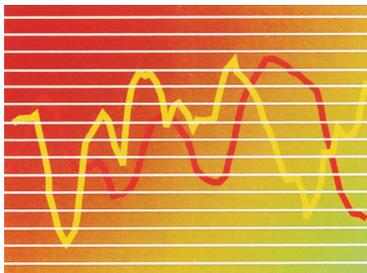


# POINT DE CONJONCTURE



OCTOBRE 2014

## La reprise différée

**L**es économies avancées ont tourné au ralenti au deuxième trimestre. Si le PIB a rebondi aux États-Unis et est resté dynamique au Royaume-Uni, l'activité a en revanche été une nouvelle fois décevante dans la zone euro, où elle a stagné, et au Japon, où le recul de l'activité occasionné par la hausse de la TVA du 1<sup>er</sup> avril a été plus fort qu'attendu.

Les économies émergentes sont quant à elles restées sur un rythme de croissance relativement modeste au deuxième trimestre. Les informations conjoncturelles de l'été laissent augurer une progression de l'activité du même ordre au second semestre. Dans les économies avancées, la croissance serait un peu plus vive au second semestre, mais le découplage persisterait entre, d'un côté, les pays anglo-saxons, et de l'autre, la zone euro et le Japon. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, la croissance resterait relativement soutenue, portée par une demande privée dynamique. D'une part les dépenses des ménages resteraient vigoureuses, favorisées par un marché du travail bien orienté ; d'autre part l'investissement des entreprises resterait soutenu. Dans la zone euro, la croissance resterait très modérée selon les enquêtes de conjoncture. Les divergences perdureraient entre, d'un côté, l'Allemagne et l'Espagne dont l'activité progresserait sensiblement et, de l'autre, les économies italienne et française qui ne décolleraient toujours pas.

L'économie française croîtrait à peine aux troisième et quatrième trimestres (+0,1 %), ce qui porterait la croissance sur l'année à +0,4 % en 2014, comme en 2012 et 2013. La croissance des exportations serait certes un peu plus soutenue qu'au premier semestre, grâce notamment aux effets de la dépréciation récente de l'euro, mais sans éclat, la demande étrangère restant peu dynamique. Les freins au redémarrage de la demande intérieure restent à l'œuvre. La consommation des

ménages croîtrait peu d'ici la fin de l'année, en lien avec un pouvoir d'achat du revenu qui accélérerait modérément (+0,8 % sur l'ensemble de l'année, après 0,0 % en 2013) et leur investissement en logement continuerait de reculer. L'investissement des entreprises, qui pâtit de la faiblesse récurrente de leurs perspectives, se replierait de nouveau.

L'atonie de la croissance en France entraînerait celle de l'emploi. Les pertes d'emplois des secteurs marchands seraient certes amorties par la faiblesse des gains de productivité, mais atteindraient -52 000 au second semestre, après -12 000 au premier. Un plus grand nombre d'emplois aidés dans les branches non marchandes permettrait toutefois à l'emploi total de se stabiliser. La population active progressant légèrement, le taux de chômage augmenterait, de 0,1 point sur le second semestre, et atteindrait 10,3 % à la fin de l'année, soit le même niveau qu'à l'été 2013.

Les aléas de ce scénario portent notamment sur le comportement de demande des entreprises, en France comme dans la zone euro. Dans le scénario retenu, les entreprises resteraient peu enclines à dépenser jusqu'à la fin de l'année. Si la dégradation estivale du climat des affaires s'accroît à l'automne, leur attentisme pourrait peser plus encore sur la demande intérieure. Notamment les incertitudes nées des différentes crises géopolitiques, surtout en Ukraine, pourraient davantage différer les décisions d'investissement dans la zone euro. En revanche si la dépréciation récente de l'euro se poursuit, les entreprises européennes pourraient revoir en hausse leurs anticipations de demande. De même, l'attitude résolue des autorités monétaires à éviter tout risque de déflation pourrait les inciter à augmenter un peu plus leur niveau de dépenses. ■

