemblance.

Préalablement à cette estimation, il est à noter que le choix du nombre de retards dans le modèle est effectué séparément par parcimonie sur les critères d'information de Schwartz et d'Akaike.

Une fois le modèle optimal estimé, la présence de deux régimes, c'est-à-dire de non-linéarités, est testée dans notre modèle. Il s'agit de savoir si le modèle à seuil apporte une information supplémentaire par rapport à un modèle linéaire construit sur les mêmes données. Formellement, l'hypothèse testée est :

$$C_2 = A_2 = B_2 = 0.$$

De même que précédemment, la structure à seuil de notre modèle ne permet pas un recours direct aux tests usuels. En particulier, γ n'est pas estimé dans le cas d'un modèle linéaire, ce qui modifie les comportements asymptotiques des statistiques de test. Hansen (1996) et Andrews et Ploberger (1994) dérivent des tests analogues sous la forme d'une moyenne ou d'un maximum des statistiques du ratio de vraisemblance et de Wald sur l'ensemble des valeurs de la grille de recherche. Ces quatre tests sont dénotés respectivement par avg-LR, sup-LR, avg-Wald et sup-Wald. Les valeurs critiques des tests se déduisent par la simulation des distributions par *bootstrapping*.

En dernier lieu, le raffinement introduit par une modélisation à seuil ne permet pas non plus le recours direct à la définition classique des fonctions de réponse. En effet, en raison de la structure non-linéaire du modèle, l'amplitude et le signe du choc étudié mais aussi les conditions initiales sont des facteurs déterminants de la réponse des quatre variables du modèle. Koop, Pesaran et Potter (1996) évitent cet écueil en développant des fonctions de réponse dites généralisées, prenant en compte ces particularités. Ces fonctions de réponses sont calculées par *bootstrapping* et autorisent la bascule entre régimes en réponse aux différents chocs simulés. ■

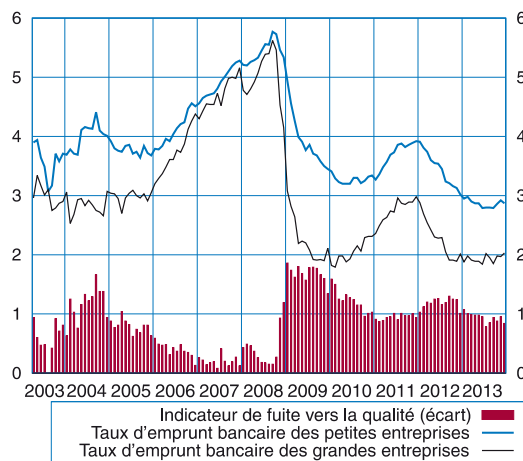
Les conditions de crédit ne semblent pas amplifier le cycle économique en France

Fuite vers la qualité et resserrement du crédit sont des grandeurs inobservables, que plusieurs indicateurs tentent d'approcher

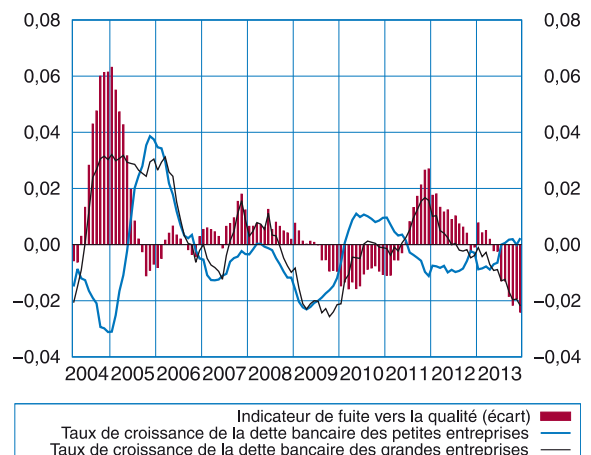
Dans ce cadre, un régime économique contraint peut être lié soit à un phénomène de fuite vers la qualité, soit à une phase de resserrement du crédit bancaire et, dans les deux cas, à des comportements d'octroi de crédits différents. Ces deux phénomènes sont identifiés par des mesures de comportement différencié des banques, soit face aux différentes tailles d'entreprise, soit face à un environnement financier dégradé. Les réponses à l'enquête BLS n'ont pas été retenues comme indicatrices car elles proviennent des banques et s'écartent des réponses des entreprises à l'enquête SAFE. L'analyse qui suit retient quatre variables présentées ci-dessous (cf. graphiques 7).

7 - Les quatre variables de l'état du marché du crédit retenues

Indicateur 1 (spread de taux)

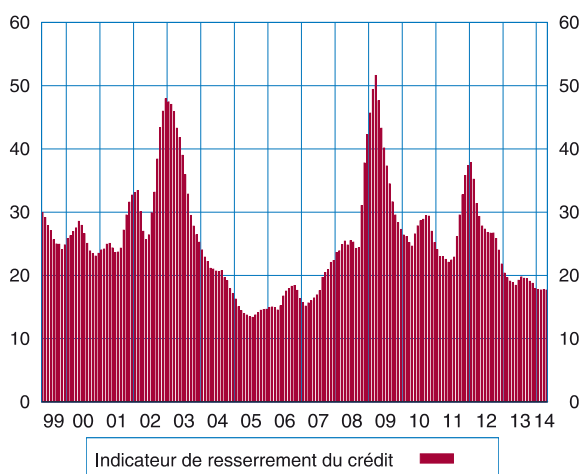


Indicateur 2 (spread de volume)



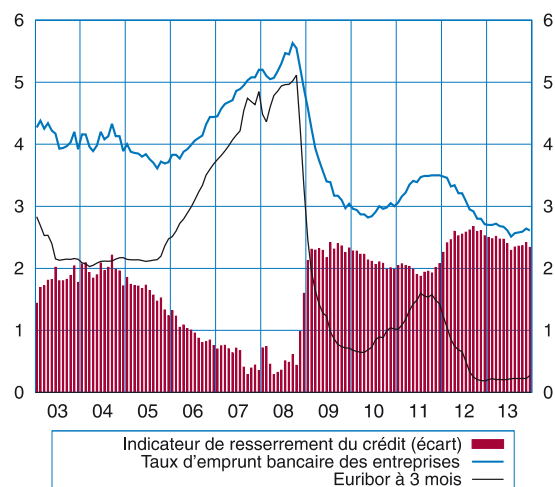
Source : BCE

Indicateur 3 : indice de volatilité des marchés boursiers européens



Source : Data Insight

Indicateur 4 (marge bancaire)



Source : BCE

Les conditions de crédit ne semblent pas amplifier le cycle économique en France

Le phénomène de fuite vers la qualité est mesuré au travers des différences, soit de taux d'emprunt...

... soit de la quantité de crédit obtenue par les petites et grandes entreprises

Deux variables permettent *a priori* de retranscrire le phénomène de fuite vers la qualité. Une première variable utilise la différence entre le taux d'intérêt à l'emprunt facturé aux petites entreprises et celui facturé aux grandes (Indicateur 1). La théorie, à partir des différences de coût d'agence et des incertitudes sur les projets menés par les grandes ou les petites entreprises, suggère en effet que les banques appliquent une prime de financement externe différenciée selon la taille de l'entreprise. Le taux de refinancement de la banque étant le même lorsqu'elle octroie un prêt pour une petite ou une grande entreprise, cette différence de prime capte donc la différence de comportement des banques face aux risques liés au projet. Dans un climat global d'incertitude, les banques devraient augmenter davantage le coût à l'emprunt des petites entreprises pour se prémunir contre le risque de défaut et chercher à capter la demande d'investissement des entreprises de grande taille, considérées comme plus fiables. L'écart de taux aura donc tendance à s'accroître en période de resserrement du crédit bancaire⁵.

Puisque les banques peuvent également moduler les quantités de prêts octroyés selon la taille des entreprises, la fuite vers la qualité peut également se traduire par une augmentation des flux de crédits nouveaux octroyés aux grandes entreprises (dont les projets sont réputés plus sécurisés) et une diminution des flux octroyés aux petites entreprises. Ainsi, le différentiel de croissance de la dette bancaire nouvelle contractée par les grandes entreprises et les petites entreprises permet d'identifier des changements de régime économique (Indicateur 2).

Cependant en l'absence de données mensuelles par taille d'entreprise, il est nécessaire de recourir à une approximation pour la construction des indicateurs. Le montant des prêts est ainsi utilisé comme proxy de la taille. Les taux et flux de contrats nouveaux sur les crédits d'un montant inférieur à 1 million d'euros sont considérés comme accordés majoritairement aux petites entreprises, tandis que les taux et flux de contrats nouveaux sur les crédits d'un montant supérieur à 1 million d'euros sont considérés comme accordés majoritairement aux grandes entreprises. Cette décomposition par taille d'entreprises, fréquemment utilisée dans la littérature empirique, reste une approximation de la partition entre « emprunteurs peu risqués » d'une part, les grandes entreprises, et « emprunteurs plus risqués » d'autre part, les petites entreprises.

En plus de leur capacité *a priori* à capter les périodes de fuite vers la qualité, ces deux mesures présentent l'avantage d'être relativement indépendantes du cycle économique et des décisions de politique monétaire. En effet, en régime économique « standard », le comportement des banques vis-à-vis des emprunteurs évoluera *a priori* de manière non différenciée entre les différents types d'entreprises. Par exemple, dans le cas d'une reprise économique, les banques vont accroître leur flux de nouveaux contrats de crédit à la même vitesse pour l'ensemble des entreprises. De même, en cas de baisse des taux directeurs de la BCE, les banques vont transmettre cette baisse de manière identique aux petites et grandes entreprises. En effet, selon Lown et Morgan (2002), les conditions d'octroi de crédit des banques américaines ne dépendent pas de la politique monétaire. Au contraire, ces indicateurs, en captant le comportement différencié *ex post* des banques vis-à-vis des différentes tailles d'entreprises, permettent d'identifier des périodes de resserrement du crédit principalement du côté de l'offre de crédit. Toutefois, comme tout indicateur, ceux-ci peuvent aussi prendre en compte un comportement différencié des entreprises elles-mêmes, et en particulier ici, un comportement différencié des grandes entreprises qui choisiraient de remplacer le financement bancaire par un financement sur les marchés.

(5) Un effet de structure pourrait cependant minorer cette différence dès lors qu'une partie des petites entreprises ne souscrirait pas à ces prêts devenus plus chers. Les prêts les plus risqués seraient relativement moins octroyés, tendant à diminuer le taux moyen de manière générale et probablement davantage celui des petites entreprises.

Les conditions de crédit ne semblent pas amplifier le cycle économique en France

La situation de resserrement du crédit...

Deux autres variables complètent cette identification des phénomènes de fuite vers la qualité en identifiant des phases de resserrement de crédit bancaire, c'est-à-dire une détérioration de l'environnement financier qui peut avoir un impact sur le comportement de crédit des banques.

... est captée via un indice du marché boursier...

Tout d'abord l'indice de volatilité boursière du marché des options sur l'Euro Stoxx 50 (Indicateur 3), qui mesure plus généralement les conditions sur les marchés financiers et est relié à l'incertitude sur la valorisation bilantielle des entreprises. Bien qu'il mesure la volatilité boursière du marché européen, la forte intégration des marchés financiers dans la zone euro permet de faire l'approximation d'un comportement similaire des marchés nationaux, et en particulier ici du marché français.

... ou un indicateur de marge bancaire

Ensuite, la marge bancaire sur les crédits (Indicateur 4), mesurée par l'écart entre le taux moyen sur les crédits aux entreprises non financières et l'Euribor à 3 mois. Ce dernier mesure le coût de refinancement à court terme sur le marché interbancaire. En période de resserrement du crédit bancaire, à coût de financement interbancaire constant, une hausse de la prime de financement auprès des entreprises traduit un comportement d'aversion au risque des banques et une contrainte par les prix sur l'octroi de crédit. De même que précédemment, cet indicateur présente la particularité d'être indépendant des décisions de politique monétaire, et représente vraisemblablement la décision propre de marge des banques. C'est aussi un élément de l'arbitrage pour les entreprises, et plus spécifiquement pour les grandes, entre financements bancaire et de marché qui peut aussi capter des effets plus structurels de libéralisation de la sphère financière. En particulier, la concurrence accrue entre banques ou la capacité de celles-ci à diversifier les risques peuvent structurellement conduire à une baisse de la marge bancaire. Enfin, cet indicateur peut également être sensible aux modifications de la régulation bancaire, qui peut changer la façon de pondérer le risque lié aux crédits versés aux entreprises.

En France, l'effet accélérateur du marché du crédit ne ressort pas sur les quinze dernières années

En France, trois des indicateurs présentés conduisent à retenir la présence de deux régimes...

Les quatre indicateurs présentés ont été utilisés pour estimer autant de modèles comportant deux régimes de crédit selon que l'indicateur est inférieur ou supérieur à un seuil lui aussi déterminé de manière endogène lors de l'estimation (cf. encadré 2 pour le détail des résultats des estimations).

Trois des quatre modèles⁶ identifient deux régimes différents selon la valeur prise par l'indicateur de crédit inclus dans le modèle. En d'autres termes, l'introduction d'un changement de régime en fonction des conditions de crédit apporte généralement une information significative concernant le comportement de l'économie française, mais les changements de comportement ne traduisent pas de phénomène d'accélérateur financier sur l'activité.

En France, deux grandes périodes de resserrement de crédit sont repérées sur les dix dernières années ...

... avec deux ou trois périodes de resserrement du crédit bancaire au cours des dix dernières années ...

Le comportement des différents indicateurs vis-à-vis de leurs seuils critiques estimés permet d'identifier essentiellement deux périodes de resserrement du crédit bancaire au cours des dix dernières années (cf. graphiques de l'encadré 2) : de mi-2008 à début 2011 et de fin 2011 à début 2013. Ces deux épisodes correspondent respectivement à la crise financière et à la crise des dettes souveraines dans la zone euro. Un autre épisode identifié dans le modèle utilisant l'indice de volatilité boursière comme indicateur de déclenchement du régime de crédit, début 2004, est plus difficile à interpréter.

(6) Seul le deuxième, qui utilise le différentiel de croissance de la dette bancaire contractée par les grandes entreprises et les petites entreprises, rejette l'existence de cet effet.

Les conditions de crédit ne semblent pas amplifier le cycle économique en France

Encadré 2 - Principaux résultats

En raison de la faiblesse de l'horizon temporel, les modèles VAR sont construits avec un seul retard et avec des temps de diffusion allant de $d = 1$ à 3 mois, suggérant des délais de prise en compte de l'environnement de crédit relativement rapides de la part de l'économie.

Trois des quatre modèles indiquent la présence d'un effet accélérateur financier en France

Pour les quatre modèles estimés, l'existence d'un effet accélérateur est donnée par la statistique de test et sa p-value associée (cf. données entre parenthèses dans le tableau). Les statistiques 1 et 2 (resp. 3 et 4) correspondent à la moyenne et au maximum des statistiques du ratio de vraisemblance (resp. de Wald) sur la grille de recherche. Les modèles 1, 3 et 4 rejettent l'hypothèse nulle d'absence d'accélérateur financier, tandis que le modèle 2 l'accepte : ce résultat signale en fait que l'indicateur retenu n'est pas assez discriminant. Pour chaque modèle, la moyenne mobile de la variable de resserrement du crédit ainsi que, lorsqu'il est significatif, le seuil permettant de déterminer les valeurs de l'indicatrice du régime de crédit est représentée (cf. graphique).

Un choc négatif de l'indicateur de resserrement du crédit bancaire implique une hausse de 10 % à 30 % pendant deux trimestres de la probabilité de se trouver en régime défavorable.

L'évolution temporelle de la probabilité d'être dans le régime dit de resserrement du crédit à la suite d'un choc (conditionnellement au fait de démarrer dans le régime dit « standard ») dépend du modèle et est fonction de la nature du choc. Par exemple, pour le Modèle 1, est observée une probabilité de 55 % plus élevée en $t=2$ d'être dans le régime de

resserrement du crédit, qu'en l'absence de choc et de l'évolution naturelle du modèle.

Un choc positif de deux écarts-types de l'indicateur de resserrement du crédit, c'est-à-dire une détérioration de l'environnement de crédit, conduit à des hausses allant de 35 % à 55 % de la probabilité de se trouver dans un régime défavorable. Cette hausse accrue de se trouver en régime défavorable persiste entre 6 et 8 mois dans les modèles 1 et 4, tandis que la persistance est plus forte dans le modèle 3 avec une probabilité d'encore 10 % après deux ans. Cette similitude des modèles 1, avec spread de crédit entre les petites et grandes entreprises, et 4, avec marge bancaire sur les crédits, tient peut-être au fait qu'il s'agit d'indicateurs en lien direct avec les décisions de crédit des banques, tandis que le modèle 3 reposant sur la volatilité des marchés boursiers est un indicateur plus « diffus » des contraintes portant sur le secteur financier.

Par ailleurs, il ressort que l'ensemble des chocs, en particulier les chocs d'Euribor et d'indicateurs de resserrement du crédit, a un effet de rétroaction sur les conditions de crédit et joue donc un rôle important dans les bascules entre régimes. Dans la théorie de l'accélérateur financier, l'ensemble des chocs est important, et pas seulement les chocs de « crédit ». Ces résultats rappellent ceux de Balke (2000) sur données américaines.

En théorie, la bascule entre les deux régimes fait apparaître une asymétrie - si elle existe - dans la réponse de l'économie à un choc. Ainsi, un choc défavorable sur les conditions de crédit est susceptible d'avoir un impact plus fort s'il a lieu dans le régime de resserrement du crédit que s'il a lieu dans le régime standard. Cependant, les estimations empiriques ne présentent que peu d'asymétrie dans les réponses des différentes variables aux chocs. ■

Résultats et modèles estimés pour chaque indicateur

Modèle	Indicateur de resserrement du crédit	Spécification du modèle	Seuil estimé	Stat 1 avg-LR	Stat 2 sup-LR	Stat 3 avg-Wald	Stat 4 sup-Wald	% d'observations dans le régime standard entre 2004 et 2013
1	Spread à l'emprunt entre PME et GE	2003M2-2013M12 $d=1, P=1, m=4$	0,015	45,10 (0,05)**	71,57 (0,05)**	42,97 (0,00)***	71,11 (0,02)**	67,5 %
				Existence d'un seuil critique				Un seul régime
2	Différence de croissance des flux de crédit entre PME et GE	2004M1-2013M12 $d=2, P=1, m=6$	0,0075	29,72 (0,36)	65,08 (0,07)*	27,68 (0,35)	63,24 (0,09)*	
				Modèle linéaire				56,7 %
3	Volatilité des marchés boursiers	1999M2 - 2014M1 $d=3, P=1, m=6$	24,0792	44,65 (0,03)**	87,75 (0,00)***	43,20 (0,00)***	88,46 (0,00)***	
				Existence d'un seuil critique				65 %
4	Marge bancaire sur les prêts	2003M2-2013M12 $d=1, P=1, m=6$	-0,0035	48,16 (0,02)**	101,4 (0,00)***	45,98 (0,00)***	102,19 (0,00)***	
				Existence d'un seuil critique				

Note de lecture :

-*, **, et *** correspondent respectivement à une significativité au seuil de 10 %, 5 % et 1 %

- d indique le temps de diffusion des changements de condition sur le marché bancaire

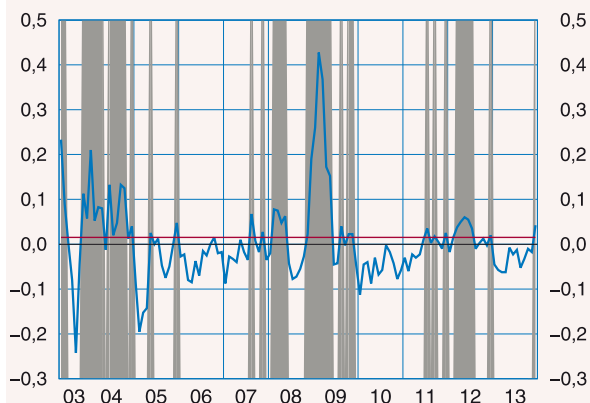
- P indique le nombre de retard retenu dans le modèle

- m indique l'ordre de la moyenne mobile appliquée sur les indicateurs de resserrement du crédit dans l'indicatrice de changement de régime

Les conditions de crédit ne semblent pas amplifier le cycle économique en France

Au cours des dix dernières années, entre trois et quatre années sont qualifiées de période de resserrement du crédit

Modèle 1

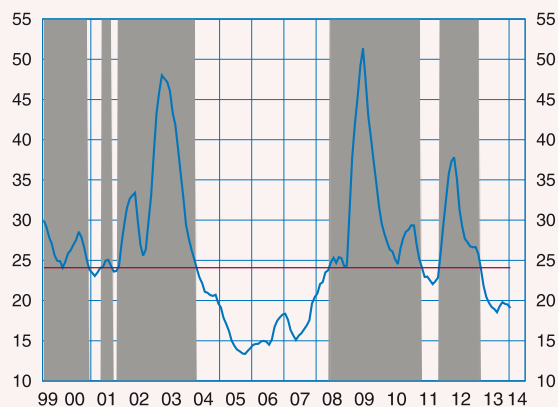


Modèle 2

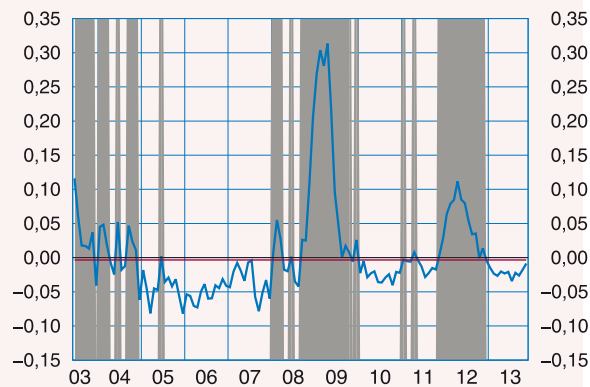


Périodes de fuite de la qualité identifiées
Indicateur de fuite vers la qualité
Gamma

Modèle 3



Modèle 4



Périodes de resserrement du crédit identifiées
Indicateur de resserrement du crédit
Gamma

Source : Insee

Les conditions de crédit ne semblent pas amplifier le cycle économique en France

..... globalement concomitantes
avec le cycle des affaires

Il est également intéressant de comparer ces périodes de resserrement du crédit avec les épisodes récessifs de l'économie française. Définir conventionnellement une récession comme une période d'au moins deux trimestres de croissance négative ou nulle permet d'en identifier deux depuis 2003 : 2008T2-2009T2 lors de la Grande Récession et 2012T4-2013T1 à la suite de la crise des dettes souveraines. Ces deux périodes correspondent effectivement à des périodes de resserrement du crédit telles qu'identifiées à l'aide de l'ensemble des indicateurs : ce résultat rassure quant à la pertinence des indicateurs retenus, même s'il ne permet pas, en toute rigueur, de conclure à l'existence d'une relation causale entre resserrement du crédit bancaire et récession.

Au total, l'économie française aurait connu entre 39 et 52 mois de période de conditions resserrées de crédit au cours des dix dernières années. La longueur de cette période résulte tout autant du choix de l'indicateur que de celui d'une modélisation binaire de la bascule entre les deux régimes, qui qualifie comme période de resserrement du crédit des valeurs aussi bien légèrement supérieures au seuil que nettement plus élevées, telles qu'observées fin 2008. Elle est proche du temps passé en récession qui est de 48 mois d'après la datation européenne du CEPR⁷ et reste cependant supérieure aux 21 mois de récessions traversés par la France, avec le critère utilisé précédemment.

... mais les périodes de resserrement du crédit ne semblent pas accroître la réaction de l'activité aux conditions de crédit

Mais l'impact de
l'environnement du marché du
crédit sur l'activité est
in fine non discernable

Quel que soit le régime, un choc défavorable sur le marché du crédit entraîne effectivement une baisse de l'indice de la production industrielle. Pour le modèle le plus satisfaisant empiriquement, qui retient la volatilité sur le marché boursier, le taux de croissance de l'IPI baisse de 0,1 à 0,2 point de pourcentage pour un choc défavorable de conditions de crédit d'un écart-type (cf. graphiques 8).

Mais cette réaction n'est pas amplifiée dans le régime de resserrement du crédit par rapport à l'autre régime. Ce constat paraît difficile à réconcilier avec la théorie de l'accélérateur financier. En revanche, la différence est nettement plus importante tant en ce qui concerne la réaction des prix que celle des taux. L'existence des deux régimes que décèle l'estimation pourrait donc plutôt traduire la présence de chocs communs entraînant à la fois des changements dans la dynamique des prix et dans le comportement du secteur financier.

Conclusion : le marché du crédit ne constituerait pas un frein à la croissance de l'économie française

À mesure que la reprise se confirme, le marché du crédit devrait connaître une embellie. Les prémices en sont déjà visibles : en France, l'encours de crédit au secteur privé s'inscrit en légère hausse (+0,6 % en glissement annuel en avril). De plus, selon la dernière enquête BLS d'avril 2014, les conditions d'octroi de crédit aux entreprises se sont stabilisées au premier trimestre 2014 et, pour la première fois depuis mi-2007, les banques signalent que leur perception de l'environnement macroéconomique et des perspectives des entreprises a eu un impact positif sur l'attribution de crédits. Cette enquête signale également une nette amélioration de la demande de crédit en provenance des entreprises, en hausse pour la première fois depuis mi-2011.

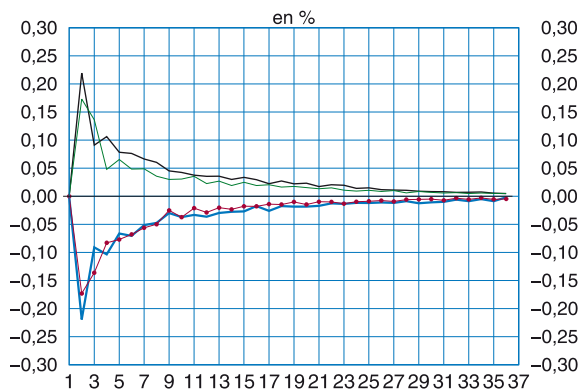
Ainsi, le passage début 2013 à un régime de crédit non contraint semble se confirmer. En tout état de cause, le marché du crédit ne constituerait pas un frein à la reprise de l'économie française, si les comportements observés de 2003 à 2013 donnent une indication sur les comportements futurs. ■

(7) Le comité de datation du CEPR établit une liste officielle des périodes de récessions dans la zone euro. Pour plus d'information : <http://www.cepr.org/content/euro-area-business-cycle-dating-committee>

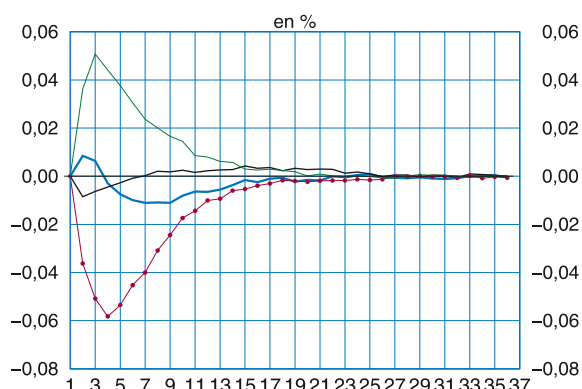
Les conditions de crédit ne semblent pas amplifier le cycle économique en France

8 - Réponse à un choc unitaire de l'indicateur du crédit (modèle 3)...

... du taux de croissance de l'IPI

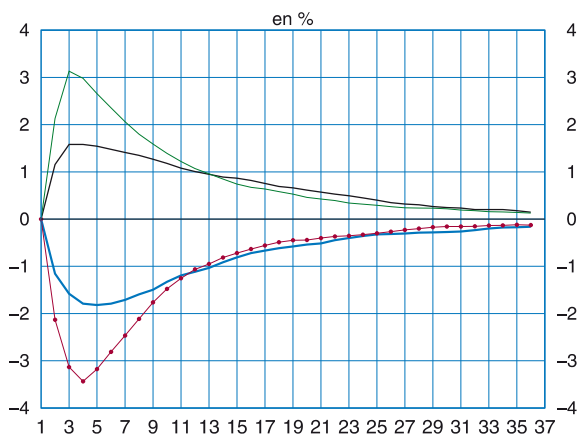


... du taux de croissance des prix de production

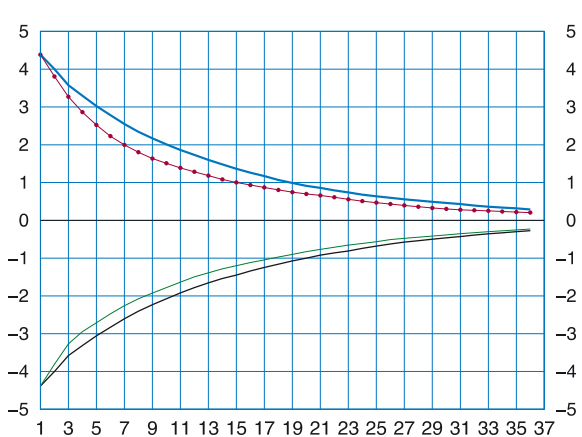


Régime initial "standard" – choc unitaire défavorable
 Régime initial "standard" – choc unitaire favorable
 Régime initial "resserrement du crédit" – choc unitaire défavorable
 Régime initial "resserrement du crédit" – choc unitaire favorable

... de l'Euribor



... de l'indicateur de resserrement du crédit



Source : Insee

Les conditions de crédit ne semblent pas amplifier le cycle économique en France

Annexe - La difficile mesure de l'impact du durcissement des régulations bancaires sur l'offre de crédit dans la zone euro

L'ampleur de la crise financière et des aides publiques dégagées pour stabiliser la situation a mis en évidence l'existence de failles dans la régulation des banques. Rapidement, le G20 a demandé au Comité de Bâle (qui réunit les principaux banquiers centraux) de proposer une modification des accords prudentiels « Bâle II » alors en vigueur, modification votée en 2010 sous le nom d'accords de « Bâle III ».

Avec pour objectif une plus grande stabilité financière, ce qui doit soutenir la croissance de moyen terme, ces accords mettent en place des contraintes plus fortes sur le financement et les activités des banques. Ils pourraient ainsi potentiellement avoir un effet négatif à court terme sur l'activité, en limitant la capacité de financement de l'économie réelle par les banques.

Le bilan (et hors bilan) d'une banque

Une banque est avant tout un intermédiaire financier : elle met en contact l'épargne (ménages et entreprises) et les besoins en liquidités (emprunteurs). Cette opération n'est pas simple car, notamment :

- (i) la demande pour les prêts peut être différente du montant des dépôts ;
- (ii) les ménages peuvent retirer leurs dépôts plus rapidement que la banque ne peut récupérer les fonds prêtés ;
- (iii) les emprunteurs peuvent faire défaut, alors que la banque doit pouvoir garantir à tout déposant la possibilité de récupérer ses dépôts si besoin.

Deux éléments viennent donc compléter le bilan des banques (en sus des dépôts et des prêts) :

- des capitaux échangés sur les marchés financiers pour se financer ou placer des liquidités excédentaires (de court terme, financement journalier par exemple, ou de moyen terme, émission d'obligations par exemple),
- des capitaux propres à la banque, conservés en réserve en cas de pertes inattendues.

Le bilan d'une banque¹ peut donc se schématiser de la façon suivante :

L'accord de Bâle III

Prenant en compte les enseignements de la crise, le Comité de Bâle a pris trois décisions principales dans le cadre des accords de Bâle III (cf. *Basel Committee on Banking Supervision 2010*) :

- (i) l'augmentation des exigences en fonds propres,
- (ii) la création de deux ratios de liquidités visant à assurer d'une part la capacité de financement des banques pendant 1 mois en cas de crise de liquidité « sévère mais pas extrême » (ratio dit « LCR »), d'autre part la capacité de financement à moyen terme (1 an) des banques en forçant une plus grande harmonisation entre la maturité du passif et de l'actif (ratio dit « NSFR »),
- (iii) l'instauration d'une limite de 3 % au levier d'endettement autorisé.

A priori, les accords de Bâle III pourraient augmenter le coût des crédits risqués

Ces décisions ont *a priori* un impact sur le marché du crédit :

- l'augmentation des exigences en capital pourrait augmenter le coût du crédit, plus encore pour les crédits risqués, en augmentant le coût de la détention d'actifs proportionnellement au degré de risque de l'actif. Plusieurs études microéconométriques semblent indiquer un effet négatif des exigences en capital (identifiées soit par le choc de crises financières qui entraînent des chocs en capital, soit par différentes modifications réglementaires) sur l'offre de crédit bancaire. Ainsi, la crise financière au Japon à la fin des années 80 a entraîné une forte contrainte sur les banques japonaises pour répondre aux exigences réglementaires en capital et s'est traduite par des moindres crédits sur le marché américain (Peek Rosengren 1997). De même, certaines banques allemandes étaient exposées au marché des *subprimes* américains et ont fait face à des contraintes de liquidité, la comparaison de leur offre de crédit avec les autres banques indique un effet négatif (Puri, Rocholl, Steffen 2011). Différentes évaluations de modifications

(1) Ce bilan ne présente toutefois pas l'intégralité des engagements financiers d'une banque. Une partie des activités de la banque est en effet comptabilisée « hors bilan » : il s'agit d'opérations pouvant devenir des opérations financières, mais qui n'en sont pas encore (engagements de rachats ou de ventes, cautions, engagements liés à des instruments de financement à terme ...).

Bilan simplifié des banques françaises fin 2012

Catégorie	Actif (ce que la banque possède = placement de ses ressources)	Passif (ce que la banque doit = origine de ses ressources)
Rôle d'intermédiaire financier	Prêts aux entreprises et aux ménages (2 409 Mds €)	Dépôt de la clientèle (2 263 Mds €)
Financement/Placements à court terme	Prêts interbancaires (1 995 Mds €)	Emprunts interbancaires (1 679 Mds €)
Financement/Placements à moyen-long terme	Portefeuille de titres (2 177 Mds €)	Opérations sur titres (2 599 Mds €)
Capitaux propres		Fonds propres (600 Mds €)
Autres	Divers (1 324 Mds €)	Divers (1 249 Mds €)

Source : ACPR

Les conditions de crédit ne semblent pas amplifier le cycle économique en France

de politiques macroprudentielles montrent également un effet négatif de court terme sur l'offre de crédit (Jiménez et al. 2013 sur l'Espagne, Ayar et al. 2014 sur le Royaume-Uni, Brun, Fraisse, Thesmar, 2013). À l'inverse, certaines études ne trouvent pas d'impact de l'augmentation des exigences en capital sur l'activité de prêt (Buch et Prieto 2012 en Allemagne) ou les taux (Martin-Oliver et al. 2012 en Espagne) ;

- l'instauration d'exigences de liquidité pourrait légèrement favoriser ménages et petites entreprises, les banques étant incitées à leur accorder des prêts pour s'assurer de leurs dépôts (considérés comme une source de financement « sûre »). Si les banques n'arrivent pas à attirer suffisamment de dépôts, ces exigences pourraient cependant :

- i. augmenter le coût du crédit, en augmentant le coût de la ressource pour les banques (obligées de se financer à plus long terme, en moyenne, que par le passé) ;

- ii. diminuer le volume de financement de longue maturité (dont la détention obligerait les banques à augmenter la maturité moyenne de leur financement). Les possibilités de refinancement de certains de ces crédits (notamment des crédits immobiliers sous forme d'obligations sécurisées) viennent cependant atténuer ces effets.

- l'instauration d'un ratio de levier conduit les banques à réduire la taille de leurs engagements financiers, et donc à rationaliser les investissements en se séparant des actifs à faible marge même peu risqués.

Jusqu'à présent, peu d'effets réels ont été observés, alors que les banques se sont déjà quasi intégralement mises en conformité avec les futures exigences

Adoptés en G20 les 11 et 12 novembre 2010, les accords de Bâle III devraient s'appliquer dans tous les pays signataires (avec une montée progressive pendant 5 ans). Les premières dispositions entrent en vigueur au 1^{er} janvier 2014 dans la zone euro (sous le nom de directive « CRD IV ») et au 1^{er} janvier 2015 aux États-Unis.

Les banques, sous la pression implicite du marché, se sont rapidement mises en conformité. Ainsi, selon l'étude d'impact menée par l'Autorité Bancaire Européenne sur les comptes des banques à fin 2012 (cf. ABE 2013),

- (i) les ratios de capitaux les plus restrictifs étaient déjà respectés par 72 % des grandes banques et 84 % des petites ;

- (ii) le ratio de liquidité LCR était en moyenne de 109 % pour les grandes banques et 128 % pour les petites, contre 100 % exigible ;

- (iii) le ratio de levier s'établissait à 2,9 % en moyenne pour les grandes banques, 3,4 % pour les plus petites, contre un objectif à terme de 3 %.

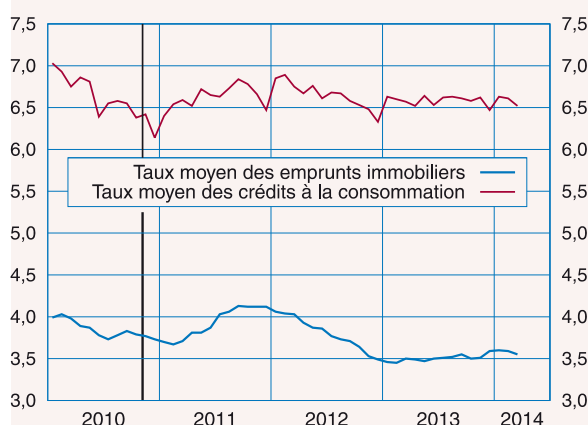
De fin 2010 à fin 2012, l'observation de l'évolution des conditions de crédit peut donc donner quelques premières indications des effets à attendre de la mise en place de Bâle III. Le contexte étant très particulier (crise de la dette en Europe, interventionnisme des banques centrales...), ces observations doivent être considérées avec une grande précaution.

Dans les faits, peu d'évolutions marquées ont été observées sur le marché du crédit :

- pas de tendance haussière forte des taux d'intérêt des prêts, risqués ou non. Seul le coût des prêts à la consommation a augmenté de 30 à 50 pdb en moyenne depuis l'annonce des accords de Bâle, estimation cohérente avec l'effet attendu pour celle-ci (cf. graphique 1).

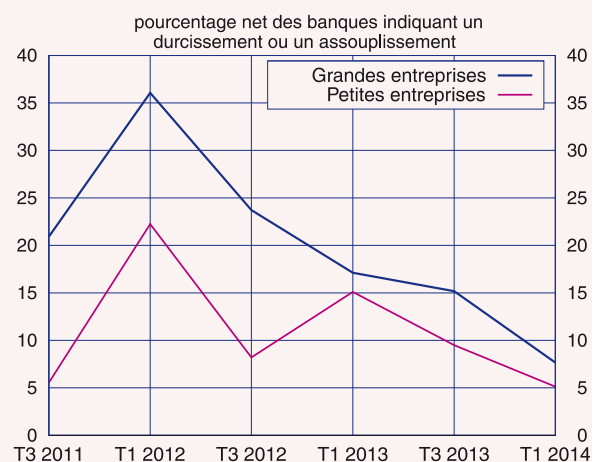
- selon l'étude spécifique menée par la BCE, les accords auraient provoqué un durcissement des conditions de crédit pour les entreprises, particulièrement pour les grandes (cf. graphique 2). Aucune étude comparable n'existe pour les ménages, mais l'évolution des conditions de crédit ayant suivi celle des entreprises, il est possible qu'un effet régulation soit également intervenu. Dans les deux cas, cet effet aurait cependant été secondaire par rapport au contexte économique.■

1 - Ménages : évolution du coût du crédit Dernier point : mars 2014



Source : Insee

2 - Impact des changements réglementaires sur les conditions de crédit des entreprises au cours des six derniers mois



Bibliographie

- Aiyar, Shekhar, Calomiris et Wiedalek, 2014, "Does Macro-Pru Leak? Evidence from a UK Policy Experiment", *Journal of Money, Credit and Banking*.
- Andrews D.W.K. et Ploberger W., 1994, "Optimal tests when a nuisance parameter is present only under the alternative", *Econometrica*, p.1383-1414.
- Autorité Bancaire Européenne (ABE), 2013, "Basel III Monitoring Exercise".
- Balke N.S., 2000, "Credit and economic activity: credit regimes and nonlinear propagation of shocks", *Review of Economics and Statistics*, 82(2): 344-349.
- Bank Committee on Banking Supervision, "Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems", 2010, rev. June 2011.
- Bentolila S., Jansen M., Jiménez G. et Ruano S., 2013, "When Credit Dries Up: Job Losses in the Great Recession", *Cesifo working paper*, n°4528, Décembre.
- Bernanke B. et Gertler M., 1989, "Agency costs, net worth, and business fluctuations", *American Economic Review*, 79(1): 14-31.
- Bernanke B., 1993, "Credit in the macroeconomy", *Quarterly Review-Federal Reserve Bank of New York*, 18: 50-50.
- Brun, Fraisse et Thesmar, 2013, "The real effects of Bank capital requirements", *Débats économiques et financiers*, N° 8.
- Buch et Prieto, 2012, "Do Better Capitalized Banks lend less? Long-run Panel Evidence from Germany", *University of Tübingen WP*, N° 37.
- Cabannes P. Y., Cottet V., Dubois Y., Lelarge C. et Sicsic M., 2013, « Les ajustements des entreprises françaises pendant la crise de 2008/2009 », *L'économie française*, Insee Références.
- Cecchetti S.G., 1995, "Distinguishing theories of the monetary transmission mechanism", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 77 (May/June).
- Del Giovane P., Eramo G., et Nobili A., 2011, "Disentangling demand and supply in credit developments: A survey-based analysis for Italy", *Journal of Banking and Finance*, 35(10): 2719-2732.
- Gertler M. et Gilchrist S., 1994, "Monetary Policy, Business Cycles, and the Behavior of Small Manufacturing Firms", *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, vol. 109(2), p.309-40.
- Hansen B. E., 1996, "Inference when a nuisance parameter is not identified under the null hypothesis", *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, p. 413-430.
- Illueca M., Norden L. et Udell G., 2013, "When good intentions go wrong: effects of bank deregulation and governance risk-taking", *CESifo DICE Report* 11.
- Jiménez, Ongena, Peydro et Saurina, 2013, "Macroprudential policy, countercyclical bank capital buffers and credit supply: Evidence from the Spanish dynamic provisioning experiments", *European Banking Center Discussion Paper*, No. 2012-011.
- Kiyotaki N. et Moore J., 1997, "Credit chains", *Journal of Political Economy*, 105(21): 211-248.
- Koop G., Pesaran M. H., et Potter S. M., 1996, "Impulse response analysis in nonlinear multivariate models", *Journal of Econometrics*, 74(1): 119-147.
- Kremp E. et Sevestre P., 2013, "Did the crisis induce credit rationing for French SMEs?", *Journal of Banking and Finance*, 37(10): 3757-3772.
- Lown C. S. et Morgan D. P., 2002, "Credit effects in the monetary mechanism", *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, issue May, p.217-235.
- Martín-Oliver, Ruano et Salas-Fumas, 2012, "Effects of equity capital on the interest rate and the demand for credit. Empirical evidence from Spanish banks", *WP Banque d'Espagne*, N° 1218.
- Peek et Rosengren, 1997, "The International Transmission of Financial Shocks: The Case of Japan", *American Economic Review*.
- Puri, Rocholl et Steffen, 2011, "Global retail lending in the aftermath of the US financial crisis: Distinguishing between supply and demand effects", *NBER Working Paper*, No. 16967.
- Rottmann H. et Wollmershäuser T., 2013, "A micro data approach to the identification of credit crunches", *Applied Economics*, 45(17): 2423-2441. ■

La Chine ralentit : quels risques pour l'économie mondiale ?

Dorian Roucher

**Département de la
conjoncture**

Bei Xu

Économiste

Le risque que les déséquilibres de l'économie chinoise débouchent sur une crise est aujourd'hui de plus en plus souvent mis en avant par les analystes. Incontestablement, l'économie chinoise a nettement ralenti depuis le début de l'année 2012 telle que mesurée par les comptes. La croissance s'est établie à 7,7 % en 2012 et en 2013, contre 10 % par an en moyenne entre 1999 et 2011. Si ce ralentissement a pu être amplifié par des facteurs conjoncturels (contrecoup des plans de relance, resserrements monétaires, crise de la zone euro), il présente avant tout un caractère structurel. En effet, les changements démographiques, les contraintes naturelles et écologiques, notamment en matière de ressources en hydrocarbures, et surtout l'essoufflement de la dynamique de rattrapage, accréditent l'idée d'une croissance durablement inférieure à 10 %. D'une part, la compétitivité-coût semble s'éroder et l'investissement en biens d'équipement ralentit fortement. D'autre part, la Chine approche du niveau de PIB par tête à partir duquel les pays en rattrapage ralentissent habituellement. Les expériences d'autres pays d'Asie (notamment Singapour et la Corée du Sud) qui ont connu une période intense de rattrapage permettent de mettre en évidence des similitudes, notamment dans le retournement du secteur de la construction qui survient systématiquement au moment où l'économie ralentit.

Fort logiquement, les importations chinoises, et donc la contribution de la Chine au commerce mondial dans son ensemble, ont fortement ralenti. L'effet du ralentissement sur les importations a été amplifié par la baisse du taux d'ouverture résultant de la réduction de la part de l'assemblage dans l'économie. En revanche, la tendance à la hausse du contenu en importations de la demande intérieure ne semble pas avoir été altérée. Pour la France, les conséquences restent limitées : le ralentissement de l'ordre de 3 points par an de la demande intérieure chinoise se traduit par une perte de 0,1 point de croissance annuelle du PIB français. Par ailleurs, le rééquilibrage de l'économie chinoise se traduit par une amélioration significative du solde des échanges avec la Chine depuis 2008, notamment dans les services.

À moyen terme, deux facteurs font peser le risque d'une amplification du ralentissement chinois : d'une part le secteur de la construction, qui a dopé l'activité depuis 2009, semble clairement se retourner ; d'autre part, les encours de crédit ont beaucoup augmenté depuis 2009 avec un développement rapide des prêts non bancaires. Le risque que ces facteurs entraînent la Chine dans une véritable crise économique est toutefois très limité, notamment parce que l'ampleur des réserves de change accumulées lui offre les moyens de maintenir à flot son système financier. Mais l'assèchement du crédit pourrait amplifier le ralentissement de l'activité en cours avec, même sans contamination financière au reste du monde, un effet marqué sur le commerce mondial. ■

La Chine ralentit : quels risques pour l'économie mondiale ?

Ralentissement marqué de l'activité en Chine depuis 2 ans

Après une décennie de croissance supérieure à 10 % par an en moyenne de 1999 à 2011, l'activité, bien que toujours très dynamique, a nettement ralenti à partir de 2012 : le PIB chinois a ainsi progressé de 7,7 % en 2012 et en 2013, soit la croissance la plus faible enregistrée depuis 15 ans (*cf. graphique 1*). Si le ralentissement concerne l'ensemble des secteurs de l'économie, il est particulièrement prononcé dans l'industrie. La valeur ajoutée nominale dans l'industrie a progressé de 5 % en 2012 et en 2013, une progression comparable à celles observées en 2009 (récession mondiale) et en 1998 pendant la crise asiatique. Ce ralentissement s'explique par des facteurs conjoncturels (moindre demande de la part de la zone euro, resserrements monétaires, contrecoup des plans de relance) mais revêt avant tout un caractère structurel.

Un contexte conjoncturel peu favorable a accentué ce ralentissement

*La croissance chinoise a pâti
de l'essoufflement
des plans de la relance, ...*

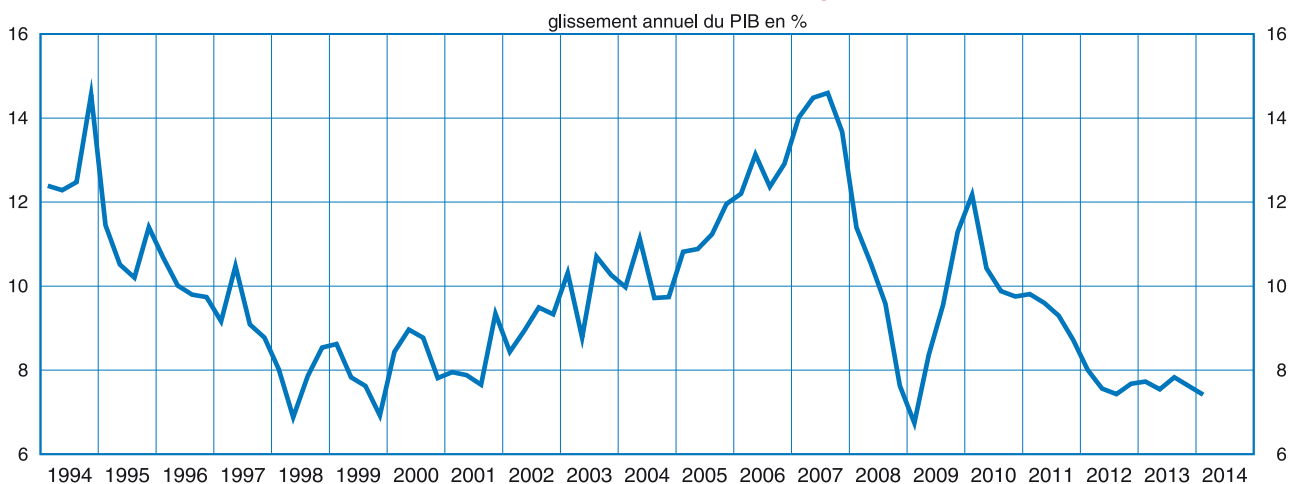
Certains facteurs conjoncturels peuvent expliquer ce ralentissement. Fin 2008, le plan de relance massif adopté par les autorités (4 000 Mds yuans soit environ 13 % du PIB de 2008) a permis un redémarrage rapide de l'activité, notamment dans la construction. Les dépenses étaient planifiées pour deux ans jusqu'à fin 2010. L'activité a ensuite souffert, par contrecoup, de l'épuisement des dépenses liées à ce plan de relance.

*... de l'entrée en récession
de la zone euro en 2011 et
des tensions avec le Japon...*

En outre, à partir de mi-2011, la reprise s'est grippée dans l'Union européenne, premier client de la Chine (20 % de ses exportations). La crise des dettes souveraines et les plans de consolidation budgétaire adoptés par les pays d'Europe du sud ont provoqué un tassement des importations européennes, et notamment en provenance de Chine. Les exportations chinoises à destination de l'Union (en dollars courants) ont baissé de 6,2 % en 2012 et ont progressé d'à peine 1,3 % en 2013 contre une progression annuelle moyenne de 22,5 % entre 2000 et 2011.