## L'économie mondiale n'a que légèrement accéléré au deuxième trimestre 2014

*L'activité a progressé modérément dans les économies avancées comme dans les économies émergentes*

Au deuxième trimestre 2014, l'activité a progressé modérément dans les économies avancées (+0,3 % après +0,2 %). Aux États-Unis, l'activité a nettement rebondi (+1,1 % après -0,5 %), notamment par contrecoup des effets d'un hiver rigoureux. Au Japon, la demande intérieure s'est fortement contractée sous l'effet de la hausse de 3 points de TVA au 1<sup>er</sup> avril. Les économies émergentes ont conservé une croissance modérée : +1,1 % après +1,2 % au premier trimestre et +1,7 % en moyenne entre 2000 et 2008.

*La zone euro a stagné*

Au deuxième trimestre 2014, l'activité dans la zone euro a stagné (0,0 %, après +0,2 %). Cette évolution est plus faible qu'anticipé (+0,3 %), du fait d'une moindre demande des entreprises (investissement et variations de stocks). La croissance a déçu dans la plupart des grandes économies de la zone, l'activité se contractant en Allemagne et en Italie (-0,2 %) et stagnant en France.

## En France, l'activité a de nouveau stagné au deuxième trimestre 2014

L'activité a en effet stagné en France au deuxième comme au premier trimestre 2014, alors que dans la *Note de conjoncture* de juin dernier le retour à une croissance modérée (+0,3 %) était anticipé. La production manufacturière s'est repliée nettement plus que ne l'indiquaient les enquêtes de conjoncture (-0,9 % contre +0,4 % prévu). Les évolutions de l'investissement des entreprises et des exportations ont notamment été décevantes.

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

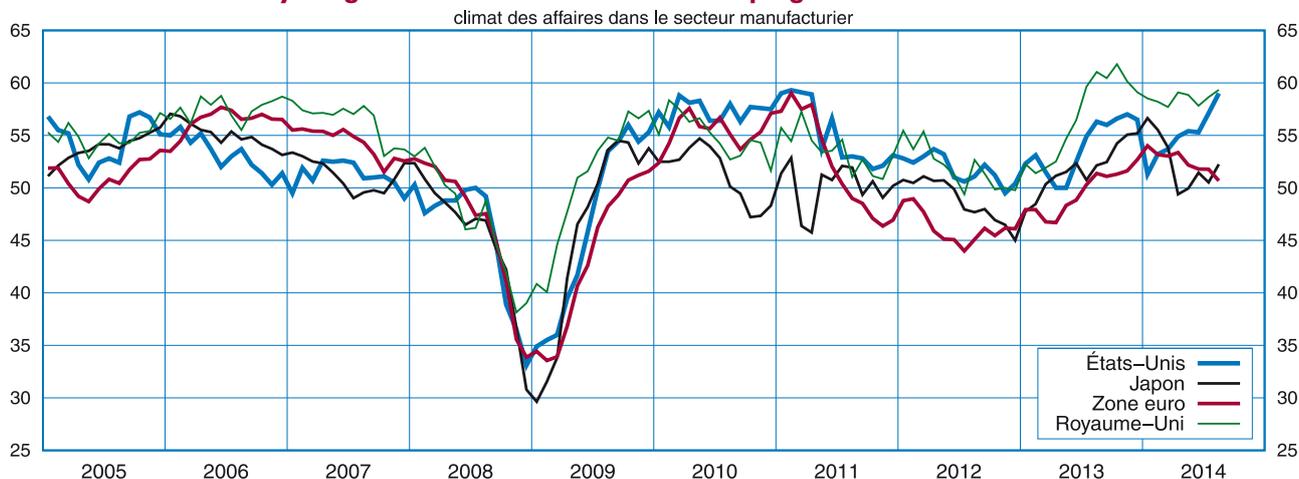
*L'activité des économies émergentes conserverait un rythme ralenti*

Dans les pays émergents, les enquêtes de conjoncture se sont globalement redressées depuis le début de l'année, mais restent à un niveau bas, de sorte que l'activité tournerait de nouveau au ralenti de l'ordre de +1 % par trimestre. La demande intérieure serait encore bridée par les resserrements monétaires et budgétaires passés et les importations progresseraient par conséquent à un rythme sensiblement plus faible qu'avant-crise (+1,1 % au troisième trimestre puis +1,2 % au quatrième contre +2,4 % en moyenne entre 2000 et 2008).