Par ailleurs, à partir de mi-2012, les tensions diplomatiques avec le Japon à propos des îles Senkaku (Diaoyu en chinois) ont provoqué une chute des échanges entre les deux pays. Les exportations chinoises à destination du Japon ont progressé de seulement 2,2 % en 2012 et ont chuté de 0,9 % en 2013. À ce stade, cet épisode de tensions semble s'être traduit par un repli pérenne d'environ 10 % des échanges bilatéraux entre les deux pays.

1 - Baisse de la croissance chinoise depuis 2 ans



Source : National Bureau of Statistics, calculs Insee

La Chine ralentit : quels risques pour l'économie mondiale ?

*... et du resserrement
monétaire à partir
de début 2011*

Confrontées à une reprise vigoureuse et, surtout, à une envolée des prix des matières premières et des actifs à partir de 2010, les autorités monétaires chinoises ont progressivement resserré leur politique monétaire, comme la plupart des banques centrales des pays émergents. De début 2010 à mi-2011, la banque centrale de Chine a relevé son taux directeur de 5,3 % à 6,6 % et le taux de réserves obligatoires imposé aux grandes banques de 15,5 % à 21,5 %. Cette politique a participé au ralentissement de l'activité, notamment sur le marché immobilier.

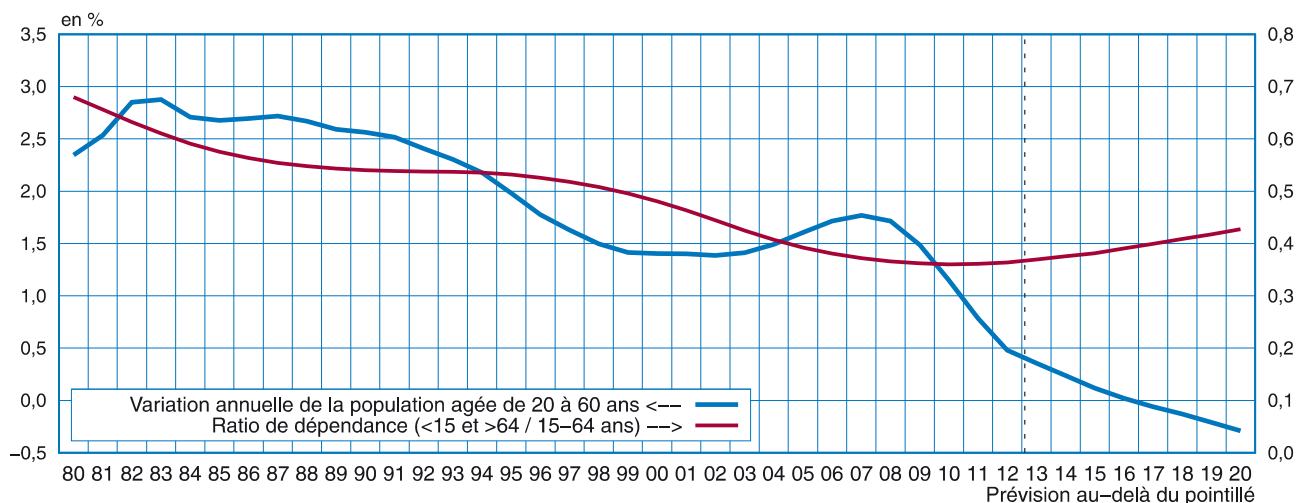
Au-delà des aléas conjoncturels, le ralentissement de l'économie chinoise est structurel

Au-delà de ces aspects conjoncturels qui ont incontestablement pesé en 2012 et en 2013, l'activité chinoise ne retrouvera vraisemblablement pas, à l'avenir, le rythme de progression connue entre 1999 et 2011. En effet, la forte croissance des années 2000 s'explique avant tout par un phénomène de rattrapage technologique et capitalistique. Bien que celui-ci ne soit pas achevé, plusieurs indices attestent qu'il ralentit : par exemple, le capital semble se déformer en faveur de l'immobilier, ce qui entraîne un ralentissement des gains de productivité ; par ailleurs, la compétitivité-coût s'est dégradée à la faveur de l'appréciation du yuan et des hausses de salaires. De plus, l'économie chinoise vieillit rapidement et la population en âge de travailler devrait même baisser à partir de 2017. Enfin, l'économie chinoise bute sur l'impossibilité physique d'augmenter sa consommation de matières premières et d'émission de pollution au même rythme.

*Le vieillissement
démographique est le choc
majeur de la décennie 2010*

La politique de l'enfant unique, effective à partir de 1979 s'est traduite par un « âge d'or » démographique de 1980 à 2009, le ratio de dépendance étant divisé par deux sur la période (cf. graphique 2). Cependant, avec le vieillissement de la population, ce ratio augmente à nouveau depuis 2011. La population âgée de 20 à 60 ans, qui progressait au rythme moyen de 1,5 % par an dans les années 2000, n'a augmenté que de 0,4 % en 2012 et se stabiliserait d'ici 2015 avant de baisser entre 2015 et 2020, selon les projections de la Banque mondiale. La population en âge de travailler ne progresse plus, ce qui explique la moitié du ralentissement de l'activité constaté en 2012 et en 2013.

2 - Démographie chinoise



Source : Banque Mondiale

La Chine ralentit : quels risques pour l'économie mondiale ?

*D'après les expériences
passées de convergence,
le rattrapage s'essoufflerait*

La décennie 2000 a été marquée par un rattrapage très dynamique de l'économie chinoise, à la fois technologique avec des gains de productivité très soutenus, et capitalistique avec un taux d'investissement, notamment en biens d'équipement, très important. En 15 ans, le PIB par tête de la Chine a été multiplié par quatre (d'environ 2 500 \$ * en 1998 à plus de 10 000 \$ * en 2013). Cette phase de convergence a été à la fois plus longue et plus intense que les phases observées dans d'autres pays d'Asie (Japon des années 70, Corée des années 80, cf. encadré 1).

Sur la base de la croissance observée dans 128 pays depuis 1950, *Eichengreen, Park et Shin* (2011) estiment que le ralentissement des économies en rattrapage (qu'ils chiffrent à environ 3,5 points de croissance annuelle en moyenne) se produit lorsque le PIB par tête atteint environ 17 000 \$ *, niveau que la Chine ne devrait pas atteindre avant 2018. Néanmoins, *Melkin et Spiegel* (2012) reprennent la même méthodologie sur un champ restreint aux seuls pays d'Asie et concluent que le seuil de changement de régime est plus bas dans cette région du Monde, autour de 10 000 \$ *, niveau que la Chine a dépassé en 2013. Et surtout, en utilisant des données régionales, ils montrent que le ralentissement est déjà effectif dans les régions les plus riches (Pékin et Shanghai) et projettent ainsi un ralentissement assez progressif de la croissance globale.

Au-delà de l'apport des expériences passées des pays voisins, plusieurs indices semblent indiquer que la dynamique de rattrapage de la Chine s'essouffle : d'une part, le capital se déforme depuis 3 ans en faveur des actifs immobiliers et l'investissement en biens d'équipement marque le pas ; d'autre part, la compétitivité-coût s'érode avec la hausse des salaires.

* Dollars de 2005 en parité de pouvoir d'achat (PPA)

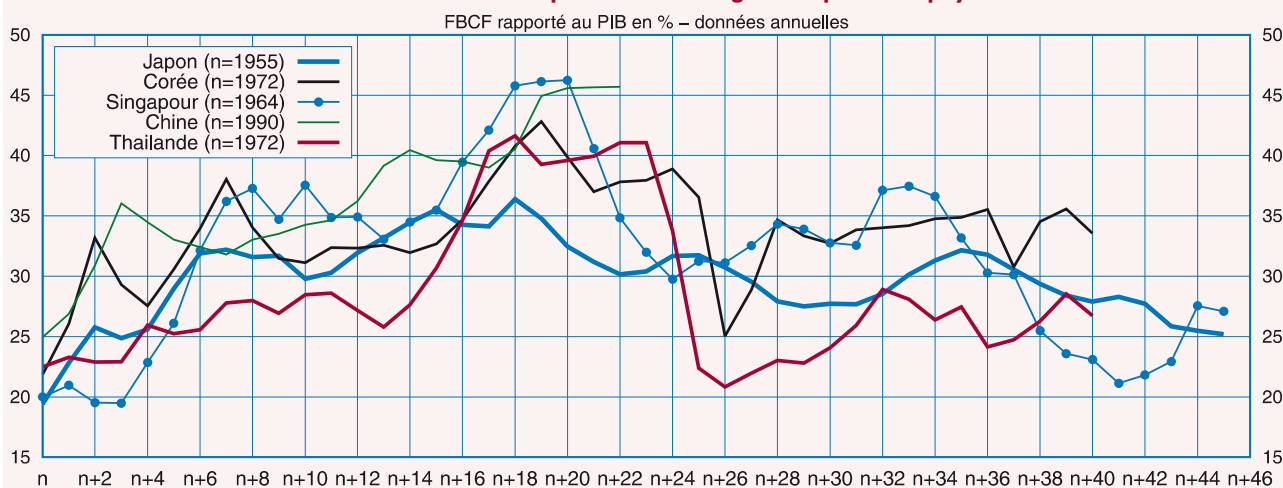
Encadré 1 - Le cycle de rattrapage chinois comparé à celui de ses voisins

Une forte croissance depuis 30 ans

Le PIB chinois a crû en moyenne de 10 % par an entre 1980 et 2010. Cette forte croissance sur période longue (30 ans), certes exceptionnelle dans son ampleur et sa durée (*Aizenman et Spiegel* (2010) soutiennent que les phases de rattrapage rapide n'excèdent en général pas 10 ans) peut être néanmoins

proche de celle observée dans d'autres pays d'Asie comme en Corée entre 1963 et 1992 (8,4 %), à Singapour entre 1966 et 1995 (9,1 %), en Thaïlande entre 1966 et 1995 (7,7 %), voire au Japon entre 1956 et 1995 (6,7 %). Comme le rapportent *Eichengreen, Park et Shin* (2011), passé cette période de rattrapage, la croissance a ralenti dans ces pays d'environ 3,5 points par an.

1 - Taux d'investissement à partir du décollage dans plusieurs pays d'Asie



La Chine ralentit : quels risques pour l'économie mondiale ?

Le taux d'investissement est un peu plus élevé en Chine

Le rattrapage chinois se caractérise par un taux d'investissement très élevé, de l'ordre de 46 % du PIB. Ce « déséquilibre » de la demande intérieure chinoise, en défaveur de la consommation, est le reflet d'une épargne surabondante des ménages qui, couplé aux restrictions des mouvements de capitaux, facilite le financement de projets d'investissement relativement peu productifs. L'existence d'un surinvestissement fait néanmoins débat : si *Bai, Hsieh et Qian* (2006) estiment que le rendement du capital est comparable aux autres pays, à partir de données d'entreprises *Ding, Guariglia et Knight* (2010) concluent à l'existence d'un surinvestissement. De même, en comparant la trajectoire chinoise à celle des autres pays d'Asie, *Lee, Syed et Xueyan* (2012) estiment que le surinvestissement est de l'ordre de 10 points de PIB.

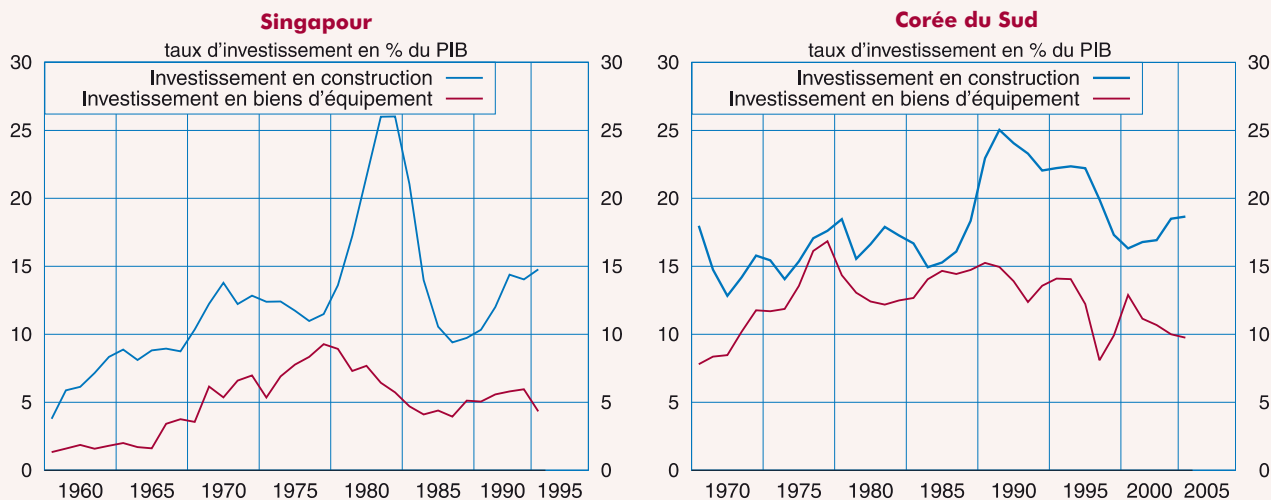
La part de l'investissement en Chine atteint un niveau nettement supérieur à celui enregistré au Japon pendant la phase de rattrapage, et comparable à ceux atteints avant le retournement en Thaïlande, en Corée ou à Singapour (cf. *graphique 1*). Dans

chacun de ces cas, le taux d'investissement s'est maintenu à ce niveau-là pendant moins de 5 ans avant de se replier, assez brutalement, pour se stabiliser 5 à 10 points plus bas. Pendant la période de repli du taux d'investissement, l'activité en a été fortement affectée : elle se replie en 1974 au Japon, en Thaïlande et en Corée en 1998 et à Singapour en 1985.

La déformation en faveur de la construction a préfiguré le changement de régime en Corée du Sud et à Singapour

Au début des années 1980 à Singapour et au début des années 1990 en Corée, l'investissement en construction s'emballe tandis que le taux d'investissement en biens d'équipement stagne sur fond d'accélération de l'activité (cf. *graphiques 2a et 2b*). Cette hausse rapide du taux d'investissement en construction précède dans les deux cas le début du ralentissement identifié dans les deux pays par *Eichengreen et al.* (2011). La forte hausse de l'investissement en construction enregistrée en Chine depuis 2009 peut donc s'apparenter à un processus annonciateur d'une phase de ralentissement prononcé et continu de la productivité. ■

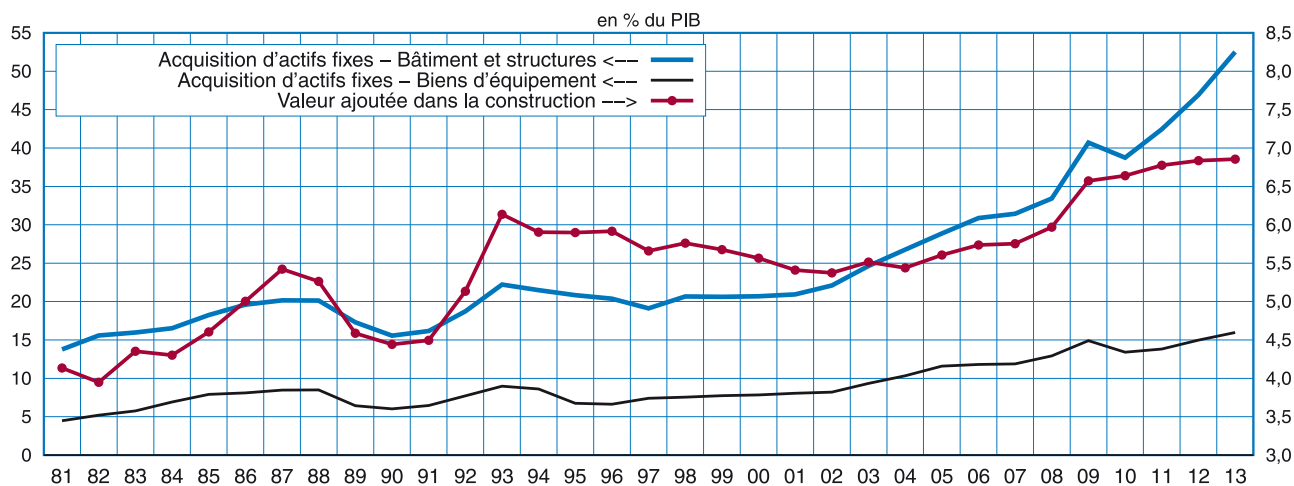
2a et 2b : Investissement en construction et en biens d'équipement à Singapour et en Corée du Sud



Sources : Instituts statistiques nationaux

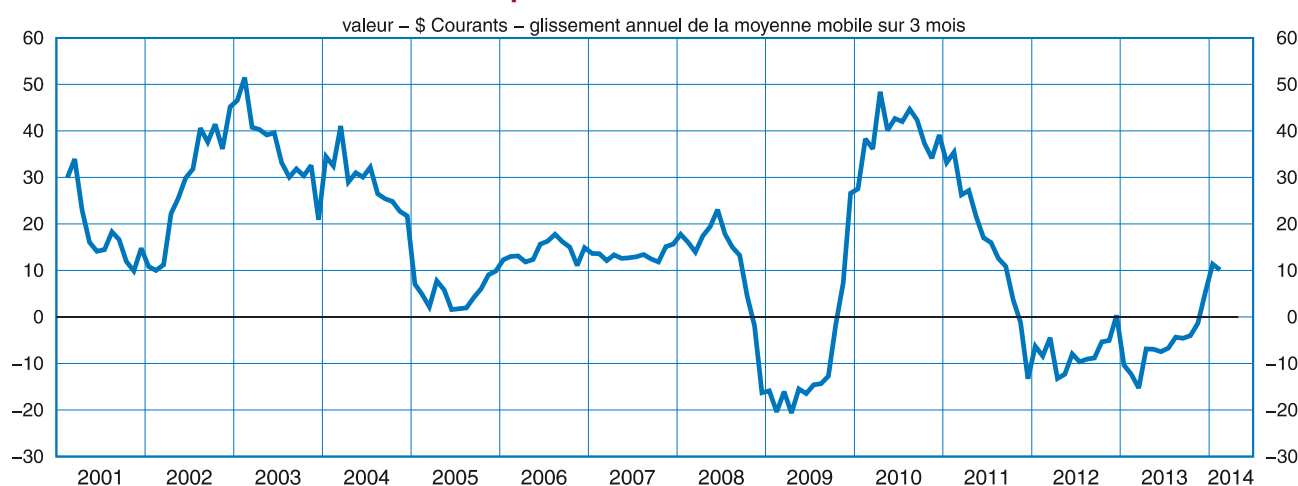
La Chine ralentit : quels risques pour l'économie mondiale ?

3 - Investissement en Chine



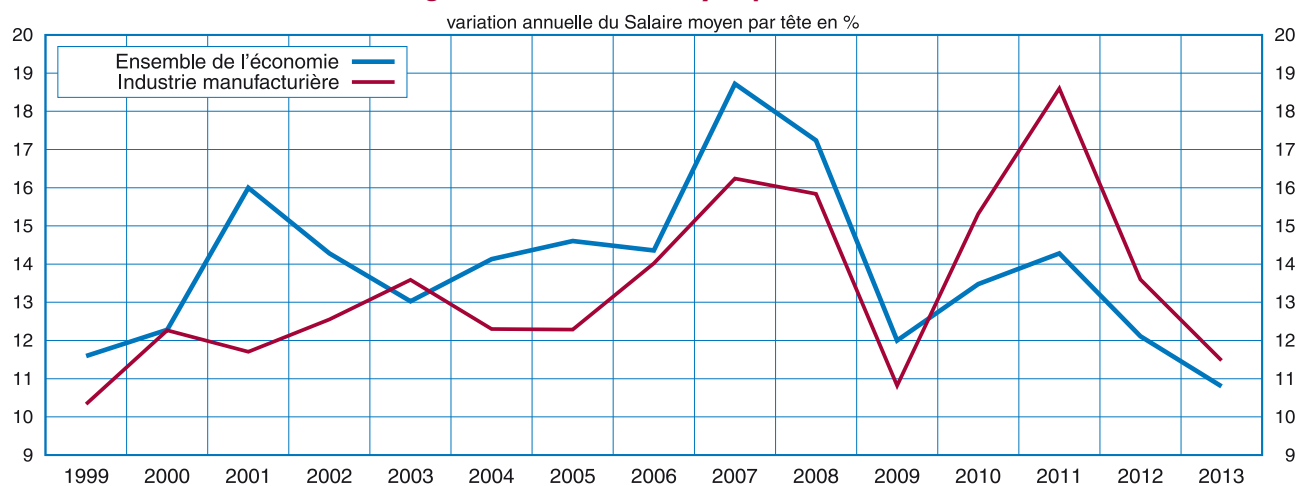
Source : National Bureau of Statistics

4 - Importations de machines-outils



Source : Douanes chinoises

5 - Progression du salaire moyen par tête en Chine



Source : National Bureau of Statistics

La Chine ralentit : quels risques pour l'économie mondiale ?

Le capital se déforme en faveur des actifs immobiliers

Pourtant, même en tenant compte des facteurs démographiques, de moindres gains de productivité sont observés depuis 2007. Ce ralentissement est en partie imputable à la déformation de la structure du capital en faveur des actifs immobiliers, moins productifs que les biens d'équipement. Alors que les acquisitions d'actifs immobiliers et de biens d'équipement évoluaient à des rythmes comparables entre 1981 et 2007, l'acquisition d'actifs immobiliers a progressé sensiblement plus vite depuis (cf. graphique 3). Selon les données douanières, cette relative atonie de l'investissement en biens d'équipement est confirmée, notamment en machines-outils (cf. graphique 4). Au total, la part de l'industrie dans la valeur ajoutée, qui progressait régulièrement jusqu'en 2006, s'est repliée entre 2007 et 2013, de 42 % à 37 %. À l'inverse, la part de la construction a augmenté sur la période.

La compétitivité-coût se dégrade

Ce ralentissement de la productivité dans un contexte de progression soutenue des salaires (cf. graphique 5), notamment dans l'industrie manufacturière, a dégradé la compétitivité-coût. L'augmentation des salaires est surprenante puisqu'elle se produit alors même que le processus de réallocations sectorielles, notamment de l'agriculture vers l'industrie, ne semble pas achevé : la part de la population rurale continue de reculer rapidement en 2013 et selon Das et N'Diaye (2013), le « point de Lewis », c'est-à-dire le moment où les réserves de main-d'œuvre provenant du secteur agricole s'épuisent, ne serait pas atteint avant 2020 ou 2025. Quoi qu'il en soit, depuis 2008, le taux de change effectif réel du yuan chinois s'est apprécié de près de 30 %. À ce stade, les performances à l'exportation de l'économie chinoise n'ont été que faiblement affectées par ce phénomène : les parts de marché ont certes ralenti, notamment aux États-Unis et en Europe, mais continuent de progresser au niveau mondial. En effet, les prix à l'exportation restent stables car la hausse des salaires a été intégralement répercutée dans la baisse des marges : alors que la part de la masse salariale dans la valeur ajoutée de l'industrie était stable autour de 38 % entre 2000 et 2008, celle-ci a grimpé à 48 % en 2012.

Le rythme de hausse de la consommation d'énergie n'est pas soutenable

La croissance chinoise s'est traduite par une hausse quasi équivalente de la consommation de matières premières. En moyenne, la consommation de pétrole a progressé de 7 % par an depuis 14 ans et la consommation de charbon de 6 % par an. La part de la Chine dans la consommation mondiale a ainsi doublé sur la période pour atteindre 12 % pour le pétrole et 50 % pour le charbon. Les perspectives de production mondiale ne permettent pas de soutenir à l'avenir une hausse de cette ampleur compte tenu de la place prise par la Chine dans la consommation mondiale. De plus, la pollution a fortement augmenté sur la période, la Chine étant en 2012 le plus gros émetteur de gaz à effets de serre (27 % du total mondial). La qualité de l'air s'est ainsi fortement dégradée dans les métropoles chinoises : selon l'ambassade des États-Unis, le seuil de 150 $\mu\text{g}/\text{m}^3$ de particules fines (PM 2.5) dans l'air a été dépassé dans plus de 21 % des relevés horaires réalisés en 2013 à Pékin¹.

(1) L'OMS recommande de ne pas dépasser 10 $\mu\text{g}/\text{m}^3$ en moyenne sur l'année et 25 $\mu\text{g}/\text{m}^3$ en moyenne sur 24 heures.

La Chine ralentit : quels risques pour l'économie mondiale ?

Les conséquences sur l'économie mondiale du ralentissement chinois se font essentiellement par les canaux commerciaux

Les importations chinoises ont ralenti

Les importations ralentissent, surtout celles en provenance de l'Union européenne et du Japon

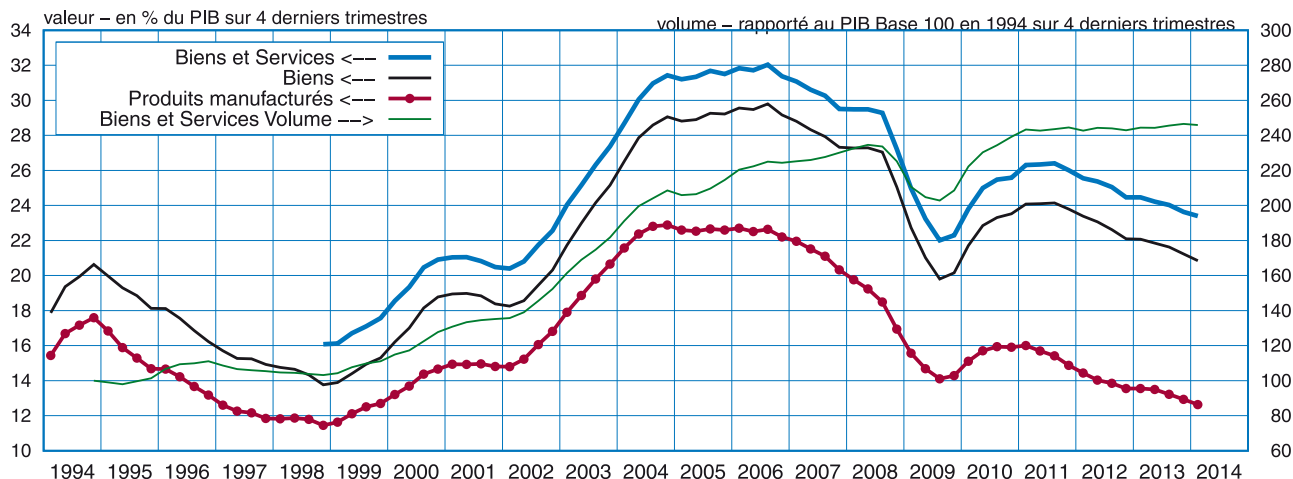
Le ralentissement de l'activité en Chine s'est traduit par une modération de la demande finale et les importations ont nettement ralenti. La progression des importations de biens en dollars a atteint 4,3 % en 2012 et 7,3 % en 2013 contre une progression moyenne de 23 % par an entre 1998 et 2008. Parmi les principaux partenaires économiques, les importations en provenance de l'Union européenne et du Japon ont le plus souffert de ce ralentissement. Le conflit territorial à propos des îles Senkaku/Diaoyu a provoqué un repli très important des importations en provenance de l'archipel (-6,9 % en 2012 et -9,4 % en 2013). En provenance de l'Union européenne, les importations ont très faiblement progressé (+2,2 % en 2012 et +3,4 % en 2013), du fait de la baisse des importations de machines (cf. graphique 4).

Pour la France, un effet direct limité

Les importations en provenance de France ont d'abord ralenti à +9,4 % en 2012 et ont même baissé de 5,4 % en 2013 contre une progression moyenne de 16 % par an entre 1998 et 2011². Cependant, l'effet direct est limité, la Chine ne représentant que 3,2 % des exportations françaises. En tenant compte des « effets d'écho » des plans de relance asiatiques de 2009, c'est-à-dire des effets indirects d'un choc sur la demande intérieure des pays d'Asie et hors Japon et en utilisant les élasticités du modèle macroéconomique « Mésange », Lalanne et Mauro (2010) concluaient qu'une hausse de 10 % de la demande intérieure en Asie hors Japon provoquait une hausse de 0,7 point du PIB français (0,3 point en effet direct). En estimant que la Chine représente environ la moitié de la demande intérieure de l'Asie hors Japon, leur résultat implique que le ralentissement de l'ordre de 3 points de la croissance chinoise « coûte » environ 0,1 point de croissance annuelle à la France. L'impact est globalement comparable pour l'Allemagne, les États-Unis et le Canada. En revanche, l'Australie et le Japon sont environ trois fois plus affectés que la France par un ralentissement chinois.

(2) Les douanes françaises estiment quant à elles que les exportations à destination de la Chine se sont contractées de -0,4 % en 2012 et ont progressé de 5,3 % en 2013. La progression moyenne de 1998 à 2011 est identique.

6 - Part des importations dans le PIB chinois



Sources : National Bureau of Statistics, calculs Insee

La Chine ralentit : quels risques pour l'économie mondiale ?

Baisse en trompe l'oeil du degré d'ouverture de l'économie

*Le ralentissement est amplifié
par le coup d'arrêt
au processus d'ouverture...*

*... en lien avec le rééquilibrage
du modèle économique chinois*

L'effet du ralentissement actuel sur les importations a été amplifié par l'arrêt du processus d'ouverture de l'économie chinoise. Exprimées en valeur, les importations de biens et services ne représentent plus que 24 % du PIB chinois en 2013 contre près de 32 % en 2005 (cf. graphique 6). La baisse est beaucoup plus marquée pour les seules importations de produits manufacturés (biens hors matières premières et alimentaires) dont la part recule de 23 % à 13 %, soit un niveau comparable à celui de 1999, avant l'entrée du pays dans l'OMC. L'ampleur de cette baisse s'explique en grande partie par l'appréciation du yuan depuis 2005 (25 % vis-à-vis du dollar de 2005 à 2013) mais, même en volume, le degré d'ouverture calculé comme le rapport des importations et du PIB stagne depuis 2010 à un niveau à peine supérieur à celui d'avant-crise³, alors qu'il progressait régulièrement entre 1998 et 2008.

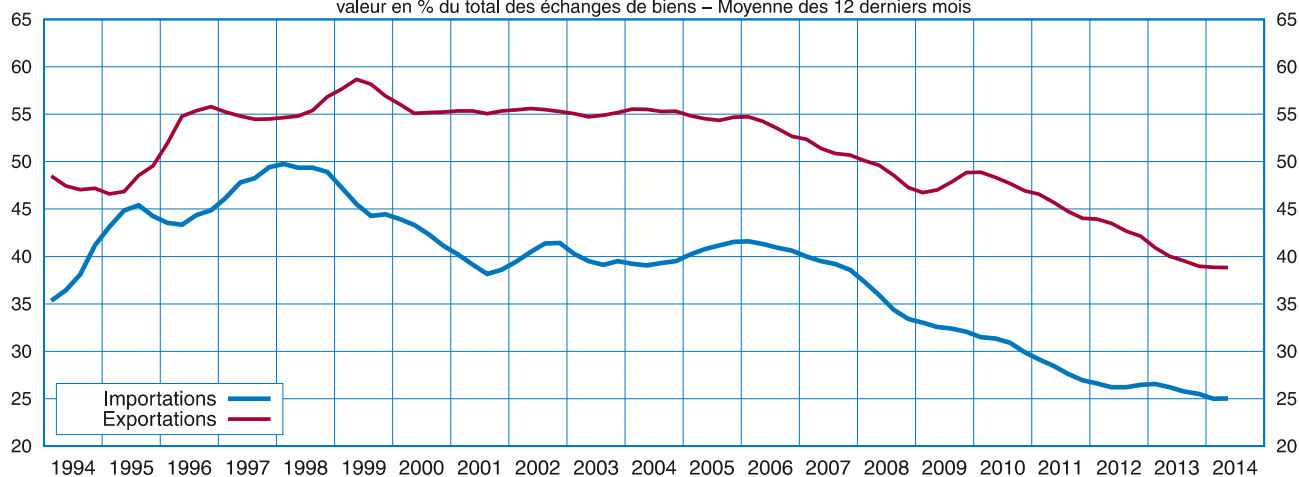
La baisse du taux d'ouverture chinois ne signifie pas nécessairement que le contenu en importations de la demande intérieure diminue. Le modèle de type « économie de bazar », selon l'expression du directeur général de l'institut de conjoncture allemand Ifo (Sinn, 2006), connaît son apogée au milieu des années 2000 en Chine. Le contenu en importations des exportations progresse régulièrement à partir de 1997 et culmine autour de 45 % en 2005 (cf. Koopman, Wang et Wei (2008)) tandis que celui de l'investissement atteint 22 % et celui de la consommation des ménages 12 %. Les droits de douane sont en effet réduits pour les échanges de type *processing*, c'est-à-dire pour les composants importés, assemblés en Chine, puis réexportés. À partir de 2005, la part des importations et des exportations de type *processing* dans le total commence toutefois à reculer (cf. graphique 7). En 2013, seulement 22,5 % des importations était de type *processing* contre 37,4 % en 2004. La baisse du taux d'ouverture s'interprète donc en partie comme une baisse du contenu en importations des exportations tandis que le contenu en importations de la demande intérieure augmente lentement. C'est le résultat obtenu par Roucher et Sicsic (2013), à partir des dernières tables input-output chinoises alors disponibles⁴ (2007) : entre 2005 et 2007, le contenu en importations de la

(3) Il n'existe pas de comptes nationaux en volume en Chine. La reconstitution des importations et des exportations en volume est issue de Roucher et Sicsic (2013) et doit être interprétée avec prudence. Néanmoins, les ordres de grandeur sont cohérents avec les estimations proposées par le FMI et l'OCDE.

(4) En février 2014, le National Bureau of Statistics of China a publié les nouvelles tables pour 2010.

7 - Part du *processing trade* dans les échanges chinois

valeur en % du total des échanges de biens – Moyenne des 12 derniers mois



Source : National Bureau of Statistics

La Chine ralentit : quels risques pour l'économie mondiale ?

*Une modélisation confirme
que la tendance
d'ouverture sous-jacente
à l'économie chinoise
ne s'est pas interrompue*

consommation et de l'investissement reste stable tandis que le contenu en importations des exportations chute déjà de 6 points.

À partir de ce constat, est réalisée une modélisation des importations par une équation à correction d'erreur en fonction de la demande intérieure en volume⁵ (calculée par solde entre l'évolution du PIB d'une part et des importations et des exportations d'autre part) et des exportations de type *processing trade*⁶. Une tendance d'ouverture de l'économie est ajoutée. Le modèle est estimé du premier trimestre 1997 au quatrième trimestre 2007 en une étape à l'aide de la procédure proposée par *Ericsson et Mac Kinnon (2002)* pour petits échantillons. Les résultats obtenus sont les suivants :

$$\Delta M_t = -0,13 - 0,50(M_{t-1} - 0,63X_{t-1}^{proc} - 0,37DI_{t-1} - 0,8Trend_{-1}) + 0,51\Delta X_t$$

(-3,8*) (3,2)

* Valeur test de *Ericsson Mac Kinnon* à 5 % : 3,7

avec, exprimés en logarithme :

M pour les importations totales

X pour les exportations totales

X^{proc} pour les exportations de *processing trade*

DI pour la demande intérieure

Trend est une tendance linéaire

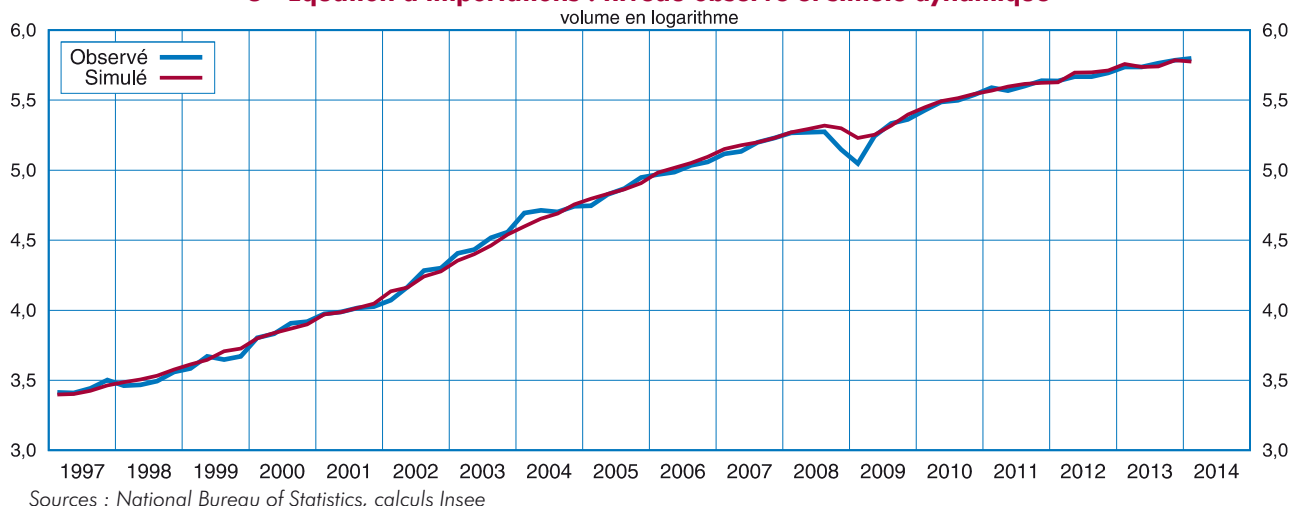
La somme des coefficients des exportations de *processing trade* et de la demande intérieure dans la relation de long terme est contrainte à 1. Les exportations hors *processing trade* ont été retirées de l'équation car le coefficient estimé aurait été très proche de zéro.

La tendance d'ouverture estimée est de l'ordre de 0,8 point par trimestre, ce qui est à peine supérieur aux valeurs obtenues par *Borey et Quille (2013)* pour les économies européennes. La faiblesse de cette tendance peut surprendre mais témoigne du fait que la quasi-totalité de la hausse du taux d'ouverture enregistrée sur la période d'estimation est imputable aux exportations de type

(5) Les séries trimestrielles en volume sont construites à partir de la méthode proposée par *Roucher et Sicsic (2013)*.

(6) Il n'existe pas de séries de *processing trade* en volume. La part des exportations de *processing trade* dans le total en valeur est utilisée pour estimer les exportations en volume de type *processing trade*.

8 - Equation d'importations : niveau observé et simulé dynamique



La Chine ralentit : quels risques pour l'économie mondiale ?

processing trade. Ainsi, depuis 2007, les importations simulées⁷ à l'aide cette équation ne dérive pas des importations observées (cf *graphique 8*) et rendent compte du ralentissement des importations chinoises, non par une rupture de la tendance d'ouverture de la demande intérieure (qui existe mais qui reste faible) mais par la diminution progressive de l'activité d'assemblage dans l'économie chinoise. L'élasticité de long terme estimée des importations à la demande intérieure est faible (de l'ordre de 0,4 point) si bien que, sous l'hypothèse que la tendance à l'affaiblissement du *processing trade* se poursuive, la contribution de la Chine à la variation du commerce mondial serait dans les années à venir substantiellement plus faible qu'en moyenne dans les années 2000.

Parallèlement, la dégradation de la compétitivité-coût transite par les services et la contraction du *processing trade*

L'excédent commercial a baissé...

... sous l'effet des plans de relance et du changement de modèle économique...

... et aussi du fait de la dégradation du solde des services.

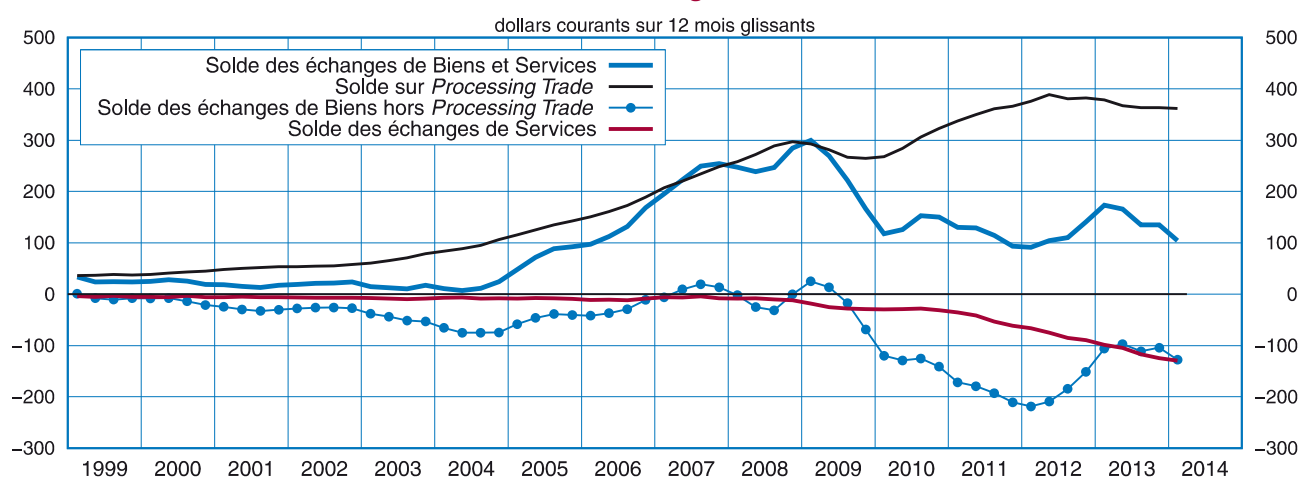
Le ralentissement des importations ne s'est pas traduit par une amélioration du solde extérieur chinois. Après avoir culminé autour de 300 Mds \$ en 2008, l'excédent des échanges de biens et services évolue autour de 120 Mds \$ par an depuis 2010 (cf. *graphique 9*).

L'analyse par poste permet d'identifier des tendances dans l'évolution de la compétitivité chinoise. Le solde des échanges hors *processing trade*, globalement équilibré jusqu'en 2009, s'est brutalement dégradé avec la mise en place des plans de relance et reste nettement déficitaire depuis. L'amélioration constatée en 2012 et 2013 est essentiellement liée au boom d'exportations à destination de Hong-Kong qui ne semble pas correspondre à un flux réel (cf. *encadré 2*). En corrigeant de cet effet, le déficit est de l'ordre de 200 Mds \$. Le solde des échanges de type *processing trade* s'améliorait continuellement jusqu'à mi-2011 (hors les quelques trimestres de crise). Depuis il se replie, confirmant l'idée avancée par Masson, Tianhe et Urban (2013) d'un déplacement très progressif des industries à faible valeur ajoutée (jouets, textiles) vers d'autres pays d'Asie (Indonésie, Vietnam...).

Enfin, le solde des services se dégrade fortement depuis deux ans, essentiellement du fait des activités de transport et de tourisme. Sur l'ensemble de 2013, le déficit s'est établi à 125 Mds \$ contre 30 Mds \$ en 2009. La France a ainsi enregistré un excédent de 3,9 Mds \$ dans ses échanges de services avec la Chine en 2013 contre 0,8 Md \$ en 2009.

(7) Il s'agit d'une simulation dynamique : à chaque période, on fait jouer l'équation en repartant des importations simulées par l'équation aux trimestres précédents et non des importations observées.

9 - Solde des échanges extérieurs



Source : National Bureau of Statistics

La Chine ralentit : quels risques pour l'économie mondiale ?

Encadré 2 - Peut-on se fier aux données douanières chinoises ?

Des données globalement fiables...

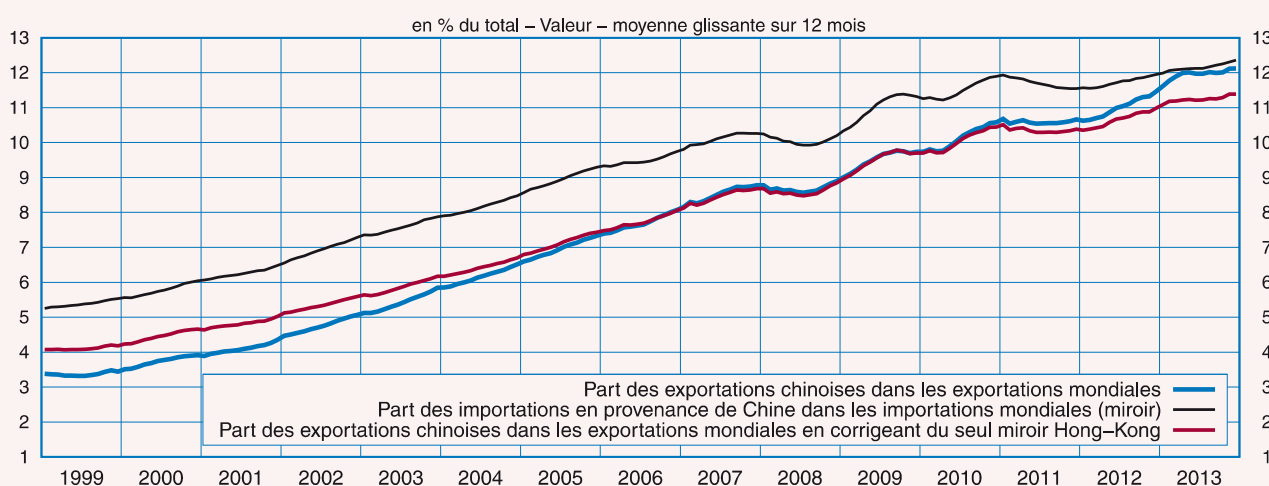
La fiabilité des données produites par le système statistique chinois est régulièrement questionnée. Les travaux sur le sujet concluent en général que les tendances sont globalement correctement retracées (cf. Holz (2005,2013), Chow (2006), Klein et Ozmuur (2002)) même si le système de collecte décentralisé et le manque de cloisonnement entre la collecte et les pouvoirs locaux expliquent un certain nombre d'incohérences (cf. Koch-Weser (2013), Koech et Wang (2012)). Parmi les données produites, les données d'échanges extérieurs de biens paraissent plus robustes car collectées directement par l'administration douanière qui prélève des taxes. La qualité est de plus aisément vérifiable car ces données peuvent être confrontées aux flux « miroirs » enregistrés par les douanes des pays partenaires. Pour la plupart des grandes zones économiques partenaires (Australie, Japon, Corée, Taiwan, Union européenne), les variations et les niveaux sont proches, preuve de la robustesse de ces données. La corrélation est moins marquée dans les échanges bilatéraux avec les États-Unis et elle est surtout très réduite dans les échanges avec Hong-Kong, en particulier sur la période récente.

... sauf dans les échanges bilatéraux avec Hong-Kong

Les échanges avec Hong-Kong semblent très différents selon les douanes de Hong-Kong et les douanes chinoises pour lesquelles ils sont beaucoup plus dynamiques. Et surtout, les exportations à

destination de Hong-Kong se sont envolées à partir de mi-2012, les exportateurs chinois cherchant à contourner les restrictions de mouvements de capitaux en pratiquant des surfacturations à leurs filiales hong-kongaises pour rapatrier des fonds en Chine. Les autorités chinoises ont, semble-t-il, renforcé leurs contrôles pour limiter cette pratique et les ventes à destination de Hong-Kong ont chuté de 11,5 % au premier trimestre 2014. Début 2013, Hong-Kong était ainsi devenu le premier client de Chine, devant l'Union européenne et les États-Unis, avec plus de 20 % du total pour environ 106 Mds \$ d'exportations en un trimestre, tandis que les douanes de Hong-Kong n'enregistraient que 56 Mds \$ d'importations en provenance de Chine. Hong-Kong semble être le seul pays pour lequel il existe une telle différence. En utilisant les données du FMI (*Direction of Trade Statistics*), sont en effet comparées les exportations chinoises dans le total mondial aux importations en provenance de Chine dans le total mondial (cf. graphique). Au-delà des différences de niveaux, les courbes ne semblent pas parfaitement parallèles, en particulier concernant la période récente où les parts de marché progressent rapidement selon les douanes chinoises alors que les « miroirs » attestent d'un net ralentissement. Cette différence semble exclusivement explicable par les échanges bilatéraux avec Hong-Kong. En corrigeant les exportations chinoises des seuls échanges avec Hong-Kong (en retenant les valeurs du « miroir » plutôt que les statistiques chinoises), la part de la Chine dans les exportations mondiales semble parfaitement cohérente avec la part des importations en provenance de Chine. ■

Parts de marché chinoises et flux « miroirs »



Source : FMI

La Chine ralentit : quels risques pour l'économie mondiale ?

La fragilité du système financier pourrait amplifier le ralentissement à moyen terme

Le début de l'année 2014 a été marqué par des affaires très médiatisées de défaut de crédit fiduciaire (octroyés par des fonds de placement, les *trust companies*) qui rappellent par certains aspects le déclenchement de la crise des *subprimes* aux États-Unis. Ainsi, l'essor récent du *shadow banking* a pu faire craindre une éventuelle crise financière « à la *subprime* » en Chine, qui grèverait à moyen terme les perspectives de la croissance chinoise. Si le risque que cet essor du *shadow banking* dégénère en crise financière est probablement très limité, la fragilisation des banques chinoises dans leur ensemble depuis 2009 et leur capacité à financer l'économie font en revanche peser le risque d'une amplification à moyen terme du ralentissement constaté aujourd'hui.

L'essor marqué du *shadow banking* ne fait pas peser de risque majeur sur l'économie chinoise et, *a fortiori* sur l'activité mondiale

Deux catégories
de « *shadow banking* »

D'après la définition de la Commission européenne (2012), le *shadow banking* est « un système d'intermédiation de crédit auquel concourent des entités et activités extérieures au système bancaire régulé ». En Chine, il peut être décomposé en deux parties : d'une part des sociétés de crédit familiales ou locales qui ne sont pas ou mal régulées, d'autre part de nouvelles entités régulées qui octroient des crédits mais qui ne sont pas des banques.

Le financement parallèle est un
phénomène ancien et stable...

La première catégorie du *shadow banking*, qui correspond à la tontine ou à de petites sociétés locales de crédit, s'est développée en parallèle et assure un rôle important de financement du secteur privé car les entreprises de petite et moyenne taille ont très peu d'accès au financement bancaire. Les taux d'intérêt pratiqués (très élevés, autour de 20 % par an en moyenne), ainsi que les pratiques d'analyse et de contrôle de risque, sont très différents du système bancaire. Les encours de crédit figurant dans cette catégorie sont estimés entre 6 % et 13 % du PIB selon les sources (cf. FMI (2012), Artus et Xu (2013)). Le peu d'interaction de cette partie avec le système bancaire lui donne un caractère relativement autonome. Le risque systémique est par conséquent très limité voire quasiment inexistant.

... tandis que le développement
du « hors bilan »
est spectaculaire

Au contraire, l'essor de la deuxième catégorie de *shadow banking* est récent. Il s'explique d'une part par les resserrements monétaires récents et d'autre part par l'implémentation de normes bancaires de plus en plus strictes. Les fonds de placement sont les principaux acteurs de cette catégorie et leurs prêts se multiplient à partir de 2012 (cf. graphique 10). Travaillant étroitement avec ces fonds, les banques transfèrent des crédits de leur bilan vers celui de ces derniers qui exigent des taux d'intérêt plus élevés. En contrepartie de ces crédits, ces fonds émettent des produits de gestion de patrimoine (*wealth management product - WMP*) commercialisés par les banques auprès d'investisseurs qui peuvent être des ménages attirés par les rendements élevés.