*Les économies avancées accéléreraient au second semestre*

Dans les économies avancées, le climat des affaires, qui s'était nettement redressé à l'été 2013, demeure à un niveau globalement satisfaisant en septembre 2014. L'activité y accélérerait ainsi au second semestre (+0,6 % par trimestre), mais avec un découplage croissant entre pays anglo-saxons et zone euro (*graphique 1*). Aux États-Unis, la croissance resterait soutenue (+0,8 % puis +0,7 %), notamment celle de la consommation, grâce à la baisse du chômage et

### 1 - Pays anglo-saxons - zone euro : le découplage de l'activité se confirme



Sources : Markit, ISM

au dynamisme des salaires qui semble s'amorcer. Au Royaume-Uni, la reprise se poursuivrait sur un rythme vigoureux (+0,7 % puis +0,6 %), même si la demande intérieure ralentirait légèrement. Au Japon, à mesure que les effets de la hausse de la TVA se dissiperaient, l'activité redémarrerait lentement aux troisième et quatrième trimestres 2014 (+0,4 % puis +0,5 %), le climat des affaires s'étant redressé à l'été.

### **Au second semestre 2014, l'activité de la zone euro croîtrait modestement**

*La politique monétaire des économies avancées à la croisée des chemins*

Les politiques monétaires des pays anglo-saxons, bien que toujours accommodantes, s'écartent progressivement de celle de la Banque centrale européenne. En raison de la robustesse de la reprise et de la bonne tenue du marché de l'emploi, la Réserve fédérale réduira encore ses achats de titres. De même, la nouvelle baisse du taux de chômage britannique (à 6,4 % au deuxième trimestre) semble rapprocher la fin du *statu quo* sur les taux de la Banque d'Angleterre. En revanche, face à la baisse de l'inflation présente et anticipée à moyen terme, la BCE a de nouveau abaissé ses taux début septembre 2014, à 0,05 % pour son principal taux directeur. Elle a, de plus, annoncé la mise en place de plusieurs opérations de rachat de titres en complément des opérations de refinancement de très long terme décidées au mois de juin.

*Malgré des signes d'amélioration, le marché interbancaire reste fragmenté en zone euro*

Malgré une amélioration sur le marché monétaire, l'accès des banques des pays périphériques n'est pas encore normalisé. Dans le même temps, le désendettement des entreprises en zone euro - caractérisé par une baisse des encours de crédit, particulièrement prononcée en Italie et en Espagne - s'est poursuivi à l'été 2014, avec toutefois une légère augmentation des encours de crédit en France.

*L'activité de la zone euro croîtrait modestement*

Après s'être fortement amélioré entre mi-2013 et fin 2013, puis stabilisé, le climat des affaires dans la zone euro s'est légèrement dégradé à l'été et la croissance de la zone serait modérée au second semestre (+0,2 % par trimestre).

*Les ménages européens augmenteraient leurs dépenses de consommation*

Dans la zone euro, le pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages se redresserait en 2014 (+0,7 % en moyenne annuelle), sous l'effet conjugué de la baisse de l'inflation, de la moindre consolidation budgétaire et de la progression des revenus salariaux. Au second semestre 2014, les ménages continueraient ainsi d'augmenter leurs dépenses de consommation, à un rythme proche de celui du premier semestre (+0,2 % puis +0,3 %).