Un risque systémique...

Dans cette transformation, un risque de liquidité existe, dû à l'inadéquation de maturité entre l'échéance des WMP qui est très courte (la plupart ont une maturité inférieure ou égale à 6 mois) et celle des actifs en contrepartie des WMP, c'est-à-dire les prêts accordés. Le risque de défaut de crédit que présentent ces prêts peut être élevé puisqu'il s'agit des emprunteurs refusés par les banques elles-mêmes. Selon la *China Trustee Association*, les fonds de placement investissent essentiellement dans des projets d'infrastructure (25 %) dont la rentabilité est rarement immédiate et des entreprises industrielles et commerciales (28 %) pouvant être confrontées à la surcapacité de production

La Chine ralentit : quels risques pour l'économie mondiale ?

et/ou à la pro-cyclicité des projets. Par conséquent, un risque de défaut peut affecter le remboursement du capital et des intérêts des WMP souscrits par les investisseurs. La forte imbrication entre les banques et les fonds de placement implique clairement la présence d'un risque systémique. De plus, la mesure de la dilution du risque *via* cette titrisation des prêts accordés par les fonds de placement est probablement fragile.

... mais les crédits de shadow banking chinois diffèrent des subprimes américains.

Cette configuration est souvent comparée aux *subprimes* américains du fait de la structuration des crédits de qualité douteuse. Cependant, il existe des différences entre les deux :

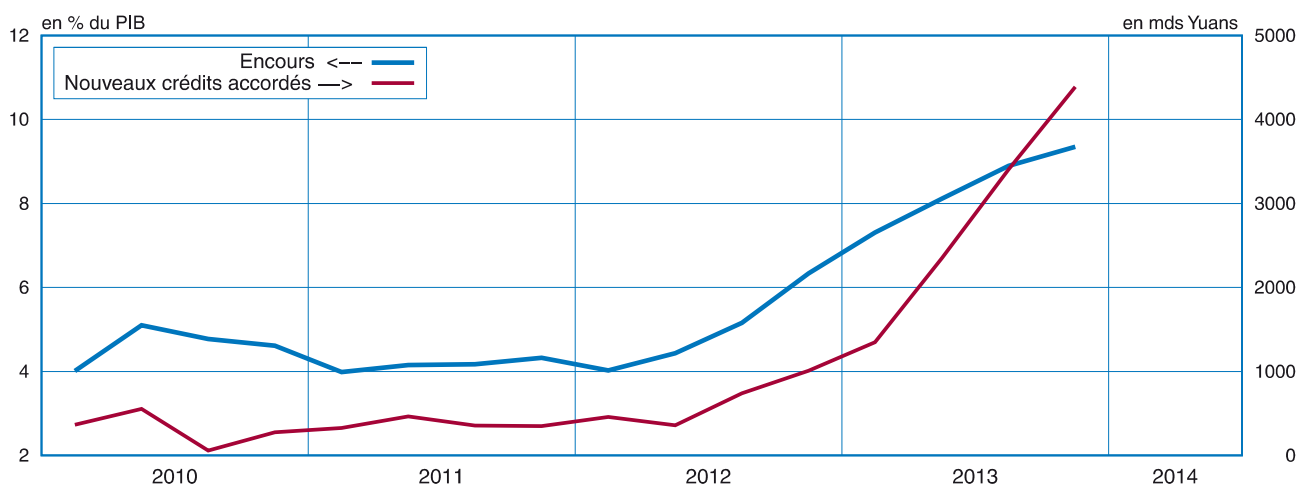
- en Chine, il est interdit de construire des produits structurés alors qu'aux États-Unis les produits pouvaient être structurés plusieurs fois, d'où une perte de traçabilité des risques de crédit ;
- les acteurs principaux de commercialisation de ces WMP sont des banques commerciales qui sont publiques (cf. tableau) ; en cas de risque extrême dans le système bancaire chinois, il est difficile d'imaginer que l'État chinois n'intervienne pas ;

Structure de l'actionnariat des banques chinoises

Bank of China		China Construction Bank	
Fonds souverain chinois	67,5 %	Fonds souverain chinois	57,1 %
Hong Kong Securities Clearing Company Nominees Limited	24,7 %	Hong Kong Securities Clearing Company Nominees Limited	19,1 %
Social Security Fund	3,3 %	Social Security Fund	11,0 %
Industrial and Commercial Bank of China		Agricultural Bank of China	
Fonds souverain chinois	35,4 %	Fonds souverain chinois	40,0 %
Ministère des finances	35,3 %	Ministère des finances	39,2 %
Hong Kong Securities Clearing Company Nominees Limited	20,5 %	Hong Kong Securities Clearing Company Nominees Limited	8,9 %

Source : Natixis

10 - Prêts des compagnies fiduciaires



Sources : Banque populaire de Chine, China Trustee Association

La Chine ralentit : quels risques pour l'économie mondiale ?

- les banques chinoises ont un impact très limité à l'échelle mondiale car leurs activités sont domestiques et les échanges de flux de capitaux avec le reste du monde sont encore relativement faibles en raison du contrôle des capitaux (ainsi, la faillite d'un acteur chinois important n'aurait pas à ce jour les effets qu'a pu avoir sur le système financier mondial la faillite de *Lehman Brothers* en septembre 2008) ;
- enfin, l'importance des crédits des fonds de placement est encore relativement limitée, malgré leur progression rapide ; ainsi, fin 2013, l'encours des crédits de ces fonds ne représentait que 9,4 % du PIB chinois, et la valeur nominale des WMP 17,4 %, alors que le poids des crédits bancaires dans le PIB atteignait 130 % du PIB : même en cas de risque systémique, la forte présence de l'État et sa capacité de financement (les réserves de change atteignent 3 821 Mds \$ fin 2013 soit 41 % du PIB) doivent permettre de maintenir la stabilité du système financier (*cf. encadré 3*).

Encadré 3 - Comment se sont soldées les affaires de défaut de crédit début 2014 ?

La première affaire implique la banque ICBC et la *trust company China Credit Trust Co.* Il s'agit d'un WMP (*Credit Equals Gold No.1*) ayant comme principal actif un crédit accordé à une compagnie d'extraction de charbon *Shanxi Zhenfu Energy Group* en 2010 alors qu'elle était déjà très endettée et dont le propriétaire a été arrêté en 2012 pour corruption. La banque ICBC a commercialisé le WMP et la *China Credit Trust Co* a octroyé le crédit. Le débiteur ayant fait défaut, le WMP - de 3 Mds yuans (495 millions \$) de principal - risquait aussi de faire défaut arrivant à maturité en janvier 2014. Une tierce entité dont l'identité reste inconnue a racheté ces actifs et a ainsi évité le défaut *in extremis*.

La deuxième affaire de l'année (*Shanxi Liansheng Resources Co.*) concerne un réseau de liens assez complexes dans un système de *shadow banking* finançant des secteurs surendettés : *Liansheng* est une entreprise d'exploitation de mines de charbon très endettée (28 Mds yuans de dettes, dont 4,5 Mds accordés par 6 *trust companies*). Les difficultés de paiement d'un de ces prêts

fiduciaires (*Jilin Province Trust*) a donc entraîné celles d'un WMP (*Songhua River No.77* à 289 millions de yuans d'encours) commercialisé par *China Construction Bank* (l'une des quatre plus grandes banques chinoises). Parmi les autres grands créanciers, la *China Development Bank* possède 4,5 Mds yuans à elle seule. Cette dernière - une des *policy banks*¹ de la Chine - aurait mené une restructuration des dettes de *Liansheng*, en qualité de plus grande créancière.

La troisième affaire est un défaut qui n'a pas fait l'objet d'un sauvetage. Il s'agit du défaut sur les intérêts d'une obligation émise par *Shanghai Chaori Solar Energy*. Ce premier défaut, pour un montant limité ne comportant *a priori* aucun risque systémique, sur le marché obligataire de Chine continentale a, semble-t-il, été utilisé comme un signal adressé aux investisseurs, pour limiter les phénomènes d'aléa moral. ■

(1) Les *policy banks* créées en 1994 ont la responsabilité de financer l'économie selon les objectifs de l'État.

La Chine ralentit : quels risques pour l'économie mondiale ?

La fragilisation du système bancaire fait peser un risque plus important

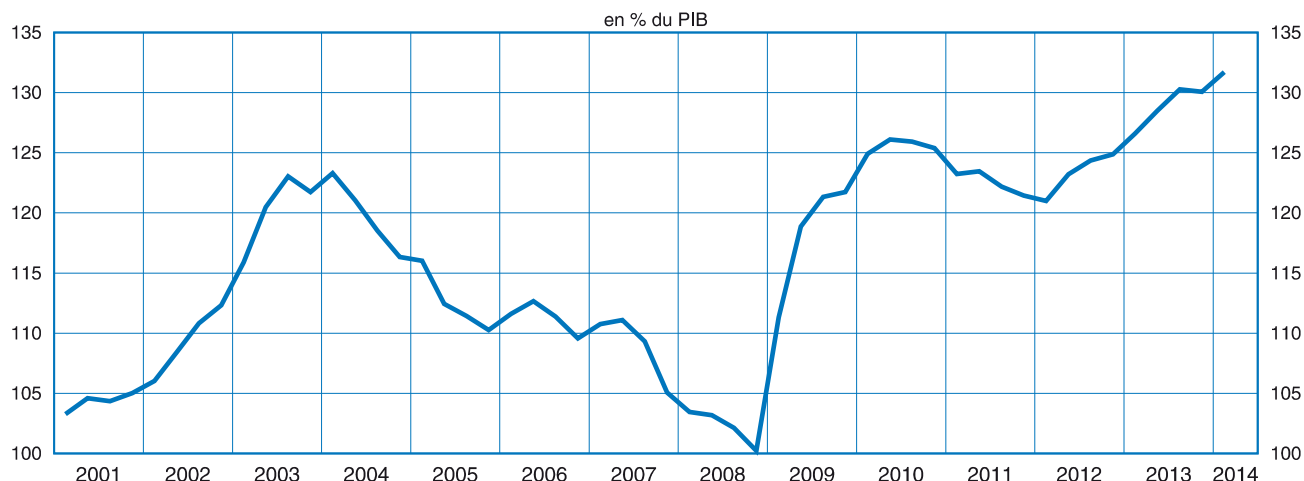
Forte hausse de l'endettement bancaire depuis 2009...

La période post-Lehman est marquée par une forte expansion monétaire en Chine dans le cadre du plan de relance de l'économie chinoise. La croissance est ainsi devenue encore plus dépendante de l'investissement et de l'endettement. Le ratio du crédit bancaire sur PIB est passé de 110 % avant la crise à 130 % aujourd'hui (cf. graphique 11). L'environnement monétaire, très favorable tant en termes de liquidités que de taux d'intérêt, a permis une distribution massive des crédits aux secteurs bénéficiant du plan de relance, comme certaines industries lourdes en surcapacité de production, le secteur des matières premières ou encore l'immobilier. Avec le ralentissement économique, le risque de crédit augmente, certains crédits ayant été attribués à des projets de rentabilité douteuse.

... et dégradation de la qualité des prêts depuis un an

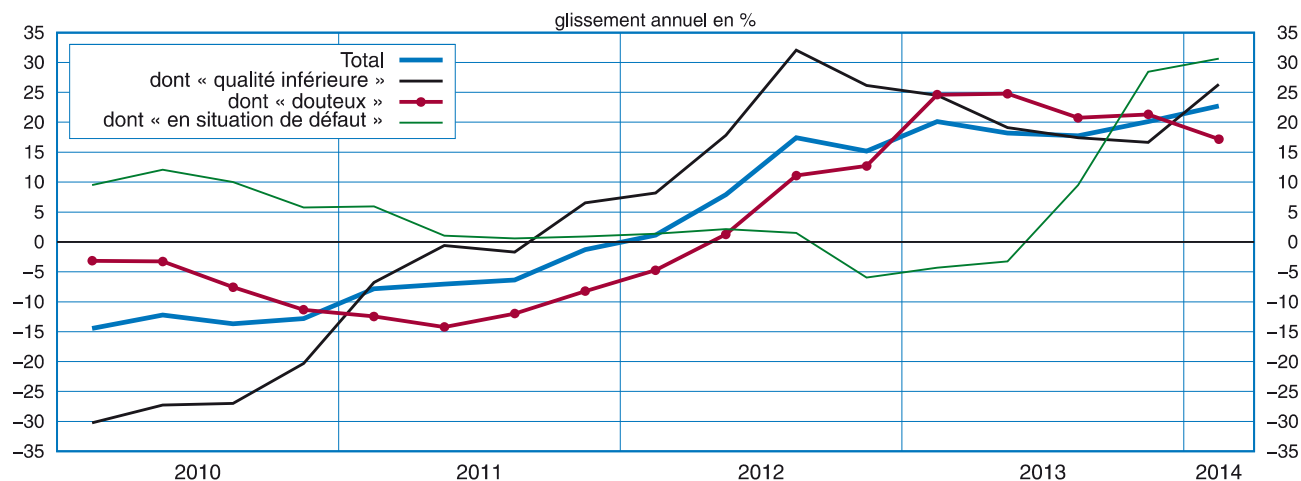
Ainsi, les prêts non performants, selon la classification officielle chinoise, augmentent au rythme de 20 % par an depuis 2013 et les prêts irrécupérables bondissent depuis le second semestre 2013 (cf. graphique 12). Il y a donc indéniablement une dégradation de la qualité des crédits bancaires, la proportion des prêts non performants augmentant régulièrement depuis début 2012.

11 - Encours des crédits bancaires



Source : Banque populaire de Chine

12 - Prêts non performants



Source : China Banking Regulatory Commission

La Chine ralentit : quels risques pour l'économie mondiale ?

*Les banques chinoises
confrontées à un dilemme :
consolider ou financer
la croissance...*

Les banques chinoises sont prises en étau entre la hausse du risque de crédit et leur « devoir » de continuer à financer la croissance économique. D'une part la transition du modèle de croissance de la Chine implique le ralentissement du secteur de construction et des industries liées, notamment celles de l'acier et du ciment qui sont déjà en surcapacité de production. La hausse du risque de crédit de ces secteurs endettés est structurelle et coûteuse pour les banques. D'autre part, le maintien de la croissance économique et le développement de nouveaux secteurs favorables à la transition du modèle de croissance nécessitent des moyens de financement. Compte tenu du besoin de réguler le *shadow banking* et de l'absence de marchés financiers matures, les crédits bancaires restent un moyen privilégié de financement aux yeux des autorités chinoises.

Parallèlement, la libéralisation des taux d'intérêt en cours a comme conséquence de réduire la marge de taux d'intérêt qui, grâce à la réglementation de taux plafond sur les dépôts et de taux plancher sur les prêts, était une source majeure de revenus bancaires.

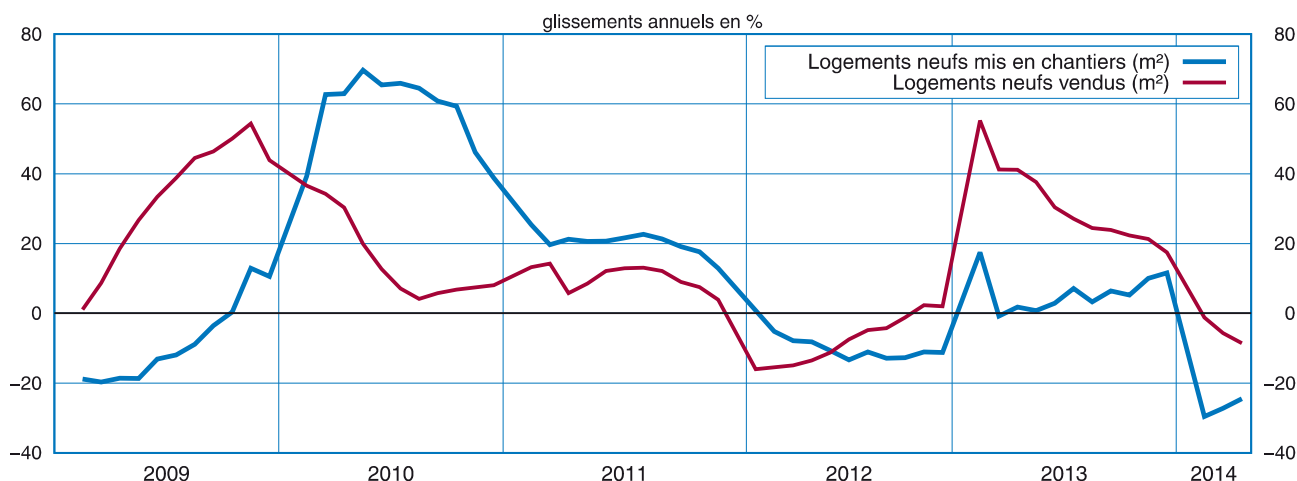
*... en recentrant leur prêts
vers le secteur privé
hors immobilier*

Paradoxalement, le secteur privé chinois rencontre des difficultés de financement : cette situation est due à l'effet d'éviction lié à la priorité des projets de caractère public ou parapublic et à l'insuffisance des compétences au sein des banques en termes d'évaluation du risque de crédit (cf. Ding, Guariglia et Knight (2010)). Malgré les modifications en cours, les prêts bancaires financent encore majoritairement le secteur public ou parapublic. À court terme, il ne devrait pas y avoir de changement significatif et les entreprises privées (souvent de taille plus petite) continueront à rencontrer des difficultés de financement bancaire alors que les objectifs de rééquilibrage du modèle de croissance nécessitent le développement du secteur privé.

*... d'autant plus que les
signaux de faiblesse se
multiplient dans l'immobilier.*

De plus, les signaux de faiblesse se multiplient dans l'immobilier (cf. fiche Économies émergentes), ce qui risque d'aggraver la situation des banques. Dans l'ancien, les transactions immobilières reculent fortement et les prix commencent à s'ajuster. Dans le neuf, les mises en chantier tout comme les ventes de logement se sont effondrées depuis le début de l'année (respectivement -24,5 % et -8,6 % en glissement annuel de janvier à avril, cf. graphique 13) tandis que les stocks de logements en ventes sont en forte progression (+23,9 %). Comme les propriétés sont couramment utilisées comme collatéral de prêt, une diminution des valeurs immobilières augmente le risque de pertes sur les crédits et fragilise un peu plus les banques chinoises.

13 - Signaux de faiblesse dans la construction chinoise



Source : National Bureau of Statistics of China

La Chine ralentit : quels risques pour l'économie mondiale ?

Conclusion

L'économie chinoise a nettement ralenti depuis début 2012 et ce ralentissement, de l'ordre de 3 points de croissance annuelle, est en grande partie pérenne, résultant de l'essoufflement de la dynamique de rattrapage. L'effet sur les importations, et donc la contribution de la Chine au ralentissement du commerce mondial, a été amplifié par la baisse du taux d'ouverture résultant de la réduction de l'activité de *processing trade* dans l'économie. En revanche, la tendance à la hausse du contenu en importations de la demande intérieure ne semble pas avoir été altérée.

À moyen terme, deux facteurs pourraient amplifier le ralentissement chinois : d'une part le secteur de la construction, qui a dopé l'activité depuis 2009, semble clairement se retourner. D'autre part, le développement du *shadow banking* a été rapide et le système bancaire chinois présente de réelles fragilités. L'ampleur des réserves de change accumulées permettrait de contenir une crise financière d'envergure mais l'assèchement du crédit pourrait amplifier le ralentissement de l'activité en cours avec, même sans contamination financière au reste du monde, un effet marqué sur le commerce mondial. Dans les années à venir, malgré la hausse de la part de la Chine dans le commerce mondial, sa contribution à la demande mondiale adressée à la France pourrait donc être inférieure à ce qu'elle a été en moyenne entre 2000 et 2010. Cependant, le rééquilibrage en cours des importations en faveur des biens de consommation et de services au détriment des importations de *processing trade* pourrait permettre une stabilisation des parts de marché de l'Union européenne et de la France en particulier. ■

Bibliographie

- Aizenman J. et Spiegel M., 2010, "Takeoffs", *Review of Development Economics*, 14(2), pp. 177-196.
- Artus P. et Xu B., 2013, « La Chine peut-elle mourir de sa dette ? », *Flash Economie* n°377, Natixis.
- Bai C-E., Hsieh C-T. et Qian Y., 2006, "The Return to Capital in China", *NBER Working Paper* No. 12755.
- Borey G. et Quille B., 2013, « Comment s'explique le rééquilibrage des balances commerciales en Europe ? », *Note de conjoncture de l'Insee*, juin.
- Chow G., 2006, "Are Chinese Official Statistics Reliable?", *CESifo Economic Studies*, vol. 52, pp 396-414.
- Commission européenne, 2012, "Green paper on Shadow Banking".
- Das M. et N'Diaye P., 2013, "Chronicle of a Decline Foretold: Has China Reached the Lewis Turning Point?", *IMF Working Paper* n°13-26.
- Ding S., Guariglia A. et Knight J., 2010, "Does China overinvest? Evidence from a panel of Chinese firms", *Economics Series Working Papers* 520, University of Oxford.
- Ericsson N. et MacKinnon J., 2002, "Distributions of error tests for cointegration", *Econometrics Journal*, vol. 5, pp 285-318.
- Eichengreen B., Park D. et Shin K., 2011, "When Fast Growing Economies Slow Down: International Evidence and Implications for China", *NBER Working Paper* No. 16919.
- Fonds Monétaire International, 2012, *Global Financial Stability Report*, octobre.
- Holz, C.A., 2004, "China's Statistical System in Transition: Challenges, Data Problems, and Institutional Innovations", *International Association for Research in Income and Wealth*, vol. 50(3), pp 381-409.
- Holz, C. A., 2013, "The Quality of China's GDP Statistics." Stanford University, *SCID Working Paper* 487.
- Klein R. L. et Ozmucur S., 2002, "The estimation of China's Economic Growth rate", *Journal of economic and Social Measurement*, vol 28, n°4, p187-202.
- Koch-Weser, I.N., 2013, "The Reliability of China's Economic Data : An Analysis of National Output", U.S.-China Economic and Security, *Review Commission Staff Research Project*.
- Koech J. et Wang J., 2012, "China's Slowdown May Be Worse Than Official Data Suggest", *Dallas Fed Economic Letter*, Vol. 7, No. 8.
- Koopman R., Wang Z. et Wei S.-J., 2008, "How Much of Chinese Exports is really made in China? Assessing Domestic Value-Added when Processing trade is Pervasive", *NBER Working Paper series* n°14109.
- Lalanne G. et Mauro L., 2010, « L'Asie émergente peut-elle tirer la reprise mondiale ? », *Note de conjoncture de l'Insee*, mars.
- Lee I.H., Syed M. et Xueyan L., 2012, "Is China Over-Investing and Does it Matter?", *IMF Working Paper* n°12-277.
- Malkin I. et Spiegel M., 2012, "Is China Due for a Slowdown?", *FRBSF Economic Letter*.
- Masson C., Tianhe J. et Urban M., 2013, « La compétitivité de la Chine face à la hausse du coût des facteurs de production », *Bulletin Economique Chine* n°54, DG Trésor.
- Sinn H.-W., 2005, "Die Basar-Ökonomie, Deutschland : Exportweltmeister oder Schlussicht?", *Ifo Schnelldienst* vol. 58-06, pp 3-42.

Conjoncture française



Retour sur la précédente prévision

Au premier trimestre 2014, l'activité a stagné alors que nous anticipions une légère progression (+0,1 %) dans la Note de conjoncture de mars 2014. Le commerce extérieur a contribué négativement à la croissance (-0,2 point) alors que nous prévoyions une contribution nulle. Les exportations ont ralenti plus que prévu (+0,3 % contre +0,9 % anticipé, après +1,6 %). Par ailleurs, la demande intérieure hors stocks a reculé plus qu'attendu (contribution de -0,4 point contre -0,2 point prévu) mais le restockage a été plus important qu'anticipé (contribution de +0,6 point contre +0,3 point prévu).

L'emploi salarié marchand non agricole a reculé (-22 000 postes), tandis que nous l'attendions en légère hausse (+6 000 prévus). L'inflation d'ensemble à la fin du premier trimestre 2014 s'est élevée à +0,6 %, contre +0,7 % anticipé.

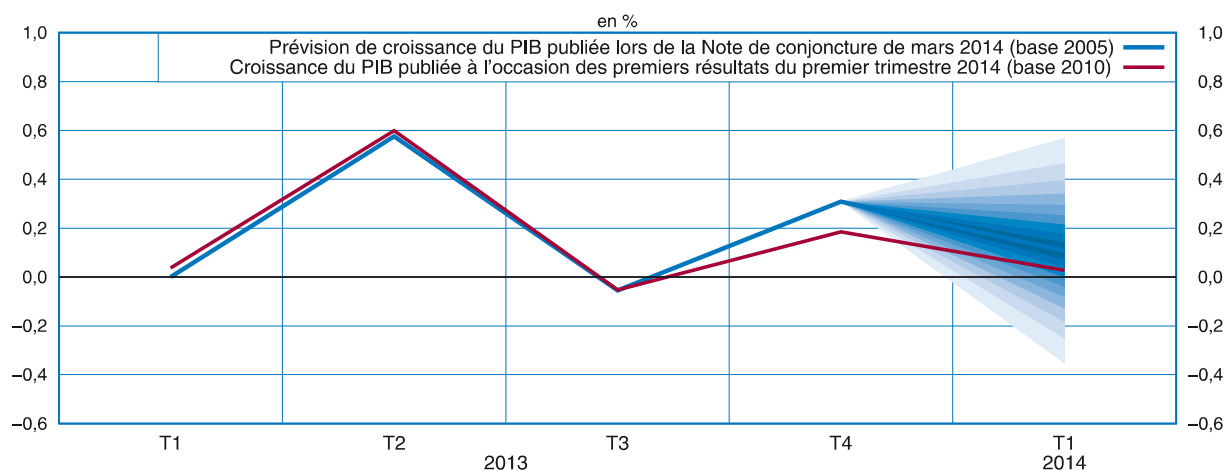
Pour le deuxième trimestre 2014, notre prévision de croissance est inchangée (+0,3 %). L'emploi salarié marchand non agricole serait stable (contre +6 000 prévu en mars), et l'inflation mi-2014 serait plus basse (+0,5 % contre +0,9 %).

L'activité a stagné au premier trimestre 2014, alors que nous prévoyions une légère hausse

Au premier trimestre 2014, le PIB a stagné, après avoir progressé de 0,2 % au trimestre précédent, alors que nous avions anticipé une légère progression (+0,1 %). Cette faible erreur se retrouve dans la production totale (+0,2 % contre +0,3 % prévu) notamment celle de services marchands (+0,3 % contre +0,4 % prévu). En outre, la production de la construction baisse nettement plus que ce que nous anticipions (-1,5 % contre -0,7 % prévu). En effet, l'investissement en construction a reculé de 1,8 % au premier trimestre 2014 alors que nous prévoyions -0,9 %.

La production a été aussi dynamique qu'attendu dans l'industrie manufacturière (+1,0 % contre +0,9 % prévu) et plus qu'anticipé dans les services non marchands (+0,5 % contre +0,2 % prévu). Par ailleurs, l'activité de la branche « énergie-eau-déchets » a nettement reculé, comme anticipé (-1,4 % contre -1,5 % prévu) et la production de services de commerce a progressé de 0,1 %, comme nous l'anticipions.

1- Graphique des risques associé à la Note de conjoncture de mars 2014 et croissance réalisée



Source : Insee

La demande intérieure finale hors stocks a plus reculé que prévu

La demande intérieure finale hors stocks a baissé, comme anticipé. Mais ce repli a été plus important qu'attendu. D'une part, la consommation a reculé plus que prévu (-0,5 % contre -0,3 % attendu), en particulier celle en produits manufacturés (-0,7 % contre -0,5 %) après la forte croissance du quatrième trimestre 2013 (+0,9 %). D'autre part, l'investissement total s'est un peu plus fortement replié que nous l'avions anticipé (-0,9 % contre -0,5 %), pour l'ensemble des secteurs institutionnels. L'écart résulte notamment de l'investissement en construction. Il faut toutefois souligner que le changement de base a conduit à une révision du profil trimestriel de ce type d'investissement sur la période récente (cf. *éclairage*, « Les comptes trimestriels sont passés en base 2010 »).

Ralentissement des exportations plus fort qu'attendu

Au premier trimestre 2014, les exportations ont fortement ralenti (+0,3 % après +1,6 %). Les exportations manufacturières n'ont progressé que de 0,4 % alors que nous attendions une augmentation de 1,1 %, après +1,8 % au quatrième trimestre 2013. De plus, les exportations de produits agricoles ont fortement reculé (-2,8 %) alors que nous les attendions en hausse (+2,0 %). Notre prévision de mars tablait en effet sur une progression sensible de la demande adressée à la France au premier trimestre (+1,2 %) qui ne s'est pas concrétisée (0,0 %). En particulier, les exportations à destination des pays en dehors de l'Union européenne se sont contractées. L'erreur de prévision sur les importations est en revanche plus faible (+1,0 % contre +0,8 % anticipé). Au total, la contribution comptable des échanges extérieurs à la variation du PIB a donc été négative (-0,2 point), alors que nous l'attendions neutre. Enfin, la contribution des variations de stocks a été nettement plus importante que prévu, à +0,6 point contre +0,3 point attendu.

Baisse surprise de l'intérêt

L'emploi salarié a légèrement reculé, contrairement à ce que nous anticipions en mars (suppression nette de 22 000 postes dans les branches marchandes non agricoles, contre +6 000 postes prévus). Cet écart est principalement le fait de l'emploi intérimaire, qui a reculé de 26 000 postes, effaçant la progression du trimestre précédent, alors que nous le prévoyions en légère hausse. Enfin, l'inflation d'ensemble à la fin du premier trimestre 2014 a été inférieure de 0,1 point à notre prévision (+0,6 % contre +0,7 % anticipé). L'inflation sous-jacente s'est établie à +0,4 %, contre +0,5 % attendu. Cet écart est notamment imputable aux prix des services d'hébergement et restauration, qui ont moins augmenté que prévu en mars. Au premier trimestre, le taux de chômage s'est stabilisé comme anticipé. Il se situe à 9,7 % en France métropolitaine.

Notre prévision de croissance pour le deuxième trimestre est inchangée

Notre prévision de croissance du PIB pour le deuxième trimestre 2014 est inchangée (+0,3 %). D'après les enquêtes de conjoncture et les données d'activité disponibles, la production manufacturière serait légèrement plus dynamique que prévu en mars (+0,4 % contre +0,3 % précédemment). Du côté de la demande intérieure, la prévision change peu. La consommation des ménages progresserait de 0,5 % (contre +0,6 % prévu en mars) et l'investissement reculerait de 0,1 % (contre -0,3 % prévu en mars). En revanche, contrairement à ce que nous prévoyions en mars, la baisse de l'investissement des ménages se modérerait dans notre scénario dès le deuxième trimestre (-1,5 % après -2,6 %). La contribution du commerce extérieur serait légèrement positive, alors que nous l'attendions nulle en mars. En effet les importations seraient moins dynamiques (+0,2 % contre +0,8 % précédemment) tandis que notre prévision d'exportations est inchangée (+0,8 %). L'emploi salarié serait stable au deuxième trimestre dans les branches marchandes non agricoles, contre une augmentation de 6 000 dans notre prévision de mars. Enfin, l'inflation à la fin du deuxième trimestre 2014 serait moins élevée que prévu en mars (+0,5 % contre +0,9 % anticipé) comme l'inflation sous-jacente (+0,2 % contre +0,6 %). ■

Production

Au premier trimestre 2014 la production de biens et services a de nouveau modérément augmenté (+0,2 %, comme au quatrième trimestre 2013) et le PIB s'est stabilisé (après +0,2 %). L'activité dans l'industrie manufacturière a rebondi (+1,0 % après 0,0 %). La production dans les services marchands a de nouveau progressé (+0,3 % après +0,3 %). Mais l'activité dans la construction s'est fortement repliée (-1,5 % après -0,3 %).

En mai, le climat des affaires est stable en France pour le neuvième mois consécutif et reste inférieur à son niveau de longue période. Dès lors, l'activité progresserait modérément au printemps puis au second semestre : la production totale de biens et de services progresserait de 0,4 % au deuxième trimestre puis de 0,3 % par trimestre au second semestre, ce qui porterait la croissance annuelle à +1,0 % en 2014, après +0,5 % en 2013.

La production de biens et services continuerait d'augmenter modérément d'ici la fin de l'année

Au premier trimestre 2014, la production de biens et services a continué sa lente progression (+0,2 %, comme au quatrième trimestre 2013). L'indicateur de climat des affaires en France, issu des enquêtes de conjoncture auprès des chefs d'entreprise, ne montre pas de signe d'amélioration : en mai, il oscille pour le neuvième mois consécutif entre 94 et 95 points et reste inférieur à sa moyenne de longue période. À des degrés divers, c'est également le cas de chaque

indicateur de climat sectoriel (cf. graphique 1). Ces enquêtes ne laissent pas augurer d'accélération à court terme : la production de biens et services poursuivrait sa progression sur un rythme modéré, de +0,4 % au deuxième trimestre puis de +0,3 % par trimestre (cf. graphique 2). En moyenne sur l'année, la production de biens et services accélérerait légèrement, augmentant de 1,0 % en 2014, après +0,5 % en 2013.

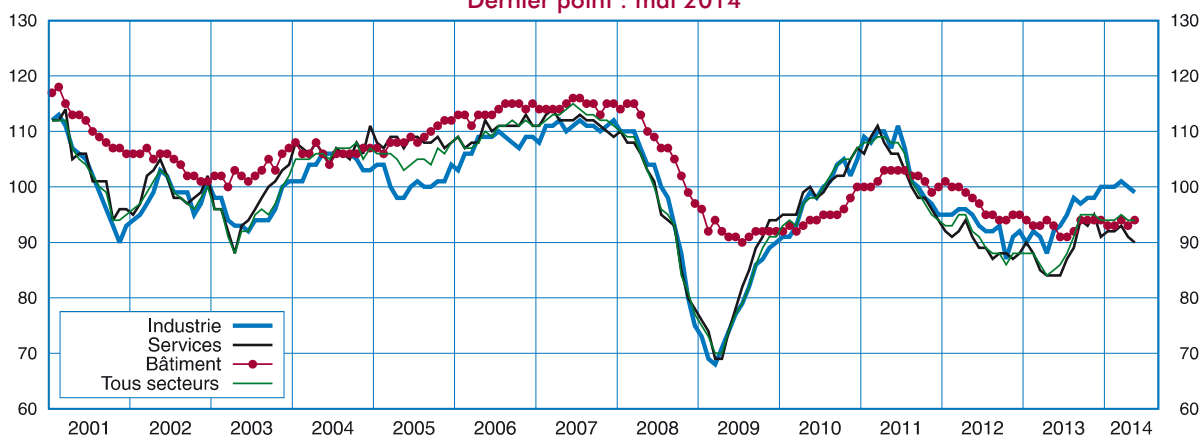
La production manufacturière ralentirait au second semestre

La production manufacturière s'est redressée au premier trimestre 2014 (+1,0 %), à la faveur d'une reprise de l'activité dans la branche cokéfaction-raffinage (+8,5 %) après deux trimestres de fort repli (-9,0 % au troisième trimestre puis -8,2 % au quatrième) en raison de l'arrêt temporaire des raffineries pour maintenance puis de conflits sociaux. L'activité a légèrement accéléré dans les industries agroalimentaires (+0,4 % après +0,2 %), dans la branche des matériels de transport (+0,3 % après +0,1 %) et dans « les autres branches industrielles » (+0,9 % après +0,8 %). À l'inverse, la production de biens d'équipement a fortement reculé (-1,6 % après +1,3 %). Au premier trimestre 2014, le rebond de la production se retrouve dans la forte contribution positive des stocks en produits manufacturés, alors que toutes les autres composantes de la demande ont contribué négativement.

Au deuxième trimestre 2014, le climat des affaires dans l'industrie demeure proche de sa moyenne de longue période : les industriels jugent le niveau

1 - Indicateurs synthétiques en France : tous secteurs, dans l'industrie, les services et le bâtiment

Dernier point : mai 2014



Source : Insee

Conjoncture française

des carnets de commandes encore bas et leurs perspectives de production dégradées, mais ils considèrent que leur activité passée a progressé (cf. graphique 3). Ainsi, le redémarrage modéré de la demande intérieure et extérieure en produits manufacturés ne permettrait qu'une légère progression de la production des branches manufacturières (+0,4 %). Au second semestre, la dégradation des anticipations d'activité exprimée par les industriels laisse augurer un nouveau ralentissement de la production manufacturière (+0,1 % par trimestre). Cette atonie serait cohérente avec celle de la demande en produits manufacturés. Sur l'ensemble de l'année 2014, la production manufacturière progresserait de 1,2 %, après -0,6 % en 2013.

Dans la construction, le recul de l'activité s'atténuerait

Au premier trimestre 2014, l'activité dans la construction a continué de se dégrader : -1,5 %, après -0,3 % au quatrième trimestre 2013. Ce recul est sensible tant dans le bâtiment que dans les travaux publics.

En début d'année, les mises en chantier de logements neufs ont continué de baisser mais le nombre de permis de construire semble avoir cessé de reculer. En mai, les entrepreneurs du bâtiment font état d'une activité dégradée et de carnets de commandes encore jugés inférieurs à la normale (cf. graphique 4). Dans les travaux publics, l'opinion des entrepreneurs sur l'activité prévue se détériore également de nouveau en avril. Ces différents indicateurs laissent prévoir le prolongement du repli de la production dans la

construction aux deuxième (-0,7 %) et troisième trimestres (-0,6 %), avant qu'elle ne se stabilise au quatrième trimestre.

Sur l'ensemble de l'année 2014, la production dans la construction baisserait de 2,6 %, après un recul de 1,2 % en 2013.

L'activité commerciale rebondirait au printemps puis progresserait modérément

L'activité commerciale a ralenti au premier trimestre 2014 (+0,1 % après +0,9 % au dernier trimestre 2013), en lien notamment avec le repli de la consommation des ménages (-0,5 % après +0,2 %).

Selon les chefs d'entreprise interrogés en mai, l'activité passée est restée globalement peu dynamique. Dans le commerce de gros comme de détail, le climat des affaires reste stable, légèrement en dessous de son niveau moyen. Cependant, les perspectives d'activité dans le commerce de gros s'améliorent légèrement. De même, selon les commerçants automobiles, leur activité progresserait au cours des prochains mois, comme l'indique la bonne tenue des intentions de commandes, le solde revenant au niveau de fin 2010.

Ces progressions, en lien avec le rattrapage de la consommation des ménages en produits manufacturés au deuxième trimestre (+0,6 % après -0,7 %), laissent augurer un rebond de l'activité commerciale qui augmenterait de 0,5 % au deuxième trimestre. Au second semestre, elle croîtrait plus modérément (+0,2 % par trimestre) pour atteindre une hausse de +1,7 % sur l'année.

Production par branche au prix de l'année précédente chaînés

données CVS-CJO, en %

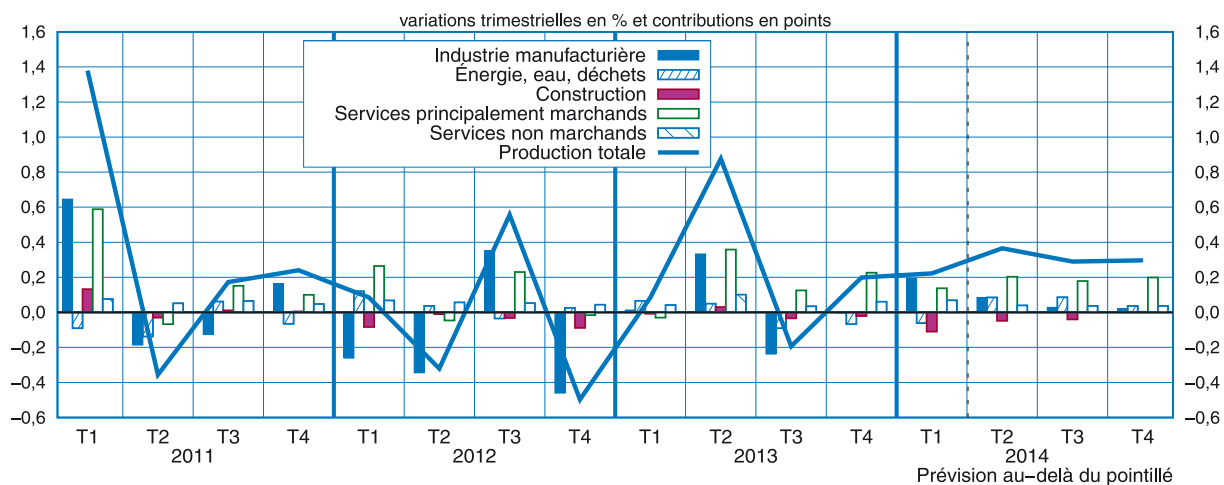
	Variations trimestrielles												Variations annuelles		
	2012				2013				2014				2012	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Agriculture (2 %)	-0,9	-0,6	-0,6	0,0	0,1	0,2	0,5	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	-1,7	0,1	0,2
Branches manufacturières (20 %)	-1,3	-1,7	1,7	-2,3	0,1	1,7	-1,2	-0,0	1,0	0,4	0,1	0,1	-2,1	-0,6	1,2
Énergie, eau, déchets (4 %)	3,1	0,9	-0,8	0,6	1,6	1,2	-2,2	-1,6	-1,4	2,1	2,1	0,9	2,1	1,2	-0,7
Construction (8 %)	-1,1	-0,1	-0,4	-1,2	-0,1	0,4	-0,5	-0,3	-1,5	-0,7	-0,6	0,0	-1,7	-1,2	-2,6
Commerce (10 %)	0,1	-0,4	0,4	-0,6	0,0	0,7	0,2	0,9	0,1	0,5	0,2	0,2	0,1	0,6	1,7
Services marchands hors commerce (41 %)	0,6	-0,0	0,5	0,1	-0,1	0,7	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	1,1	1,0	1,4
Services non marchands (15 %)	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,7	0,2	0,4	0,5	0,3	0,2	0,2	1,6	1,5	1,4
Total (100 %)	0,1	-0,3	0,6	-0,5	0,1	0,9	-0,2	0,2	0,2	0,4	0,3	0,3	0,2	0,5	1,0

Prévision

Pondérations construites à partir de la production annuelle en valeur, en 2010.

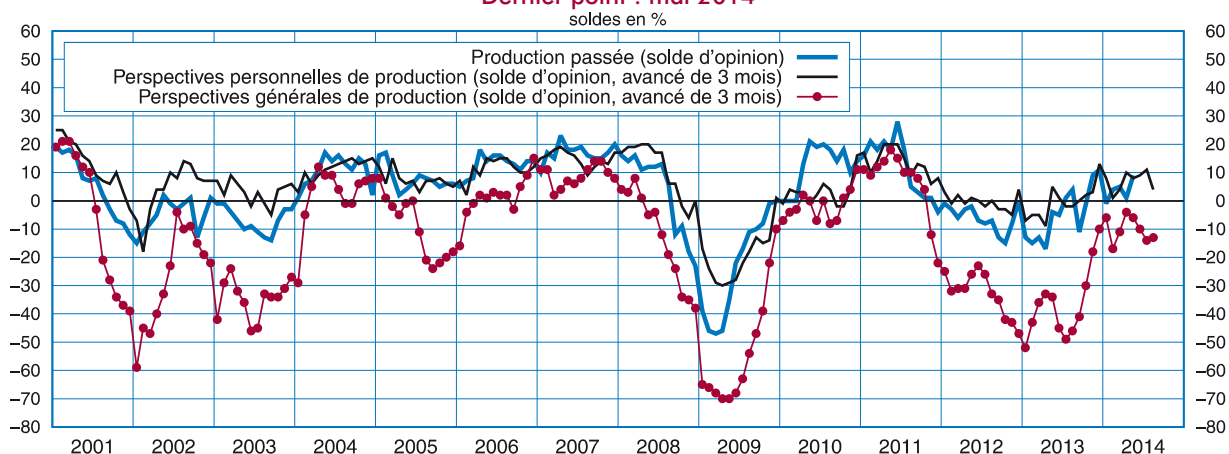
Source : Insee

2 - Contributions sectorielles à la croissance de la production totale



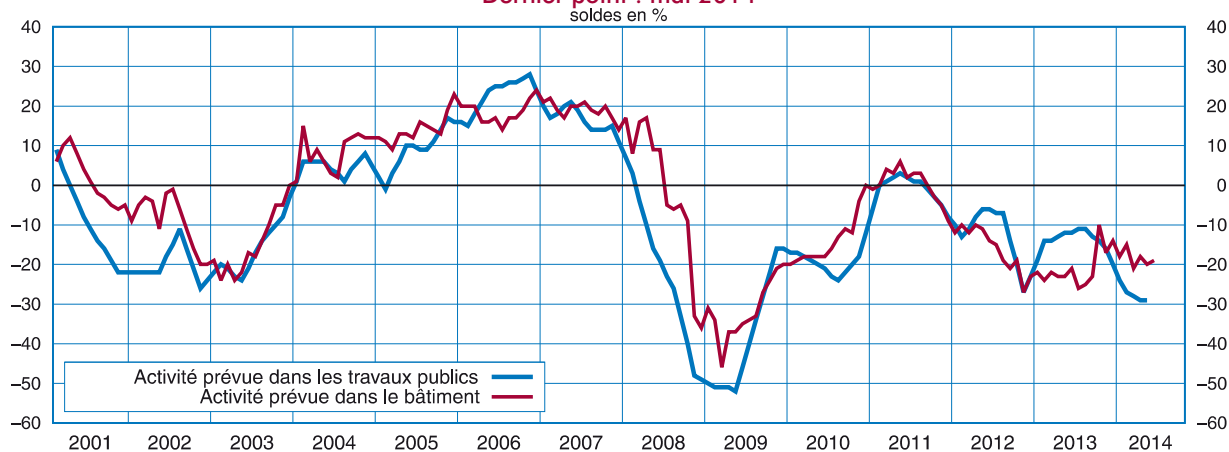
3 - Opinion relative à la production dans l'industrie manufacturière

Dernier point : mai 2014



4 - Activité prévue dans la construction

Dernier point : mai 2014



Les services marchands hors commerce croîtraient modérément d'ici fin 2014

Au premier trimestre 2014, l'activité des services marchands hors commerce a progressé (+0,3 %). L'activité a rebondi dans l'hébergement-restauration (+0,5 % après -0,4 %) et dans les services de transports (+0,2 % après -0,3 %). Elle est restée dynamique dans l'information-communication (+0,8 % après +0,7 %), ainsi que dans les activités financières (+0,5 %) et immobilières (+0,3 %). En revanche, la production a stagné dans les services aux entreprises (après +0,5 %).

L'activité des services marchands hors commerce continuerait de progresser à un rythme modéré d'ici fin 2014 (+0,4 % par trimestre), bien en deçà de sa moyenne de longue période (+0,7 % par trimestre entre 1988 et 2013). Selon les chefs d'entreprise interrogés, le climat conjoncturel dans les services reste en effet morose ces derniers mois : l'amélioration débutée au second semestre 2013 s'est enrayée début 2014 et l'indicateur synthétique du climat des affaires s'établit à 90 en mai, bien en deçà de sa moyenne de long terme (100).

Sur l'ensemble de l'année 2014, la production de services marchands hors commerce croîtrait de 1,4 %, après +1,0 % en 2013.

Dans les services principalement non marchands, l'activité ralentirait progressivement

Dans les services principalement non marchands, l'activité a légèrement accéléré au premier trimestre 2014 (+0,5 %, après +0,4 % au quatrième trimestre 2013). L'activité ralentirait progressivement sur le reste de l'année (+0,3 % au deuxième trimestre, puis +0,2 % par trimestre au second semestre).

Au total, la production de cette branche augmenterait de 1,4 % en 2014, après +1,5 % en 2013.

La production d'énergie rebondirait au printemps

La production d'énergie-eau-déchets a reculé au premier trimestre (-1,4 %), pour le troisième trimestre consécutif, en raison d'un hiver particulièrement doux. Elle rebondirait au printemps (+2,1 %) et resterait dynamique au troisième trimestre (+2,1 %), notamment sous l'hypothèse d'un retour à la normale des dépenses de chauffage. En moyenne sur l'année, la production d'énergie reculerait de 0,7 % en 2014, après +1,2 % en 2013. ■

Environnement international de la France

Au premier trimestre 2014, l'activité a ralenti dans les économies avancées (+0,3 % après +0,5 %), plus fortement que prévu dans la Note de conjoncture de mars 2014 (+0,5 %), et le commerce mondial s'est contracté, notamment en Asie. L'activité s'est notamment repliée aux États-Unis sous l'effet des intempéries et du fait de la faiblesse inattendue de l'investissement. Cependant, les enquêtes de conjoncture, qui se sont nettement redressées à l'été 2013, demeurent à un niveau élevé en mai 2014. L'activité retrouverait donc de l'élan d'ici la fin de l'année, avec une croissance de 0,4 % au deuxième trimestre puis de 0,5 % par trimestre au second semestre.

Dans les économies émergentes, l'activité a de nouveau tourné au ralenti au premier trimestre, notamment en Chine et en Russie. Malgré l'accalmie sur les marchés financiers, le climat des affaires se situe encore à un niveau bas en mai : les resserrements monétaires passés continueraient de peser sur l'activité.