*L'investissement en équipement retrouverait du dynamisme en zone euro*

Après avoir été assez soutenu au deuxième trimestre 2014 (+2,2 %), l'investissement en équipement resterait dynamique en zone euro, notamment en Allemagne et en Espagne. Ce redressement résulterait de l'amélioration progressive des conditions de financement, mais également du besoin de renouveler les équipements après une phase d'ajustement. Dans la construction, la baisse de l'investissement se poursuivrait à un rythme plus modéré (-0,3 % puis -0,2 % au second semestre après -2,1 %), la relative vigueur allemande venant seulement atténuer les baisses persistant dans les autres grands pays.

*Le commerce mondial progresserait sans accélérer au second semestre 2014*

Au deuxième trimestre 2014, le commerce mondial a rebondi (+1,0 % après -0,6 %). Les échanges ont repris dans les pays avancés, à l'exception du Japon, et les exportations ont été dynamiques en Asie. Les indicateurs conjoncturels sur les commandes à l'exportation et les données douanières disponibles suggèrent que le commerce mondial resterait sur le même rythme au troisième trimestre (+1,1 %).

### **Les exportations françaises progresseraient à nouveau**

*La reprise des autres économies avancées et la dépréciation de l'euro soutiendraient les exportations françaises*

Après une stagnation au deuxième trimestre 2014, inattendue au regard de la hausse du commerce mondial, les exportations françaises rebondiraient au second semestre (+0,7 % puis +0,5 %), la tendance de perte de parts de marché étant en outre quelque peu amortie par la dépréciation récente de l'euro.

## L'économie française croîtrait à peine d'ici la fin de l'année

*Le climat des affaires s'est dégradé en France dans tous les secteurs*

Après un rebond marqué dans tous les secteurs à l'été 2013, le climat des affaires en France est resté quasi stable jusqu'en mai 2014, tout en demeurant inférieur à sa moyenne de longue période (100). À l'été, il s'est à nouveau replié, atteignant 91 en septembre. Cette dégradation touche tous les secteurs (*graphique 2*), tout particulièrement le commerce de détail et le bâtiment.

*La production manufacturière serait quasi stable au second semestre 2014*

La production manufacturière serait toutefois un peu mieux orientée au second semestre (+0,2 % par trimestre), la chute de la production au deuxième trimestre étant pour partie due à des facteurs exceptionnels (notamment le nombre particulièrement élevé de ponts au mois de mai et l'impact de la norme Euro 6 sur les achats de camions).

*La croissance française serait quasi nulle d'ici la fin de l'année*

De même, après une forte baisse au premier semestre (-1,5 % puis -1,7 %), marquée par le cumul de facteurs défavorables, l'activité dans la construction continuerait certes de se contracter au second semestre mais le recul s'atténuerait (-0,7 % puis -0,5 %). Au total, l'économie française croîtrait à peine d'ici la fin de l'année (+0,1 % par trimestre).

*La croissance resterait très modeste en 2014, à +0,4 % comme en 2012 et 2013*

En moyenne annuelle en 2014, la croissance du PIB resterait modeste (+0,4 %), comme en 2012 et 2013 : l'amélioration dans l'industrie manufacturière (+0,1 %, après -0,6 % en 2013 et -2,1 % en 2012) serait compensée par la nette dégradation dans la construction dont la production reculerait (-3,6 %) pour la troisième année consécutive.

## Le taux de chômage augmenterait légèrement d'ici la fin de l'année

*L'emploi marchand reculerait plus fortement au second semestre 2014 qu'au premier*

L'emploi dans les secteurs marchands non agricoles a légèrement progressé au deuxième trimestre 2014 (+8 000 postes après -20 000), du fait du rebond de l'intérim. Hors intérim, l'emploi marchand est quasiment stable (-5 000 postes par trimestre). Avec l'atonie de l'activité, l'emploi marchand reculerait de nouveau au second semestre 2014 (-26 000 par trimestre en moyenne).

*L'emploi total serait quasi stable au second semestre*

En 2014, la poursuite de la montée en charge des emplois d'avenir serait atténuée par les sorties plus nombreuses de contrats uniques d'insertion. Néanmoins, le soutien de l'emploi aidé compenserait le recul de l'emploi marchand et l'emploi total serait quasi stable au second semestre.