La BCE face au risque de déflation

Les banques centrales des économies avancées ont des marges de manœuvre réduites, leurs taux directeurs se situant au plus bas. Depuis trois ans, elles ont mobilisé des instruments non conventionnels pour assouplir davantage leur

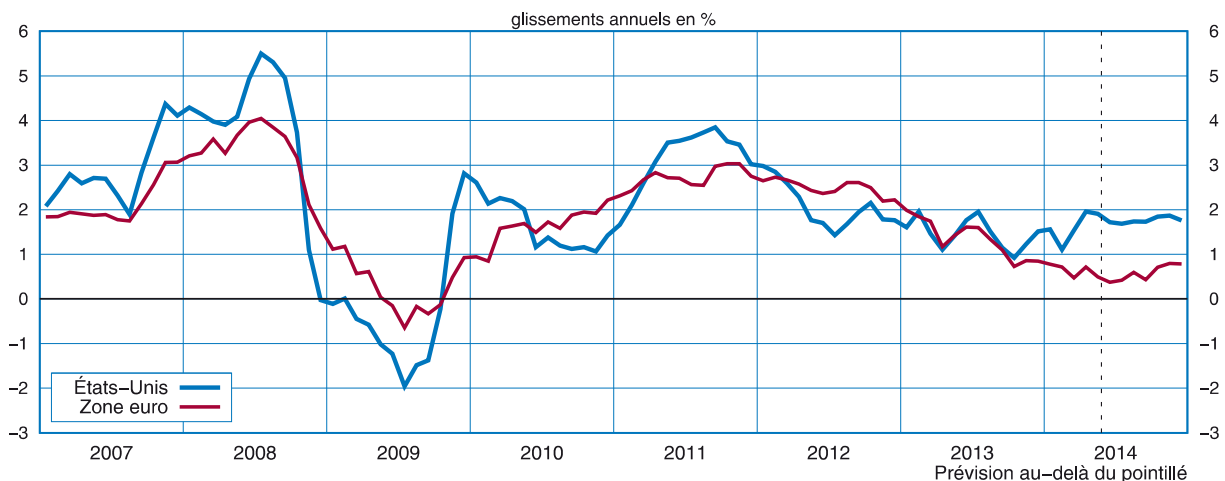
politique monétaire. Néanmoins, la Fed a ralenti ses achats de titres et continuerait de les réduire à hauteur de 10 Mds \$ par mois jusqu'à la fin d'année. En outre, la rapidité de la baisse du chômage a rapproché l'horizon du durcissement de la politique monétaire de la Fed et de la Banque d'Angleterre, même si les autorités monétaires américaines ont tenu à réaffirmer que les taux d'intérêt resteraient à leur niveau actuel au moins jusqu'au début de l'année prochaine.

À l'inverse, dans la zone euro, le chômage reste à un niveau élevé et l'inflation a baissé à +0,5 % en mai, contre +1,9 % aux États-Unis. Le différentiel resterait supérieur à un point d'ici la fin de l'année (cf. graphique 1). Face au risque de déflation et pour soutenir l'activité, la Banque Centrale Européenne (BCE) a abaissé une nouvelle fois son taux directeur début juin et annoncé de nouvelles mesures non conventionnelles. En revanche, la taille de son bilan diminue nettement, les banques ayant déjà remboursé la moitié des prêts accordés dans le cadre des opérations de refinancement exceptionnelles menées fin 2011 et début 2012.

La consolidation budgétaire ralentirait de part et d'autre de l'Atlantique

Aux États-Unis, l'orientation de la politique budgétaire a été nettement restrictive en 2013 : les impôts ont fortement augmenté et les dépenses

1 - L'inflation est très basse dans la zone euro



Sources : Bureau of Labor Statistics, Eurostat

publiques se sont rapidement contractées. Le déficit public est ainsi passé de 9,3 % du PIB en 2012 à 6,4 % du PIB en 2013. Cependant, à la suite du vote du budget 2014 par le Congrès en janvier, le rythme de la consolidation budgétaire ralentirait nettement. Dans la zone euro, l'orientation des politiques budgétaires serait dans l'ensemble moins contrainte en 2014 qu'en 2013. En revanche, au Japon, la politique budgétaire prendrait un tour nettement restrictif : la TVA a augmenté de 3 points au 1^{er} avril et le soutien des plans de relance par l'investissement public s'affaiblirait.

Les économies émergentes tourneraient encore au ralenti...

Le climat des affaires s'est nettement détérioré depuis début 2013 dans les économies émergentes (cf. graphique 2). L'activité n'a progressé que modestement au premier semestre 2013. Au second semestre, l'activité a globalement accéléré, en particulier dans les Pays d'Europe Centrale et Orientale et en Chine, et les importations des pays émergents ont retrouvé de la vigueur. Néanmoins, depuis début 2014, sous l'effet de la nouvelle dépréciation des changes et des resserrements monétaires, le climat des affaires se tasse à nouveau et se situe à un niveau bas en mai, comparé au niveau moyen des années 2000. L'activité, qui a progressé de 1,1 % au premier trimestre (contre +1,7 % en moyenne par trimestre de 1999 à 2011), continuerait de tourner au ralenti.

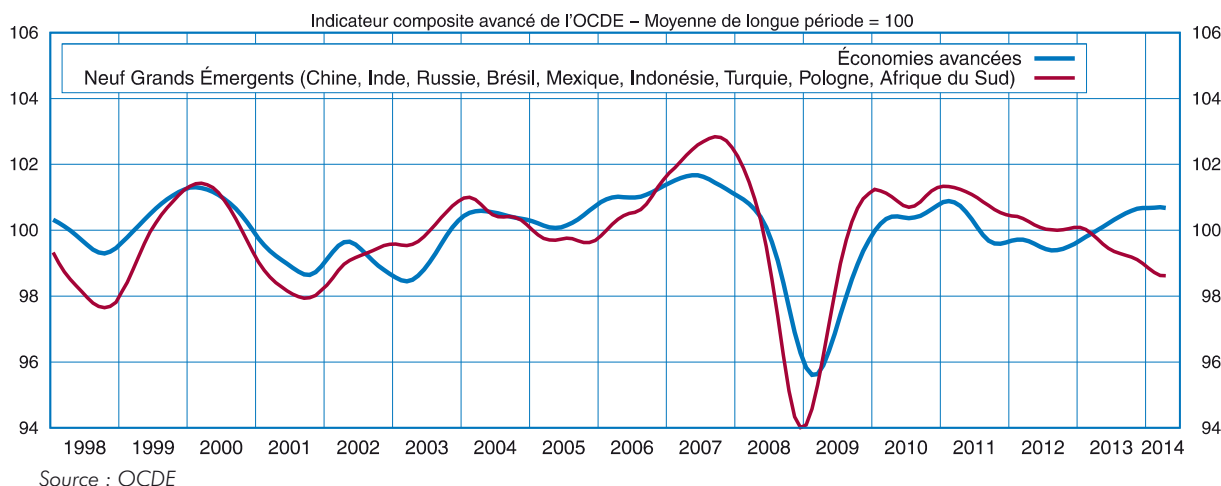
... sans exception

Aucun pays émergent ne semble échapper à cette atonie. Certes, le PIB accélérerait en Chine, après avoir pâti plus fortement qu'à l'accoutumée des festivités du Nouvel An. Mais le climat des affaires reste dégradé et tout indique que le secteur de la construction, qui soutenait jusqu'à présent l'activité, décroche. En Amérique du Sud et en Asie émergente, les resserrements monétaires couplés à la dépréciation forte des monnaies pèseraient sur les débiteurs, largement endettés en dollars, et l'activité resterait atone. En Russie, la crise ukrainienne a provoqué des sorties de capitaux massives et un décrochage marqué de l'investissement. Par contagion, le climat des affaires des pays d'Europe de l'Est, qui s'améliorait vigoureusement depuis un an, s'est nettement affaibli depuis février.

Le climat des affaires reste bien orienté dans les économies avancées

Au premier trimestre 2014, la croissance a été plus faible que prévu dans les économies avancées (+0,3 % après +0,5 %), en particulier aux États-Unis. La demande intérieure n'a pas faibli, mais les exportations se sont contractées, en lien avec le repli de la demande des pays émergents : la contribution du commerce extérieur a ainsi été négative dans la quasi-totalité des grandes économies avancées. Hormis au Japon où il subit le contrecoup de la hausse de TVA, le climat conjoncturel reste à un niveau élevé en mai 2014,

2 - Le climat des affaires reste bien orienté dans les économies avancées



dans l'industrie manufacturière (cf. graphique 3)

comme dans les services. Au total, l'activité dans les économies avancées serait relativement dynamique jusqu'à fin 2014 (+0,4 % au deuxième trimestre puis +0,5 % par trimestre au second semestre). Sur l'ensemble de l'année, la croissance s'établirait à +1,8 % en 2014, après +1,3 % en 2013 et +1,4 % en 2012.

L'Europe redémarre

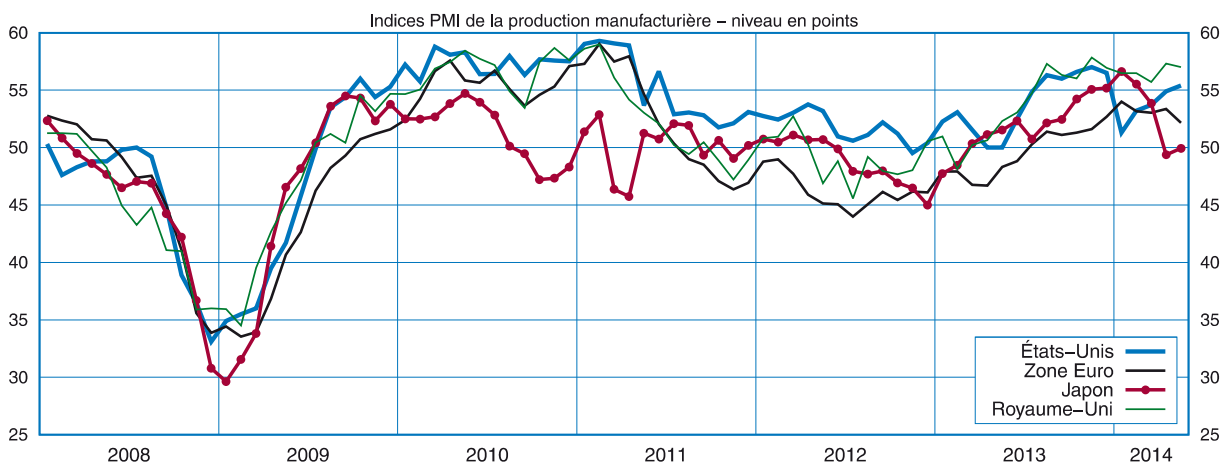
Aux États-Unis et au Royaume-Uni, la demande intérieure continuerait de progresser, notamment du fait de la consommation privée, stimulée par la baisse du chômage et les effets de richesse. Cependant, l'activité n'accélérerait pas au second semestre, du fait du ralentissement des marchés immobiliers. À l'inverse, l'activité retrouverait un peu d'élan dans la zone euro, en particulier en Espagne, grâce à la progression de l'investissement en biens d'équipement et à l'accélération de la consommation des ménages, portée par l'amélioration du pouvoir d'achat. En revanche, la construction bride encore l'activité au sud de l'Europe. Au total, la progression de l'activité serait soutenue en 2014 en Allemagne, au Royaume-Uni, et, dans une moindre mesure, en

Espagne. En Italie et en France, la reprise serait plus modeste.

Rebond de la demande mondiale adressée à la France

Au premier trimestre 2014, le commerce mondial s'est nettement contracté, pour la première fois depuis 2009, de façon inattendue (-0,8 % après +1,5 % cf. [tableau](#)), sous l'effet du coup de froid des économies chinoise et américaine. Pour l'ensemble de l'économie mondiale, la composante des nouvelles commandes à l'exportation des enquêtes PMI signale une progression en mai. De même, les premières données douanières asiatiques laissent attendre un léger rebond des échanges au deuxième trimestre, porté par la demande en provenance des économies émergentes (cf. [éclaircissement](#)). Au total, le commerce mondial progresserait, par contrecoup, au deuxième trimestre (+1,3 %), puis un peu plus modérément d'ici la fin de l'année (+1,2 % par trimestre). L'accélération des importations des pays avancés, en particulier européens, soutiendrait la demande mondiale adressée à la France, qui progresserait quasiment au même rythme que le commerce mondial. ■

3 - Le climat des affaires reste bien orienté dans la plupart des économies avancées



Synthèse du scénario international

	Variations trimestrielles en %									
	2013				2014				2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
PIB des économies avancées	0,3	0,6	0,6	0,5	0,3	0,4	0,5	0,5	1,3	1,8
Commerce mondial	0,8	0,5	1,2	1,5	-0,8	1,3	1,2	1,2	2,7	2,9
Importations des économies avancées	-0,4	0,7	0,9	0,4	0,0	1,0	0,9	0,9	-0,4	2,4
Importations des économies émergentes	1,3	0,4	2,0	2,1	-0,1	1,6	1,5	1,5	6,2	4,9

Prévision

Note de lecture : Les données d'importations, d'exportations et de commerce mondial concernent les seuls biens.

Sources : Instituts statistiques nationaux, Centraal PlanBureau, Fonds monétaire international, prévisions Insee

Les échanges asiatiques fournissent des premières indications fiables de l'ensemble du commerce mondial

Prévoir le commerce mondial est important pour le diagnostic conjoncturel

La prévision d'exportation de la *Note de conjoncture* est un élément important pour le diagnostic conjoncturel. La méthode usuelle pour la calculer repose sur la prévision des importations des principaux pays partenaires de la France. Toutefois, dans la mesure où les importations de chaque pays dépendent de ses exportations, donc des importations des autres, il y a besoin d'un ancrage exogène en début d'exercice, c'est-à-dire d'une prévision directe du commerce mondial¹. Cet éclairage analyse les diverses manières de construire cet ancrage.

Les différents indicateurs utilisables pour construire cet ancrage

Le CPB fournit tous les mois des données de commerce mondial de biens². Elles sont mensuelles, remontant jusqu'à janvier 1991 et sont disponibles deux mois après la fin du mois considéré : par exemple, les données d'avril sont disponibles fin juin. Au cours du processus de prévision, aucune donnée mensuelle du premier trimestre de prévision n'est disponible. L'exercice de prévision requiert, pour débiter, une prévision de commerce mondial. Il existe alors trois grands types d'indicateurs permettant de bâtir un ancrage exogène : les indicateurs avancés issus d'enquêtes ; les indicateurs coïncidents construits à partir de variables qui réagissent au commerce mondial ; enfin des premières données de commerce extérieur. Seront étudiées ici respectivement pour chacune de ces catégories : les enquêtes PMI et Ifo ; le *Brent*, le prix des matières premières, les indices de transport maritime (indice RWI/ISL et indice *Baltic Dry*) ; les données douanières asiatiques.

Les indicateurs peuvent avoir un pouvoir prédictif différent selon le moment où on se situe dans le trimestre. Ici, dans le cadre du début de l'exercice de la *Note de conjoncture*, on se positionne au début du deuxième mois du trimestre. Des données de commerce mondial du deuxième mois du trimestre précédent sont alors disponibles. Les données de matières premières sont accessibles en temps réel. L'enquête PMI, l'indice RWI/ISL et le *Baltic Dry* sont à disposition sur le premier mois du trimestre courant. L'enquête Ifo du trimestre précédent portant sur le trimestre suivant est également disponible. Enfin, les données de commerce asiatique existent pour le premier mois du trimestre courant ou le dernier mois du trimestre précédent.

Plusieurs indicateurs avancés sont susceptibles de traduire les évolutions du commerce mondial

a) Le prix des matières premières

Le cours des matières premières pourrait constituer un bon indicateur du commerce mondial car il est disponible en temps réel et il est susceptible d'augmenter avec les importations mondiales. En effet, la plupart des matières premières sont utilisées en tant que consommation intermédiaire et réagissent donc, au même titre que les importations, aux fluctuations de la demande. Cependant, en dehors de la phase économique exceptionnelle de la Grande Récession, les mouvements divergent entre le commerce et les cours des matières premières hors énergie. Il y a divergence également entre le commerce mondial et les exportations de « terres rares » de la Chine ou les échanges mondiaux de silicium, deux éléments qui entrent dans la composition de nombreux produits manufacturés.

À l'instar de ces cours des matières premières, le prix du baril de pétrole (*Brent*) est disponible en temps réel et sur longue période. Le pétrole représente en outre une part importante, bien qu'en baisse, des consommations intermédiaires. Depuis les années 2000 le commerce mondial et le prix du pétrole semblent ainsi bien corrélés, même si cette corrélation n'est pas parfaite (cf. [graphique 1](#)).

b) Les indicateurs de transport maritime

Une large partie du commerce international s'effectuant par mer (80 % du commerce en volume, cf. *Review of maritime transport*, 2013, CNUCED), des indicateurs reflétant le trafic maritime sont susceptibles d'aider à la prévision des évolutions du commerce mondial.

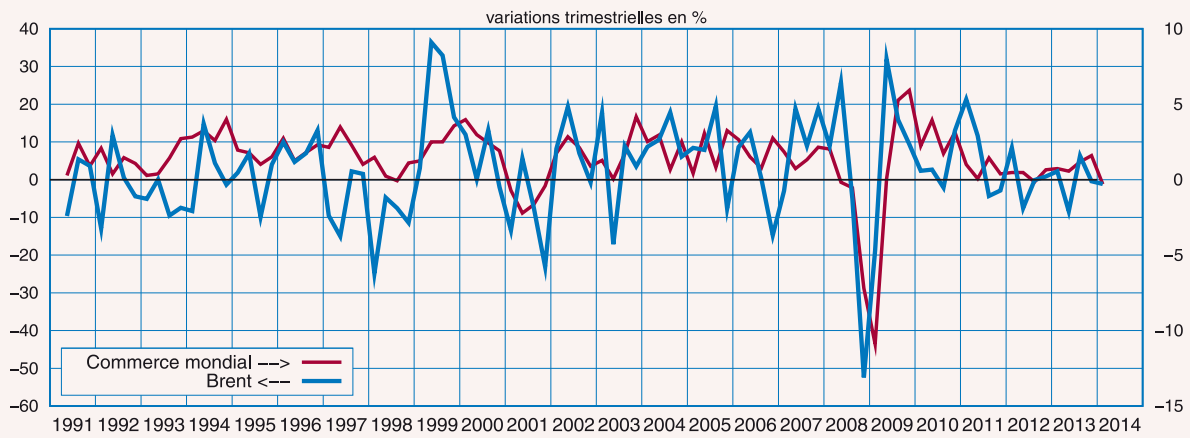
L'indice RWI/ISL (fourni par les instituts allemands RWI et *Institut of Shipping Economics and Logistics*) se base sur les données concernant 73 ports de conteneurs, couvrant 60 % du trafic mondial de conteneurs (cf. [graphique 2](#)). Cependant si la disponibilité de ces données est plus précoce que celle des données de commerce mondial du CPB (1 mois de retard), les données n'existent que depuis 2007.

Un autre indicateur susceptible de traduire les évolutions du commerce mondial est l'indice *Baltic Dry Index* (cf. [graphique 3](#)), un indicateur des variations de coûts spot de transport par mer des matières premières sèches en vrac (hors pétrole) pratiqué sur les 24 principales routes maritimes mondiales. Résultant de la confrontation de l'offre et de la demande de navires transportant ces matières premières, il peut être interprété comme un indicateur de l'activité économique mondiale et, partant, du commerce mondial. En effet, l'offre de cargo étant inélastique à court terme, cet indice apporterait de l'information sur la demande de matières premières et donc reflèterait les anticipations sur la production et le commerce mondial. Il est disponible mensuellement, un mois avant la série de commerce mondial mais avec une volatilité plus importante et une corrélation en définitive assez faible avec le commerce mondial.

(1) cf. éclairage de la *Note de conjoncture* de mars 2009 : « Mieux appréhender l'évolution des échanges extérieurs par pays à l'aide d'une prévision du commerce mondial ».

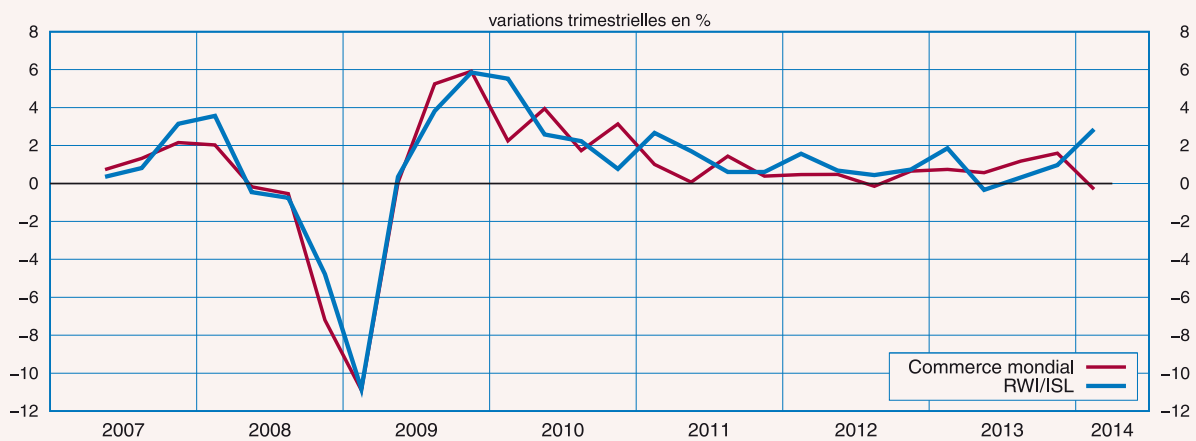
(2) Le *Centraal Planbureau* (CPB) est un organisme indépendant relevant du ministère des affaires économiques aux Pays-Bas. C'est le seul institut à produire des données complètes à un rythme mensuel sur le commerce mondial.

1 - Prix du baril de Brent et commerce mondial



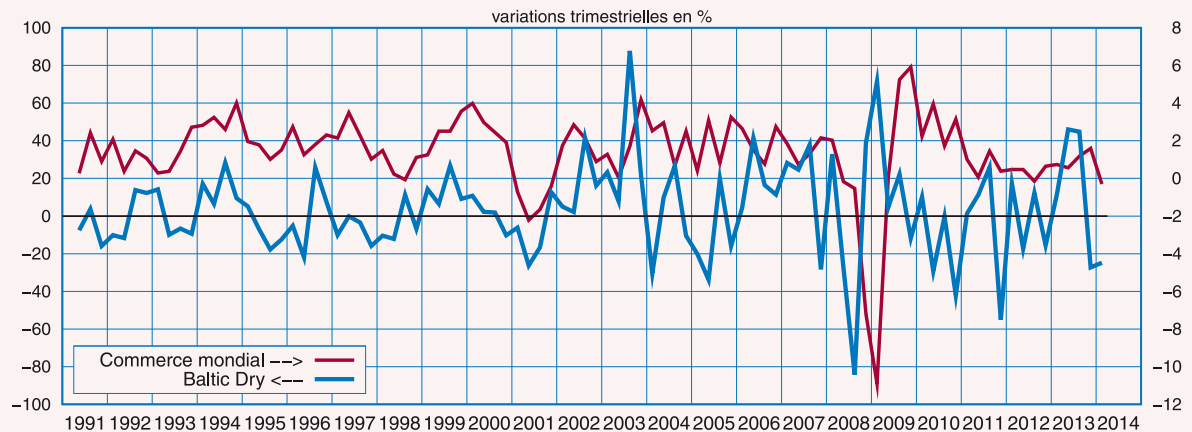
Sources : DataInsight, CPB

2 - L'indice RWI/ISL



Sources : RWI/ISL, CPB

3 - L'indice Baltic Dry



Sources : DataInsight, CPB

c) L'indice PMI de commandes à l'exportation

Un indice plus direct concernant le commerce mondial est l'indice PMI des « nouvelles commandes à l'exportation », fourni par l'Institut Markit : pour chaque pays, ces nouvelles commandes se traduisent, à plus ou moins brève échéance, par des exportations et leur agrégation au niveau mondial peut donc être un indicateur avancé du commerce mondial ; en pratique, il se révèle être plutôt un indicateur coïncident (cf. graphique 4). Le seuil de 50 correspond peu ou prou à une croissance nulle du commerce mondial : au-dessus, il laisse attendre une expansion des échanges mondiaux, en dessous une contraction. Il a l'avantage d'être disponible rapidement³.

d) Les données douanières asiatiques

Les données douanières des pays asiatiques peuvent également être utilisées (cf. graphique 5). Les données douanières en valeur de la Corée du Sud, de Taïwan, de Singapour et du Japon présentent en effet l'intérêt majeur d'être les premières mesures disponibles mesurant directement des échanges. Or, ces pays occupent une place de plus en plus grande dans les échanges mondiaux, leur poids est ainsi passé de 23 % à 32 % dans le commerce total du monde entre 2003 et 2012⁴. De plus, l'Asie joue un rôle moteur dans l'évolution du commerce mondial via son effet

d'impulsion sur le reste du monde. Bien qu'éloignée géographiquement, l'Europe est ainsi concernée par l'intermédiaire d'effets d'entraînements indirects en partie liés à l'ouverture de l'Allemagne sur l'Asie⁵.

e) L'enquête Ifo

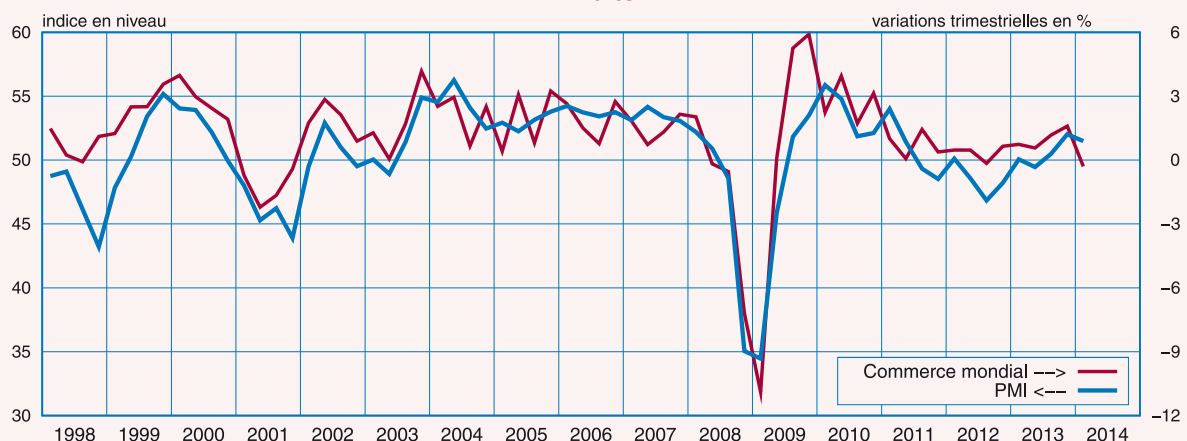
L'enquête sur le climat des affaires anticipé à 6 mois de l'institut de conjoncture allemand Ifo est réalisée auprès d'un panel de conjoncturistes. Ces données peuvent être considérées comme consensuelles : ce ne sont ni des "hard data" (données objectives), ni des enquêtes sur la situation ou les projets des acteurs réels de l'économie. L'enquête synthétise implicitement l'ensemble des prévisions et par là-même est supposée synthétiser l'information disponible. Ainsi elle apparaît bien corrélée au glissement annuel du commerce mondial. En outre, cette enquête permet de porter l'horizon de prévision à deux trimestres et peut donc permettre de prévoir le trimestre suivant.

(3) cf. éclairage de la Note de conjoncture de décembre 2010 : « Les enquêtes de conjoncture de l'Insee et les indicateurs PMI : des outils avancés pour suivre la conjoncture économique ».

(4) source : OMC

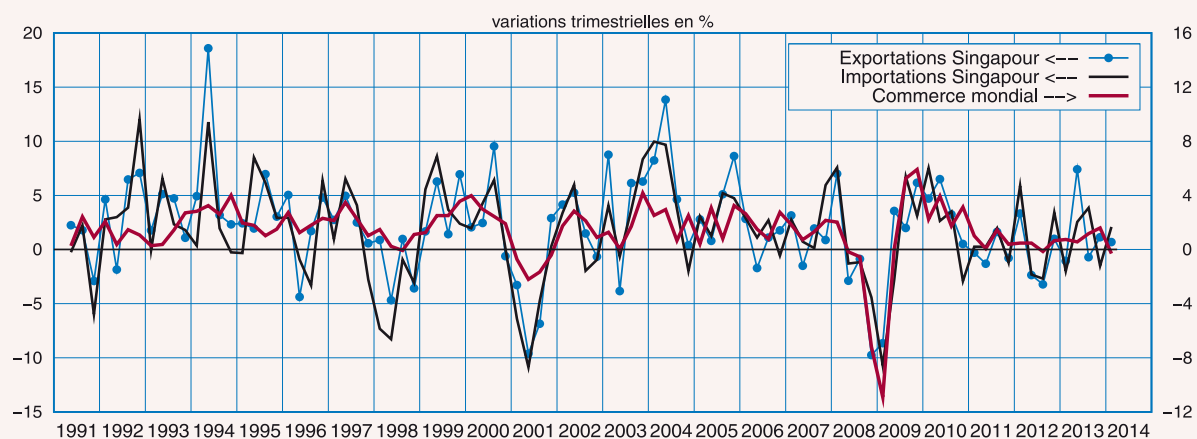
(5) cf. Lalanne G. et Mauro L., « L'Asie émergente peut-elle tirer la reprise mondiale ? », Note de conjoncture de mars 2010

4 - L'indice PMI



Sources : DataInsight, Markit, CPB

5 - Données douanières asiatiques



Sources : DataInsight, CPB

Quel modèle pour prévoir le commerce mondial ?

Au regard de cette première analyse, trois principaux indicateurs sont retenus : le PMI monde des commandes à l'exportation, les données douanières asiatiques, et l'indice Ifo sur le climat anticipé des affaires. En effet, les autres ont un recul temporel trop faible pour être utilisés (indice RWI/ISL), ou sont peu prédictifs (*Brent et Baltic Dry Index*⁷) ou bien encore sont décorrélés des évolutions du commerce mondial (cours des matières premières, hors pétrole).

En ce qui concerne la prévision du premier trimestre courant, deux types de modèles peuvent être étudiés : l'utilisation séparée des deux sortes de données (enquêtes et données douanières par exemple) qui ont le mérite d'être indépendantes ou alors l'utilisation conjointe de ces données.

Afin de sélectionner les meilleurs modèles, une procédure de sélection automatique des variables⁸ a été utilisée ici.

Le premier modèle retenu est issu de la sélection sur le PMI monde des commandes à l'exportation (incluant le premier mois de PMI du trimestre à prévoir, l'acquis de croissance trimestriel du PMI, le dernier mois du trimestre précédent, les niveaux trimestriels passés). Il est comparé à un deuxième modèle dont les variables proviennent de la sélection faite sur les données douanières asiatiques (cf. *tableau 1*). Enfin

l'indicateur Ifo permet de construire un troisième modèle qui sans être totalement satisfaisant, donne une indication sur le mouvement du deuxième trimestre de prévision.

Les deux premiers modèles satisfont aux différents tests usuels (d'autocorrélation, d'homoscédasticité, de normalité des résidus et de stabilité de la relation). Mais le deuxième modèle avec données douanières asiatiques provenant de plusieurs pays est plus précis que celui utilisant le PMI monde (cf. *tableau 2*).

Les données douanières asiatiques constituent donc les données avancées les plus pertinentes pour prévoir le commerce mondial du trimestre courant.

Pour le premier trimestre 2014, en début d'exercice de prévision, le modèle utilisant les données PMI suggérait une hausse légèrement inférieure à 2 %. Le modèle sur les données douanières asiatiques anticipait une hausse de l'ordre de 1 %. Finalement le commerce a reculé de 0,8 %. Pour le deuxième trimestre 2014, les prévisions des deux modèles sont similaires (+1,6 %), légèrement au-dessus de la prévision finalement retenue : au regard des données douanières diffusées depuis lors, nous anticipons en effet une hausse de +1,3 % du commerce mondial. ■

(7) cf. éclairage de la Note de conjoncture de juin 2009 : « Le Baltic Dry Index n'est pas un indicateur fiable du commerce mondial ».

(8) Cette méthode « Gets » est implémentée dans le package Grocer du logiciel Scilab, <http://dubois.ensae.net/grocer.html>

1 - Modèle de prévision du commerce mondial avec les données douanières asiatiques

Variable	Coeff	t-stat	p-value
cte	-0,055	4,4	0,0 %
ske_1	0,079	2,3	2,3 %
sge_0	0,293	4,3	0,0 %
twe_0	0,087	1,8	7,6 %
lagts (twe_Q)	0,054	2,1	4,4 %
lagts (2,World_trade)	-0,490	3,1	0,4 %
lagts (3,World_trade)	-0,490	-2,4	2,2 %

ske_1 : acquis au premier mois du trimestre des exportations de Corée du sud

sge_0 : acquis à la fin du trimestre précédent des exportations de Singapour

twe_0 : acquis à la fin du trimestre précédent des exportations de Taiwan

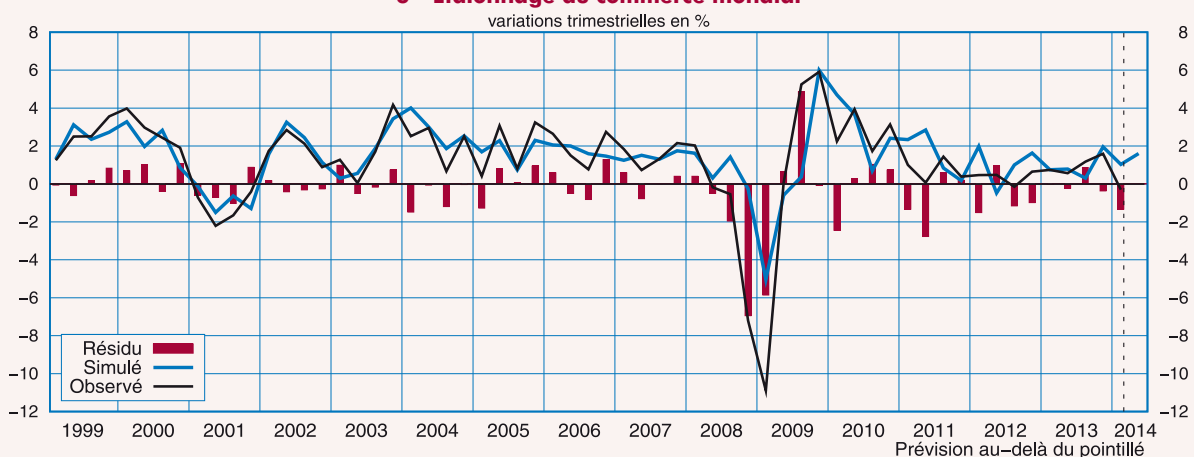
lagts (i,X) : retard (i) de la variable X

world_trade : commerce mondial

2 - Comparaison de la précision statistique entre les différents modèles

	PMI	Données douanières asiatiques
R ² -ajusté	0,52	0,69
DW	1,6	2,2
SER	1,0 %	0,8 %
$\sum e(i)^2$	0,33 %	0,19 %
Prévision du T1 2014	+2,0 %	+1,0 %
Prévision du T2 2014	+1,6 %	+1,6 %

6 - Étalonnage du commerce mondial



Sources : CPB, DataInsight, calculs Insee

Échanges extérieurs

Au premier trimestre 2014, le commerce mondial a reculé de 0,8 % et la demande mondiale adressée à la France a progressé faiblement : les importations des pays partenaires de la France ont été faibles, notamment la demande extra-européenne s'est repliée. Les exportations de la France ont par conséquent fortement ralenti (+0,3 % après +1,6 %). Au deuxième trimestre, la demande extérieure adressée à la France progresserait de nouveau. En conséquence, les exportations accéléreraient (+0,8 %), pour conserver ensuite un rythme un peu moins dynamique au second semestre (+0,5 % par trimestre). Sur l'ensemble de l'année 2014, elles augmenteraient de 3,0 %, après +2,4 % en 2013.

Après avoir accéléré au premier trimestre 2014 (+1,0 % après +0,5 %), les importations ralentiraient au deuxième trimestre (+0,2 %), puis progresseraient à un rythme peu élevé au second semestre (+0,7 % puis +0,5 %) en lien avec les composantes de la demande. Sur l'ensemble de l'année, les importations progresseraient de 3,0 %, après +1,9 % en 2013.

u total, après avoir pesé au premier trimestre 2014 (-0,2 point), les échanges extérieurs contribueraient positivement au deuxième trimestre (+0,1 point) puis seraient neutres sur la croissance jusqu'à la fin de l'année. En moyenne, en 2014, la contribution du commerce extérieur serait nulle, après +0,1 point en 2013.

En 2014, les exportations accéléreraient légèrement (+3,0 % après +2,4 %)

Au premier trimestre 2014, les exportations françaises de biens et services ont ralenti (+0,3 % après +1,6 %, cf. tableau). La demande adressée à la France a faiblement progressé, la baisse de la demande extra-européenne a compensé la hausse des exportations à destination de nos partenaires européens.

Les exportations de biens manufacturés ont ainsi progressé de seulement 0,4 %, après +1,8 %. Notamment, les ventes d'« autres produits industriels » ont nettement ralenti (+0,5 % après +1,8 %), du fait des mauvaises performances du textile-habillement et de l'industrie pharmaceutique. Les ventes de matériels de transport se sont contractées (-1,0 % après +3,9 %) : les livraisons d'automobiles ont augmenté tandis que les exportations dans l'aéronautique ont reculé ponctuellement. À l'inverse, les ventes des autres produits manufacturés (produits agroalimentaires, produits pétroliers raffinés et biens d'équipement) ont accéléré.

Par ailleurs, les ventes de produits agricoles ont reculé (-2,8 %) du fait de la baisse des livraisons de blé à destination de l'Afrique, de même que celles d'énergie (-2,6 %) avec la nette diminution des ventes de déchets industriels. De leur côté, les exportations de services ont également ralenti (+0,3 % après +0,9 %).

Prévision de croissance des échanges extérieurs

évolutions en % aux prix de l'année précédente chaînés, contributions en points

	Variations trimestrielles								Variations annuelles	
	2013				2014				2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
Exportations										
Ensemble des biens et services	0,3	2,7	-0,4	1,6	0,3	0,8	0,5	0,5	2,4	3,0
Produits manufacturés (75 %*)	0,2	3,1	-1,9	1,8	0,4	0,8	0,4	0,5	1,5	2,5
Importations										
Ensemble des biens et services	0,5	1,7	1,2	0,5	1,0	0,2	0,7	0,5	1,9	3,0
Produits manufacturés (77 %*)	0,4	1,7	1,4	1,3	0,9	0,0	0,6	0,6	1,3	3,5
Contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB	-0,1	0,2	-0,5	0,3	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0

Prévision

*Part des exportations (respectivement, importations) de produits manufacturés dans les exportations (respectivement, importations) totales, en 2013

Source : Insee

D'ici fin 2014, les exportations se redresseraient, progressant de 0,8 % au deuxième trimestre puis de 0,5 % par trimestre au second semestre. Elles seraient soutenues par la reprise du commerce mondial : en hausse de 1,3 % au deuxième trimestre puis de 1,2 % par trimestre, (cf. éclairage de la fiche « Environnement international »). La demande adressée à la France serait en ligne avec le commerce mondial (cf. graphique 1). Elle accélérerait vivement au deuxième trimestre (+1,2 % après 0,4 %) du fait du rebond des importations des pays émergents et de la plus forte progression de celles des pays avancés (cf. graphique 2). Elle ralentirait ensuite légèrement, malgré les demandes soutenues des partenaires de la zone euro, notamment de l'Allemagne. En effet, après une hausse depuis plusieurs trimestres, le taux de change se stabiliserait, mais son appréciation récente pénaliserait encore les exportations (cf. graphique 3).

Les exportations de produits manufacturés augmenteraient de 0,8 % au deuxième trimestre. Elles progresseraient ensuite plus modérément au

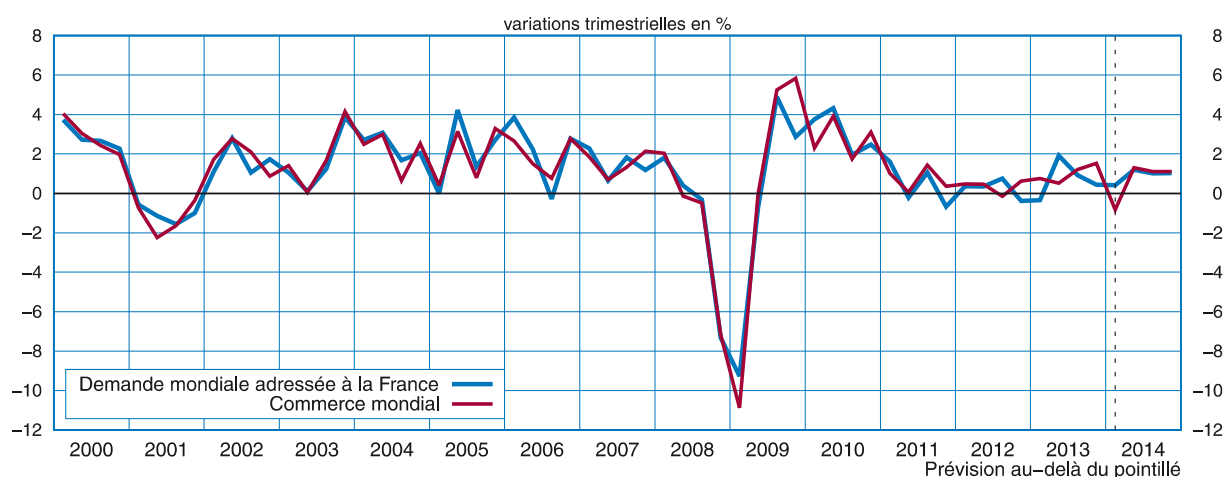
second semestre (+0,4 % puis +0,5 %). Les exportations des autres biens (agricoles, énergie) et celle des services accéléreraient légèrement au deuxième trimestre avant de retrouver un rythme proche de leur tendance.

Au total, en 2014, les exportations accéléreraient légèrement (+3,0 %, après +2,4 % en 2013). La part de marché de la France reculerait légèrement d'ici fin 2014, en raison notamment de l'appréciation passée de l'euro en 2013 (cf. graphique 4).

Les importations ralentiraient légèrement d'ici fin 2014

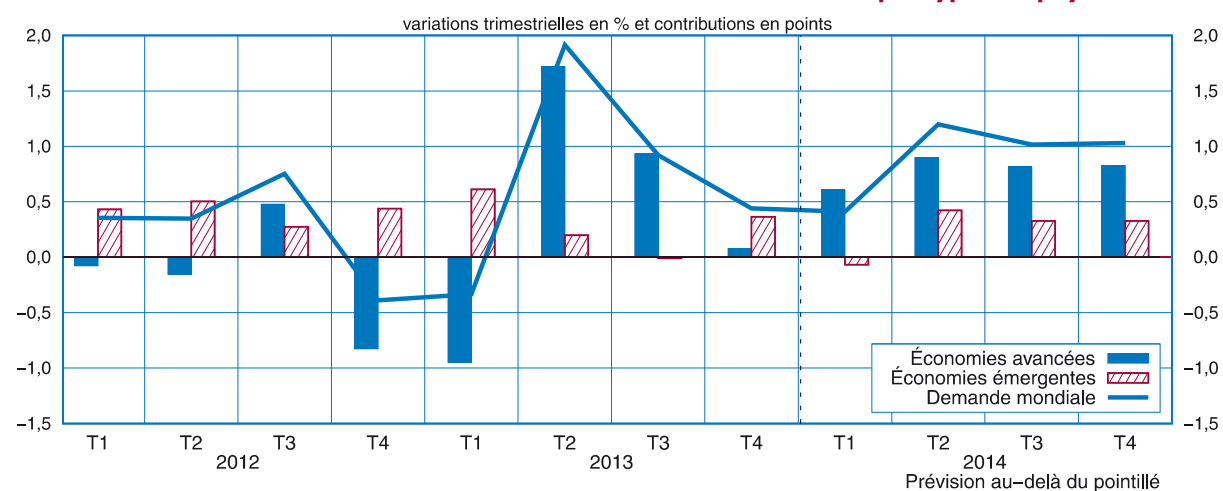
Au premier trimestre 2014, les importations de biens et services ont accéléré (+1,0 % après +0,5 %), comme attendu. Les achats de biens manufacturés ont cependant légèrement ralenti (+0,9 % après +1,3 %). Ils ont accéléré pour les produits agroalimentaires (+1,9 % après 0,0 %), les biens d'équipement (+1,6 % après +0,9 %) et les « autres produits industriels » (+2,9 % après

1 - Demande mondiale adressée à la France et commerce mondial



Sources : Insee, Centraal PlanBureau

2- Demande mondiale adressée à la France et contributions par types de pays



Sources : Insee, DG Trésor, Centraal PlanBureau

Conjoncture française

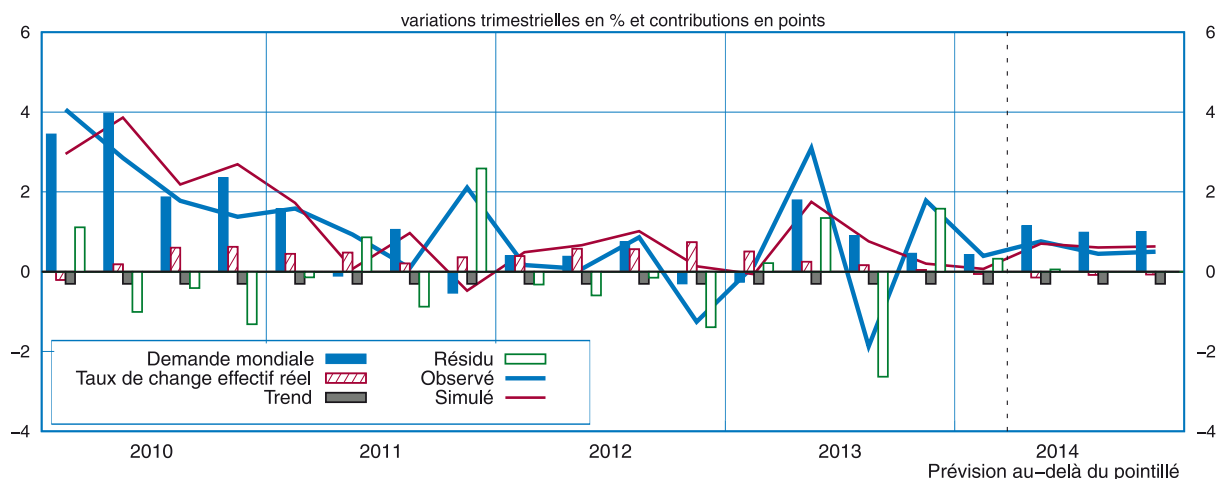
+1,5 %) : les achats de produits chimiques et surtout pharmaceutiques ont bondi. *A contrario*, ils se sont contractés dans les matériels de transports (-3,8 % après +1,8 %) et dans les produits pétroliers raffinés (-3,7 % après +1,8 %). Les achats d'énergie brute et de produits agricoles (fruits et légumes) se sont redressés, et les dépenses en services ont été dynamiques.

Au deuxième trimestre 2014, les importations ralentiraient (+0,2 % en raison d'un contrecoup attendu notamment dans les achats de chimie et pharmacie) puis accéléreraient au second semestre (+0,7 % puis +0,5 %), en ligne avec le profil attendu de la demande intérieure. Les achats

de produits manufacturés progresseraient de 0,6 % par trimestre au second semestre. Les achats d'énergie resteraient sur leur tendance baissière (-0,5 % par trimestre), et ceux de produits agricoles sur leur tendance haussière (+2,0 % puis +1,0 % par trimestre). Enfin, les importations de services ralentiraient légèrement.

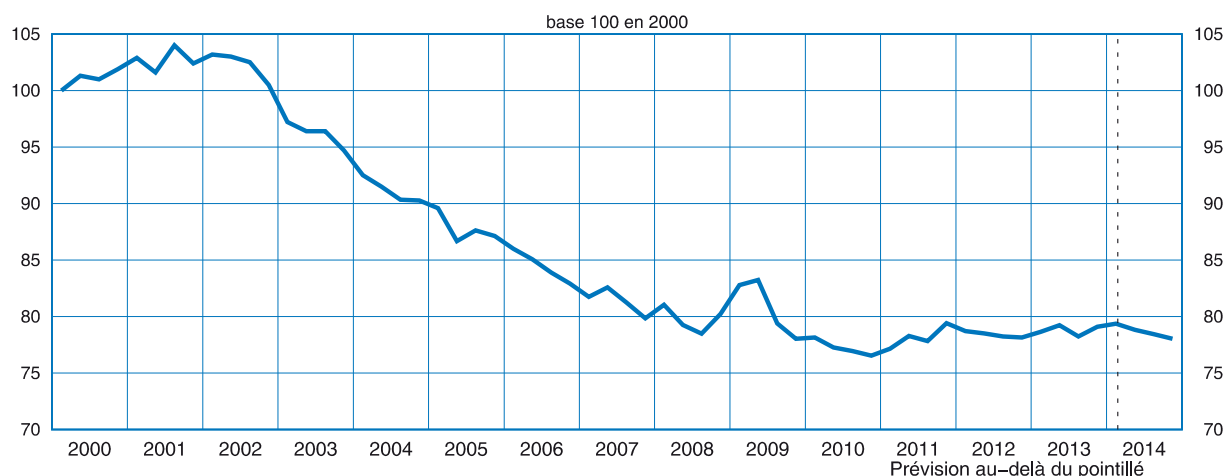
En moyenne sur l'année 2014, les importations de biens et services augmenteraient plus nettement (+3,0 %), qu'en 2013 (+1,9 %). Négative au premier trimestre (-0,2 point), la contribution du commerce extérieur au PIB serait proche de zéro jusqu'à la fin de l'année ; elle serait nulle en moyenne en 2014 après +0,1 point en 2013. ■

3 - Équation d'exportations (biens manufacturés) et contributions économétriques



Sources : Insee, DG Trésor

4 - Part de marché de la France



Sources : Insee, DG Trésor

Emploi

Après une baisse sensible au premier semestre, l'emploi dans les secteurs marchands non agricoles s'est redressé au second semestre 2013 (+14 000 postes). Au premier trimestre 2014, il a reculé, pénalisé par le repli de l'intérim. Sur le reste de l'année, la hausse de l'activité serait modeste, et malgré l'enrichissement de la croissance en emplois que génère le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE), l'emploi stagnerait. Au total, l'emploi reculerait de nouveau sur ce champ en 2014 (-22 000 postes), après déjà -53 000 postes en 2013.

Dans le même temps, l'emploi augmenterait dans les secteurs non marchands (+60 000 postes, après +76 000 en 2013), essentiellement du fait de la montée en charge du dispositif d'aide pour les « emplois d'avenir ». Au total, l'emploi total progresserait de 54 000 postes en 2014, après avoir crû de 55 000 en 2013.

Le nombre de salariés dans les secteurs marchands baisserait en 2014

En 2013, l'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a reculé (-53 000 postes, cf. [tableau 1](#)). La baisse porte sur le premier semestre (-67 000), les effectifs s'étant redressés en seconde partie d'année (+14 000).

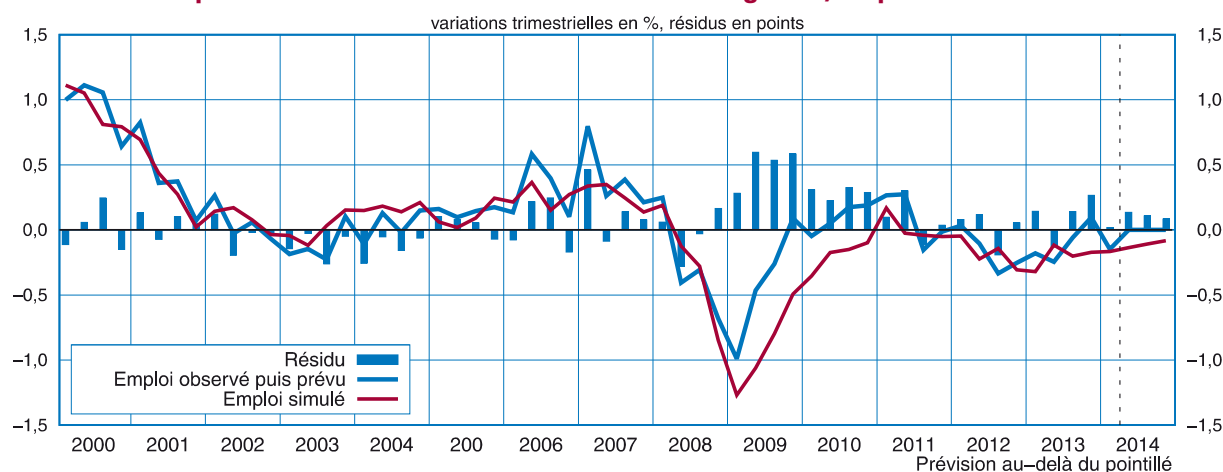
Cette évolution est globalement en conformité avec les déterminants usuels de l'emploi (cf. [graphique 1](#)). Le ralentissement de l'activité à partir du printemps 2011 s'est ainsi transmis progressivement à l'emploi, même si la productivité apparente du travail a elle-même fortement ralenti depuis 2012.

Au premier trimestre 2014, l'emploi marchand a baissé à nouveau, pénalisé notamment par l'intérim qui avait fortement augmenté fin 2013. D'ici la fin d'année, la croissance attendue de l'activité serait trop modeste pour que l'emploi se redresse significativement ; il se stabiliserait toutefois (cf. [graphique 2](#)), soutenu par les effets d'enrichissement de la croissance en emplois que le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi permettrait (estimés à +30 000 emplois par semestre, cf. [éclairage « Quels effets attendre du CICE en 2014 ? »](#) de la Note de conjoncture de décembre 2013). Au total en 2014, l'emploi marchand non agricole reculerait de 22 000 postes.

L'intérim se stabiliserait d'ici fin 2014, l'emploi tertiaire hors intérim augmenterait légèrement

En 2013, l'emploi a augmenté dans le secteur tertiaire marchand (+23 000 postes), bénéficiant d'un retournement au second semestre (+46 000 postes après -23 000). Ce redressement a été

1 - Emploi observé dans le secteur marchand non agricole, emploi simulé et résidu



Note de lecture : Le résidu de l'équation d'emploi est l'écart entre l'emploi observé et l'emploi simulé à partir des évolutions d'emploi et d'activité passées et courantes et des effets des politiques de l'emploi (y compris sur la période récente du CICE). Un résidu positif, comme fin 2013, indique que l'emploi observé s'est comporté de façon plus favorable que ne le laissaient attendre les comportements passés.

Source : Insee

porté par le secteur tertiaire hors intérim (+20 000 postes après -31 000) et l'accélération de l'intérim (+25 000 postes après +8 000).

Au premier trimestre 2014, la baisse de l'emploi intérimaire (-26 000 postes) a effacé l'amélioration de fin 2013, mais l'emploi dans le tertiaire marchand hors intérim a légèrement augmenté (+16 000). Le taux de recours à l'intérim des différents secteurs utilisateurs se stabiliserait au bas niveau observé depuis début 2013, de sorte que le nombre d'intérimaires demeurerait quasi inchangé d'ici fin 2014. Sous l'effet de la faiblesse de l'activité, l'emploi hors intérim progresserait peu : +24 000 postes au premier semestre puis +16 000 au second.

Au total, l'emploi tertiaire marchand baisserait de 2 000 postes au premier semestre puis augmenterait de 23 000 au second.

Le recul de l'emploi industriel se poursuivrait, mais à un rythme plus modéré en 2014

Sur l'ensemble de l'année 2013, l'emploi industriel a reculé (-35 000). L'emploi hors intérim¹ a diminué de 51 000 postes, avec 30 000 pertes d'emplois au premier semestre et 20 000 au second. L'emploi intérimaire dans l'industrie a légèrement augmenté (+15 000 postes) et le taux de recours à l'intérim dans ce secteur a crû, passant de 6,3 % à 6,8 %.

Après un rebond au printemps, l'activité industrielle resterait atone au second semestre et l'emploi industriel total, y compris les intérimaires employés dans le secteur, continuerait donc de reculer à un rythme soutenu en 2014 (-20 000 au premier semestre, puis -8 000 au second). Les pertes d'emplois industriels hors intérim seraient d'ampleur comparable chacun des deux semestres (-9 000 au premier semestre puis -11 000 au second).

Les pertes nettes d'emplois se poursuivraient sur le même rythme dans la construction

Dans la construction, les pertes nettes d'emplois se sont poursuivies en 2013 (-25 000, après -18 000 en 2012).

Au premier trimestre 2014, l'emploi a continué de baisser au même rythme qu'en fin d'année précédente. Les enquêtes de conjoncture n'amorçant pas d'amélioration sur les perspectives d'embauches dans ce secteur, l'emploi continuerait de reculer sur le même rythme d'ici fin 2014 (-10 000 au premier semestre puis -11 000 au second).

L'emploi non marchand continuerait de progresser grâce aux emplois d'avenir

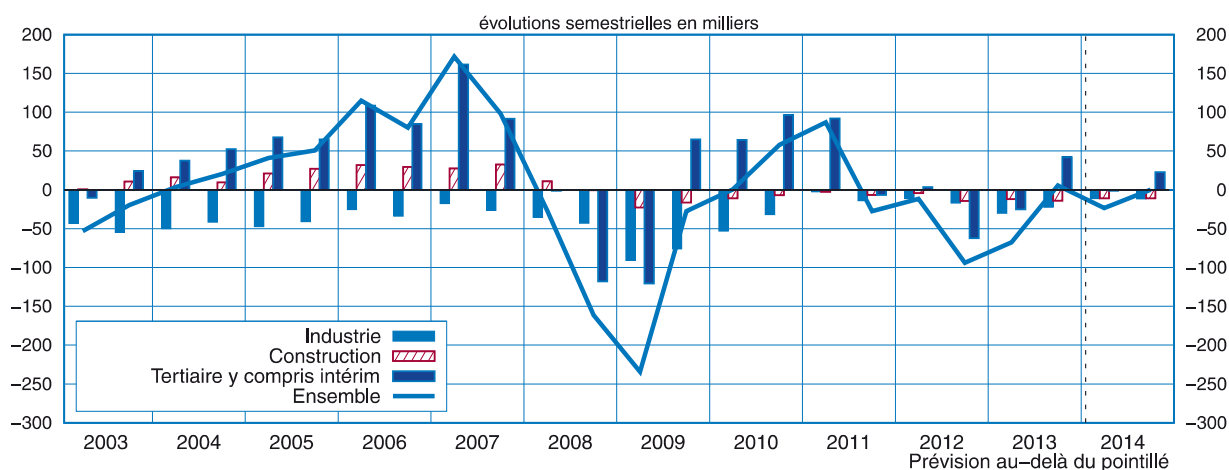
En 2013, les effectifs du secteur non marchand ont progressé davantage (+76 000 postes) que l'année précédente (+21 000 postes). Cette accélération provient principalement des contrats aidés (+71 000 après une stabilité en 2012), les autres emplois non marchands non aidés ayant ralenti.

En 2014, l'emploi non marchand serait en hausse, au premier semestre (+22 000) comme au second (+38 000). Les dispositifs de contrats aidés non marchands représenteraient 372 000 nouvelles entrées en 2014 en France métropolitaine² (dont 55 000 au titre des emplois d'avenir), après 426 000 en 2013. Cela se traduirait par une

(1) Dans les chiffres publiés par l'Insee, les intérimaires sont comptabilisés dans le secteur tertiaire même s'ils effectuent une mission dans l'industrie ou la construction.

(2) Auxquels s'ajouteraient environ 120 000 contrats dans les DOM, le secteur marchand et l'Éducation nationale, dont 40 000 emplois d'avenir.

2 - Évolution de l'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles



variation du nombre de bénéficiaires de 16 000 au premier semestre, essentiellement grâce aux emplois d'avenir (cf. [tableau 2](#)). Il augmenterait un peu plus au second semestre (+29 000) : à la poursuite des créations des emplois d'avenir (+10 000) viendraient s'ajouter les entrées nettes

de contrats uniques d'insertion (CUI-CAE +19 000 postes). Pour 2014, le nombre de bénéficiaires de contrats aidés dans le secteur non marchand augmenterait ainsi de 45 000, après +71 000 en 2013. ■

Tableau 1

Évolution de l'emploi

en milliers, CVS

	2013		2014				2013		2014		2012	2013	2014
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	S1	S2	S1	S2			
Salariés du secteur concurrentiel = (1) + (2)	-7	41	-25	6	6	6	-64	35	-19	12	-83	-29	-7
Secteurs principalement non marchands (1) (établissements privés seulement)	0	20	-3	6	6	6	3	21	3	12	23	24	15
Secteurs principalement marchands non agricoles (2) dont :	-7	21	-22	0	0	0	-67	14	-22	0	-107	-53	-22
Industrie	-12	-9	-7	-2	-7	-5	-30	-20	-9	-11	-28	-51	-21
dont : Industrie manufacturière	-11	-8	-8	-2	-6	-4	-31	-19	-10	-10	-33	-50	-20
Construction	-6	-6	-4	-6	-6	-6	-13	-12	-10	-11	-18	-25	-21
Tertiaire essentiellement marchand	11	35	-10	8	12	10	-23	46	-2	23	-60	23	20
dont : Commerce	-3	9	3	2	2	2	-15	5	5	4	-12	-10	9
Services marchands (y compris intérim)	14	26	-13	6	10	8	-8	40	-7	18	-48	32	11
	2013		2014				2013		2014		2012	2013	2014
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	S1	S2	S1	S2			
Secteurs principalement marchands non agricoles	-7	21	-22	0	0	0	-67	14	-22	0	-107	-53	-22
Salariés agricoles	3	3	0	0	0	0	6	6	0	0	4	12	0
Tertiaire principalement non marchand (y compris établissements privés)	13	45	13	9	18	20	18	57	22	38	21	76	60
Non-salariés	5	5	4	4	4	4	10	10	8	8	30	20	15
EMPLOI TOTAL	13	74	-5	13	22	23	-32	87	8	45	-52	55	54

Prévision

Note de lecture : 12 000 emplois seraient créés dans le secteur concurrentiel durant le second semestre 2014.

(1) Secteur OQ privé

(2) Secteurs DE à MN + RU

Source : Insee

Tableau 2

Variation du nombre de bénéficiaires de contrats aidés dans le secteur non marchand

en milliers

	2013		2014				2013		2014		2012	2013	2014
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	S1	S2	S1	S2			
Emplois d'avenir	18	14	8	8	5	5	21	32	16	10	1	53	26
CUI-CAE (remplace CAE+CAV au 01/01/10)	-7	26	13	-12	8	11	-1	19	1	19	-1	18	19
Total	11	40	21	-4	13	16	20	51	16	29	0	71	45

Prévision

Champ : France métropolitaine

Note : Y compris avenants de reconduction

Sources : Dares, tableau de bord des politiques de l'emploi, calculs Insee

Chômage

Au premier trimestre 2014, le taux de chômage s'est établi à 10,1 % de la population active (9,7 % en France métropolitaine). Il s'est stabilisé par rapport au quatrième trimestre 2013, malgré une hausse du nombre de chômeurs de 23 000 en France métropolitaine.

Au deuxième trimestre, le taux de chômage augmenterait à nouveau légèrement : mi-2014, il s'élèverait à 10,2 % (9,8 % en France métropolitaine), puis, avec la légère hausse attendue de l'emploi total, il se stabiliserait à ce niveau au cours du second semestre.

Au premier trimestre 2014, le taux de chômage s'est établi à 9,7 % en France métropolitaine

Au premier trimestre 2014, le nombre de chômeurs a augmenté de 23 000 en France métropolitaine, après un repli sur un an de 28 000 fin 2013 (cf. [tableau](#)). Dans le même temps l'emploi a augmenté de 35 000, la stabilisation de l'emploi marchand étant compensée par la dynamique des emplois aidés. Au total, le taux de chômage s'est stabilisé à 9,7 % en métropole (cf. [graphique](#)) par rapport au trimestre précédent.

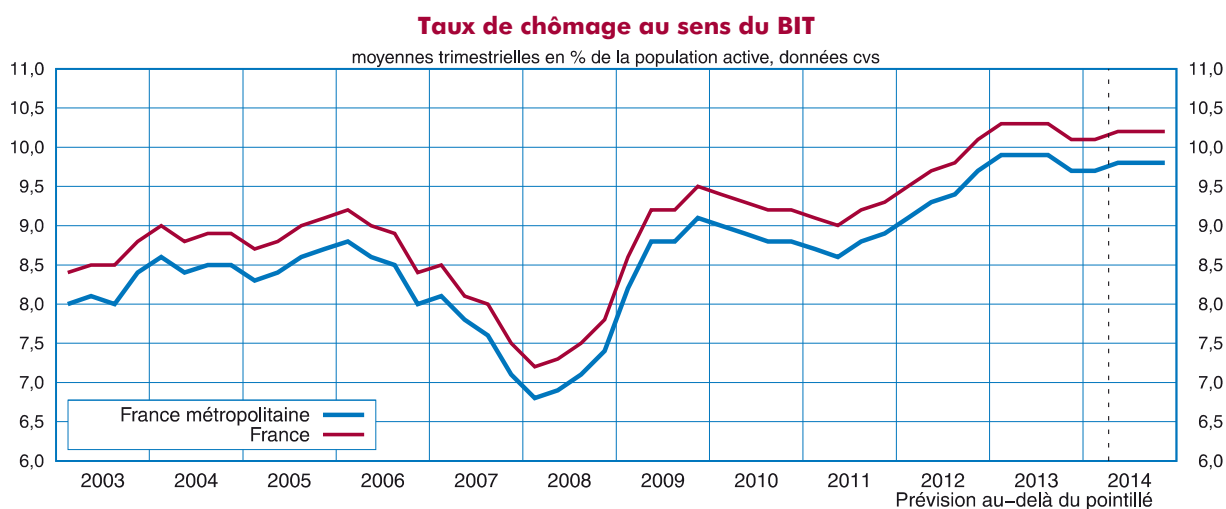
Sur un an, il a baissé de 0,2 point : il a diminué un peu plus fortement pour les femmes (-0,3 point) que pour les hommes (-0,1 point).

Le taux de chômage des 15-24 ans s'est stabilisé début 2014

Après un pic à 25,3 % des actifs fin 2012, le taux de chômage des 15-24 ans a diminué tout au long de l'année 2013 avant de se stabiliser à 22,9 % début 2014. Les jeunes ont notamment bénéficié du soutien apporté par la mise en place des emplois d'avenir, dédiés à ceux d'entre eux qui sont sans qualification ou peu diplômés. Le taux de chômage des 25-49 ans a légèrement baissé au premier trimestre 2014, pour s'établir à 9,0 %. Sur un an, il est quasi stable (-0,1 point). En revanche celui des personnes de 50 ans et plus a augmenté de 0,3 point et retrouvé son niveau du troisième trimestre 2013.

La population active a ponctuellement baissé en 2013

En 2013, la population active a baissé de 28 000 personnes. Cette évolution s'écarte nettement de ce que suggèrent les déterminants usuels de moyen terme (démographie et taux d'activité tendanciel, pour un impact évalué à +120 000) et l'effet des politiques publiques (stages, emplois aidés et réformes des retraites post-2011, pour -13 000). Trois facteurs notamment peuvent être évoqués pour expliquer cette divergence. Tout d'abord, il faut rappeler que la mesure du chômage résulte d'une enquête soumise à une certaine incertitude liée au tirage de l'échantillon.



Les écarts paraissent toutefois trop importants pour résulter de ce seul aléa. Ensuite, les estimations des évolutions tendanciennes et des impacts des politiques publiques sont issues de modélisations. Elles sont donc par essence entourées d'incertitudes et elles ne sont pas destinées à retracer de manière précise les fluctuations de la population active d'une année sur l'autre. Enfin, l'approche retenue ici ne prend pas en compte le fait qu'en période de détérioration conjoncturelle, des chômeurs peuvent se décourager de trouver un emploi et se retirer du marché du travail, ou des inactifs peuvent retarder leur arrivée sur ce marché : il s'agit du phénomène d'« effets de flexion conjoncturelle d'activité ». Jusqu'en 2012, la modélisation de ce comportement était intégrée à la prévision des *Notes de conjoncture*. Mais, depuis la crise de 2008-2009, les effets de flexion semblaient être devenus négligeables (cf. « *La crise a modifié les effets de la conjoncture sur la participation au marché du travail* », *Note de conjoncture* de mars 2013). Il n'est toutefois pas exclu qu'en 2013, après trois années de conjoncture dégradée, des effets de découragement pèsent sur l'évolution de la population active.

Le chômage augmenterait légèrement en 2014

En 2014, sous l'hypothèse d'un retour à ses déterminants usuels, la population active augmenterait à nouveau (+124 000). Elle serait notamment soutenue par le recul de l'âge légal de départ à la retraite à 61 ans et 2 mois. Toutefois, sa croissance serait limitée par les départs en retraite pour carrières longues (cf. ligne « *effets estimés des politiques publiques* »). À la suite d'une meilleure modélisation de l'âge de fin d'études, l'impact baissier de cette mesure sur la population active serait d'ailleurs plus prononcé que ce qui avait été anticipé lors de la précédente *Note de conjoncture*.

La population active progresserait ainsi plus vite (+124 000) que les créations nettes d'emplois total (+79 000). Le nombre de chômeurs augmenterait au premier semestre puis serait globalement stable au second semestre et le taux de chômage s'établirait à 9,8 % au deuxième trimestre 2014 en France métropolitaine (10,2 % y compris Dom) puis se stabiliserait à ce niveau jusqu'à la fin de l'année. ■

Évolutions de la population active, de l'emploi et du chômage en France métropolitaine

	Variations trimestrielles										Variations annuelles				
	2012		2013				2014								
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2010	2011	2012	2013	2014
Population des 15-64 ans	-24	-23	-23	-23	-22	-22	-22	-22	-22	-22	127	8	-95	-90	-89
Population des 15-59 ans	-20	-22	-21	-17	-14	-11	-9	-9	-9	-11	-121	-80	-76	-63	-38
Population active	0	63	16	-3	-7	-34	58	23	23	20	45	214	214	-28	124
dont :															
(a) Contribution de la population et du taux d'activité tendanciel	36	36	30	30	30	30	34	34	34	34	160	165	146	120	135
(b) Effets estimés des politiques publiques	2	-1	-4	-2	-3	-5	0	-3	-3	-6	-66	-6	23	-13	-11
(c) Autres fluctuations de court terme (résidu)	-39	27	-10	-32	-34	-60	23	-8	-8	-8	-49	54	45	-135	0
Emploi	-34	-45	-27	-16	-1	44	35	4	18	23	136	165	-42	0	79
Rappel : Emploi en fin de période (cf. fiche « <i>Emploi</i> »)	-53	-37	-17	-15	13	74	-5	13	22	23	138	125	-52	55	54
Chômage BIT	34	108	43	13	-6	-78	23	19	6	-3	-92	49	255	-28	45
Taux de chômage BIT (%)	Moyenne trimestrielle										Moyenne au dernier trimestre de la période				
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2010	2011	2012	2013	2014
France métropolitaine	9,4	9,7	9,9	9,9	9,9	9,7	9,7	9,8	9,8	9,8	8,8	8,9	9,7	9,7	9,8
France (y compris Dom)	9,8	10,1	10,3	10,3	10,3	10,1	10,1	10,2	10,2	10,2	9,2	9,3	10,1	10,1	10,2

Prévisions

Notes de lecture :

- la ligne *Emploi* présente les variations du nombre de personnes en emploi en moyenne trimestrielle en cohérence avec les autres données du tableau.
- emploi et chômage ne sont pas ici estimés sur des champs strictement équivalents : population totale pour l'emploi, population des ménages (hors collectivités) pour le chômage. L'impact de cette différence de champ étant très faible (la population hors ménages représente moins de 1% de la population active), elle est négligée ici pour l'exercice de prévision du chômage.

Source : Insee

Prix à la consommation

En mai 2014, les prix à la consommation ont augmenté de 0,7 % sur un an. L'inflation est restée contenue, inférieure à +1,0 % depuis l'été dernier, et elle resterait sur ce rythme très modéré d'ici la fin de l'année. Fin 2014, le glissement annuel des prix à la consommation serait ainsi stable à +0,7 %.

En l'absence de pressions inflationnistes et du fait des baisses des prix des télécommunications, l'inflation sous-jacente diminuerait à +0,2 % en décembre 2014, après +0,3 % en mai. L'inflation serait en outre modérée par le repli des prix des produits de santé et le ralentissement des prix du tabac. En revanche, les prix des produits énergétiques augmenteraient à nouveau. De même, la transmission de la hausse des prix des matières premières alimentaires aux prix à la consommation s'amorcerait d'ici la fin de l'année, et la baisse des prix des produits frais s'estomperait.

L'inflation d'ensemble resterait très modérée

Depuis début 2013, l'inflation est restée très modérée. Le glissement annuel des prix n'a plus dépassé +1,0 % depuis la fin de l'été dernier. Il a atteint +0,7 % en mai 2014 (cf. graphique 1). Cette modération est d'autant plus notable que les taux de TVA ont été rehaussés au 1^{er} janvier 2014. Comme anticipé, une partie de l'impact aurait ainsi été absorbé dans les marges des entreprises,

rehaussées par le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (cf. éclairage de la Note de conjoncture de décembre 2013, « Hausse des taux de TVA et effet du CICE : des impacts opposés sur l'inflation »).

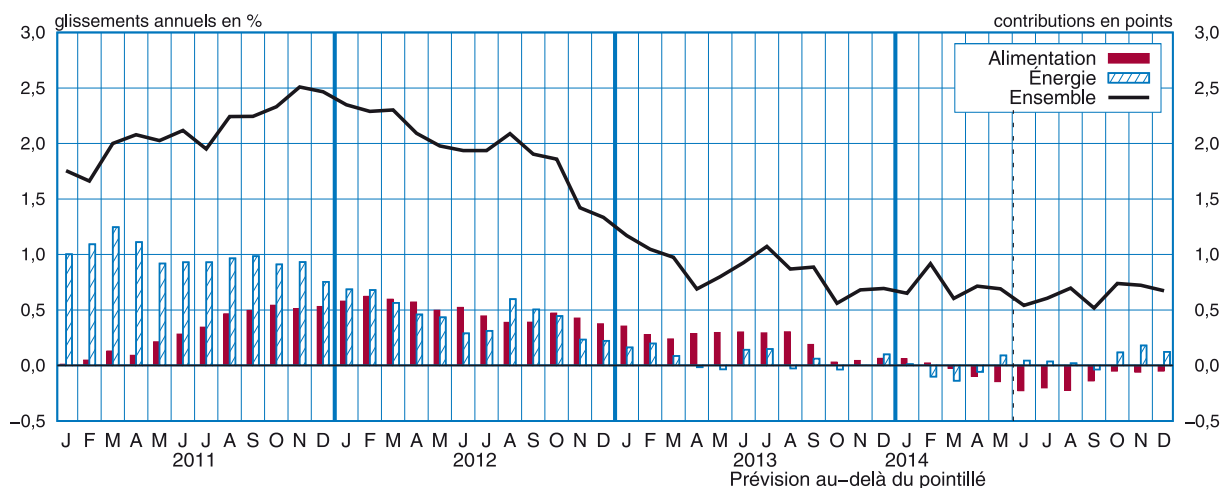
D'ici la fin d'année, l'inflation resterait très contenue et le glissement annuel des prix à la consommation s'établirait à +0,7 % en décembre 2014 (cf. tableau). L'inflation sous-jacente¹ diminuerait même légèrement de +0,3 % en mai 2014 à +0,2 % en fin d'année, malgré des à-coups au mois le mois dus notamment à l'effet du calendrier de collecte particulier lors des soldes d'été (cf. graphique 2). Cet écart entre inflation d'ensemble et inflation sous-jacente résulte essentiellement de la hausse attendue des prix de l'énergie et des produits frais, qui compenserait la baisse de l'inflation dans les services.

L'inflation énergétique en hausse

Après un point bas en mars 2014 (-1,6 %), le glissement annuel des prix de l'énergie s'est redressé (+1,1 % en mai) et augmenterait légèrement pour s'établir à +1,4 % à l'horizon de décembre. En effet, sous l'hypothèse conventionnelle d'un prix du baril de Brent stable autour de 79,4 € (108 \$) d'ici décembre 2014, les sorties de glissement des fortes baisses observées en octobre et novembre 2013 contribueraient, par effet de base, à la hausse des prix des produits pétroliers. À l'inverse, les tarifs

(1) L'inflation sous-jacente est estimée en retirant de l'indice d'ensemble les prix de l'énergie, des produits frais, les tarifs publics, et en corrigeant des mesures fiscales.

1 - L'inflation en France



Source : Insee

réglémentés du gaz diminueraient progressivement d'ici la fin d'année (-2,0 points entre mai et décembre). Enfin, le renchérissement de l'électricité en août contribuerait à la hausse du prix de l'énergie.

L'inflation alimentaire en hausse

La hausse ponctuelle des cours des matières premières alimentaires importées début 2014 se diffuserait aux prix de l'alimentaire hors frais d'ici la fin de l'année. À l'inverse, en l'absence de choc sur la production des produits frais, le glissement annuel dans ce secteur diminuerait à -10,0 % en août (après +0,4 % fin 2013), par effet de base (sortie de glissement des fortes hausses des prix des produits frais mi-2013), puis se redresserait à -5,0 % à l'horizon de la prévision. Au total, le glissement annuel des prix des produits alimentaires se redresserait en décembre 2014, à -0,3 % après -0,9 % en mai et contribuerait pour +0,1 point à l'augmentation de l'inflation totale.

Recul des prix des produits manufacturés

Le glissement annuel des prix des produits manufacturés, à -0,8 % en mai, diminuerait légèrement, à -0,9 % fin 2014. Les pressions inflationnistes dans le secteur manufacturier seraient en effet limitées par le faible niveau du taux d'utilisation des capacités de production, le niveau toujours élevé du taux de chômage, ainsi que par les gains de productivité dans cette branche. Par ailleurs, la baisse des prix des

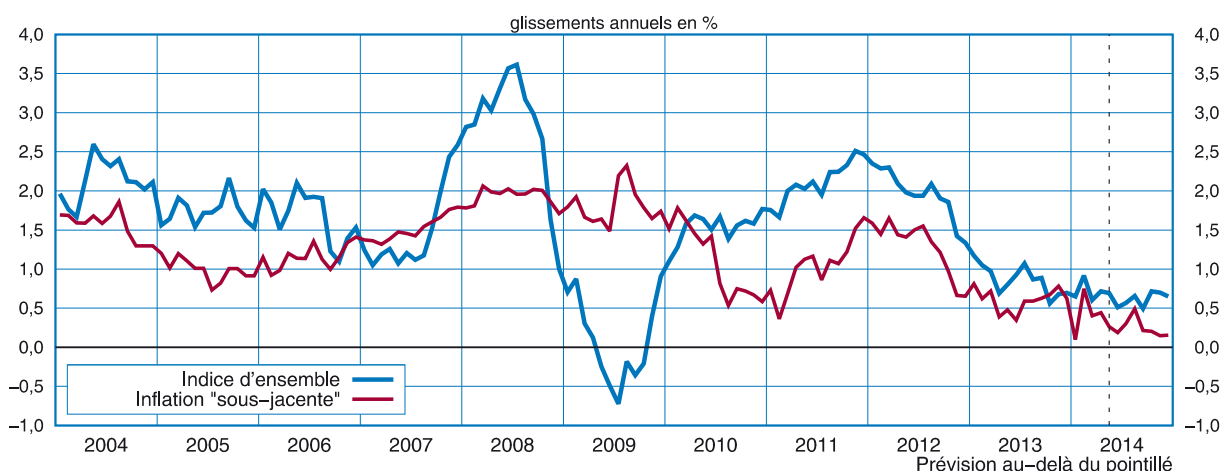
produits de santé continuerait de diminuer d'ici la fin d'année, à -3,9 % (après -2,6 % en mai). C'est, d'une part, la conséquence des mesures de modération inscrites dans la loi de financement de la sécurité sociale pour 2014. Cette baisse serait, d'autre part, accentuée par l'effet de la loi « consommation » (cf. encadré). Le poste « santé » contribuerait pour -0,2 point à la variation du glissement des prix des produits manufacturés.

L'inflation dans le secteur de l'habillement-chaussures serait en revanche quasi stable : au-delà des à-coups au mois le mois dus notamment à la prise en compte des soldes d'été, le glissement annuel des prix de l'habillement-chaussures serait en effet de +0,5 % en décembre, après +0,2 % en mai.

Ralentissement des prix des services

La hausse des prix des services, à +1,8 % sur un an en mai, diminuerait à +1,6 % en décembre. En effet, les prix des télécommunications continueraient de baisser au mois le mois d'ici décembre, et du fait de la sortie de glissement de la forte hausse de prix observée en septembre 2013 (liée à la disparition de forfaits avantageux), le glissement annuel des prix des télécommunications diminuerait à -5,6 % en décembre 2014, après +1,4 % en mai 2014. Ce net recul contribuerait ainsi pour -0,3 point au ralentissement de l'inflation des services. Il serait néanmoins en partie compensé l'accélération des prix des transports aériens par contrecoup de la forte baisse de mai. ■

2 - Prix à la consommation en France



Source : Insee

Tableau

Les prix à la consommation

Regroupements IPC* (pondérations 2014)	évolutions en %									
	Avril 2014		Mai 2014		Juin 2014		Décembre 2014		Moyennes annuelles	
	ga	cga	ga	cga	ga	cga	ga	cga	2013	2014
Alimentation (16,5 %)	-0,6	-0,1	-0,9	-0,1	-1,4	-0,2	-0,3	-0,1	1,4	-0,6
dont : Produits frais (2,1 %)	-6,2	-0,1	-7,6	-0,2	-10,2	-0,2	-5,0	-0,1	4,4	-5,7
Hors produits frais (14,4 %)	0,3	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,4	0,1	0,9	0,2
Tabac (2,0 %)	6,9	0,1	6,9	0,1	6,9	0,1	3,5	0,1	6,8	5,2
Produits manufacturés (26,6 %)	-0,7	-0,2	-0,8	-0,2	-1,0	-0,3	-0,9	-0,2	-0,4	-0,8
Énergie (8,5 %)	-0,7	-0,1	1,1	0,1	0,5	0,0	1,4	0,1	0,8	0,3
dont : Produits pétroliers (4,8 %)	-4,7	-0,2	-1,5	-0,1	-2,1	-0,1	-0,5	0,0	-2,3	-2,7
Services (46,4 %)	2,0	0,9	1,8	0,8	1,8	0,9	1,6	0,7	1,2	1,8
dont : Loyers-eau (7,5 %)	1,5	0,1	1,5	0,1	1,5	0,1	1,5	0,1	1,8	1,5
Santé (5,5 %)	0,2	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,8	0,2
Transports-communications (5,0 %)	3,0	0,2	1,3	0,1	1,3	0,1	-1,0	0,0	-4,2	0,8
Autres services (28,4 %)	2,3	0,6	2,3	0,6	2,3	0,7	2,4	0,7	2,1	2,3
Ensemble (100 %)	0,7	0,7	0,7	0,7	0,5	0,5	0,7	0,7	0,9	0,7
Ensemble hors énergie (91,5 %)	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,6	0,5	0,9	0,7
Ensemble hors tabac (98,0 %)	0,6	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,6	0,6	0,7	0,6
Inflation « sous-jacente » (60,5 %)¹	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	0,2	0,1	0,6	0,3

Prévision

ga : glissement annuel.

cga : contribution au glissement annuel.

* Indice des prix à la consommation (IPC).

(1) Indice hors tarifs publics et produits à prix volatils, corrigé des mesures fiscales.

Source : Insee

La loi « Consommation »

D'ici fin 2014, l'entrée en vigueur de la loi de mars 2014 relative à la consommation facilitera la vente de lunettes et de lentilles par internet : les ordonnances délivrées par les médecins devront obligatoirement indiquer l'écart entre les pupilles afin que les lunettes commandées sur internet puissent être adaptées. Ces mesures ont pour objectif de faire baisser les prix de l'ordre de 25 %.

Si ces nouvelles formes de ventes ne sont pas toutes suivies pour ces biens dans l'indice de prix à la consommation, leur développement aura probablement un impact indirect, par

l'intermédiaire de la pression concurrentielle que ces nouveaux produits exerceront sur les ventes des opticiens en magasin.

Les marges des opticiens devraient leur permettre de baisser leurs prix face à cet accroissement de la concurrence. Le scénario retenu est celui d'un effet progressif de cette mesure sur les prix des lunettes et lentilles, qui les abaisserait de 3 % d'ici la fin de l'année, contribuant pour -0,4 point au glissement annuel des prix des produits de santé à cet horizon. ■

Salaires

En 2014, dans un contexte d'inflation stabilisée à un rythme modéré, les salaires nominaux dans le secteur marchand progresseraient quasiment au même rythme qu'en 2013 : +1,5 % après +1,7 % pour le salaire mensuel de base (SMB), et +1,7 % après +1,5 % pour le salaire moyen par tête (SMPT), en moyennes annuelles.

Malgré un niveau de chômage qui continuerait de peser sur leur revalorisation, les salaires réels progresseraient (+1,0 % pour le SMPT réel après +0,8 % en 2013), en ligne avec la légère accélération attendue de la productivité apparente du travail.

Dans les administrations publiques, le SMPT nominal accélérerait en 2014 (+1,2 % après +0,9 %), permettant une hausse des salaires réels (+0,5 % après +0,3 % en 2013) à la faveur de la faible inflation.

En 2014, les salaires nominaux progresseraient quasiment au même rythme qu'en 2013

Début 2014, la revalorisation du Smic a été modeste (+1,1 %) au regard des années antérieures, bien que supérieure à celle du 1^{er} janvier 2013 (+0,3 %). Dans un contexte d'inflation limitée, le niveau élevé du taux de chômage continuerait cependant de peser sur le pouvoir de négociation des salariés et limiterait l'augmentation globale des salaires.

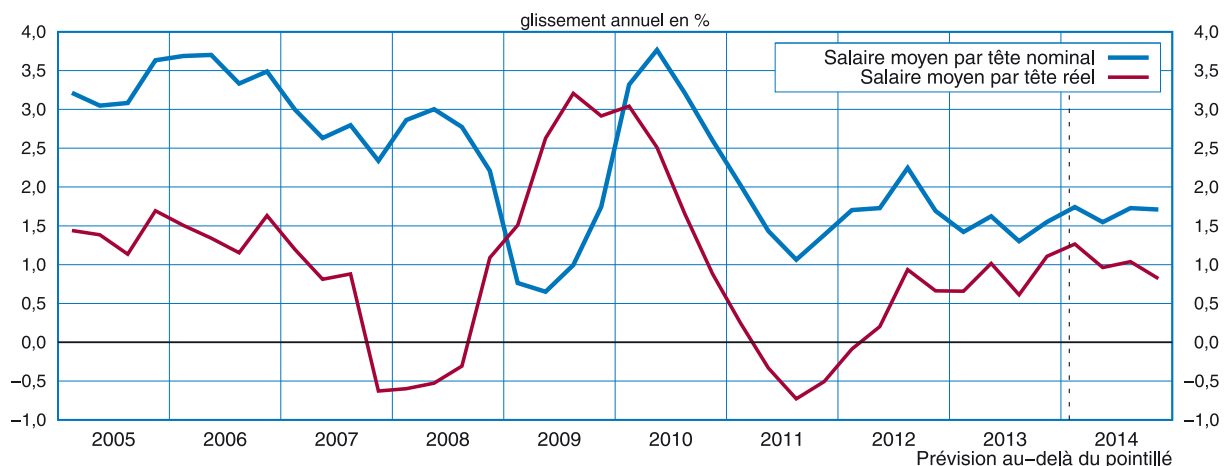
Au premier trimestre 2014, les différents indicateurs de salaires nominaux dans le secteur marchand émettent des signaux contrastés. Alors que le salaire mensuel de base (SMB)¹ croît faiblement (+0,3 % en données CVS), l'indicateur de salaire moyen par tête estimé par l'Acosse et les Urssaf accélère nettement (+0,7 % après +0,2 %). Il laisse augurer une accélération du salaire moyen par tête (SMPT) dans les comptes nationaux (+0,6 % après +0,4 %). Cette divergence entre indicateurs conjoncturels traduirait, au moins pour partie, le versement de salaires sous forme de primes en début d'année.

Par conséquent, alors que le SMB augmenterait au même rythme sur le reste de l'année (+0,4 % par trimestre), le SMPT subirait un léger contrecoup au deuxième trimestre (+0,3 %). Au second semestre, les prix progressant modérément (+0,2 % par trimestre, en données CVS), la hausse des salaires nominaux serait à peine plus dynamique (+0,4 % par trimestre) : alors que le niveau de chômage continue de peser sur le pouvoir de négociation des salariés, la légère accélération attendue de la productivité du travail permettrait cette hausse des salaires en termes réels.

Au total en 2014, dans un contexte d'inflation stabilisée et modérée (les prix à la consommation progressant de +0,7 % en moyenne annuelle

(1) Pour une définition des termes SMB et SMPT, cf. lexique sur le site insee.fr « Les mots de la conjoncture ».

Évolution du salaire moyen par tête (SMPT), nominal et réel



Champ : Secteur marchand non agricole

Sources : Dares, Insee

Conjoncture française

après +0,6 %), le salaire mensuel de base (SMB) progresserait modestement, comme en 2013 (+1,5 % après +1,7 %, *cf. tableau*). La hausse du SMPT serait également quasi stabilisée (+1,7 % après +1,5 %).

En termes réels, le SMPT accélérerait légèrement dans le secteur marchand en moyenne annuelle (+1,0 % après +0,8 %), en ligne avec la légère accélération attendue de la productivité du travail. Néanmoins, en glissement annuel, après un regain de dynamisme début 2014, probablement imputable à des facteurs temporaires (versement de primes), le SMPT réel ralentirait en fin d'année (*cf. graphique*).

Les salaires réels progresseraient modérément en 2014 dans les administrations publiques

Dans la fonction publique, le point d'indice est gelé en 2014 pour la quatrième année consécutive. Dans l'attente d'une modification des grilles indiciaires du bas de l'échelle, l'indice minimum de la fonction publique n'a pas été

revalorisé au 1^{er} janvier 2014, entraînant le versement d'une indemnité différentielle aux agents concernés pour leur assurer un salaire supérieur au Smic en janvier. La revalorisation des grilles indiciaires des agents de la catégorie C et de certains agents de la catégorie B est intervenue au 1^{er} février 2014 et garantit à chaque agent un salaire supérieur au Smic. Enfin, le dispositif de garantie individuelle du pouvoir d'achat (GIPA)² serait reconduit en 2014 selon les mêmes modalités qu'en 2013 ; il contribuerait pour partie à l'accélération d'ensemble du SMPT.

Au total, le SMPT nominal dans les administrations publiques augmenterait de 1,2 % en 2014 après +0,9 % en 2013. En termes réels, le SMPT augmenterait de 0,5 % en 2014 (après une hausse de 0,3 % en 2013), compte tenu de la légère hausse de l'inflation. ■

(2) La garantie individuelle du pouvoir d'achat (GIPA) 2014 est une indemnité qui concerne les fonctionnaires et certains agents de l'État qui ont subi une perte de pouvoir d'achat entre 2009 et 2013.

Évolution du salaire mensuel de base (SMB) et du salaire moyen par tête (SMPT) dans le secteur marchand non agricole et dans les administrations publiques

Données CVS	évolutions en %								Moyennes annuelles		
	Taux de croissance trimestriels										
	2013				2014				2012	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Salaire mensuel de base (SMB)	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	2,1	1,7	1,5
Salaire moyen par tête (SMPT) dans le secteur marchand non agricole (SMNA)	0,4	0,5	0,2	0,4	0,6	0,3	0,4	0,4	1,8	1,5	1,7
Salaire moyen par tête dans les administrations publiques (APU)									2,0	0,9	1,2
Prix de la consommation des ménages (Comptes nationaux trimestriels)	0,3	0,0	0,2	0,0	0,3	0,1	0,3	0,2	1,4	0,6	0,7
SMB réel	0,1	0,5	0,1	0,3	0,0	0,3	0,1	0,2	0,7	1,1	0,8
SMPT réel (SMNA)	0,1	0,5	0,1	0,4	0,3	0,2	0,1	0,2	0,4	0,8	1,0
SMPT réel (APU)									0,6	0,3	0,5

Prévision

Source : Insee

Revenus des ménages

Stable en 2013, le pouvoir d'achat du revenu des ménages se redresserait en 2014 (+0,7 %). En termes nominaux, le revenu disponible brut (RDB) des ménages accélérerait (+1,4 % en 2014 après +0,6 % en 2013), du fait du moindre dynamisme des prélèvements obligatoires (+2,5 % après +4,2 %) et de la légère accélération des revenus d'activité (+1,3 % après +0,9 %), malgré un ralentissement des prestations sociales (+2,4 % après +2,8 %).

Les revenus d'activité accéléreraient en 2014

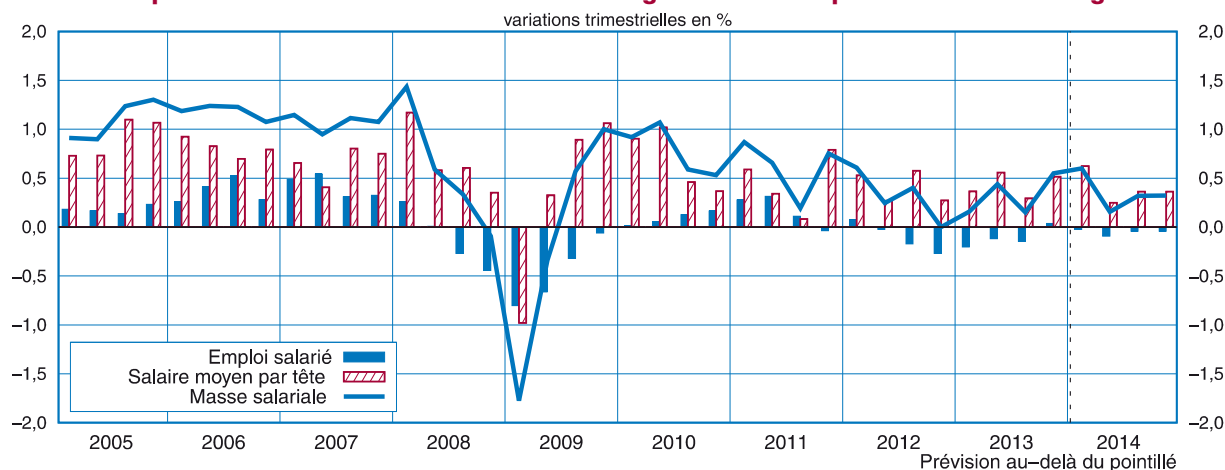
En 2014, les revenus d'activité reçus par les ménages seraient plus dynamiques qu'en 2013 (+1,3 % après +0,9 %, cf. [tableau 1](#)). La masse salariale reçue par les ménages accélérerait (+1,4 % après +1,0 % en 2013, cf. [tableau 2](#)), du fait notamment de la moindre baisse de l'emploi dans les branches marchandes non agricoles (-0,2 % après -0,7 %) et d'une légère accélération du salaire moyen par tête dans ces branches (cf. [graphique](#)). De façon un peu plus prononcée que pour l'activité d'ensemble, l'excédent brut d'exploitation des entrepreneurs individuels accélérerait aussi en 2014 (+0,7 % après 0,0 % en 2013), tout comme les revenus de la propriété (+1,7 % après +1,0 %). L'excédent brut d'exploitation des ménages purs¹ progresserait comme en 2013 (+1,1 % après +1,0 %).

En partie gelées en 2014, les prestations sociales continueraient de ralentir

En 2014, les prestations sociales en espèces reçues par les ménages seraient légèrement moins dynamiques qu'en 2013 (+2,4 % après +2,8 %, cf. [tableau 3](#)). En particulier, les prestations de sécurité sociale ralentiraient (+2,4 % après +3,1 %), notamment au deuxième trimestre. En effet, d'une part les retraites complémentaires versées par l'Agirc-Arrco n'ont pas été revalorisées au 1^{er} avril, conformément à l'accord de mars 2013 ; il en est de même pour les retraites du régime général dont les revalorisations ont, dans un premier temps, été différées du 1^{er} avril au 1^{er} octobre puis ont été en parties gelées en 2014 dans le cadre du plan d'économies de 50 milliards d'euros d'ici à 2017 (seules les retraites inférieures à 1 200€ par mois seraient revalorisées au 1^{er} octobre). D'autre part, les prestations familiales ont été moins revalorisées en 2014 (+0,6 % au 1^{er} avril) que les années précédentes (+1,3 % en moyenne au cours des cinq années précédentes). Enfin, après une forte croissance en 2013, les allocations chômage ralentiraient nettement, sous l'effet notamment de la nouvelle convention

(1) Il correspond à la production de services de logement, déduction faite de consommations intermédiaires nécessaires à cette production (notamment les services financiers liés aux emprunts) et des impôts (taxe foncière). La production correspond aux loyers que les particuliers propriétaires de logement perçoivent de leurs locataires ou pourraient percevoir s'ils mettaient leur bien en location (loyers « imputés »).

Décomposition de la masse salariale des ménages sur le champ concurrentiel non agricole



d'assurance-chômage qui doit entrer en vigueur au 1^{er} juillet 2014. En revanche, les prestations d'assistance sociale accéléreraient en 2014 (+3,3 % après +1,9 % en 2013), soutenues par le dynamisme de l'allocation de solidarité spécifique (ASS) et du revenu de solidarité active (RSA). Le RSA a en effet été revalorisé au 1^{er} janvier et le sera de nouveau au 1^{er} septembre, dans le cadre du plan de lutte contre la pauvreté et pour l'inclusion sociale (qui vise à l'accroître de 10 % d'ici 2017). Au total, après un ralentissement au deuxième trimestre (+0,1 % après +0,7 % au premier trimestre), les prestations sociales en espèces retrouveraient une croissance plus proche de leur tendance au second semestre (+0,7 % par trimestre).

Les prélèvements obligatoires sur les ménages ralentiraient en 2014

Sur l'ensemble de l'année 2014, les prélèvements obligatoires versés par les ménages ralentiraient (+2,5 % après +4,2 %) : les cotisations sociales des ménages (+1,8 % après +4,7 %) s'infléchiraient un peu plus que les recettes des impôts sur le revenu et le patrimoine (+3,0 % après +3,9 %). Pour ces dernières, à la hausse spontanée de l'assiette s'ajouterait l'effet des mesures nouvelles pour 2014 : notamment suppression de l'exonération fiscale des majorations de pension pour charge de famille, suppression de l'exonération fiscale de la prise en

charge par l'employeur d'une partie des cotisations de prévoyance complémentaire et baisse du plafond du quotient familial. L'effet de ces mesures en 2014 serait toutefois moindre que celui des mesures portant sur 2013. En outre, la mesure de réduction d'impôts sur les ménages modestes annoncée au printemps 2014 limitera l'ampleur de la hausse d'ensemble.

Comme les années précédentes, ces mesures nouvelles d'impôts interviendraient principalement au second semestre, lors de la réception des avis d'imposition. Ainsi, le profil des impôts serait heurté : début 2014, les impôts sur le revenu auraient reculé (-4,2 %) par contrecoup du dynamisme fin 2013, ils augmenteraient légèrement au printemps (+1,0 %) puis accéléreraient à nouveau au second semestre (+2,0 % au troisième trimestre et +3,3 % au quatrième trimestre).

Le pouvoir d'achat renouerait la croissance en 2014

Au total, le revenu disponible brut (RDB) nominal des ménages progresserait plus rapidement qu'en 2013 (+1,4 % après +0,6 %), le ralentissement des prélèvements obligatoires et le dynamisme des revenus d'activité l'emportant sur la décélération des prestations. Dans le même temps, les prix de la consommation croîtraient au même rythme qu'en 2013 (+0,7 % après +0,6 %) et le pouvoir d'achat

Tableau 1

Revenu disponible brut des ménages

	2013				2014				2012	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Revenu disponible brut (RDB) (100 %)	1,3	0,3	0,0	-0,2	1,4	0,1	0,2	0,0	0,5	0,6	1,4
dont :											
Revenus d'activité (70 %)	0,2	0,4	0,1	0,4	0,5	0,2	0,3	0,4	1,7	0,9	1,3
Masse salariale brute (62 %)	0,2	0,4	0,2	0,4	0,5	0,2	0,3	0,3	1,8	1,0	1,4
EBE des entrepreneurs individuels ¹ (9 %)	-0,1	0,4	-0,3	0,0	0,1	0,4	0,4	0,5	0,9	0,0	0,7
Prestations sociales en espèces (34 %)	0,5	0,7	0,7	0,9	0,7	0,1	0,7	0,7	3,8	2,8	2,4
EBE des ménages purs (13 %)	0,3	0,2	0,1	0,2	0,5	0,2	0,4	0,2	1,8	1,0	1,1
Revenus de la propriété (8 %)	0,7	0,1	0,0	0,8	0,4	0,4	0,4	0,3	-4,4	1,0	1,7
Prélèvements sociaux et fiscaux (-25 %)	-3,6	1,0	1,3	3,2	-2,6	0,8	1,4	2,2	7,0	4,2	2,5
Cotisations des ménages (-11 %)	0,8	0,8	0,7	1,0	-0,3	0,5	0,6	0,6	4,2	4,7	1,8
Impôts sur le revenu et le patrimoine (y compris CSG et CRDS) (-14 %) (*)	-6,5	1,1	1,8	4,8	-4,2	1,0	2,0	3,3	9,0	3,9	3,0
Revenus hors impôts	0,2	0,4	0,2	0,5	0,6	0,2	0,4	0,4	1,6	1,1	1,6
Prix de la consommation des ménages (comptes nationaux trimestriels)	0,3	0,0	0,2	0,0	0,3	0,1	0,3	0,2	1,4	0,6	0,7
Pouvoir d'achat du RDB	1,1	0,3	-0,2	-0,3	1,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,9	0,0	0,7
Pouvoir d'achat par unité de consommation	0,9	0,2	-0,4	-0,4	0,9	-0,2	-0,3	-0,5	-1,5	-0,6	0,2

Prévision

Note de lecture : Les chiffres entre parenthèses donnent la structure de l'année 2013.

(1) L'excédent brut d'exploitation (EBE) des entrepreneurs individuels est le solde du compte d'exploitation des entreprises individuelles. Il s'agit d'un revenu mixte puisqu'il rémunère le travail effectué par le propriétaire de l'entreprise individuelle, et éventuellement les membres de sa famille, mais contient également le profit réalisé en tant qu'entrepreneur.