*Le chômage augmenterait légèrement d'ici la fin de l'année*

Au deuxième trimestre 2014, le taux de chômage a légèrement augmenté, à 10,2 % de la population active en France en moyenne (9,7 % en France métropolitaine). Au second semestre, il augmenterait de nouveau légèrement, à 10,3 % en fin d'année (9,9 % en France métropolitaine).

## 2 - À l'été, le climat des affaires s'est dégradé en France dans tous les secteurs



Source : Insee

### L'inflation sous-jacente serait quasi nulle d'ici la fin de l'année

*L'inflation sous-jacente  
diminuerait encore  
d'ici fin 2014*

Le glissement annuel des prix à la consommation, supérieur à 2 % début 2012, s'est nettement replié depuis lors et s'est établi à seulement +0,4 % en août 2014. Ce repli traduit d'une part celui de l'inflation sous-jacente en lien avec la persistance d'un excès d'offre généralisé au niveau mondial, d'autre part l'apaisement des prix des matières premières importées. L'inflation sous-jacente, à peine positive à l'été, diminuerait encore et serait quasi nulle fin 2014 (graphique 3). Toutefois, sous l'hypothèse d'un prix du baril de Brent stable à 97\$ et d'un taux de change maintenu à 1,28\$/€, l'inflation énergétique se redresserait, à -0,1 % en décembre 2014 après -1,5 % en août. Dès lors, le glissement annuel des prix, proche de zéro en septembre, reviendrait à +0,4 % à l'horizon de décembre.

### Le pouvoir d'achat se redresserait en 2014

*La croissance des salaires  
réels resterait soutenue  
en 2014*

Après une forte progression en début d'année, le salaire moyen par tête dans le secteur marchand non agricole est resté relativement dynamique au deuxième trimestre 2014 (+0,4 % après +0,6 %). Dans le sillage de la baisse de l'inflation, le salaire moyen par tête ralentirait légèrement au second semestre (+0,3 % par trimestre). En moyenne en 2014, notamment parce que la baisse de l'inflation aura été plus forte qu'attendu, les salaires réels par tête accéléreraient (+1,2 % après +0,9 % en 2013).

*Le pouvoir d'achat se  
redresserait en 2014*

En 2014, le pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages se redresserait (+0,8 % après 0,0 %), notamment grâce au moindre dynamisme des impôts et cotisations (+2,7 % après +4,2 % en 2013) et à la légère accélération des revenus d'activité (+1,3 % après +0,9 %). Le profil trimestriel du revenu disponible serait marqué par celui des impôts, lié à la mise en œuvre de mesures nouvelles.

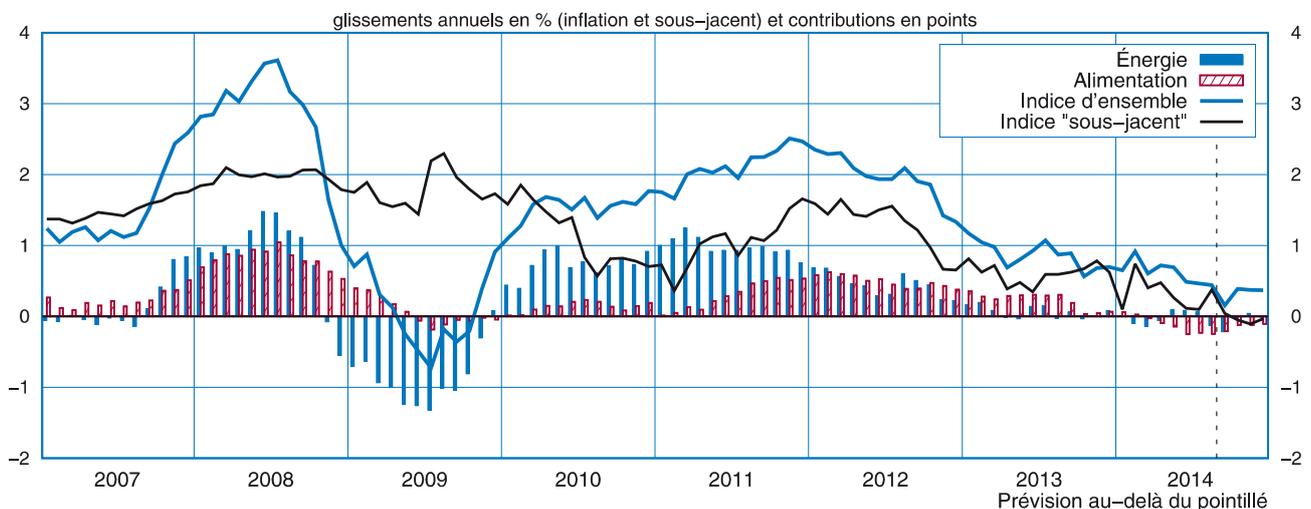
### La consommation des ménages ralentirait au second semestre