Source : Insee

du RDB se redresserait : stable en 2013, il progresserait de 0,7 % en 2014. Ramené à un niveau individuel pour tenir compte des évolutions démographiques, le pouvoir d'achat par unité de consommation serait quasi stable en 2014 (+0,1 %), après un recul en 2013 (-0,6 %, cf. encadré). Le profil sur l'année serait principalement marqué par

celui des impôts : le pouvoir d'achat augmenterait au premier semestre 2014 par contrecoup des fortes hausses d'impôts fin 2013. Au second semestre, il diminuerait, en lien avec l'entrée en vigueur des hausses d'impôts supplémentaires prévues pour 2014. ■

Tableau 2
De la masse salariale des entreprises non financières à celle reçue par les ménages

	2013				2014				2012	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Entreprises non financières (ENF) (67 %)	0,2	0,4	0,2	0,5	0,6	0,2	0,3	0,3	1,8	1,0	1,6
dont : Salaire moyen par tête	0,3	0,5	0,3	0,5	0,6	0,3	0,4	0,4	1,7	1,5	1,7
Entreprises financières (4 %)	0,5	-0,1	-0,2	-0,8	0,7	0,2	0,5	0,5	1,7	-0,6	0,5
Administrations publiques (22 %)	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	1,4	1,1	1,3
Ménages hors EI (2 %)	0,0	0,8	-0,1	-1,0	0,2	0,4	0,4	0,4	2,6	0,2	0,1
Masse salariale brute reçue par les ménages (100 %)	0,2	0,4	0,2	0,4	0,5	0,2	0,3	0,3	1,8	1,0	1,4
dont : Secteurs concurrentiels non agricoles	0,2	0,4	0,1	0,5	0,6	0,2	0,4	0,4	1,9	0,8	1,5

Prévision

Note de lecture : Les chiffres entre parenthèses donnent la structure de l'année 2013

Source : Insee

Tableau 3
Les transferts sociaux reçus et versés par les ménages

	2013				2014				2012	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Prestations sociales en espèces reçues par les ménages (100 %)	0,5	0,7	0,7	0,9	0,7	0,1	0,7	0,7	3,8	2,8	2,4
Prestations de Sécurité sociale (72 %)	0,6	0,7	0,8	0,9	0,6	0,0	0,7	0,7	3,5	3,1	2,4
Autres prestations d'assurance sociale (20 %)	0,1	0,8	0,3	0,9	0,7	0,1	0,8	0,5	4,9	2,3	2,4
Prestations d'assistance sociale (8 %)	0,2	0,3	0,9	0,6	1,3	0,7	0,7	0,7	3,7	1,9	3,3
Total des prélèvements sociaux	0,4	0,7	0,9	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	3,2	2,9	1,8
Cotisations sociales effectives versées par les ménages (100 %)	0,4	0,7	0,9	0,2	0,6	0,3	0,4	0,4	3,1	3,0	1,9
dont : Cotisations des employeurs ¹ (63 %)	0,1	0,6	1,0	-0,2	0,6	0,3	0,4	0,4	2,6	2,1	1,6
Cotisations des ménages (37 %)	0,8	0,8	0,7	1,0	-0,3	0,5	0,6	0,6	4,2	4,7	1,8

Prévision

Note de lecture : les chiffres entre parenthèses donnent la structure de l'année 2013

(1) Les cotisations employeurs sont à la fois reçues et versées par les ménages en comptabilité nationale : elles n'ont donc pas d'effet sur le revenu disponible brut.

Source : Insee

Différentes mesures du pouvoir d'achat

Le revenu des ménages présenté et analysé dans la *Note de conjoncture* représente l'ensemble des revenus perçus par la totalité des ménages. C'est en effet cette grandeur qui est pertinente au niveau macroéconomique, par exemple pour construire l'équilibre entre ressources (PIB et importations) et emplois (consommation, investissement, exportations...) ou pour prévoir le PIB. Le pouvoir d'achat du revenu pour l'ensemble des ménages, qui représente la quantité de biens et services que les ménages peuvent acheter avec leur revenu, est calculé comme le revenu corrigé de l'accroissement du prix de la consommation. Si on souhaite mesurer le pouvoir d'achat moyen des Français, cette grandeur doit être corrigée de manière à tenir compte à la fois de la croissance du nombre de ménages et de l'évolution de leur composition. La correction la plus pertinente de ce

point de vue consiste à diviser le pouvoir d'achat par le nombre d'unités de consommation en France. Ce concept permet de tenir compte de la croissance démographique, mais aussi du fait que certaines consommations peuvent être partagées au sein d'un ménage (les appareils ménagers par exemple). Un ménage de taille importante réalise donc certaines « économies d'échelle » par rapport à un ménage de taille plus réduite. En 2013, la croissance du nombre d'unités de consommation est estimée à +0,6 % (par comparaison, la croissance du nombre d'habitants est de +0,4 % et la croissance du nombre de ménages est de +0,9 %). Ainsi, en 2014, le pouvoir d'achat par unité de consommation progresserait de 0,1 % (après -0,6 % en 2013) ; par habitant, le pouvoir d'achat augmenterait de 0,3 % et par ménage il baisserait de 0,2 %. ■

Consommation et investissement des ménages

Au premier trimestre 2014, la consommation des ménages a diminué (-0,5 % après +0,2 %). En particulier les dépenses en automobiles ont reculé (-1,2 %), après avoir été dynamisées fin 2013 par des achats d'anticipation avant le durcissement du malus au 1^{er} janvier 2014 (+2,6 %). En outre, la baisse des dépenses en énergie s'est accentuée, en raison d'un hiver doux. La consommation de services a faiblement progressé (+0,2 % après +0,1 %).

Au deuxième trimestre 2014, la consommation de produits manufacturés rebondirait (+0,6 % après -0,7 % au premier trimestre), notamment celle en automobiles. Après trois trimestres consécutifs de baisse et un hiver particulièrement doux, la consommation d'énergie rebondirait au deuxième trimestre (+1,2 %) et accélérerait au troisième trimestre (+1,9 %). Au second semestre 2014, la consommation des ménages ralentirait légèrement (+0,4 % puis +0,3 %), portant la hausse sur l'ensemble de l'année à +0,3 %, comme en 2013.

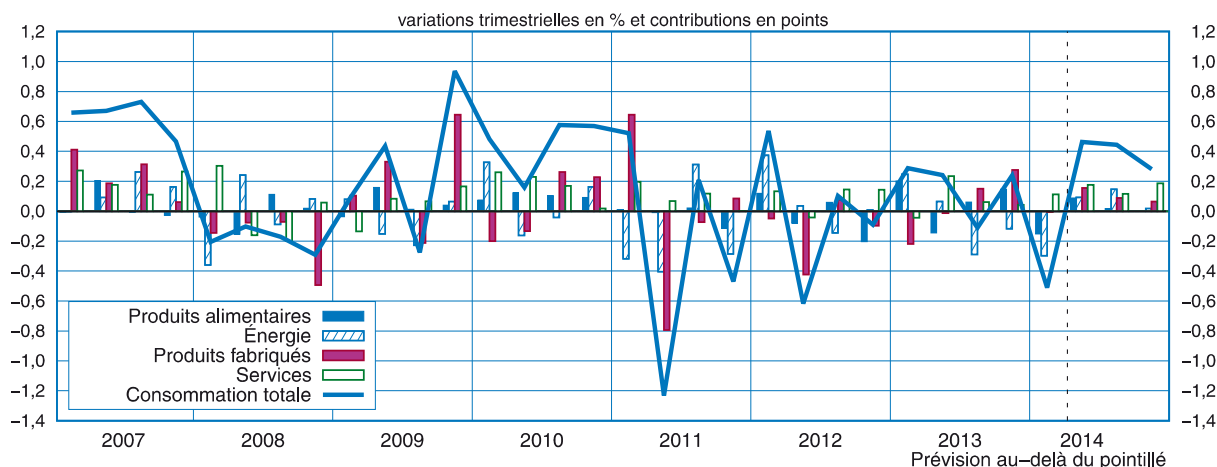
Au premier trimestre 2014, à la faveur d'une reprise du pouvoir d'achat, le taux d'épargne aurait rebondi, de 1,4 point à 16,1 %, soit le plus haut niveau depuis le printemps 2011. Compte tenu du profil attendu du pouvoir d'achat du revenu, le taux d'épargne baisserait progressivement sur le reste de l'année 2014, s'établissant à 14,7 % au quatrième trimestre, au même niveau qu'un an auparavant. En moyenne annuelle, il progresserait de 0,3 point à 15,4 %.

Au premier trimestre 2014, la consommation de produits manufacturés a diminué

Au premier trimestre 2014, la consommation des ménages a diminué (-0,5 % après +0,2 %, cf. [tableau et graphique 1](#)), du fait de la baisse des dépenses en biens (-1,0 % après +0,6 %). Les dépenses alimentaires ont nettement diminué après une accélération en fin d'année 2013 (-0,9 % après +0,8 %) : la hausse des prix des cigarettes contribue notamment à la baisse de la consommation en volume de tabac. Avec la douceur de l'hiver, le repli des dépenses en énergie-eau-déchets - principalement composée du gaz et de l'électricité pour le chauffage - s'est accentué (-5,0 % après -2,2 %).

Les dépenses en produits fabriqués se sont stabilisées (après +1,3 %). Les achats d'automobiles ont baissé (-1,3 %) après avoir été dynamisés fin 2013 (+2,5 %) par l'anticipation du durcissement du malus au 1^{er} janvier 2014. En revanche les dépenses d'habillement et celles d'équipement du logement ont ralenti tout en continuant de progresser. Enfin, la consommation de services est restée atone (+0,2 % après +0,1 %) : les dépenses ont mal été orientées dans le transport, les services de réparations automobiles et l'entretien du logement ; en revanche, elles se sont redressées dans l'hébergement-restauration et l'information-communication.

1 - Contributions des différents postes à la consommation trimestrielle des ménages



Source : Insee

Au deuxième trimestre 2014, la consommation de biens rebondirait

La consommation totale des ménages rebondirait au deuxième trimestre 2014 (+0,5 % après -0,5 %, cf. graphique 2). Avec un retour progressif des températures aux normales saisonnières, la consommation d'énergie-eau-déchets rebondirait (+2,0 % après -5,0 %). Par ailleurs, la consommation en produits fabriqués rebondirait (+0,7 % après une stabilité), avec deux effets : d'une part dans l'automobile, les effets du durcissement du malus s'estomperaient ; d'autre part les dépenses en « biens d'équipements » seraient dynamiques, portées notamment par un pic de ventes de téléviseurs (et produits associés), habituel au moment des Coupes du monde de football (cf. éclairage de la Note de Conjoncture de juin 2010). Enfin, la consommation en services accélérerait légèrement (+0,3 % après +0,2 %).

Au second semestre 2014, les dépenses de consommation retrouveraient un rythme de croissance relativement modéré, que ce soit pour les produits manufacturés (+0,2 % au troisième trimestre puis +0,1 % au quatrième) ou les dépenses en services (+0,2 % puis +0,3 %). Seule la dépense en énergie-eau-déchets accélérerait (+4,5 %), sous l'hypothèse d'un retour à la normale des dépenses pour le chauffage. Au total, les dépenses de consommation des ménages croîtraient de 0,4 % au troisième trimestre puis de 0,3 % fin 2014 ; en moyenne annuelle, la hausse serait de 0,3 % en 2014, soit la même progression qu'en 2013.

Fin 2014, le taux d'épargne retrouverait son niveau de fin 2013

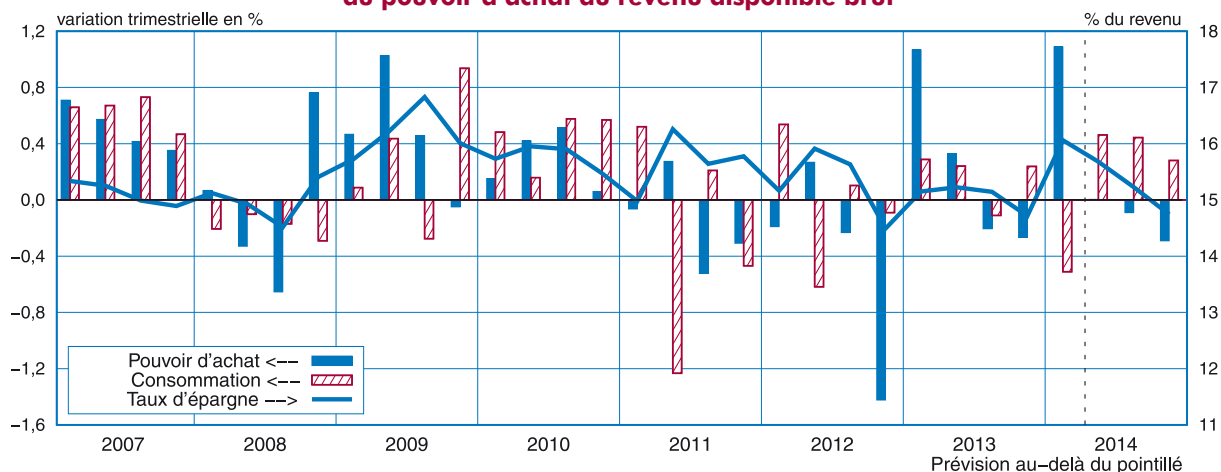
Face à la baisse du pouvoir d'achat au second semestre 2013, liées aux nouvelles mesures affectant l'impôt des ménages, le taux d'épargne a diminué de 0,4 point au quatrième trimestre 2013,

à 14,7 %. Au premier trimestre 2014, les évolutions divergentes du pouvoir d'achat et de la consommation se traduiraient par un rebond de 1,4 point, à 16,1%. C'est le plus haut niveau depuis le printemps 2011. Compte tenu du profil attendu du pouvoir d'achat du revenu d'ici la fin de l'année, le taux d'épargne diminuerait alors (entre -0,4 % et -0,5 point par trimestre). Il atteindrait 14,7 % en fin d'année soit le même niveau que fin 2013, les ménages lissant les à-coups de leur revenu liés aux nouvelles mesures d'impôts. En moyenne sur l'année, le taux d'épargne progresserait de 0,3 point à 15,4 %.

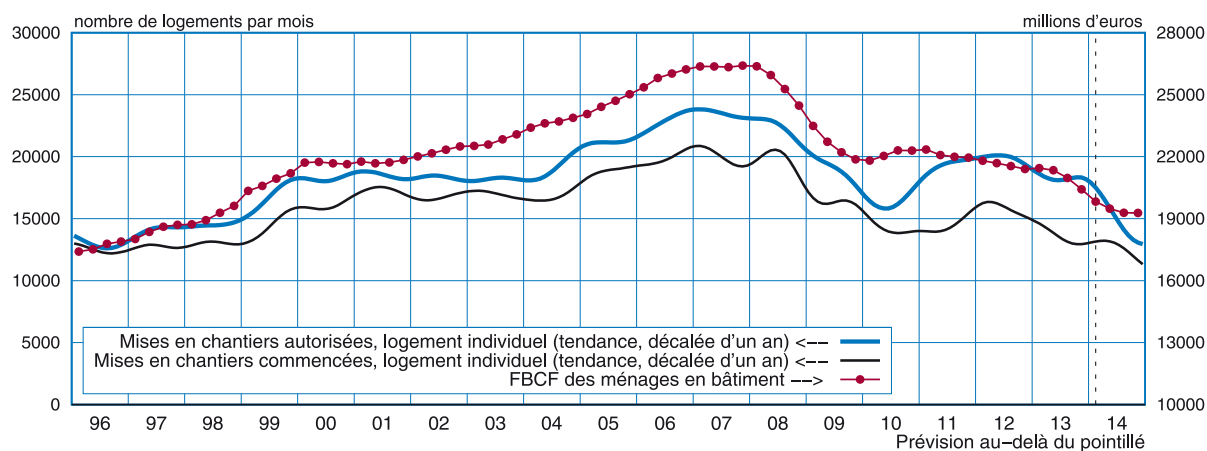
L'investissement des ménages reculerait fortement sur l'année

Au premier trimestre 2014, l'investissement des ménages, principalement en logement, a continué de baisser pour le neuvième trimestre consécutif (-2,6 % après -2,2 %). C'est son plus bas niveau depuis 1999. Même si les autorisations de logements semblent se stabiliser en début d'année, la baisse des mises en chantiers de logements au cours du second semestre 2013 ne laisse pas attendre d'amélioration rapide (cf. graphique 3). Les dépenses dans le secteur de l'entretien-amélioration resteraient également touchées par les effets de la hausse de la TVA de 7 % à 10 % au premier trimestre. Les dépenses de logements continueraient ainsi de baisser, mais moins fortement aux deuxième (-1,5 %) et troisième trimestres (-0,9 %), avant de se stabiliser (-0,1 %) fin 2014. Sur l'ensemble de l'année, l'investissement des ménages reculerait très fortement (-6,7 % en 2014 après -3,1 % en 2013), ce qui constituerait la plus forte baisse depuis 2009. ■

2 - Taux d'épargne et taux de croissance de la consommation et du pouvoir d'achat du revenu disponible brut



3 - Investissement des ménages en bâtiment et mises en chantier



Sources : Insee, SOeS

Dépenses de consommation et investissement des ménages

	Évolutions trimestrielles en %												Évolutions annuelles en %		
	2012				2013				2014				2012	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Dépenses totales de consommation des ménages	0,5	-0,6	0,1	-0,1	0,3	0,2	-0,1	0,2	-0,5	0,5	0,4	0,3	-0,5	0,3	0,3
Solde touristique	6,9	12,8	1,8	-5,7	-6,7	-10,2	6,4	9,9	11,7	5,0	-5,0	-1,5	56,8	-9,5	21,2
Services	0,2	-0,1	0,3	0,3	-0,1	0,4	0,1	0,1	0,2	0,3	0,2	0,3	0,5	0,6	0,9
Biens	1,0	-0,9	0,0	-0,6	0,6	-0,2	-0,2	0,6	-1,0	0,7	0,6	0,2	-0,8	-0,3	0,1
dont															
Alimentaire (AZ-C1)	0,7	-0,4	0,3	-1,2	1,2	-0,8	0,3	0,8	-0,9	0,5	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,1
Produits agricoles (AZ)	0,2	-0,9	-0,3	-0,6	2,1	-0,8	0,4	1,2	0,4	0,5	0,1	0,0	-1,5	1,2	1,7
Produits agroalimentaires (C1)	0,8	-0,4	0,4	-1,3	1,0	-0,8	0,3	0,8	-1,1	0,5	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Énergie (DE-C2)	4,8	0,4	-1,8	0,1	3,1	0,8	-3,5	-1,5	-3,8	1,2	1,9	0,2	2,1	0,8	-4,5
Énergie, eau, déchets (DE)	8,3	1,3	-2,2	-0,3	7,3	-1,2	-5,1	-2,2	-5,0	2,0	4,5	0,6	6,5	2,0	-5,7
Cokéfaction et raffinage (C2)	1,6	-0,4	-1,3	0,5	-1,1	3,0	-1,8	-0,7	-2,3	0,4	-0,8	-0,2	-2,0	-0,4	-3,2
Produits fabriqués (C3 à C5)	-0,2	-1,9	0,4	-0,4	-1,0	-0,1	0,7	1,3	0,0	0,7	0,4	0,3	-2,3	-1,0	2,1
Produits manufacturés (C1 à C5)	0,3	-1,2	0,2	-0,6	-0,3	0,0	0,3	0,9	-0,7	0,6	0,2	0,1	-1,5	-0,6	0,7
Investissement des ménages	-0,8	-0,7	-0,7	-0,8	-0,2	-0,5	-1,7	-2,2	-2,6	-1,5	-0,9	-0,1	-2,2	-3,1	-6,7

Prévision

Source : Insee

Résultats des entreprises

En 2013, le taux de marge des sociétés non financières s'est de nouveau replié : il a atteint 29,8 % en moyenne sur l'année après 30,5 % en 2012. C'est son plus bas niveau depuis 1985. La hausse des salaires réels a de nouveau excédé, légèrement, les gains de productivité. Le taux de marge a pâti d'une dégradation des termes de l'échange (-0,1 point d'effet sur le taux de marge) et les cotisations et impôts sur les salaires ont pesé à hauteur de 0,5 point.

Au premier trimestre 2014, le taux de marge se redresserait nettement du fait de l'impact du CICE. Puis, il progresserait de nouveau jusqu'à la fin de l'année sous l'effet de gains de productivité plus importants que les hausses de salaires réels. Fin 2014 il atteindrait 30,8 %, soit 1,3 point de plus qu'un an auparavant. En moyenne annuelle la hausse serait plus limitée : +0,8 point à 30,5 %.

En 2013, le taux de marge a atteint son plus bas niveau depuis 1985

Le taux de marge des sociétés non financières a baissé quasi continûment entre début 2011 et fin 2013 : il a atteint 29,5 % au quatrième trimestre 2013, son plus bas niveau depuis fin 1985 (cf. graphique 1). Sur l'ensemble de l'année 2013, le taux de marge des sociétés non financières a atteint 29,8 % en moyenne annuelle, soit 0,8 point de moins qu'en 2012. En effet, la hausse du salaire par tête réel (contribution de -0,5 point, cf. tableau) n'a été que partiellement compensée par celle de la productivité apparente du travail (contribution

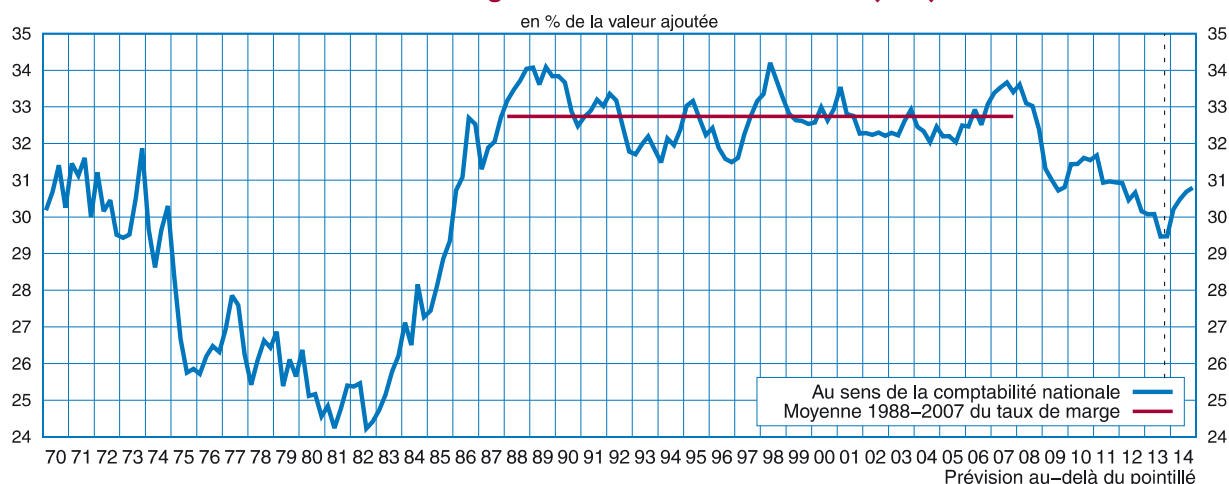
de +0,4 point). Par ailleurs, les impôts sur la main d'œuvre et les salaires (contribution de -0,3 point) et les cotisations employeur (-0,2 point) ont contribué négativement (cf. graphique 2).

En 2014, le taux de marge augmenterait nettement

Au premier trimestre 2014, le CICE (crédit impôt pour la compétitivité et l'emploi), enregistré en comptabilité nationale en subvention sur rémunération, aurait comptablement contribué à rehausser le taux de marge de 1,1 point¹. À l'inverse, les entreprises ont absorbé une partie de la hausse de TVA au 1^{er} janvier (qui finance en partie le CICE) dans leurs marges, ce qui se traduit par une contribution négative (-0,2 point) des prix de valeur ajoutée au taux de marge. En outre, les salaires réels auraient continué de progresser (contribution de -0,2 point), plus vite que la productivité qui s'est stabilisée. Au total le taux de marge aurait progressé de 0,7 point au premier trimestre 2014, à 30,2 %.

(1) En comptabilité nationale, conformément aux recommandations internationales, le CICE, en tant que crédit d'impôt, est enregistré comme une dépense, plus exactement en « subvention de production » (et non en moindre recette d'impôt sur les sociétés). Il est assis sur des salaires versés en 2013 mais, compte tenu de ses modalités de gestion, et notamment du moment où le montant de la créance est connu, le fait générateur est celui de la notification des entreprises aux services fiscaux, en 2014. Dans les comptes trimestriels, corrigés des variations saisonnières, ce traitement se traduit par une marche dès le premier trimestre 2014 et des montants de même ampleur chaque trimestre.

1 - Taux de marge des sociétés non financières (SNF)



Source : Insee

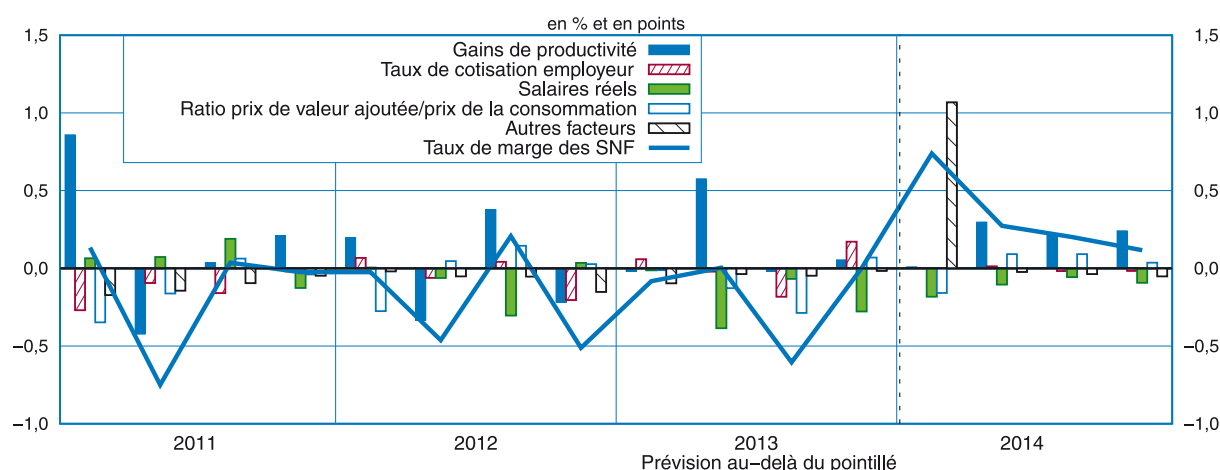
Conjoncture française

Sur le reste de l'année, la productivité progresserait un peu plus vite que les salaires réels, ce qui contribuerait à redresser le taux de marge. De plus, la diffusion progressive de la hausse de TVA aux prix à la consommation, via une hausse des prix de valeur ajoutée, se traduirait par une contribution faiblement positive au taux de marge. Au total, le taux de marge

gagnerait de nouveau 0,6 point sur les trois derniers trimestres, atteignant 30,8 % fin 2014 (contre 29,5 % fin 2013).

En moyenne sur l'année 2014, le taux de marge retrouverait son niveau de 2012, atteignant 30,5 % après 29,8 % en 2013. Ce niveau est inférieur de 2,2 points à sa moyenne sur la période 1988-2007. ■

2 - Contributions à la variation du taux de marge des sociétés non financières (SNF)



Source : Insee

Décomposition du taux de marge des sociétés non financières (SNF)

	2012				2013				2014				2012	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Taux de marge (en niveau)¹	30,9	30,5	30,7	30,2	30,1	30,1	29,5	29,5	30,2	30,5	30,7	30,8	30,5	29,8	30,5
Variation du taux de marge	0,0	-0,5	0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,6	0,0	0,7	0,3	0,2	0,1	-0,6	-0,8	0,8
Contributions à la variation du taux de marge															
des gains de productivité	0,2	-0,3	0,4	-0,2	0,0	0,6	0,0	0,1	0,0	0,3	0,2	0,2	0,1	0,4	0,6
du salaire par tête réel	0,0	-0,1	-0,3	0,0	0,0	-0,4	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,5	-0,7
du taux de cotisation employeur	0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,1	0,0	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0
du ratio du prix de la valeur ajoutée et du prix de la consommation	-0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	0,1	-0,2	0,1	0,1	0,0	-0,2	-0,1	-0,2
d'autres facteurs	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	1,0

Prévision

(1) Le taux de marge TM mesure la part de la valeur ajoutée qui rémunère le capital. Sa variation se décompose de façon comptable entre :

- les évolutions de la productivité (Y/L), avec Y la valeur ajoutée et L l'emploi, et du ratio du prix de la valeur ajoutée au prix de la consommation, ou termes de l'échange (Pva/Pc), qui jouent positivement ;

- les évolutions du salaire moyen par tête réel (SMPT/Pc) et du taux de cotisation employeur (W/SMPT, où W représente l'ensemble des rémunérations), qui jouent négativement.

- d'autres facteurs : il s'agit notamment des impôts sur la production nets des subventions.

Cette décomposition est synthétisée dans l'équation suivante :

$$TM = \frac{EBE}{VA} \approx 1 - \frac{W \cdot L}{Y \cdot P_{va}} + \text{autres facteurs} = 1 - \frac{L}{Y} \frac{W}{SMPT} \frac{SMPT}{P_c} \frac{P_c}{P_{va}} + \text{autres facteurs}$$

Source : Insee

Investissement des entreprises et stocks

L'investissement des entreprises s'est contracté au premier trimestre 2014 (-0,5 % après +0,8 %). Les dépenses des entreprises en services ont résisté mais celles en produits manufacturés (-0,9 %) et en construction (-1,1 %) ont reculé. La baisse de l'investissement en produits manufacturés résulte principalement du contrecoup attendu dans l'achat de véhicules lourds, dû à l'entrée en vigueur de nouvelles normes antipollution en début d'année.

Au deuxième trimestre 2014, l'investissement progresserait légèrement (+0,2 %) puis resterait sur ce rythme au second semestre. Sur l'ensemble de l'année 2014, les dépenses d'investissement des entreprises rebondiraient modérément (+0,7 % après -0,6 % en 2013).

Au premier trimestre 2014, les variations des stocks ont fortement contribué à la croissance du PIB (+0,6 point après -0,3 point au quatrième trimestre 2013). Les stocks de produits manufacturés y contribuent pour l'essentiel. Au deuxième trimestre 2014, la contribution de la variation des stocks à l'activité serait légèrement négative (-0,1 point) puis elle serait neutre sur le reste de l'année. Au total sur l'année, le comportement de stockage des entreprises contribuerait ainsi pour +0,4 point à la croissance du PIB et serait le principal facteur de la croissance en 2014 (+0,7 %).

Au premier trimestre 2014, l'investissement des entreprises s'est à nouveau replié

L'investissement des entreprises non financières (ENF) a baissé de 0,5 % au premier trimestre 2014 (cf. [tableau 1](#)), après une hausse de 0,8 % au quatrième trimestre 2013. Les ENF ont ainsi réduit

leur investissement en produits manufacturés (-0,9 % après +1,5 % au quatrième trimestre 2013). Les dépenses en biens d'équipement ont accéléré (+2,0 % après +0,8 %), mais celles en matériels de transport ont chuté (-6,7 %) alors qu'elles avaient été dynamisées fin 2013 (+5,3 %) par les achats anticipés visant à éviter la hausse au 1^{er} janvier 2014 des prix des véhicules lourds (pour respecter les nouvelles normes « Euro 6 »). Les immatriculations de véhicules lourds ont ainsi augmenté de 18 % au quatrième trimestre 2013 puis baissé de 16 % au premier trimestre 2014 par contrecoup.

La baisse des dépenses en construction, qui s'était interrompue fin 2013, a repris début 2014 (-1,1 % au premier trimestre 2014 après +0,3 %), suivant ainsi les à-coups de l'investissement en travaux publics. En niveau, les dépenses en construction ont atteint leur plus bas niveau depuis fin 2006. Enfin les dépenses en services ont ralenti (+0,2 % après +0,6 %) avec un profil contrasté entre des dépenses bien orientées en services informatiques et un recul des dépenses en services aux entreprises. Au total, le taux d'investissement des ENF s'est légèrement replié à 20,9 %¹ au premier trimestre 2014 (cf. [graphique 1](#)).

L'investissement progresserait légèrement en 2014

Au deuxième trimestre puis au second semestre, l'investissement progresserait à un rythme modéré. C'est notamment ce que laissent augurer les enquêtes de conjoncture dans l'industrie : interrogés en avril, les industriels anticipent une hausse en

(1) Le niveau du taux d'investissement a été affecté par le changement de base des comptes nationaux (cf. [éclairage](#) : « Les comptes trimestriels sont passés en base 2010 »).

Tableau 1

Investissement des entreprises non financières (ENF)

	Variations trimestrielles												Variations annuelles		
	2012				2013				2014				2012	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Produits manufacturés (43 %)	-2,7	-0,3	-0,4	-1,2	-0,5	0,0	1,2	1,5	-0,9	0,5	0,6	0,3	-1,5	-0,7	-1,5
Construction (26 %)	-1,8	-0,9	-1,2	-1,8	-0,3	0,0	-0,4	0,3	-1,1	-0,3	-0,5	0,0	-4,1	-2,6	-1,5
Autres (31 %)	2,2	0,0	1,2	0,5	-1,0	1,2	-0,3	0,6	0,2	0,4	0,3	0,5	4,9	0,9	1,3
Ensemble des ENF (100 %)	-0,5	-0,3	0,0	-0,7	-0,6	0,5	0,2	0,8	-0,5	0,2	0,2	0,3	0,3	-0,6	0,7

Prévision
Source : Insee

Conjoncture française

valeur de 4 % de leur investissement en 2014 et l'indicateur de révision de l'investissement dans l'industrie manufacturière est élevé (cf. graphique 2). Toutefois dans les services, le jugement des chefs d'entreprises sur leur investissement s'est dégradé depuis le début d'année.

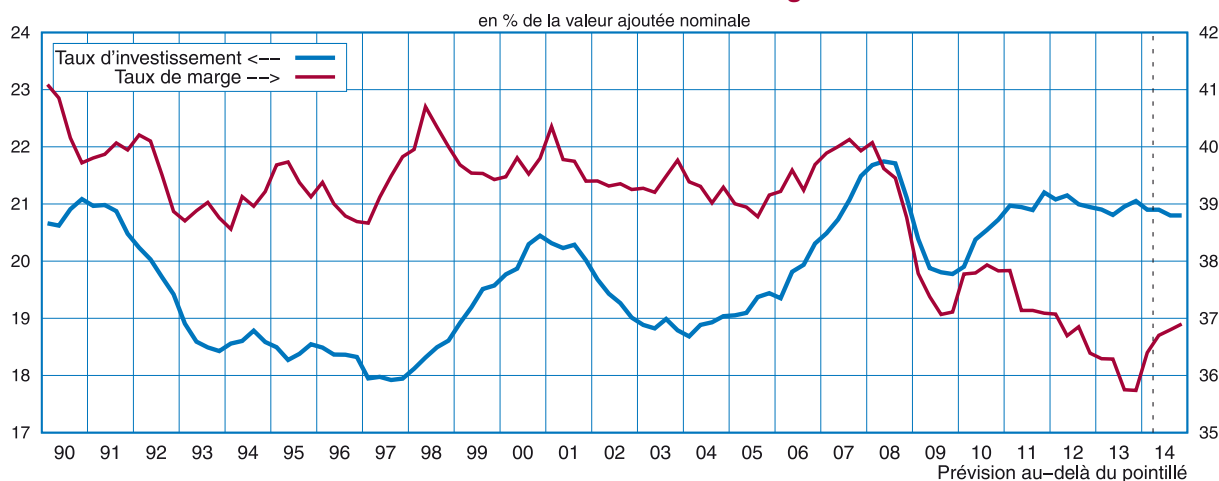
Les conditions de financement continueraient de soutenir l'investissement. Le taux de marge des ENF progresserait nettement en 2014, la trésorerie des entreprises bénéficiant du versement du CICE. Le taux d'intérêt réel, après avoir augmenté en 2013, conséquence de la baisse non anticipée de l'inflation, continuerait de diminuer d'ici décembre 2014. En outre, les soldes d'opinion sur les conditions d'octroi de crédit indiquent qu'elles se sont stabilisées depuis près de deux ans. Cependant les perspectives de demande restent faibles et le taux d'utilisation des capacités de production, qui ne progresse toujours pas en avril et reste à un bas niveau (80,0 %), limiterait le rebond de l'investissement.

L'investissement renouerait avec la croissance au deuxième trimestre (+0,2 %) mais croîtrait à un rythme modéré à l'horizon de la prévision : +0,2 % au troisième trimestre et +0,3 % au dernier trimestre 2014. Ainsi, le taux d'investissement des ENF serait quasi stable au second semestre 2014, à 20,8 %, le même niveau qu'au deuxième trimestre 2013, ce qui n'est pas particulièrement faible au regard des moyennes historiques.

Hausse modérée des dépenses en produits manufacturés

L'investissement des ENF en produits manufacturés, rebondirait modérément au printemps (+0,5 %) et croîtrait à un rythme proche au second semestre : +0,6 % au troisième trimestre puis +0,3 % au quatrième trimestre. Cette croissance modérée est accréditée par l'opinion des grossistes en biens d'équipement (40 % des investissements en biens manufacturés) : en mai, les grossistes interrogés dans les enquêtes

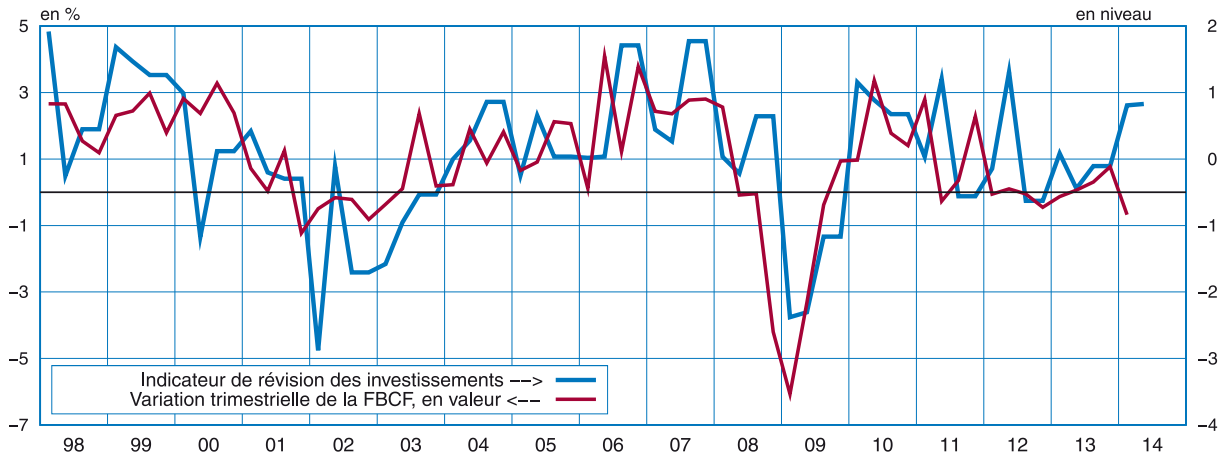
1 - Taux d'investissement et taux de marge des ENF*



* Entreprises non financières (ENF) = sociétés non financières (SNF) et entreprises individuelles (EI)

Sources : Insee, comptes trimestriels

2 - Indicateur de révision des investissements dans l'industrie manufacturière



Sources : Insee, enquête trimestrielle sur les investissements dans l'industrie, comptes trimestriels

de conjoncture signalent que les ventes passées en ordinateurs et équipements pour l'information-communication se sont nettement améliorées depuis le début d'année et les intentions de commandes se stabilisent. En outre, les achats d'automobiles seraient stables au deuxième trimestre : le rebond des immatriculations des véhicules légers en avril compenserait le nouveau repli des immatriculations de véhicules lourds. Au second semestre, la croissance de l'activité serait trop modeste pour impulser une accélération de l'investissement en produits manufacturés.

Vers une stabilisation de l'investissement en construction

Dans le secteur du bâtiment, les entrepreneurs interrogés en mai font part d'une légère amélioration de leur activité à un niveau toutefois encore dégradé. Ainsi, l'évolution des permis de construire de logements et la hausse des autorisations de mises en chantier des bâtiments non résidentiels laissent attendre un recul moins accentué de l'investissement des ENF en bâtiment (-0,3 % au deuxième trimestre 2014, -0,5 % au troisième), et même une stabilisation en fin d'année.

Les investissements en services augmenteraient

Les autres investissements, essentiellement en activités spécialisées, scientifiques et techniques (dont la recherche et développement) et en services informatiques, progresseraient sur un rythme en ligne avec leur hausse moyenne au cours des années récentes : +0,4 % au deuxième trimestre, +0,3 % au troisième trimestre puis +0,5 % au quatrième trimestre.

En moyenne sur l'année 2014, les dépenses d'investissement des ENF progresseraient de 0,7 % (après -0,7 % en 2013) : les dépenses en produits manufacturés augmenteraient à nouveau (+1,5 % après -0,7 %) et les dépenses de services accéléreraient (+1,3 % après +0,9 %) ; le recul des dépenses de construction serait moins prononcé (-1,5 % après -2,6 %).

Les variations de stocks ont fortement contribué à la croissance au premier trimestre 2014

Au premier trimestre 2014, les variations de stocks ont fortement contribué à la croissance du PIB (+0,6 point, après -0,3 point au trimestre précédent, cf. tableau 2). Cette contribution positive est quasi exclusivement imputable aux variations de stocks de produits manufacturés (+0,6 point), notamment dans la pharmacie et la chimie.

Par ailleurs, la reprise de l'activité dans la branche cokéfaction-raffinage a conduit à un restockage de produits raffinés.

Les variations de stocks de produits manufacturés se stabiliseraient

Au deuxième trimestre, la contribution à la croissance des stocks de produits manufacturés serait faiblement négative (-0,1 %). Dans l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie de mai 2014, le niveau des stocks est jugé stable à un niveau légèrement inférieur à la normale. Le rythme des variations de stocks devrait ainsi se stabiliser à compter du troisième trimestre 2014. Au total sur l'année, le comportement de stockage des entreprises contribuerait ainsi pour +0,4 point à la croissance du PIB, ce qui constituerait le principal facteur de la croissance en 2014 (+0,7 %). ■

Tableau 2

Contribution des variations de stocks à la croissance (en point de PIB)

	Variations trimestrielles										Variations annuelles		
	2012		2013				2014				2012	2013	2014
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Produits agricoles	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Produits manufacturés	-0,1	-0,4	0,1	0,0	0,3	-0,2	0,6	-0,1	0,0	0,0	-0,6	-0,1	0,5
dont :													
Produits agro-alimentaires	0,0	0,2	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,1						
Cokéfaction et raffinage	0,1	-0,3	0,3	0,0	0,0	-0,2	0,2						
Biens d'équipement	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0						
Matériel de transport	-0,2	-0,1	-0,1	0,2	0,4	-0,1	0,0						
Autres branches industrielles	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,4						
Énergie, eau, déchets	0,1	0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,0
TOTAL¹	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,4	-0,3	0,6	-0,1	0,0	0,0	-0,6	-0,2	0,4

Prévision

(1) Les variations de stocks sont y compris les acquisitions nettes d'objets de valeur.

Source : Insee

Développements internationaux



Pétrole et matières premières

Le marché se détend, mais le prix du pétrole reste élevé

Depuis début 2014, le prix du baril de Brent s'établit à un niveau élevé (108 \$), sous l'effet de tensions géopolitiques marquées, alors que celles sur le marché physique sont faibles : au premier trimestre, la baisse de la demande des pays de l'OCDE s'est en effet conjuguée à une légère hausse de la production mondiale.

Au deuxième trimestre 2014, la demande n'augmenterait que légèrement, du fait d'une baisse saisonnière dans les pays de l'OCDE. Par ailleurs, certains pays de l'Opep (Libye, Arabie Saoudite) seraient en mesure de ré-augmenter leur production, tandis que la production américaine resterait dynamique.

Au second semestre 2014, la demande croîtrait, essentiellement portée par les pays de l'OCDE, et l'offre, soutenue par un niveau élevé de production à la fois au sein de l'Opep et sur le continent américain devrait satisfaire cette demande. Le prix du baril de Brent, figé à 108 \$ en prévision, est toutefois soumis à plusieurs aléas : l'incertitude sur la restauration des capacités productives de l'Opep, les tensions internationales générées par la crise ukrainienne et l'accord sur le nucléaire iranien.

Au premier trimestre 2014, la demande a reculé, l'offre s'est améliorée

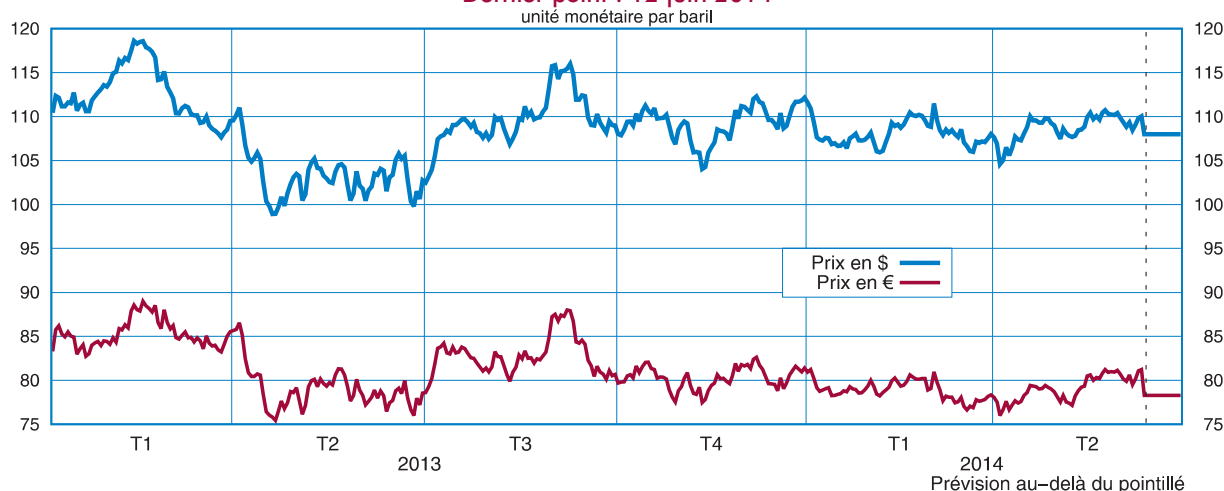
Au premier trimestre, la demande a reculé, notamment en Europe où les besoins énergétiques ont été faibles en raison d'un hiver doux. Aux États-Unis, malgré un hiver rude, la demande a diminué sous l'effet d'une moindre circulation automobile et de la période de maintenance des raffineries. L'offre a augmenté, surtout dans les pays de l'Opep, mais moins fortement qu'attendu, du fait d'une moindre production dans les pays d'Europe centrale (Russie, Kazakhstan).

Néanmoins, le prix du Brent est resté à un niveau soutenu (108 \$ en moyenne, cf. graphique 1). Après une période de légère détente au début du trimestre, l'escalade des tensions internationales autour de la crise ukrainienne, mêlée à un regain d'incertitude quant aux capacités productives du cartel, ont en effet maintenu le cours du brut à un niveau élevé.

Au deuxième trimestre 2014, offre et demande augmenteraient de concert

Au deuxième trimestre 2014, la demande n'augmenterait que légèrement (+0,7 Mbpj). Elle diminuerait dans les pays de l'OCDE (-0,5 Mbpj), essentiellement au Japon (-0,9 Mbpj), où la baisse

1 - Prix du Brent en € et en \$
Dernier point : 12 juin 2014



Source : Financial Times

Développements internationaux

de la consommation est saisonnière à la fin de l'hiver. En revanche, elle serait plus dynamique dans les pays hors OCDE (+1,2 Mbpj), en particulier au Moyen-Orient (+0,4 Mbpj) où la hausse des températures entraîne celle de la consommation d'électricité nécessaire à la climatisation.

L'offre serait légèrement en hausse (+0,4 Mbpj), bénéficiant à la fois de l'augmentation saisonnière de production de biocarburants (+0,4 Mbpj) et d'une reprise de la production de l'Opep (cf. graphique 2), notamment en Libye, où un compromis politique entre gouvernement central et forces rebelles permettrait la remise en service graduelle de plusieurs terminaux. En Irak, la production croît de nouveau depuis la fin du premier trimestre 2014, mais les tensions internes rendent incertaine la poursuite de ce redressement. Enfin, l'Arabie Saoudite s'est engagée à augmenter son offre si nécessaire.

Au second semestre 2014, le dynamisme soutenu de l'offre répondrait à l'augmentation de la demande

Au troisième trimestre, la production continuerait d'augmenter en Libye, et serait en hausse en Arabie Saoudite. Par ailleurs, la production pourrait aussi s'élever en Iran, si un accord avec les pays du G5 et l'Allemagne était conclu en juillet. La production baisserait toutefois légèrement en Europe (-0,3 Mbpj), du fait de la période de maintenance des infrastructures en Mer du Nord. Du côté de la demande, elle progresserait au sein des pays de l'OCDE (+1,0 Mbpj) à la faveur de la période de départs en vacances (la *driving season*), ainsi qu'au Moyen-Orient (+0,4 Mbpj).

Au quatrième trimestre, la production serait portée par une remise en service des installations en

Europe, une augmentation des capacités américaines d'acheminement du pétrole vers le Golfe du Mexique, ainsi que par une production de l'Opep toujours dynamique. La demande continuerait de croître elle-aussi, sous l'effet du renforcement de l'activité dans les pays de l'OCDE.

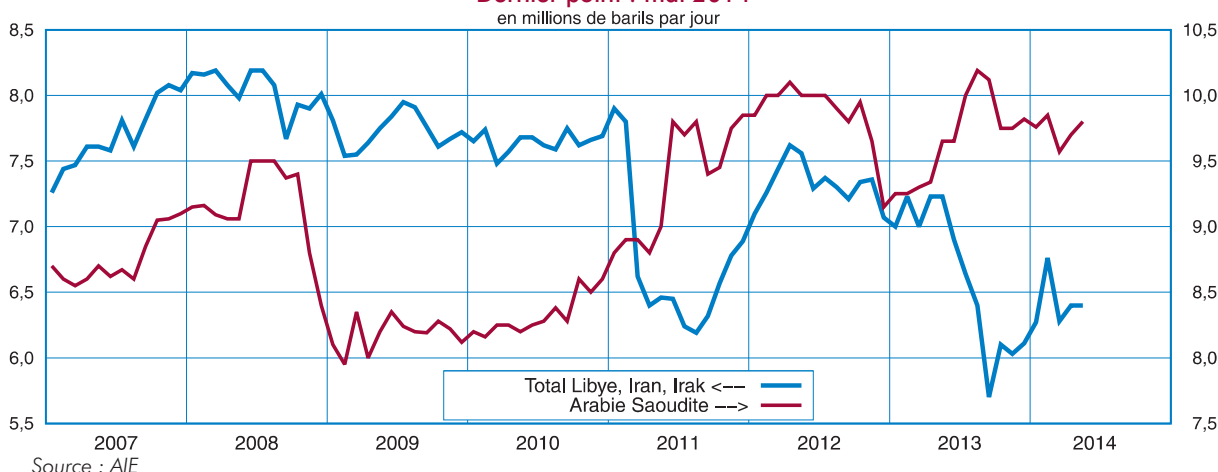
Le prix du baril de Brent se stabiliserait autour de 108 \$

Au total, les hausses de l'offre et de la demande étant de même ampleur, le prix du baril de Brent se stabiliserait d'ici la fin de l'année. Il est ainsi fixé conventionnellement proche de son dernier cours observé (108 \$ en moyenne en avril 2014). Les difficultés internes de l'Opep pourraient peser sur la production du cartel. En outre, toute aggravation de la crise ukrainienne provoquerait probablement de nouvelles hausses du prix du pétrole. À l'inverse, l'amélioration des relations entre l'Iran et les pays occidentaux pourrait favoriser une détente des prix.

Au deuxième trimestre, les cours des matières premières industrielles se redressent

Marqués par une faible croissance mondiale et une production excédentaire qui a généré une augmentation des stocks, les cours sur le marché des métaux industriels ont baissé au premier trimestre 2014 (cf. graphique 3). C'est notamment le cas du prix du cuivre, en raison d'une moindre activité industrielle en Chine. Les cours se redressent au deuxième trimestre sous l'effet d'une demande mondiale solide. De même, les cours de l'aluminium augmenteraient nettement au

2 - Production de pétrole de l'Arabie Saoudite et de la Libye, de l'Iran et de l'Irak
Dernier point : mai 2014



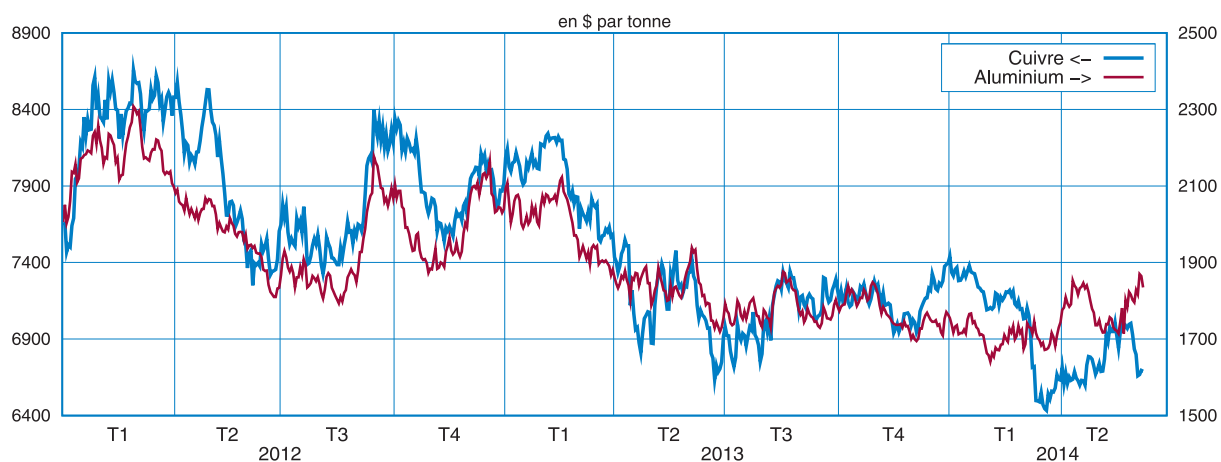
Développements internationaux

deuxième trimestre, en raison de l'embargo sur les exportations de minerai brut en Indonésie et des très longs délais d'approvisionnement.

Le prix des matières premières agricoles a crû au premier trimestre (cf. *graphique 4*), sous l'effet des tensions générées par la crise en Ukraine (un des principaux producteurs de céréales). La

progression est restée toutefois relativement modeste, le niveau de production de maïs étant très élevé, soutenu par des rendements records aux États-Unis. Il en est de même pour le blé qui a bénéficié de meilleures conditions météorologiques et d'importantes réserves au niveau mondial. Les perspectives de prix dépendent de l'évolution des tensions géopolitiques en Europe centrale. ■

3 - Cours des métaux industriels Dernier point : 12 juin 2014



Source : London Metal Market

4 - Cours des matières premières alimentaires Dernier point : 12 juin 2014



Source : Data Insight

Marchés financiers

Les politiques monétaires à l'épreuve de la reprise

Dans un contexte de reprise économique lente dans la zone euro, mais plus prononcée dans les autres pays développés et notamment aux États-Unis, la question de la politique monétaire à adopter se pose avec acuité de part et d'autre de l'Atlantique.

Pour l'heure, la Réserve Fédérale, face à la consolidation de la reprise et à l'embellie du marché de l'emploi, poursuit sa stratégie de désengagement de son programme d'assouplissement quantitatif, en réduisant le montant de ses achats de titres mensuels.

La BCE, quant à elle, est confrontée à la faiblesse de l'inflation, à une contraction persistante du crédit au secteur privé et au niveau élevé de l'euro qui pèse sur la compétitivité de l'union monétaire. En juin 2014, elle a abaissé son taux directeur à 0,15 %, et annoncé la mise en place, à partir du troisième trimestre 2014, de plusieurs opérations de refinancement de long terme.

En dépit de ces difficultés persistantes, le retour de la croissance dans la zone euro, qui se confirme, et la réallocation des flux de capitaux internationaux en faveur de placements libellés en euros profitent au marché de la dette souveraine, notamment celle des pays périphériques. Cette attractivité soutient le taux de change de l'euro, qui s'établit à un niveau élevé par rapport au dollar malgré le resserrement tendanciel de politique monétaire aux États-Unis.

À l'horizon de la prévision, les hypothèses conventionnelles retenues pour les taux de change sont de 1,36 dollar, 139 yens et 0,81 livre pour un euro.

La politique monétaire continue de se normaliser aux États-Unis, mais s'assouplit dans la zone euro

Au deuxième trimestre 2014, la Réserve Fédérale américaine poursuit la normalisation de sa politique monétaire. Elle a de nouveau ralenti le rythme de ses achats de titres fin avril 2014, pour la quatrième fois consécutive. Depuis mai 2014, la Fed achète donc mensuellement 20 Mds \$ de titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) et 25 Mds \$ de bons du Trésor, soit la moitié de ce qu'elle

achetait fin 2013. Ses achats de titres s'interrompraient complètement fin 2014, ce qui marquerait l'arrêt de la période d'expansion de son bilan débutée en 2008. Dans le même temps, la politique de taux d'intérêt de la Fed reste inchangée : son taux directeur est à 0,25 % depuis septembre 2009. Une modification de cette politique est conditionnée à une nouvelle amélioration substantielle du marché du travail.

La baisse progressive de l'inflation dans la zone euro inquiète la BCE. En conséquence, lors de sa réunion du 5 juin 2014, le conseil des gouverneurs a nettement assoupli la politique monétaire de l'institution. Le taux de dépôt a été abaissé de 10 points de base, à 0,15 %, et le taux de facilité de prêt, où les banques déposent au jour le jour leurs excédents de liquidité, a été abaissé à -0,1 %. En outre, à partir de septembre 2014, la BCE conduira des opérations de refinancement de long terme ciblées (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*), en deux étapes :

- en septembre et décembre 2014, la BCE proposera aux banques européennes un prêt à quatre ans dont le montant pourra aller jusqu'à 7 % de leur encours de prêt au secteur privé non financier (à l'exclusion des prêts immobiliers aux ménages), tel qu'arrêté en avril 2014, soit une somme d'environ 400 Mds €,

- entre mars 2015 et juin 2016, la BCE prêterait trimestriellement aux banques jusqu'à trois fois le montant de leurs nouveaux crédits nets au secteur privé non financier (toujours à l'exclusion des prêts immobiliers aux ménages), à un taux proche du taux directeur.

Enfin, la BCE étendra la liste des collatéraux éligibles comme contrepartie de ses opérations de refinancement, et maintiendra sa procédure d'appels d'offre servis intégralement à taux fixe pour les opérations principales de refinancement jusqu'à décembre 2016 au moins. Elle annonce également qu'elle intensifie sa préparation en vue de mettre en place éventuellement un programme d'achats de titres adossés à des créances d'entreprises non financières.

Au Royaume-Uni comme au Japon, la politique monétaire reste inchangée. La Banque d'Angleterre a conservé son taux directeur (à 0,5 %) et détient toujours un stock important mais inchangé depuis l'été 2012 de bons du Trésor britannique (375 Mds £, soit environ 20 % du PIB). La baisse

rapide du chômage à 6,8 % au premier trimestre 2014, soit un niveau inférieur à la cible de 7 % initialement évoquée par la BoE comme préalable à toute hausse des taux, laisse présager la fin du *statu quo* actuel dans les trimestres qui viennent. Au Japon, la banque centrale maintient la politique très accommodante qu'elle a amorcée début 2013 dans le but de permettre au pays de sortir de déflation. Elle continue ainsi de procéder à l'expansion de sa base monétaire à un rythme annuel de 60 000 à 70 000 Mds de yens (environ 15 % du PIB par an entre 2013 et 2015).

Dans la zone euro, le marché interbancaire se ravive, mais le crédit continue de se contracter

Malgré la réduction de la liquidité excédentaire conservée par les banques, une large part des banques européennes continue d'effectuer son refinancement auprès de la BCE, grâce à la liquidité prêtée lors des opérations de refinancement de très long terme de fin 2011 et début 2012. Ceci s'observe surtout dans les pays périphériques, où les institutions financières restent fragiles. Le marché interbancaire montre toutefois des signes d'amélioration depuis début 2014 : les volumes négociés au jour le jour y augmentent nettement, ce qui conduit au retour d'un peu de volatilité. Mais les échanges se font toujours préférentiellement entre banques des pays « cœur », au détriment de celles des pays périphériques, de sorte que l'hétérogénéité persiste.

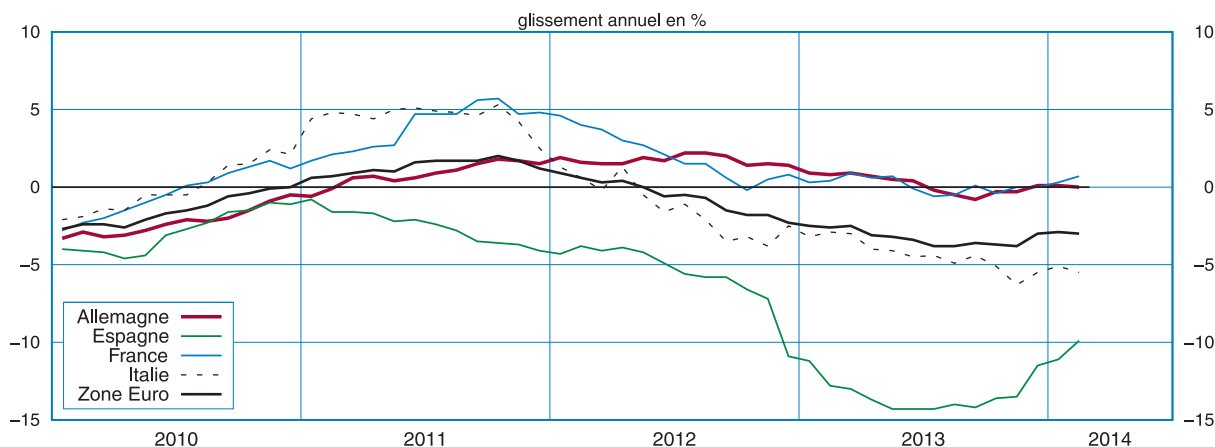
Le crédit aux entreprises de la zone euro reste caractérisé par une baisse des encours de crédit au premier trimestre 2014, bien qu'à un rythme légèrement moins prononcé que fin 2013. Ce

recul est particulièrement prononcé en Italie et en Espagne (cf. *graphique 1*). L'enquête menée par la BCE auprès des banques de la zone (*Bank Lending Survey*) parue en avril 2014 attribue la moindre baisse des encours de crédit au fait que la demande adressée aux banques aurait cessé de décroître, dans un contexte de stabilité des conditions d'offre. Cependant, selon l'enquête sur l'accès des PME européennes au financement également menée par la BCE (enquête *Safe*) et portant sur la période d'octobre 2013 à mars 2014, 14 % des PME européennes rencontrent toujours des difficultés d'accès au financement externe (pour une analyse de l'impact des conditions de crédit sur les entreprises françaises entre 2003 et 2013 cf. *dossier de cette Note de conjoncture* « Les conditions de crédit ne semblent pas amplifier le cycle économique en France »). De plus, au sein même de la zone euro, une forte hétérogénéité dans les taux d'emprunt bancaire facturés aux entreprises perdure. Ainsi, les taux d'intérêt moyens sur les nouveaux crédits accordés aux entreprises italiennes et espagnoles restent supérieurs de plus d'un point à ceux accordés aux entreprises allemandes et françaises (cf. *graphique 2*).

Le marché des dettes souveraines continue de se normaliser progressivement

Dans la zone euro, la normalisation des conditions de financement des dettes souveraines européennes se poursuit, et les principaux pays touchés par la crise de la dette souveraine en 2011 retrouvent des conditions d'endettement plus favorables. Ainsi, les taux souverains à

1 - Encours de crédit bancaire aux sociétés non financières dans la zone euro
Dernier point : avril 2014



Source : Banque Centrale Européenne

Développements internationaux

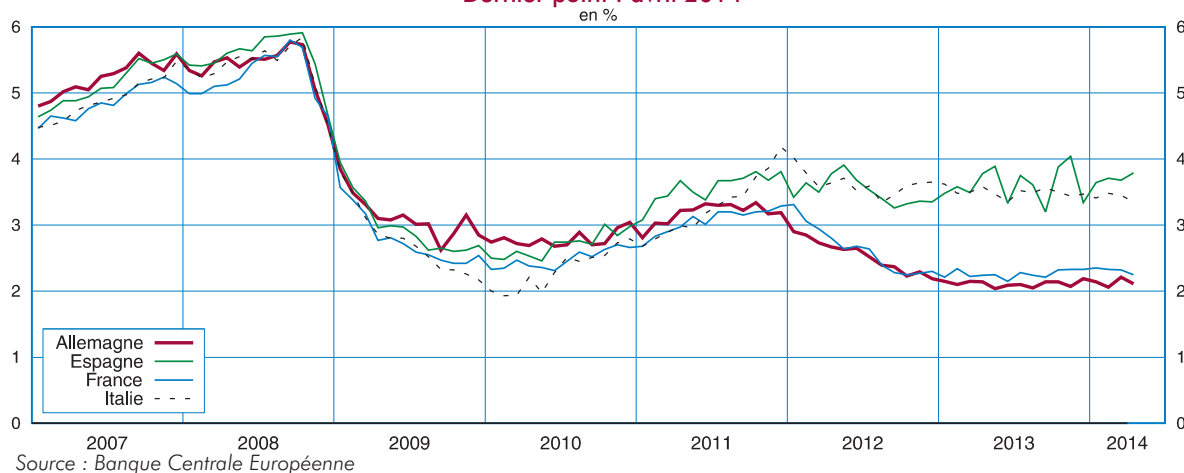
10 ans de l'Espagne comme de l'Italie continuent de diminuer : en mai, ils se situaient autour de 2,9 % et 3,0 % respectivement. La situation des pays les plus durement touchés s'améliore également : en avril, la Grèce a réalisé sa première émission de dette souveraine de long terme depuis 2010 (3 Mds € à 5 ans à 4,9 %) ; en mai, le Portugal est sorti du plan d'aide de la *Troïka* sans recourir à une nouvelle ouverture de ligne de crédit. Dans le même temps, l'Allemagne, comme la France, continuent de bénéficier de conditions d'emprunt très avantageuses (taux à 1,4 % et 1,8 % respectivement en mai). De même, les États-Unis et le Royaume-Uni conservent des taux bas et stables depuis le début de l'année.

L'euro reste fort

Malgré le ralentissement de l'assouplissement monétaire américain et en dépit des différentiels d'inflation et de croissance anticipés, l'euro reste fort par rapport au dollar (*cf. graphique 3*). Le retour de l'attractivité des placements européens, en particulier des dettes souveraines des pays périphériques qui présentent des rendements relativement élevés et sont à nouveau considérés comme peu risqués, en est partiellement la cause. Dans le même temps, le yen est resté stable en dépit de la poursuite de l'assouplissement monétaire mené par la banque centrale nippone. La livre, en revanche, poursuit un mouvement d'appréciation amorcé à l'été 2013. Par ailleurs, les autorités chinoises ont continué de laisser le yuan se déprécier face au dollar. Au 1^{er} mai 2014, il est à son plus bas niveau depuis fin 2012. ■

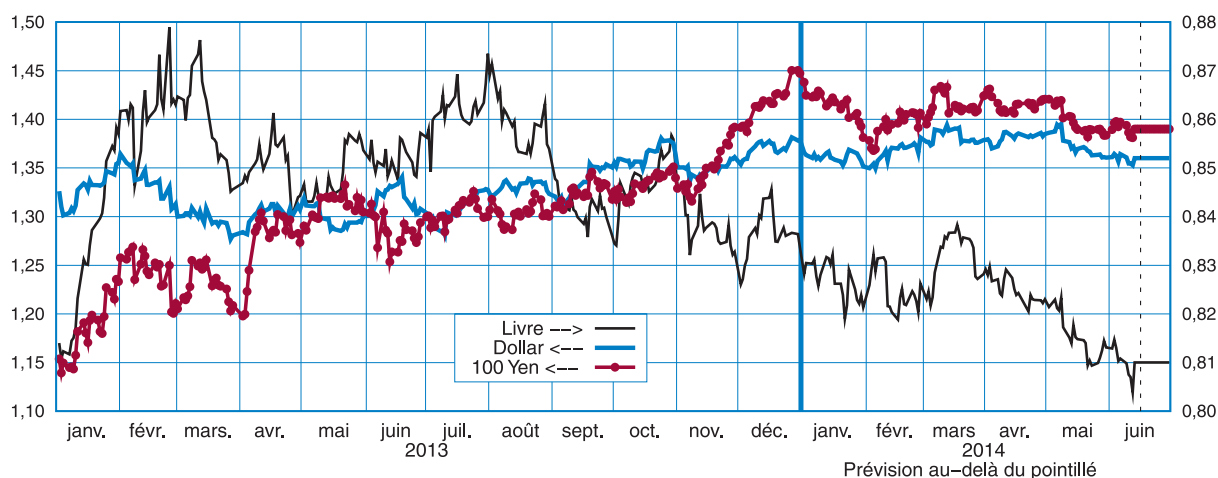
2 - Taux moyen des crédits nouveaux aux sociétés non financières

Dernier point : avril 2014



3 - Taux de change de l'euro

Dernier point : 12 juin 2014



Zone Euro

Une reprise en pente douce

Au premier trimestre 2014, l'activité a de nouveau crû dans la zone euro : +0,2 %, après +0,3 % au quatrième trimestre 2013. Cette hausse a été de moindre ampleur qu'attendu, principalement en raison d'un commerce mondial décevant. Mais celle de la demande intérieure (+0,2 % après +0,1 %) a confirmé le retour progressif de la croissance à l'intérieur de la zone.

Cette tendance se poursuivrait d'ici la fin de l'année, la demande intérieure progressant encore modérément (+0,2 % au deuxième trimestre, puis +0,3 % par trimestre au second semestre). Bien que peu dynamique (+0,3 % par trimestre), la consommation bénéficierait de gains modestes de salaire réel et de l'affaiblissement de la consolidation budgétaire, tandis que le redressement de l'investissement des entreprises se confirmerait.

Au total, le PIB de la zone euro croîtrait de 1,0 % en 2014, après avoir reculé de 0,4 % en 2013.

Croissance modérée au premier trimestre 2014

Au premier trimestre 2014, l'activité dans la zone euro a progressé modérément, comme fin 2013 (+0,2 % après +0,3 %). Cette hausse est moins vive qu'attendu dans la Note de conjoncture de mars 2013 (+0,4 %), principalement du fait des exportations qui ont faiblement progressé (+0,3 %). Toutefois la reprise progressive dans la zone euro se confirme : comme attendu, la

demande intérieure hors stocks a légèrement accéléré (+0,2 % après +0,1 %), en particulier la consommation privée (+0,1 % après +0,0 %). L'investissement en équipement, bien qu'en léger ralentissement, serait également resté dynamique (+1,5 % après +2,7 %).

Selon les enquêtes de conjoncture, l'activité continuerait de croître

Après la forte amélioration intervenue entre mi-2013 et fin 2013, les enquêtes de conjoncture sont globalement stables depuis le début de l'année, à un niveau cohérent avec une croissance modérée. Seul le secteur de la construction continue de se situer en phase nettement défavorable (cf. graphique 1).

Les enquêtes laissent augurer la poursuite d'une croissance modeste, de l'ordre de +0,3 % par trimestre d'ici la fin de l'année.

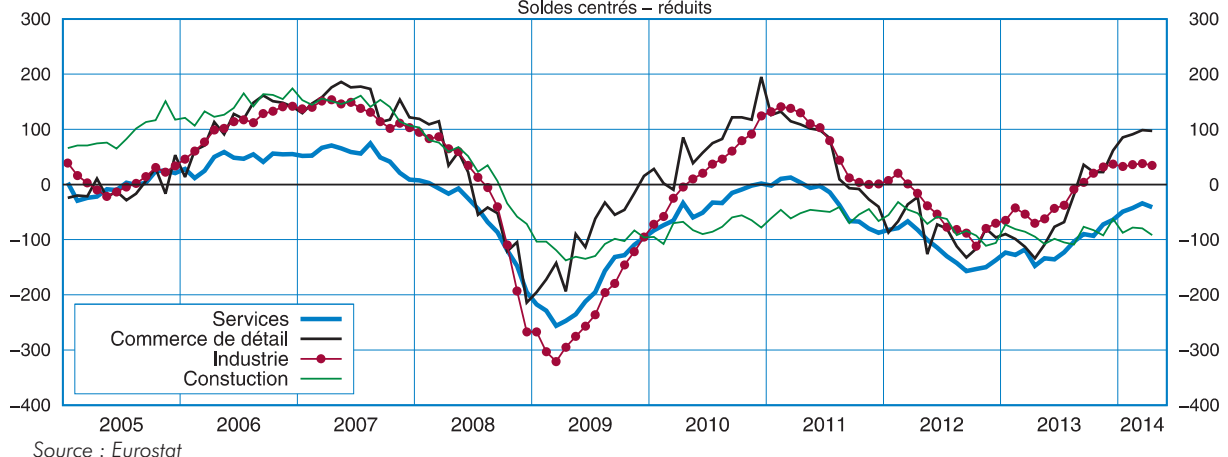
La croissance est avant tout portée par la demande intérieure : la consommation...

Le pouvoir d'achat des ménages progresserait à nouveau en 2014 (+0,8 %), après quatre années consécutives de baisse, avec la conjonction de deux facteurs favorables. D'une part, la croissance de l'activité entraînerait celle de l'emploi, à un rythme comparable à celui observé fin 2013 (+0,1 % par trimestre). Cette hausse ne serait toutefois pas suffisante pour que le taux de chômage baisse : celui-ci se stabiliserait à son niveau d'avril (11,7 %). La reprise de l'activité favoriserait également une reprise modérée de la

1 - Indicateurs de confiance par secteurs

Dernier point : avril 2014

Soldes centrés - réduits



Développements internationaux

croissance des salaires réels (particulièrement en Allemagne et en Espagne). D'autre part, le rythme de la consolidation budgétaire faiblissant, la pression fiscale diminuerait sur les ménages (particulièrement en Italie).

Dans ces conditions, la consommation croîtrait à nouveau (+0,7 % en moyenne sur l'année), après deux années consécutives de baisse (-0,6 % en 2013 après -1,4 % en 2012).

... et l'investissement des entreprises, malgré le repli de la construction

Après avoir fortement diminué entre mi-2011 et mi-2013, l'investissement des entreprises a retrouvé, depuis le milieu de l'année dernière, une croissance relativement dynamique (+1,5 % en moyenne depuis le deuxième trimestre 2013). En prévision, il conserverait ce rythme, soutenu par l'amélioration des perspectives de demande et le besoin de renouveler les capacités de production après une phase marquée d'ajustement. Cette croissance solide de l'investissement se matérialiserait dans les principaux pays de la zone euro, à l'exception de la France où le besoin de renouvellement est limité du fait de la bonne tenue relative de l'investissement en équipement depuis 2010.

L'investissement dans la construction, au contraire, est resté atone au premier trimestre et se replierait au deuxième trimestre 2014 (-0,7 %, principalement en raison du contrecoup de l'hiver doux en Allemagne). Les dépenses stagneraient ensuite au second semestre, avec des évolutions contrastées selon les pays : en Allemagne, les dépenses en construction croîtraient fortement, notamment grâce au déblocage des fonds de reconstruction après les inondations du printemps 2013 ; à l'inverse, en Espagne, en Italie et en France, la baisse de l'investissement se poursuivrait, mais à un rythme

progressivement moindre. Ces écarts de phases conjoncturelles dans la construction entre l'Allemagne et ses principaux partenaires contribuent pour environ la moitié aux écarts de croissance du PIB prévus en 2014.

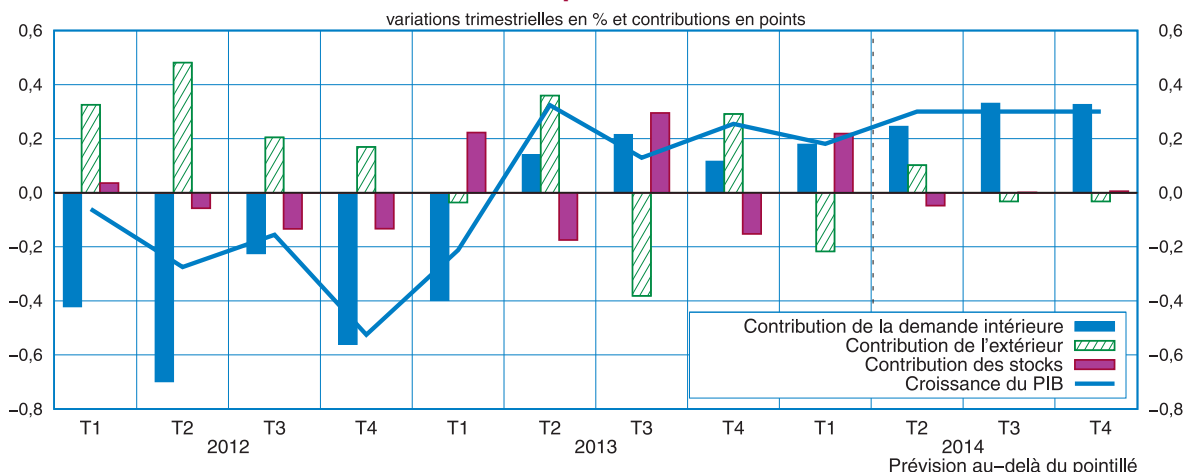
Le commerce extérieur ne contribuerait plus à la croissance

Après avoir stagné au premier trimestre, les exportations évolueraient ensuite de façon cohérente avec la demande mondiale : +1,2 % au deuxième trimestre par contrecoup de l'atonie au premier trimestre, puis +0,8 % par trimestre. Dans le sillage de la demande intérieure, les importations croîtraient également à nouveau à un rythme relativement soutenu (+1 % environ par trimestre) et la contribution du commerce extérieur à la croissance serait nulle en 2014, signe du regain de vigueur de la demande intérieure (*cf. graphique 2*).

L'inflation resterait limitée

En mai 2014, l'inflation d'ensemble s'établissait à +0,5 % en glissement annuel. Elle progresserait légèrement à +0,8 % à l'horizon de décembre, du fait d'une nouvelle hausse des prix de l'énergie. Sous l'hypothèse conventionnelle d'un baril de Brent stable en prévision à 108 \$ (79,4€) et sous l'effet des sorties de glissement des baisses observées en octobre et novembre 2013, le glissement annuel des prix des produits énergétiques augmenterait en effet à +0,5 % en décembre 2014, après 0,0 % en mai. Par ailleurs, le redressement des prix des matières premières alimentaires constaté depuis le début de l'année 2014 contribuerait à l'accélération des prix de l'alimentation d'ici la fin de l'année. En revanche, l'inflation « sous-jacente » resterait limitée : +0,8 % sur un an en décembre, après +0,7 % en mai. ■

2 - La demande intérieure prendrait le relais de l'extérieur



Sources : Eurostat, calculs et prévisions Insee

Allemagne

Accélération de l'investissement

Au premier trimestre 2014, l'activité a nettement accéléré en Allemagne (+0,8 % après +0,4 %) malgré la faiblesse des exportations. Les températures hivernales particulièrement douces ont favorisé les dépenses de construction (+3,6 % après +0,2 %). Par ailleurs, la consommation des ménages a rebondi (+0,7 % après -0,3 %) et l'investissement en équipement a accéléré (+3,3 % après +1,4 %).

Au deuxième trimestre, l'activité ralentirait (+0,4 %), freinée par un contrecoup dans la construction. Elle accélérerait légèrement au second semestre (+0,5 % par trimestre), soutenue par l'investissement et la consommation des ménages. En moyenne annuelle, l'activité croîtrait de 2,1 % en 2014.

Redémarrage des exportations

Au premier trimestre 2014, le commerce mondial a reculé et les exportations allemandes n'ont que faiblement progressé (+0,2 %). Les indices de commandes à l'exportation des enquêtes de conjoncture se maintiennent toutefois à un niveau élevé, ce qui laisse augurer un rebond des exportations au deuxième trimestre (+1,6 %). Elles progresseraient ensuite au même rythme que le commerce mondial (+1,1 % par trimestre).

À l'inverse, les importations ont été très dynamiques début 2014 (+2,2 % au premier trimestre). Elles ralentiraient au deuxième trimestre avant de progresser à un rythme soutenu au second semestre, dynamisées par la vigueur de la demande intérieure. Au total, la contribution des échanges extérieurs à la croissance serait nulle au second semestre après une contribution négative au premier trimestre (-0,9 point) et un rebond au deuxième (+0,6 point).

Dépenses d'investissement dynamiques

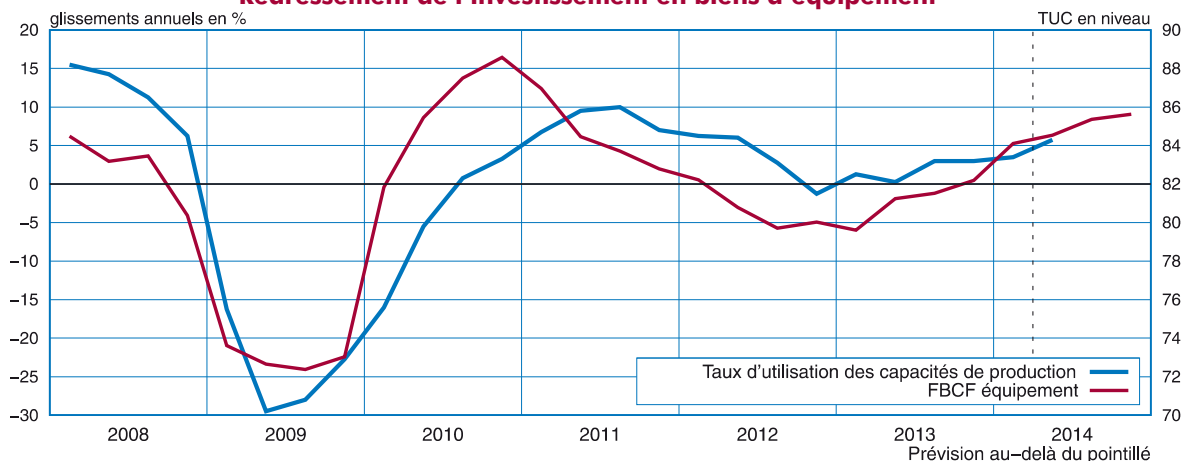
L'investissement dans la construction a fortement progressé cet hiver (+3,6 %), en raison d'un nombre de jours de gel particulièrement bas pour la saison. Il se contracterait par contrecoup au deuxième trimestre (-2,3 %). Au second semestre, il progresserait à un rythme soutenu (+1,2 % par trimestre), en raison d'une part de la faiblesse des taux d'intérêt et d'autre part de dépenses publiques pour la reconstruction des infrastructures endommagées par les inondations du printemps 2013.

L'investissement en biens d'équipement a vivement augmenté au premier trimestre (+3,3 %). Ce dynamisme perdurerait : le taux d'utilisation des capacités croît (cf. graphique), de même que les commandes domestiques en biens d'équipement. Au total, le taux d'investissement se redresserait, sans toutefois retrouver son niveau de 2011 et l'investissement en biens d'équipements progresserait de 7,3 % en 2014, après -2,2 % en 2013.

Accélération de la consommation

Au premier trimestre 2014, le taux de chômage atteint son plus bas niveau depuis la réunification (5,1 %). La situation du marché du travail continuerait de s'améliorer sur le reste de l'année et l'emploi augmenterait de 1,1 % en 2014, après +0,9 % en 2013. Alors que les salaires par tête resteraient modérés (cf. éclairage), le pouvoir d'achat du revenu des ménages accélérerait en 2014 (+1,0 % après +0,6 %), soutenu par la baisse de l'inflation. En conséquence, la consommation des ménages accélérerait également : +1,3 % en 2014, après +1,0 % en 2013. ■

Redressement de l'investissement en biens d'équipement



Sources : Ifo, Destatis

Les salaires allemands restent modérés avant l'instauration du salaire minimum

Les salaires allemands ont ralenti en 2013

L'Allemagne dégage de considérables excédents commerciaux : en 2013, le solde courant allemand a atteint 7 points de PIB. En effet, depuis une décennie la croissance allemande est portée plus par les exportations que par la demande intérieure. La résorption des déséquilibres macroéconomiques au sein de la zone euro nécessite donc un rééquilibrage de la croissance allemande. Celle-ci passe notamment par une accélération sensible des salaires en Allemagne, à la fois pour soutenir la demande intérieure allemande et faciliter les ajustements de compétitivité au sein de la zone euro (cf. par exemple le FMI - septembre 2013 - ou la Commission européenne - mars 2014). Or à l'inverse, les salaires allemands ont ralenti en 2013 (cf. graphique 1 et Destatis, 2014).

Ce ralentissement des salaires pourrait avoir une origine conjoncturelle...

Ce ralentissement pourrait avoir une origine conjoncturelle : au moment de la renégociation des accords de branche (autour du deuxième trimestre 2013¹), l'activité en Allemagne enchaînait deux trimestres très moroses (-0,5 % puis 0,0 %), et le taux de chômage en concept national - le plus suivi en Allemagne - avait augmenté au quatrième trimestre 2012. Dans la construction en particulier, secteur dans lequel les salaires nominaux ont diminué en 2013 (cf. graphique 2), l'activité s'est fortement contractée durant l'hiver en raison des températures particulièrement basses pour la saison.

... mais les premiers signaux sur 2014 n'indiquent pas d'accélération

En 2014, les signaux économiques sont nettement plus positifs (hausse du PIB de 0,8 % au premier trimestre 2014, taux de chômage en baisse continue depuis plus d'un an) et offrent un contexte favorable aux revendications salariales. Pourtant, les premières indications concernant l'ouverture des négociations salariales laissent de nouveau attendre une croissance modérée des salaires allemands (notamment, une augmentation de 3,1 % dans le bâtiment, après +3,2 % en 2013). Ainsi notre scénario de prévision retient l'hypothèse d'une quasi-stabilité des hausses de salaires nominaux (+2,3 % prévu en 2014, contre +2,2 % en 2013).

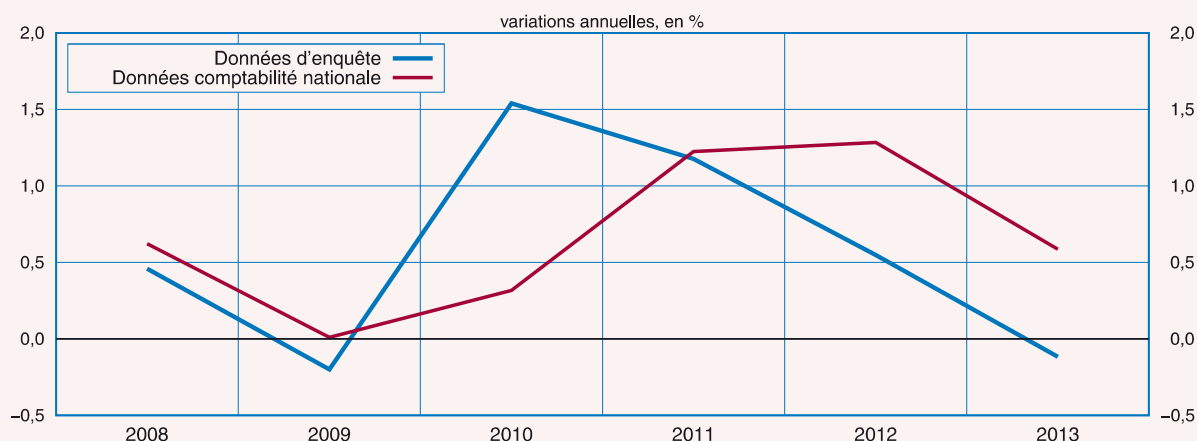
La mise en place d'un salaire minimum devrait cependant entraîner une hausse des salaires en 2015

Les salaires pourraient toutefois accélérer dès 2015 avec la mise en place d'un salaire minimum en Allemagne. Selon les principaux instituts de conjoncture allemands, l'instauration de ce salaire minimum augmenterait ainsi le salaire moyen par tête d'environ 0,7 % (en nominal)². Cette hausse se traduirait donc par une accélération des salaires allemands. De plus, la baisse tendancielle du chômage devrait finir par entraîner des tensions croissantes sur le marché du travail et susciter une hausse des salaires. ■

(1) Les négociations salariales se déroulent toute l'année, mais les principaux accords sont conclus au premier semestre.

(2) cf. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, 2014, page 35 qui détaille les scénarios pour 2015 avec et sans instauration du salaire minimum.

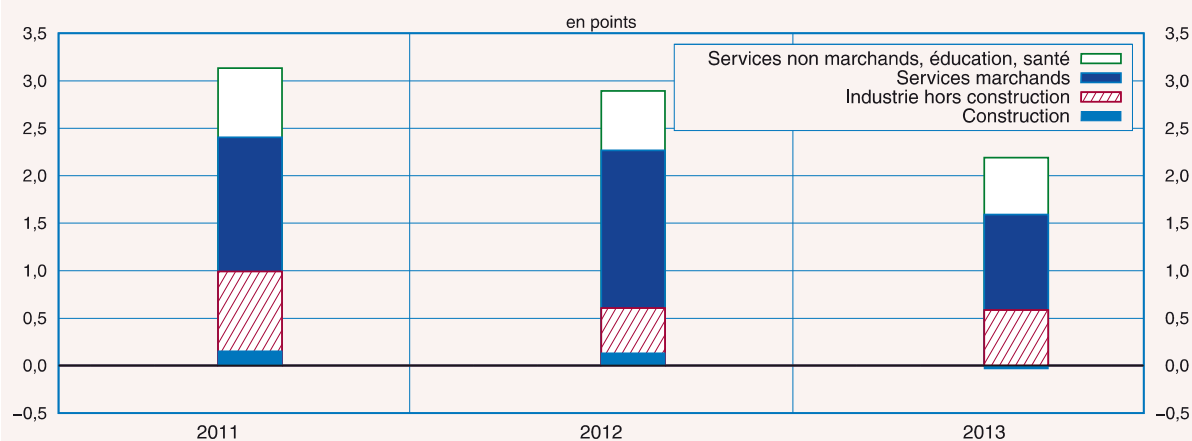
Salaires réels



Note de lecture : Il existe deux sources principales sur les salaires en Allemagne. D'une part, l'enquête trimestrielle sur les salaires, publiée en premier, reçoit un écho important dans la presse ; elle indique une baisse des salaires réels de 0,1 % en 2013 (après +0,5 % en 2012). D'autre part, les données de comptabilité nationale, selon lesquelles les salaires réels ont augmenté de 0,6 % sur l'année (après +1,3 % en 2012). Au-delà de la différence de déflateur (indice des prix à la consommation ou déflateur de la consommation), l'écart provient principalement des séries de salaires nominaux, dont pour partie, une différence de champ : la comptabilité nationale prend en compte l'ensemble de l'économie (y compris secteur non marchand), tandis que l'enquête sur les salaires ne porte que sur les entreprises de plus de 5 salariés. Ce sont donc les données issues de la comptabilité nationale qu'il convient de privilégier concernant les salaires en Allemagne.

Sources : Destatis, calculs Insee

Contribution à l'évolution des salaires nominaux



Sources : Destatis, comptes nationaux, calculs Insee

Bibliographie

Destatis, Reallöhne 2013 um 0,2 % gesunken, février 2014.

European Commission, Communication from the commission to the european Parliament, the Council and the Eurogroup, Results of in-depth reviews under Regulation (EU) No 1176/2011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances, march 2014.

FMI, Imbalances and Growth : Update of Staff Sustainability for G-20 Mutual Assessment Process, septembre 2013.

Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, Deutsche Konjunktur im Aufschwung - aber Gegenwind von der Wirtschaftspolitik, Frühjahr 2014. ■

Italie

Lente reprise

L'activité a reculé de 0,1 % au premier trimestre 2014, alors qu'elle avait tout juste renoué avec la croissance au quatrième trimestre 2013 (+0,1 %), après neuf trimestres de récession. Ce recul est inattendu (+0,2 % prévu dans la Note de conjoncture de mars et selon le consensus d'avril). Il devrait cependant être temporaire : l'activité croîtrait à nouveau au deuxième trimestre (+0,1 %), avant d'accélérer légèrement au second semestre (+0,2 % par trimestre).

Les enquêtes de conjoncture restent bien orientées

Malgré le recul de l'activité italienne au premier trimestre (-0,1 %), le redressement récent des enquêtes de conjoncture laisse attendre une légère accélération de l'activité (cf. graphique). Dans le secteur manufacturier en particulier, les enquêtes PMI atteignent 53,2 en mai, indiquant que le secteur est en phase d'expansion. L'amélioration est moins nette dans les services, mais les indicateurs disponibles en mai ne signalent plus de baisse de l'activité. Dans la construction enfin, la contraction s'atténuerait d'ici la fin de l'année selon le récent frémissement des enquêtes. Au total, l'activité croîtrait au deuxième trimestre (+0,1 %), avant d'accélérer légèrement au second semestre (+0,2 % par trimestre).

La consommation serait légèrement plus dynamique au second semestre

Cette accélération de l'activité au second semestre serait notamment permise par l'introduction de mesures de soutien au pouvoir

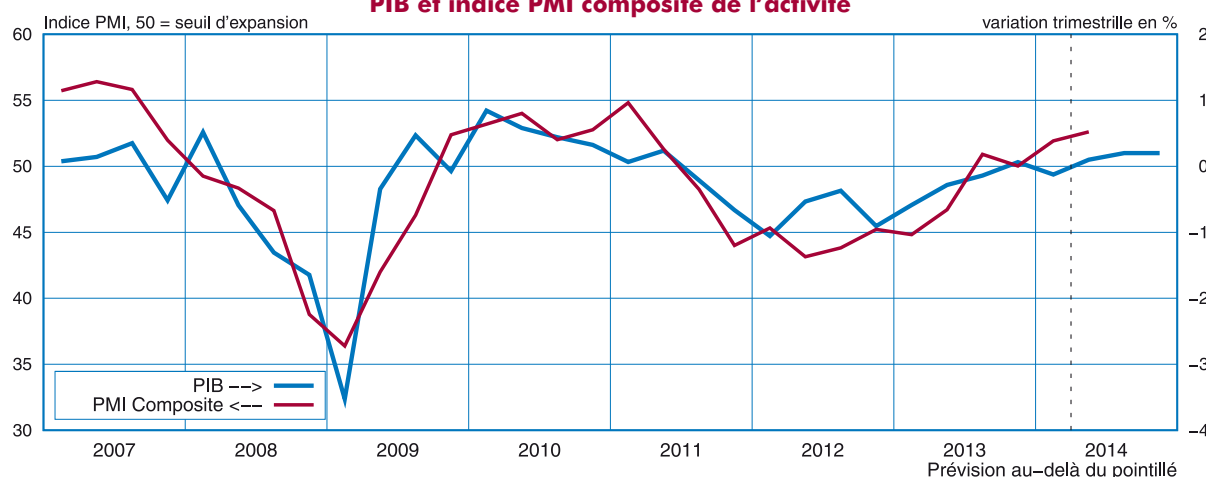
d'achat par le gouvernement Renzi (allègements d'impôts pour les ménages modestes notamment). Le pouvoir d'achat des ménages augmenterait ainsi significativement au troisième trimestre (+0,9 %), malgré le recul de l'emploi (-0,1 % par trimestre) et la stagnation des salaires réels. Après avoir légèrement augmenté au premier trimestre (+0,1 %), la consommation progresserait de nouveau au deuxième trimestre (+0,1 %) avant de gagner en dynamisme aux troisième (+0,3 %) et quatrième trimestres 2014 (+0,2 %, cf. éclairage).

L'investissement en équipements rebondirait, le commerce extérieur serait quasiment neutre

L'investissement présenterait deux visages très différents en 2014. D'un côté les investissements en biens d'équipements croîtraient (+0,5 % au deuxième trimestre puis +1,2 % par trimestre au second semestre), favorisés par le bas niveau des taux d'intérêt et la reconstitution progressive des marges des entreprises. De l'autre, les dépenses en construction reculeraient de nouveau à l'horizon de la prévision (-0,5 % par trimestre au second semestre).

Les exportations croîtraient de nouveau d'ici fin 2014 (de l'ordre de +0,5 % par trimestre), tandis que les importations accéléreraient quelque peu (+0,4 % par trimestre) dans le sillage de la demande intérieure. En prévision, la contribution du commerce extérieur à la croissance serait quasiment nulle. Après deux années de récession, l'activité progresserait de 0,1 % en 2014, mais avec une nette accélération en cours d'année : le glissement annuel du PIB passerait de -0,9 % fin 2013 à +0,4 % fin 2014. ■

PIB et indice PMI composite de l'activité



Sources : Markit, Eurostat

Comment expliquer la forte baisse du taux d'épargne des ménages italiens au cours de la Grande Récession?

Les ménages italiens se distinguent depuis le début de la crise par la baisse continue de leur taux d'épargne

Depuis le début de la crise financière en 2008, le taux d'épargne des ménages dans la zone euro (et plus généralement, dans les principaux pays développés) a suivi une évolution assez conforme à l'intuition économique : hausse au plus fort de la crise (2009), en lien avec la hausse du chômage (qui incite à la constitution d'une épargne de précaution) et avec la baisse du prix des actifs (qui diminue la richesse des ménages), puis retour progressif vers le niveau d'avant-crise. Si l'ampleur des mouvements a été très diverse selon les pays (très forte hausse puis baisse en Espagne, quasi-stabilité en Allemagne et en France), ce phénomène a cependant été assez généralisé.

Le comportement des ménages italiens est atypique (cf. graphique 1) : le taux d'épargne a baissé continûment de 2007 (15,5 %) à 2012 (11,9 %), même au plus fort de la Grande Récession, ne se redressant qu'en 2013. Même si la comparaison internationale des taux d'épargne est fragile, le taux d'épargne des ménages italiens est passé nettement en dessous de la moyenne de la zone euro, malgré la hausse du taux de chômage (de 6,1 % en 2007 à 12,2 % en 2013).

Cette évolution singulière du taux d'épargne serait liée au très fort recul du pouvoir d'achat des ménages italiens depuis 2008

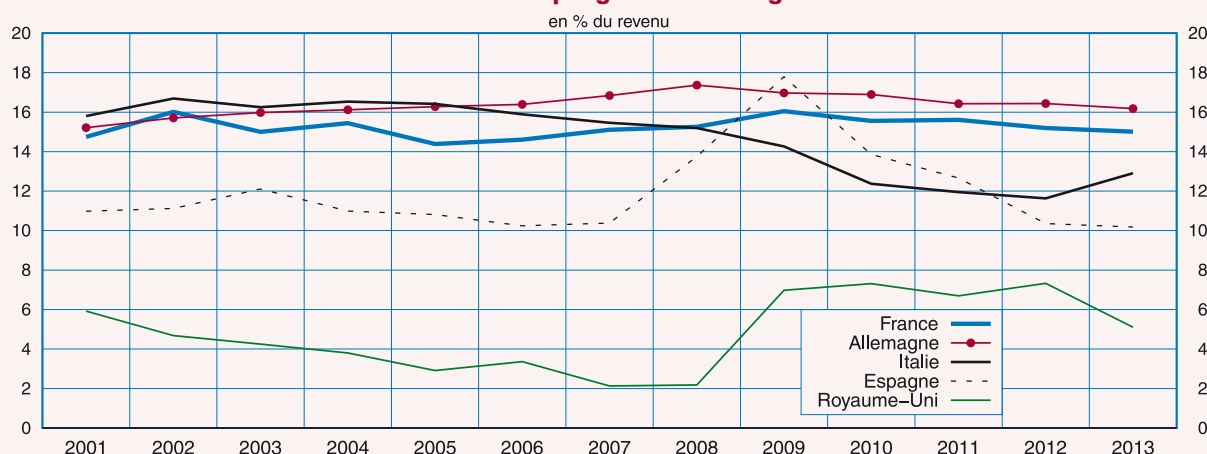
Dans l'analyse du comportement des ménages, on retient généralement l'hypothèse que les ménages ont une cible de taux d'épargne (qui dépend notamment du chômage, de l'inflation ou de la richesse des ménages), ce qui suppose que les ménages sont capables d'ajuster leur consommation à toute variation de leur revenu pour maintenir ce taux d'épargne proche de sa cible.

Si cette hypothèse est généralement vérifiée, elle ne semble pas validée en Italie lorsque le pouvoir d'achat du revenu disponible a fortement baissé entre 2008 et 2012 (-8,2 %). Confrontés à une baisse très importante de leur revenu (liée à une hausse de la taxation¹ et à une baisse de leurs salaires), les ménages auraient ainsi puisé dans leur épargne, au-delà de ce que leur cible théorique suggère, pour sauvegarder un niveau de consommation donné. C'est ce que semble confirmer l'enquête menée par Eurostat sur la « capacité des ménages à joindre les deux bouts » qui indique que les ménages italiens sont ceux qui ont le plus de difficultés à équilibrer leur budget (17,2 % avaient des difficultés en 2012, contre 14,7 % en Espagne et 4,4 % en France).