*La consommation des ménages  
progresserait faiblement  
au second semestre*

Après un net recul en début d'année (-0,6 %), la consommation des ménages a rebondi au deuxième trimestre (+0,4 %). Au second semestre, la consommation des ménages retrouverait un rythme plus en ligne avec la tendance de leur pouvoir d'achat (+0,2 % par trimestre). La consommation énergétique progresserait encore au troisième trimestre (+1,0 %), et les dépenses en produits manufacturés augmenteraient modérément (+0,2 %).

Le profil trimestriel du taux d'épargne serait heurté, du fait d'une part du profil particulier des impôts, d'autre part des à-coups de la consommation en automobiles et en énergie. Ainsi, après un haut niveau au premier semestre (15,9 %), le taux d'épargne baisserait progressivement au second semestre, du fait de la baisse du pouvoir d'achat du revenu. Mais, fin 2014, le taux d'épargne s'élèverait encore à 15,0 %, contre 14,6 % fin 2013.

### 3 - L'inflation « sous-jacente » serait quasi nulle d'ici la fin de l'année



Source : Insee

## En 2014, la consommation publique progresserait de nouveau et l'investissement public se replierait

*La consommation publique progresse encore en volume*

En volume, la consommation publique progresserait de 0,3 % par trimestre d'ici fin 2014 ; la croissance se maintiendrait en moyenne sur l'année 2014 sur le même rythme (+1,8 %) que les années précédentes (+1,7 % en 2012 et +1,9 % en 2013). En effet, si les dépenses des administrations ralentissent en valeur (+2,0 % après +2,5 % en 2013), ce ralentissement est de la même ampleur que celui de leurs prix. De son côté, l'investissement public est entré dans la phase défavorable du cycle électoral municipal. Il s'est replié au premier semestre (+0,1 % puis -0,7 %) et continuerait de reculer au second (-0,4 % puis -0,3 %).

## L'investissement privé reculerait de nouveau

*L'investissement des ménages diminuerait moins au second semestre*

Au deuxième trimestre 2014, l'investissement des ménages a de nouveau fortement reculé (-2,5 % après -2,7 %), se repliant pour le dixième trimestre consécutif. Compte tenu de la chronique passée des permis de construire, le recul s'atténuerait au second semestre (-0,8 % puis -0,6 % par trimestre). En moyenne en 2014, il reculerait fortement (-7,4 %) et rejoindrait fin 2014 son plus bas niveau depuis 1998.

*L'investissement des entreprises reculerait de nouveau au second semestre*

L'investissement des entreprises s'est de nouveau contracté au deuxième trimestre 2014 (-0,7 % après -0,6 %), s'agissant notamment de leurs dépenses en construction (-1,4 %) et de celles en produits manufacturés (-1,0 %) : l'entrée en vigueur de nouvelles normes antipollution au 1<sup>er</sup> janvier 2014 a pesé de nouveau sur les immatriculations de véhicules lourds. En raison de l'atonie persistante de la demande, l'investissement des entreprises reculerait de nouveau au second semestre mais plus modérément (-0,3 % puis -0,2 %).