Pour modéliser ce comportement particulier, est utilisée ici une équation économétrique classique, mais dans laquelle la consommation ne réagit, à court terme, qu'aux hausses de revenus ; dans cette équation spécifique, aucun effet sur la consommation n'intervient à court terme en cas de baisse du revenu disponible. La singularité de cette modélisation réside donc dans le fait que les variations du revenu disponible ont un impact asymétrique sur la consommation, selon leur signe.

(1) Un des programmes les plus emblématiques est le plan « *Salva Italia* » mis en place par le gouvernement Monti fin 2011, qui comportait 20 Mds € de réduction du déficit public et 10 Mds € de mesures de soutien à l'économie, résultat pour partie de fortes hausses d'impôts.

1 – Taux d'épargne des ménages



Source : Eurostat

L'équation s'écrit ainsi :

$$d(l_{conso}) = -0,58 - 0,08 \left[l_{conso}(-1) - l_{rdbr}(-1) \right] + 0,16 \cdot d(l_{rdbr_plus}) - 0,01 \cdot d(taux_long_plus) - 0,61 \cdot d(lag(l_{def_conso}(-1))) - 0,01 \cdot (chomage - lag(chomage(-2)))$$

$(-3,1) \quad (-3,0) \quad (2,5) \quad (-4,1) \quad (-3,4) \quad (-4,2)$

avec :

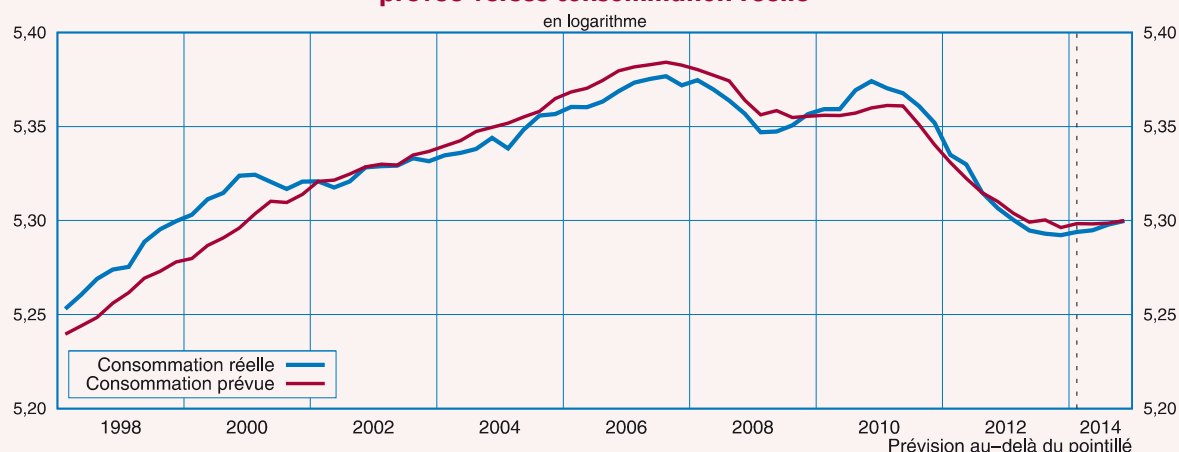
- d : différence première ;
- l : logarithme ;
- les chiffres reportés entre parenthèse sont les T de Student.

Les variables sont :

- conso : consommation en volume ;
- rdbr : rdb réel ;
- d(l_rdb_plus) croissance du rdb lorsque celle-ci est positive ;
- def_conso : déflateur de la consommation ;
- taux_long_plus : variation des taux d'intérêt lorsque celle-ci est positive

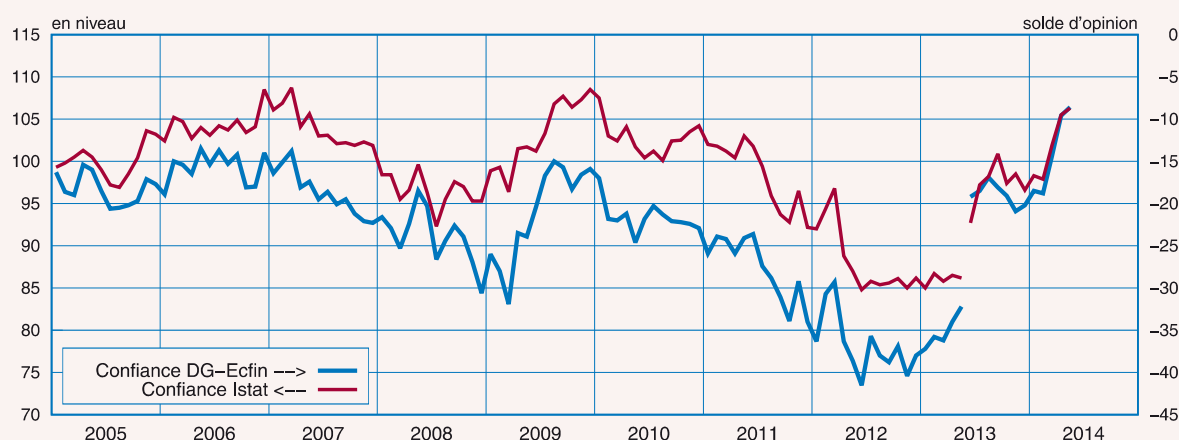
Ce modèle économétrique offre une bonne compréhension du comportement de la consommation des ménages (cf. graphique 2).

2 – Estimation économétrique de l'équation de consommation privée en Italie : consommation prévue versus consommation réelle



Sources : Istat, calculs Insee

3 – Évolution de la confiance des ménages italiens



Note de lecture : Istat a procédé à un changement de méthodologie à partir de juin 2013, entraînant une discontinuité dans les séries.

Sources : Istat, DG Ecfin

Après trois ans de recul ininterrompu, la consommation des ménages italiens progresserait à nouveau en 2014

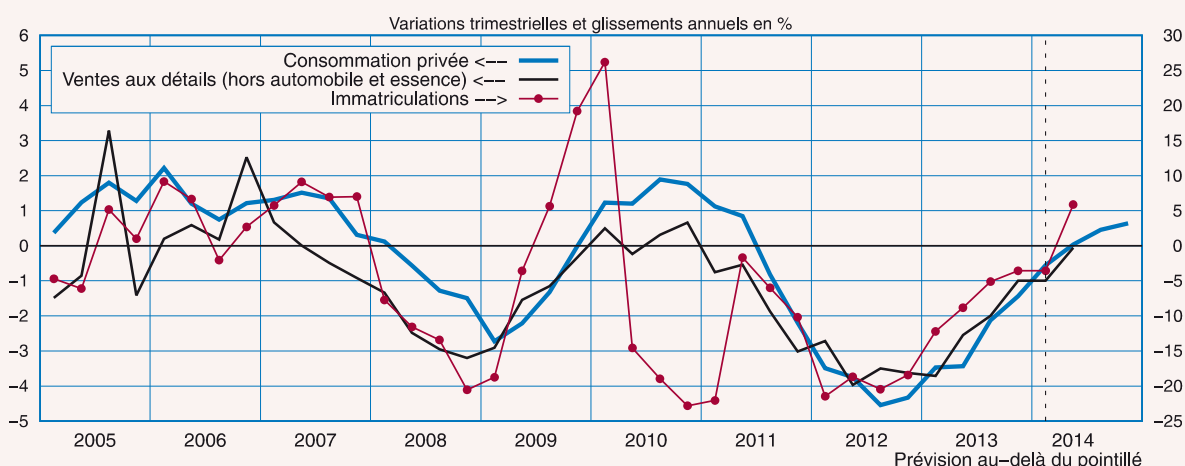
Ainsi de 2010 à 2012, la consommation italienne a reculé, mais moins que ne le suggère la forte baisse du revenu disponible. En revanche depuis 2013, la situation des ménages s'est progressivement améliorée avec une hausse de pouvoir d'achat au second semestre. Dans la modélisation retenue, une relation plus standard entre consommation et revenu est retrouvée : à court terme, les hausses de revenus alimentent en partie la reconstitution de leur épargne. De fait, le taux d'épargne des ménages est à nouveau en hausse sur l'ensemble de l'année 2013, malgré le retour progressif de la confiance (cf. graphique 3). En parallèle, la consommation semble mieux orientée au fil des trimestres (cf. graphique 4).

Les récents indicateurs conjoncturels (ventes au détail, nouvelles immatriculations ; cf. graphique 4) laissent envisager que la consommation augmenterait de nouveau

au printemps 2014 (après +0,1 % au premier trimestre). Puis, au second semestre 2014, la consommation des ménages retrouverait un peu de vigueur (+0,3 % au troisième trimestre notamment), en raison de mesures expansionnistes² qui augmenteraient le revenu disponible brut de 0,9 %. Mais, les ménages italiens tireraient également partie, comme attendu au vu de la modélisation présentée dans cet éclairage, de cette hausse de revenu pour reconstituer leur épargne de précaution : le taux d'épargne augmenterait de 0,6 point en 2014. ■

(2) Conformément aux annonces faites par M. Renzi, lors de sa prise de fonction en mars 2014, le budget présenté par M. Padoa-Schioppa en avril 2014 comprend une baisse d'impôts sur le revenu de 100 € pour les ménages gagnant moins de 25 000 € bruts, soit une augmentation du revenu d'environ 1 000 € net par an pour les salaires mensuels inférieurs à 1 500 € par mois. Cette mesure, dont le montant total est évalué par le gouvernement à 10 Mds €, concernerait près de 10 millions de personnes.

4 – Consommation privée, ventes au détail et immatriculations



Sources : Associations de constructeurs, Istat

Espagne

Reprise royale

L'activité espagnole a retrouvé le chemin de la croissance depuis mi-2013, et continuerait sur sa lancée du premier trimestre d'ici fin 2014 (+0,5 % par trimestre). Le commerce extérieur ne contribuerait plus à la croissance espagnole et cette dernière serait uniquement soutenue par la demande intérieure. En effet, l'investissement en biens d'équipement conserverait le rythme de croissance rapide retrouvé en 2013 (+2,4 % par trimestre). La consommation privée progresserait également tout au long de l'année, portée par de légers gains de pouvoir d'achat générés par l'amélioration du marché de l'emploi. Enfin, le rythme de contraction de l'investissement en construction diminuerait, avec la fin de l'apurement de la bulle immobilière en perspective.

L'activité croîtrait sensiblement en 2014

L'économie espagnole a accéléré début 2014 (+0,4 % après +0,2 %) et poursuivrait sur sa lancée à l'horizon de la prévision (+0,5 % par trimestre). En effet, les enquêtes auprès des directeurs d'achat (PMI) et les enquêtes nationales continuent d'annoncer une croissance significative de l'activité dans les services et dans l'industrie manufacturière. Cependant, dans la construction, elles se situent toujours à un niveau très bas. Ce secteur continuerait de souffrir de l'ajustement du marché immobilier et freinerait encore la reprise de l'économie espagnole.

La consommation privée redeviendrait le premier contributeur à l'activité

En début d'année, la confiance des consommateurs a atteint un niveau supérieur à sa moyenne des années 2000. Les ménages espagnols sont en effet nettement moins inquiets concernant l'évolution future du chômage. Leur opinion sur leur situation financière s'améliore également.

L'emploi se stabiliserait au premier semestre avant de progresser au second semestre. Mais le pouvoir d'achat des ménages profiterait surtout du redémarrage des salaires, tandis que l'inflation serait très faible. De plus, la progression des impôts ralentirait ; ils progresseraient en moyenne de 1,0 % par trimestre en 2014 (contre +2,0 % en moyenne par trimestre en 2013). Ainsi, le pouvoir d'achat progresserait légèrement du deuxième au quatrième trimestre 2014, après quatre ans de net recul. Après avoir baissé de 2010 à 2013, le taux d'épargne des ménages espagnols reculerait légèrement en 2014 et se situerait désormais à un niveau inférieur à sa moyenne de long terme. Au total, la consommation progresserait nettement, ce que laisse par ailleurs augurer la récente hausse du crédit à la consommation (cf. graphique 1).

L'investissement en équipement progresse nettement

L'investissement en équipement a fortement progressé tout au long de l'année 2013, porté d'une part par la nécessité de réinvestir après une phase marquée d'ajustement, et d'autre part par le niveau élevé des marges des entreprises. Il continuerait de progresser à l'horizon de prévision, à un rythme annuel proche de 10 %.

Crédit à la consommation des ménages*

en millions d'euros



* y compris instituts sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM)

Sources : Banque d'Espagne, calculs Insee

Royaume-Uni

Toujours dynamique

La reprise économique au Royaume-Uni est vigoureuse depuis le début de l'année 2013 et l'activité a progressé de 0,8 % au premier trimestre 2014. Cette reprise se poursuivrait quasiment à ce rythme au deuxième trimestre comme le laisse présager le très haut niveau des enquêtes de conjoncture, notamment dans les services, et le dynamisme de la demande intérieure portée par une confiance des ménages au beau fixe. Au second semestre, l'activité ralentirait légèrement, en lien avec le tassement en cours du marché immobilier.

Des enquêtes au plus haut depuis 1989

Au premier trimestre 2014, l'activité britannique a de nouveau fortement progressé (+0,8 % après +0,7 % au quatrième trimestre 2013 et +0,8 % au troisième). Au deuxième trimestre 2014, la croissance britannique resterait dynamique (+0,7 %). En effet, les enquêtes de conjoncture de l'institut Markit comme celles du CBI se maintiennent à des niveaux élevés en avril (au plus haut depuis 1989 pour le CBI). La croissance serait notamment très dynamique dans les services et dans l'industrie manufacturière. Au second semestre 2014, l'activité croîtrait plus modérément (+0,5 % par trimestre), du fait du ralentissement conjoint des demandes interne et externe. Au total, la croissance britannique atteindrait +2,8 % en 2014, après +1,7 % en 2013. Le PIB retrouverait son niveau d'avant-crise mi-2014, soit trois ans après la France et l'Allemagne.

La demande intérieure ralentirait au second semestre

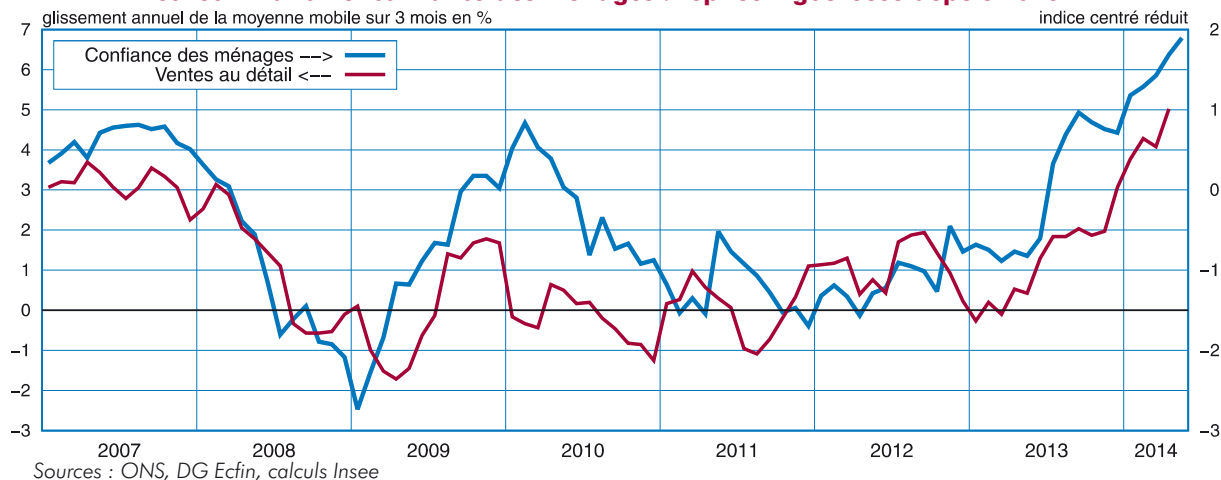
La consommation des ménages et l'investissement ont de nouveau porté la croissance au premier trimestre 2014. La confiance des consommateurs

s'est fortement redressée (cf. graphique), en lien avec l'amélioration du marché du travail et les effets de richesse générés par la hausse des prix immobiliers. Les ménages continueraient donc d'accroître rapidement leurs dépenses de consommation au deuxième trimestre (+0,7 % après +0,8 %). Au second semestre, les dépenses des ménages décélèreraient légèrement. D'une part, les montants de crédit hypothécaire accordés ont baissé depuis quelques mois, probablement sous l'effet du durcissement du *Funding for Lending Scheme*. D'autre part, la progression des salaires réels resterait faible et le dynamisme de l'emploi s'essoufflerait, ce qui pèserait sur le pouvoir d'achat des ménages. Du côté des entreprises, la hausse des contraintes de production et le haut niveau des enquêtes sur les intentions d'investir suggèrent que l'investissement resterait dynamique.

Le commerce extérieur contribuerait négativement au second semestre

Depuis deux ans, la progression des exportations reste modeste et les parts de marché du Royaume-Uni continuent de baisser. De plus, l'appréciation récente de la livre pèserait sur la compétitivité. Les exportations progresseraient ainsi moins vite que le commerce mondial à l'horizon de la prévision. Soutenues par le dynamisme de la demande intérieure, les importations croîtraient en revanche significativement ; la contribution du commerce extérieur serait en conséquence négative jusqu'à la fin de l'année.■

Consommation et confiance des ménages : reprise vigoureuse depuis 2013



États-Unis

La croissance s'installe, mais ne décolle pas

Après s'être repliée au premier trimestre (-0,2 % après +0,7 %), sous l'effet des conditions météorologiques extrêmes et du recul des exportations, l'activité rebondirait au deuxième trimestre par contrecoup (+0,8 %). Au second semestre, l'effet de rattrapage se dissiperait et l'activité ralentirait légèrement (+0,6 % par trimestre). Au total, la croissance ne décollerait pas en 2014 (+2,0 % après +1,9 %) malgré l'accélération du pouvoir d'achat (+2,1 % après +0,7 %) et de la consommation (+2,7 % après +2,0 %). En effet, après deux années de reprise vigoureuse, l'immobilier résidentiel marquerait le pas (+1,4 % après +12,2 %).

Un marché du travail en nette amélioration

L'économie américaine a créé 924 000 emplois entre février et mai et le taux de chômage a de nouveau reculé pour s'établir à 6,3 %. La baisse du taux de chômage se poursuivrait d'ici la fin de l'année et s'accompagnerait d'un frémissement des salaires. Au total, malgré une légère accélération des prix, les gains de pouvoir d'achat du revenu resteraient solides en 2014 (+2,1 % après +0,7 %).

Au premier trimestre, malgré le froid qui a restreint les achats de biens, la consommation des ménages en biens et services a été soutenue (+0,8 %), du fait de l'envolée des dépenses de santé avec la mise en place de l'Affordable Care Act. La consommation resterait dynamique d'ici fin 2014, soutenue par la hausse du pouvoir d'achat du revenu, la baisse du chômage et la poursuite, quoiqu'à un rythme plus modéré, de la montée en charge des dépenses de santé.

Les dépenses publiques ne freineraient plus l'activité

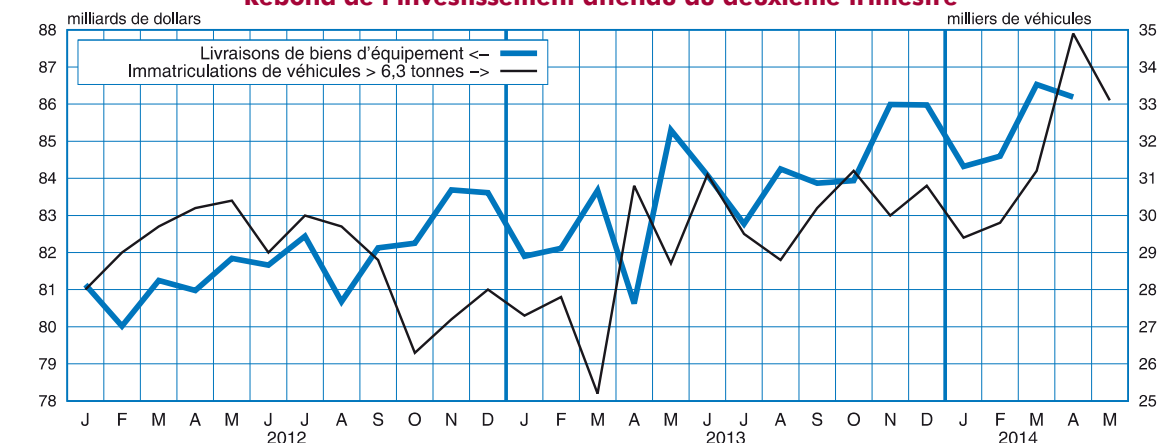
La politique budgétaire a été restrictive en 2013 : en moyenne annuelle le déficit budgétaire est passé de 9,3 % en 2012 à 6,4 % en 2013 et les dépenses fédérales se sont fortement contractées depuis six mois sous l'effet du shutdown fin 2013 puis du froid début 2014. Cependant, le budget 2014 voté en janvier par le Congrès a considérablement réduit les coupes automatiques : au total, les dépenses fédérales progresseraient modestement d'ici la fin de l'année.

L'investissement redémarrerait

Au premier trimestre, l'investissement des entreprises s'est contracté pour la première fois depuis un an (-0,4 %) : les rigueurs de l'hiver ont différé les livraisons de matériels. L'investissement rebondirait par contrecoup au deuxième trimestre (+1,7 %, cf. graphique). L'investissement des ménages recule depuis six mois sous l'effet de la hausse des taux d'intérêt à l'été 2013 et du froid à l'hiver 2014. Ces deux effets se dissiperaient et l'investissement résidentiel progresserait à nouveau d'ici la fin de l'année, comme le suggère le rebond des mises en chantier et des permis de construire enregistré depuis janvier.

Les exportations se sont contractées au premier trimestre (-1,5 %) sous l'effet du repli du commerce mondial et de moindres ventes d'hydrocarbures. Elles rebondiraient au deuxième trimestre (+1,8 %), en ligne avec les échanges mondiaux (cf. éclairage). De même, les importations retrouveraient un peu d'élan soutenues par le dynamisme de la demande intérieure. ■

Rebond de l'investissement attendu au deuxième trimestre



Sources : BEA, Census

Les États-Unis gagnent, depuis, 2005, des parts de marché, ce qui s'explique intégralement par la baisse du dollar

Les parts de marché américaines en valeur ont baissé de trois points depuis 2000 mais ont cessé de reculer depuis 2008...

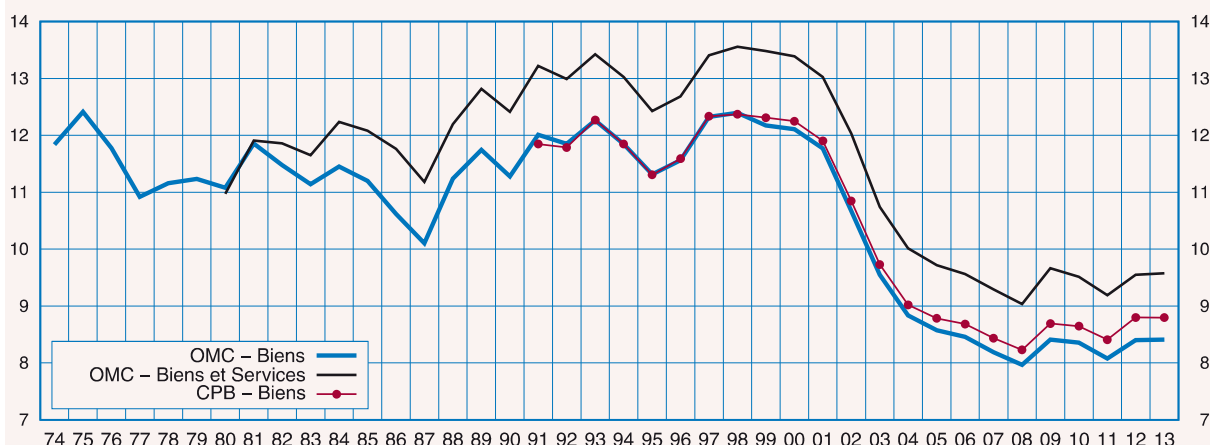
Depuis 2002, les États-Unis ne sont plus le premier exportateur mondial. Les exportations américaines qui représentaient environ 11 % du commerce mondial de biens entre 1974 et 2000 (12,5 % pour l'ensemble des biens et services) ont brutalement chuté entre 2001 et 2007, sous le double effet de l'appréciation du dollar et de la concurrence accrue des pays émergents, notamment de la Chine (cf. graphique 1). Puis, depuis 2008, la part des exportations américaines s'est stabilisée autour de 8,0 % et augmente même légèrement depuis 2011.

... en volume, elles se sont même légèrement redressées depuis 2005

Les parts de marché en volume ont également chuté entre la fin des années 1990 et le milieu des années 2000, dans des proportions relativement identiques (entre -16,9 % et -23,9 %) selon les sources mobilisées¹ (cf. graphique 2).

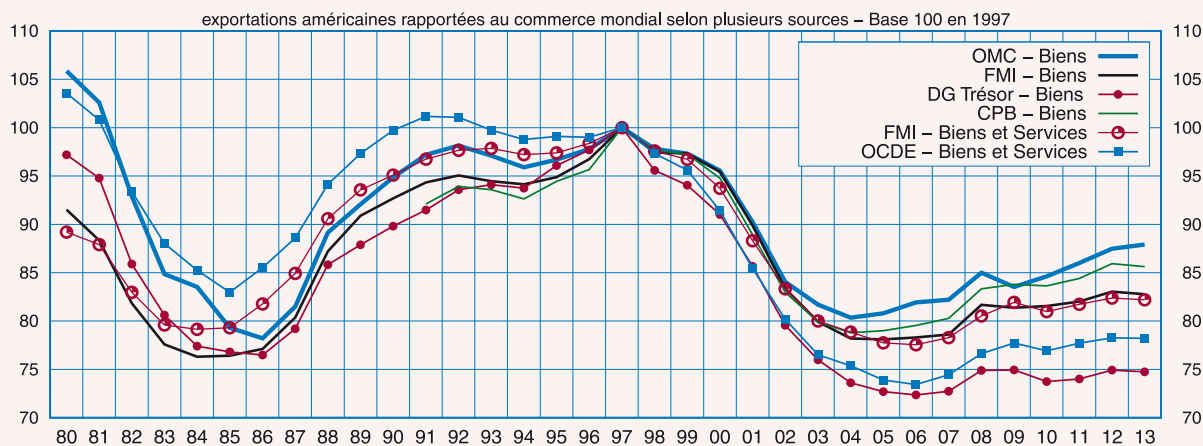
(1) La différence provient d'une part du nombre de pays inclus dans les calculs des différents instituts, d'autre part des sources primaires utilisées (comptes nationaux ou douanes). L'OMC et le CPB utilisent ainsi des données douanières tandis que le FMI, l'OCDE et la Direction Générale du Trésor utilisent les données des comptes nationaux. De plus, l'OMC utilise les prix unitaires des douanes pour déflater les données en valeur et ignore donc les effets de qualité. En revanche, à l'exception de l'OMC qui retraite la série, tous les autres instituts utilisent la série d'exportations américaines en volume calculé par le Département du Commerce américain.

1 - Part des exportations américaines dans les exportations mondiales en valeur



Sources : OMC, Centraal PlanBureau (CPB)

2 - Parts de marché américaines en volume



Sources : OMC, FMI, OCDE, CPB, BEA, DG Trésor

Depuis 2005, les parts de marché sont à nouveau en hausse (entre +2,7 % et +8,4 %). Pour les seuls biens, le FMI, le CPB et l'OMC l'évaluent autour de +6 % à +8 % ; pour les biens et services, les estimations du FMI et de l'OCDE concordent autour de +5,5 % (cf. [tableau 1](#)).

Comment expliquer ce regain de parts de marché depuis 2005 ? Les États-Unis ont-ils dégagé des gains de compétitivité au-delà des évolutions de la parité du dollar ?

Cette évolution plus favorable résulte en partie de l'orientation géographique

L'orientation géographique des exportations américaines explique environ 3 points de la baisse des parts de marché entre la fin des années 1990 et le milieu des années 2000, et une hausse équivalente depuis. En effet, les États-Unis bénéficient notamment de leur proximité avec les pays d'Amérique Latine dont les importations sont beaucoup plus dynamiques depuis 2009 que celles du reste du monde, alors que c'était l'inverse entre 1999 et 2007.

Une évolution en ligne avec celle de la compétitivité-coût

Pour modéliser l'évolution des exportations des États-Unis en fonction de ses principaux déterminants standards (demande mondiale adressée au pays et indice de compétitivité-coûts), la méthodologie utilisée est celle de Borey et Quille (2013)²,

en estimant des équations d'exportations en une étape du premier trimestre 1991 jusqu'au quatrième trimestre 2007. Plusieurs modélisations ont été élaborées, en fonction des différentes sources de commerce mondial et en testant quatre indicateurs de compétitivité-coût : les coûts salariaux unitaires, les prix d'exportations américains de produits manufacturés (relativement aux prix mondiaux), les taux de change effectifs réels calculés par la Fed et ceux calculés par la Direction Générale du Trésor (cf. [graphique 3](#)).

Selon la série de commerce mondial retenue, la perte en niveau de part de marché estimée à partir de 2001 est comprise entre 14 % et 30 % (cf. [tableau 2](#)). L'élasticité estimée des exportations à la compétitivité-coût est plus sensible encore aux séries retenues : elle varie entre 0,0 et 1,0. Dans tous les cas, elle est faible par rapport aux élasticités estimées dans le cas européen par Borey et Quille (2013).

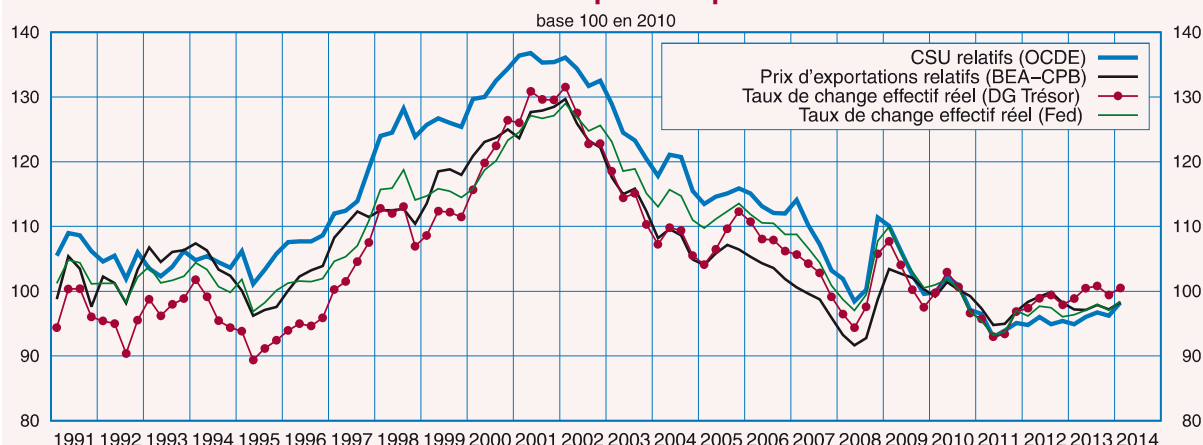
(2) cf. Borey G. et Quille B., « Comment s'explique le rééquilibrage des balances commerciales en Europe », *Note de Conjoncture* de juin 2013.

Tableau 1

Évolution des parts de marché à l'exportations des États-Unis (en %)

Source	Champ	2004-2006 / 1995-2000	2012-2013 / 2004 -2006
OMC	Biens	-16,9	8,2
FMI	Biens	-19,4	6,0
DG Trésor	Biens	-23,9	2,7
CPB	Biens	-18,1	8,4
FMI	Biens et Services	-19,8	5,4
OCDE	Biens et Services	-23,5	5,4

3 - Indicateurs de compétitivité-prix États-Unis



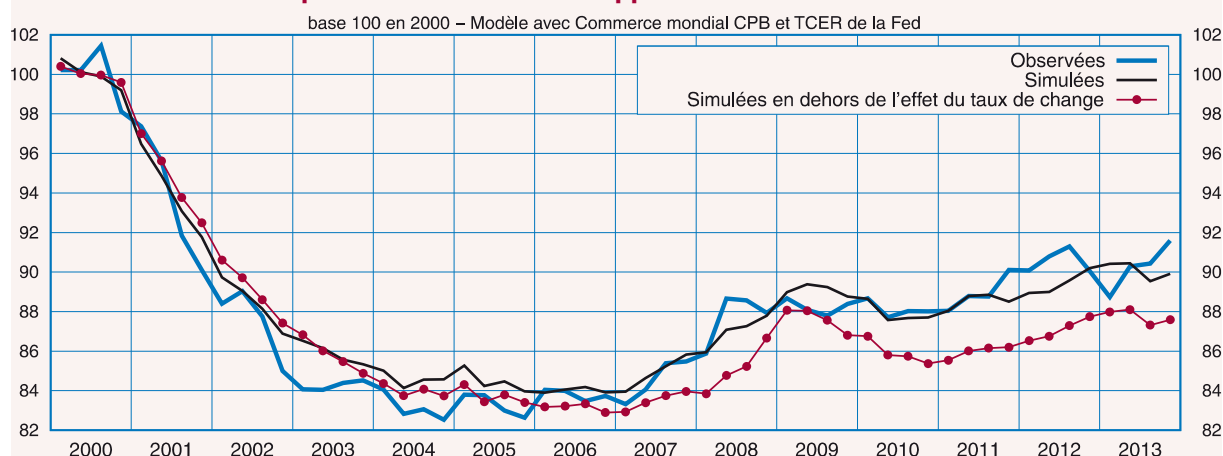
Sources : OCDE, CPB, BEA, Fed, DG Trésor

Développements internationaux

Au final, malgré de fortes divergences en niveau selon les sources mobilisées, les exportations américaines sont globalement en ligne avec la simulation dynamique du modèle, ce qui indique que l'orientation géographique (la demande mondiale adressée aux États-Unis) et la

dépréciation passée du dollar suffisent à expliquer les gains de parts de marché (cf. graphique 4) : il n'y a donc pas de gains de compétitivité à l'exportation de l'économie américaine, au-delà des fluctuations de compétitivité-coût, voire même du taux de change du dollar. ■

4 - Exportations américaines rapportées au commerce mondial



Source : calculs Insee

Tableau 2

Variable expliquée	Commerce mondial		Estimation de la perte de part de marché à partir de 2001 (en %)				Estimation de l'élasticité de long terme des exportations au Taux de Change Effectif Réel				Ecart des exportations au simulé dynamique en % au quatrième trimestre 2013			
			CSU	TCER DGT	TCER Fed	Prix exportations	CSU	TCER DGT	TCER Fed	Prix exports	CSU	TCER DGT	TCER Fed	Prix exportations
Quantités exportées - OMC	OMC	Biens	-14	-15	-15	-15	0,1	0,1	0,1	0,2	2,6	3,8	2,6	3,1
Exportations de biens - BEA	FMI	Biens	-18	-19	-19	-20	0,1	0,2	0,2	0,3	-0,4	0,4	-0,8	1,2
Exportations de biens - BEA	DG Trésor	Biens	-24	-24	-24	-30	0,5	0,7	0,9	1,0	-9,7	-5,1	-9,9	-5,7
Exportations de biens - BEA	CPB	Biens	-16	-16	-16	-18	0,0	0,2	0,1	0,4	3,9	3,9	3,4	2,8
Exportations de biens et services - BEA	FMI	Biens et Services	-18	-18	-18	-21	0,3	0,3	0,4	0,5	-2,0	0,3	-2,1	-0,3
Exportations de biens et services - BEA	OCDE	Biens et Services	-22	-21	-21	-25	0,5	0,5	0,6	0,8	-5,5	-1,4	-5,3	-1,8

Note de lecture : Les séries trimestrielles cohérentes avec le commerce mondial calculé par l'OMC et le FMI sont reconstituées par étalonnage-calage à l'aide des trois séries de commerce mondial disponibles en fréquence trimestrielle (DG Trésor, CPB et OCDE). De même, la série trimestrielle d'exportations américaines de l'OMC est estimée par étalonnage-calage à l'aide de la série d'exportations de biens du Département du Commerce. Les séries de taux de change effectif réel sont calculées mensuellement par la Fed et la DG Trésor. Les CSU relatifs sont publiés chaque trimestre par l'OCDE. Le rapport des prix à l'exportation est construit à l'aide de la série mensuelle des prix d'exportations américaines du BEA et des prix d'exportations mondiaux de produits manufacturés du CPB. Ici, est fait le choix de modéliser la perte de part de marché à compter de 2001, date d'entrée de la Chine dans l'OMC, par rupture dans la constante de la relation de long terme : il est ainsi estimé qu'il s'agit d'une perte en niveau irréversible liée à l'apparition d'un nouvel acteur dans le commerce mondial mais non d'une tendance linéaire de perte de part de marché. Enfin, la série d'orientation géographique est le rapport entre la demande mondiale adressée aux États-Unis et le commerce mondial estimés par la DG Trésor pour obtenir une approximation des séries de demande mondiale adressée aux États-Unis cohérente avec les séries de commerce mondial des autres instituts.

Japon

La hausse de la TVA grève l'activité au printemps

Au premier trimestre 2014, l'activité a nettement progressé au Japon (+1,6 % après +0,1 %) dopée par les anticipations d'achat aussi bien des ménages que des entreprises avant la hausse de la TVA au 1^{er} avril 2014 (de 5 % à 8 %). Au deuxième trimestre 2014, l'activité chuterait par contrecoup (-1,0 %) avant de renouer avec une progression modeste au second semestre 2014 (+0,3 % par trimestre).

Selon les enquêtes de conjoncture, l'activité au deuxième trimestre baisserait sensiblement

En avril, les enquêtes de conjoncture se sont retournées et l'activité se contracterait au printemps. L'indicateur PMI pour le secteur manufacturier a perdu plus de 4 points (49,4 après 53,9 en mars) du fait de la baisse de ses composantes production et commandes, et s'est stabilisé en mai. Le recul de l'activité au Japon est aussi perceptible dans la dégradation du climat des affaires des PME rapportée par l'enquête de la Banque Shoko Chukin. Cependant, le sentiment sur l'activité future des enquêtes nationales (Economic Watchers Survey) se redresse (53,8 en mai contre 34,7 en mars, cf. graphique) laissant attendre une reprise de l'activité au second semestre, après le choc négatif provoqué par la hausse de la TVA.

La demande intérieure reculerait

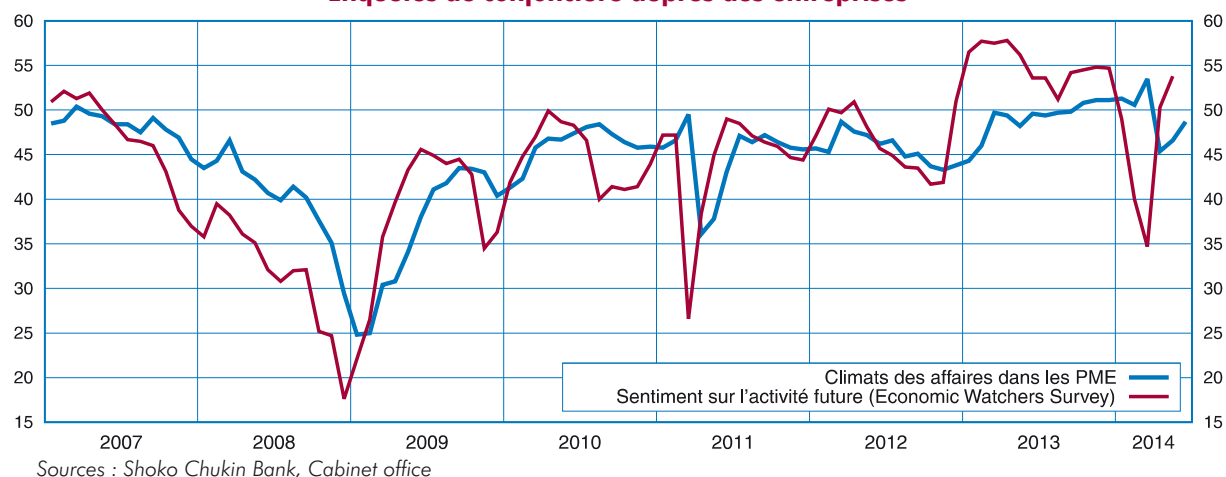
Par contrecoup des achats effectués au premier trimestre par anticipation de la hausse de la TVA, la consommation des ménages baisserait nettement au deuxième trimestre (-2,0 % après +2,2 %).

Par ailleurs, l'inflation dépasserait 3 % d'ici la fin de l'année, pour la première fois depuis vingt ans, tandis que le redémarrage des salaires, bien que réel, resterait modeste : leur pouvoir d'achat reculerait donc, et la consommation serait atone au second semestre. De même, les ménages réduiraient drastiquement leurs dépenses d'investissement d'ici la fin de l'année : les contrats de vente signés avant le 1^{er} octobre 2013 bénéficiaient encore de la TVA à 5 %, les mises en chantier se sont donc envolées fin 2013, avant de s'effondrer début 2014. Enfin, l'investissement productif reculerait également au deuxième trimestre (-1,4 %) après un premier trimestre très dynamique (+7,6 %). En revanche, il renouerait avec une croissance modeste au second semestre (+0,5 % par trimestre) ce que laisse présager le rebond des commandes enregistré en mars.

Le déficit commercial resterait élevé

Les enquêtes de conjoncture indiquent un net ralentissement des exportations après la vive progression du premier trimestre 2014, et les exportations ralentiraient nettement au deuxième trimestre par contrecoup (+0,5 %). Puis, en ligne avec le commerce mondial, les exportations croîtraient au second semestre (+0,6 % par trimestre). Les importations baisseraient au deuxième trimestre (-1,5 %) dans le sillage de la demande intérieure, pour rebondir faiblement au second semestre (+0,5 % par trimestre). Au total, le déficit de la balance des biens et services grimperait à près de 4 % du PIB en 2014, après 2,8 % en 2013, au plus haut depuis quarante ans.■

Enquêtes de conjoncture auprès des entreprises



Économies émergentes

La Chine inquiète, la Russie décroche

Au premier trimestre 2014, l'activité a de nouveau progressé beaucoup moins vite que sa tendance dans les grandes économies émergentes : +1,1 % après +1,2 %, contre +1,7 % en moyenne de 2000 à 2010. Les importations des économies émergentes ont marqué le pas (-0,1 %) tandis que les exportations se sont fortement contractées (-2,5 %), notamment en Asie.

L'activité tournerait toujours au ralenti d'ici la fin de l'année. Certes, après un premier trimestre perturbé par le Nouvel An, l'activité chinoise rebondirait au printemps ; mais elle serait limitée par le décrochage de la construction enregistré depuis janvier. La crise ukrainienne provoque un effondrement de l'investissement en Russie et dégrade les perspectives en Europe de l'Est. Au Brésil, le climat des affaires dans l'industrie et la construction se dégrade au moment d'accueillir la Coupe du monde de football.

Pas d'accélération en vue malgré l'accalmie financière

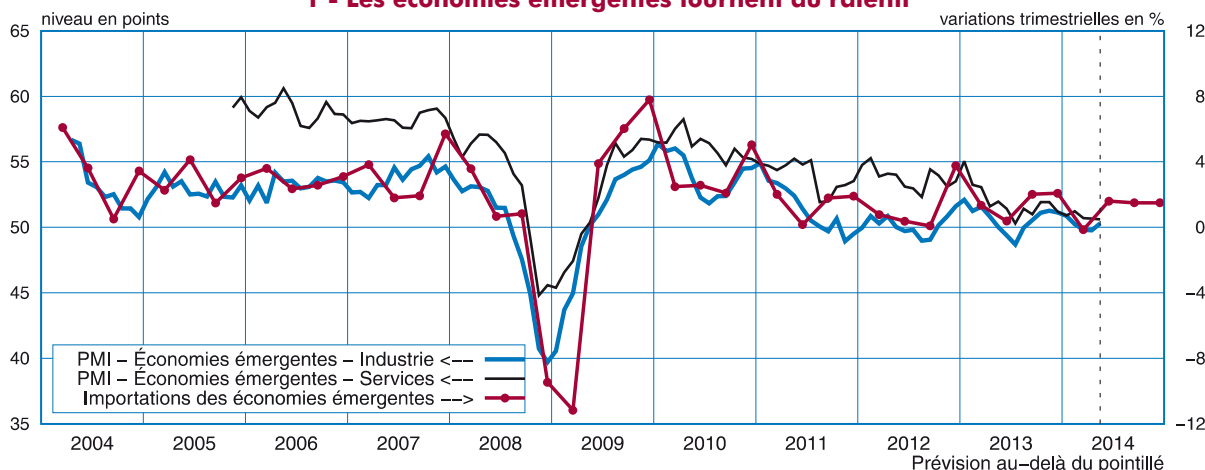
La perspective d'un ralentissement de la création monétaire aux États-Unis avait provoqué un premier rapatriement des capitaux investis dans les pays émergents et une brusque dépréciation des monnaies à l'été 2013, en particulier dans les pays à forts déficits courants. Après une accalmie à l'automne, les sorties de capitaux ont repris en décembre, entraînant un nouveau décrochage des marchés et des monnaies, notamment russe, turque et argentine. Les banques centrales sont

intervenues sur le marché des changes et ont de nouveau resserré leurs politiques monétaires (Brésil, Inde, Indonésie, Russie, Turquie). Depuis mars, les tensions se sont apaisées sur les marchés financiers et les cours des actions, tout comme les monnaies, se sont redressés. Cependant, les resserrements monétaires passés continueraient d'affecter l'activité qui tournerait encore au ralenti. En effet, le climat des affaires s'est affaibli depuis novembre 2013 et se situe toujours à un niveau très bas en mai 2014, comparativement au niveau moyen des années 2000 (cf. graphique 1). Les importations accéléreraient légèrement après avoir marqué le pas au premier trimestre, mais, au total, elles ralentiraient à +4,9 % en 2014 après +6,2 % en 2013, très en deçà du rythme annuel moyen entre 2000 et 2010 (+9,6 %).

L'immobilier décroche en Chine

Au premier trimestre 2014, l'activité a de nouveau décéléré en Chine (+1,4 % après +1,7 %). Si la dissipation des chocs temporaires qui ont affecté l'activité au premier trimestre (contraction du commerce mondial, Nouvel An chinois) permet une légère accélération au printemps, celle-ci resterait modeste selon les premiers indicateurs connus. En mai, la production industrielle n'a ainsi progressé que de 8,8 % sur un an, l'une des plus faibles hausses depuis 2009. Le climat des affaires reste relativement atone dans l'industrie. Côté demande, l'investissement ralentit (cf. dossier « La Chine ralentit : quels risques pour l'économie mondiale ? ») : la progression des acquisitions d'actifs fixes a atteint +17,2 % en mai, au plus bas

1 - Les économies émergentes tournent au ralenti



depuis 2001. Sous l'effet d'un durcissement des conditions de crédit, le marché immobilier s'est retourné : les mises en chantier se sont effondrées (-20 % en glissement annuel sur les quatre premiers mois de l'année), tout comme les ventes dans l'immobilier commercial (-7 %) ou de terrains (-8 %). De même, les prix de l'immobilier s'assagissent après une poussée en 2013.

Une économie brésilienne à la peine accueille le Mondial

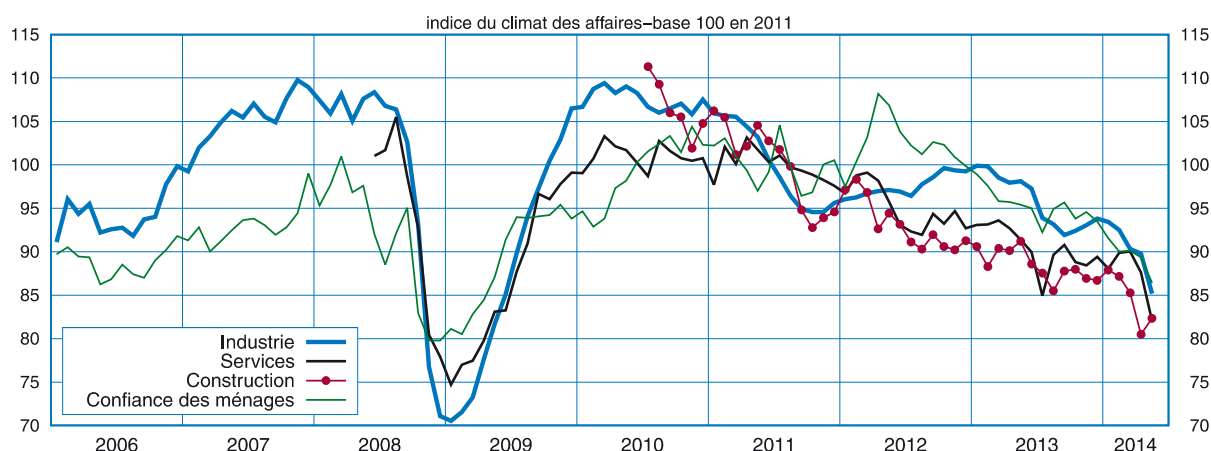
Au Brésil, les assouplissements monétaires et la politique de relance budgétaire ont permis un rebond de l'activité à partir du deuxième trimestre 2012. Cette stimulation de la demande a provoqué une nette dégradation de la balance commerciale du pays : celle-ci a été ainsi à peine équilibrée en 2013 alors qu'elle était largement excédentaire jusqu'en 2012. Cependant, les resserrements monétaires successifs depuis un an et les mouvements sociaux ont contribué au retournement du climat des affaires. En mai 2014, la confiance des ménages est au plus bas depuis 2009 (cf. graphique 2) et celle des chefs d'entreprise se dégrade notamment dans l'industrie et dans la

construction. Le soutien de ce secteur à l'activité se modérerait fortement avec la fin des chantiers liés à l'accueil du Mondial de football.

La crise ukrainienne ébranle la Russie et fragilise l'Europe de l'Est

Au premier trimestre 2014, l'activité, qui donnait des signes d'accélération depuis six mois, s'est contractée en Russie (-0,5 %). La crise ukrainienne a provoqué une sortie massive de capitaux et une baisse du rouble depuis le début de l'année : l'investissement a chuté (-4,9 % en volume en glissement annuel au premier trimestre), tout comme les importations de biens (en valeur, -7,5 % sur un an, cf. graphique 3). Les enquêtes de conjoncture se dégradent nettement depuis janvier, sur fond de resserrements monétaires successifs (relèvement des taux directeurs de 5,5 % à 7,5 % entre février et avril). En conséquence, l'économie russe pourrait entrer en récession au deuxième trimestre 2014. Probablement en répercussion de la crise ukrainienne, le climat des affaires en Pologne et en République tchèque se retourne également, signalant une décélération de l'activité. ■

2 - Une économie brésilienne à la peine accueille le Mondial



3 - L'investissement décroche en Russie