## Aléas : inflation et investissement des entreprises en zone euro

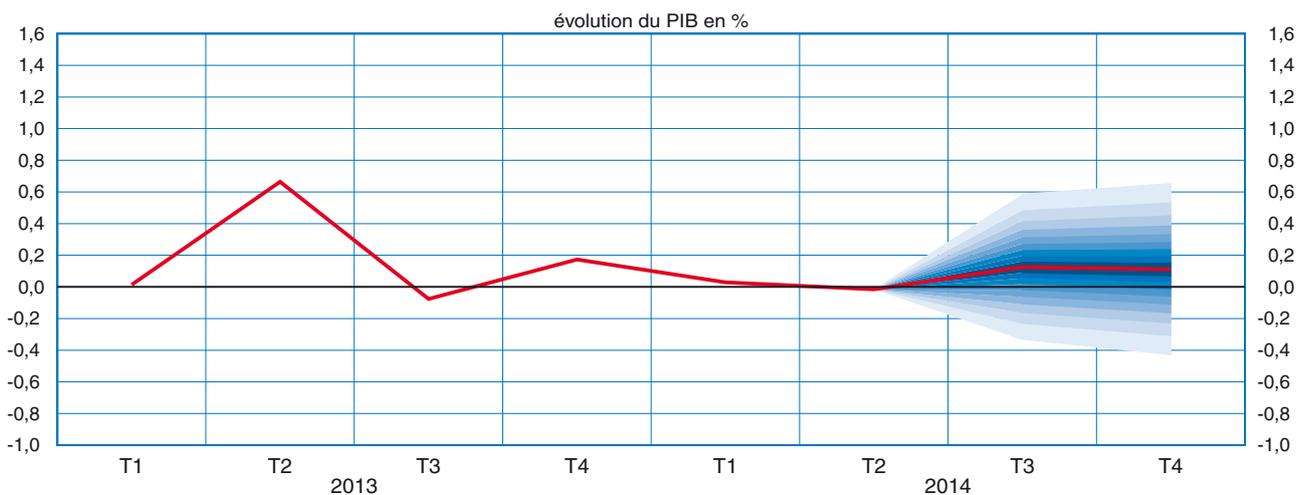
*Incertitudes et politique monétaire*

Le retournement des enquêtes de conjoncture à l'été suggère un attentisme accru des entreprises qui pourrait peser sur l'activité davantage que dans le scénario retenu. À l'inverse, la politique monétaire et la dépréciation de l'euro pourraient soutenir la croissance.

*Crise ukrainienne et investissement des entreprises en zone euro*

Dans le scénario retenu, l'investissement en équipement retrouverait son dynamisme en Allemagne et en Espagne, et serait quasi stable en France et en Italie. Pour autant, les incertitudes liées à l'impact économique de la crise ukrainienne (notamment en termes de débouchés à l'exportation à moyen terme) pourraient différer les décisions d'investissement en zone euro. À l'inverse, l'apaisement des tensions géopolitiques pourrait renforcer la dynamique d'investissement, après une phase marquée d'ajustement. ■

## 4 - Le graphique des risques associés au Point de conjoncture



Note de lecture : le graphique des risques retrace, autour de la prévision centrale de l'évolution du PIB (en trait bleu), 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 immédiatement 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. Note de conjoncture de l'Insee de juin 2008, pages 15 à 18). On peut alors estimer que le premier résultat du troisième trimestre 2014 a 50 % de chances d'être compris entre -0,1 % (bas de la cinquième bande en partant du bas) et +0,3 % (limite supérieure de la cinquième bande en partant du haut) et 90 % de chances d'être compris entre -0,3 % et +0,6 %. Au quatrième trimestre 2014, l'intervalle de confiance à 90 % est [-0,4 % ; +0,7 %].

Source : Insee