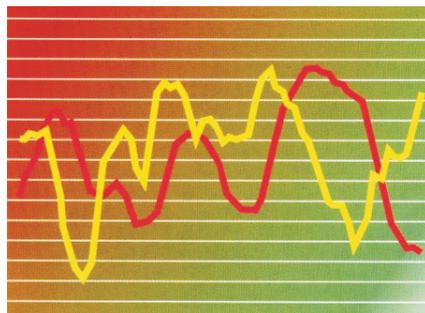


POINT DE CONJONCTURE



OCTOBRE 2015

La demande reste bien orientée, l'activité progresse par à-coups

La croissance des économies avancées est restée solide au deuxième trimestre 2015. L'activité a nettement accéléré dans les pays anglo-saxons et, dans la zone euro, le scénario d'une reprise qui se diffuse s'est confirmé (+0,4 %) ; en son sein, seule la croissance française a déçu, marquant le pas après un début d'année dynamique. En revanche, l'activité a rechuté au Japon et les économies émergentes ont continué de tourner au ralenti, comme la Chine, voire sont restées en récession, notamment le Brésil et la Russie.

Les informations conjoncturelles de l'été augurent d'un écart conjoncturel croissant au second semestre entre les économies avancées et les pays exportateurs de matières premières, notamment parce que les cours du pétrole et des matières premières ont à nouveau nettement baissé. Le climat des affaires reste bien orienté dans les pays avancés. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, la croissance resterait soutenue par une demande privée dynamique, notamment stimulée par l'accélération du pouvoir d'achat du revenu.

Dans la zone euro, la croissance s'élèverait progressivement (+0,4 % au troisième trimestre puis +0,5 % au quatrième). Les exportateurs bénéficient encore d'un euro nettement plus faible que l'an dernier. La consommation des ménages gagnerait en dynamisme grâce à la nouvelle baisse des prix du pétrole et à l'amélioration du marché du travail. Enfin, l'investissement des entreprises accélérerait et resterait notamment vigoureux en Italie et en Espagne.

En France, la baisse de la production industrielle au printemps et au début de l'été ne serait que temporaire mais affecterait encore le rythme du PIB au troisième trimestre (+0,2 %), avant qu'il ne s'élève au quatrième (+0,4 %). Cela porterait la croissance sur l'année à +1,1 % (après +0,2 % en 2014). Au-delà des à-coups

survenus au premier semestre, la consommation des ménages retrouverait une croissance en phase avec les gains de pouvoir d'achat, lequel accélérerait nettement sur l'ensemble de l'année (+1,7 % après +1,1 %). En revanche, leur investissement en logement continuerait de reculer et de peser sur l'activité d'ensemble. Après une hausse au premier semestre, l'investissement des entreprises accélérerait modérément au second semestre : les conditions de financement se sont améliorées, avec la hausse de leurs marges et un accès au crédit facilité par les mesures de politique monétaire. Surtout, leurs perspectives de demande se dégagent, ce qu'indique l'amélioration du climat des affaires depuis le début d'année dans quasiment tous les secteurs, à l'exception notable de la construction.

Le regain de l'activité entraîne celui de l'emploi marchand, par ailleurs favorisé par le CICE et le Pacte de responsabilité qui enrichissent la croissance en emplois. En outre, les contrats aidés dans les branches non marchandes resteraient dynamiques. Au total, près de 120 000 emplois seraient créés au cours de l'année 2015. Ce serait suffisant pour compenser la hausse de la population active, et le taux de chômage serait stable au second semestre à 10,3 % en France (y compris Dom).

Deux aléas principaux sont associés à ce scénario. Du côté de la demande extérieure, le ralentissement des pays émergents pourrait peser plus fortement que prévu, notamment s'il entamait la confiance des chefs d'entreprises en Europe. Du côté des entreprises françaises, l'activité industrielle a déçu depuis le printemps, au regard des composantes de la demande et de l'amélioration du climat des affaires : alors qu'un rebond modéré a été retenu dès l'été, l'activité pourrait décevoir de nouveau, ou bien par contrecoup accélérer plus franchement que prévu. ■

Au deuxième trimestre 2015, le décalage conjoncturel s'est accentué entre économies avancées et émergentes

Le ralentissement des économies émergentes a de nouveau fait reculer le commerce mondial

Au deuxième trimestre 2015, les économies émergentes ont continué de tourner sur un rythme ralenti, notamment en Chine. En récession, l'activité s'est encore réduite au Brésil et en Russie. Au total, les importations des économies émergentes ont stagné et le commerce mondial dans son ensemble a de nouveau reculé (-0,3 % après -1,4 %).

Dans les économies avancées, la croissance est restée robuste

Au deuxième trimestre 2015, le PIB des économies avancées a progressé de 0,4 %, un rythme comparable à celui des deux dernières années. En particulier, l'activité a nettement accéléré aux États-Unis (+1,0 %) après un début d'année pénalisé par les rigueurs de l'hiver (+0,2 %), ainsi qu'au Royaume-Uni (+0,7 % après +0,4 %). En revanche, l'activité s'est repliée au Japon (-0,3 % après +1,1 %), du fait d'un nouveau décrochage de la consommation.

La reprise de la zone euro s'est poursuivie

Dans la zone euro, l'activité a progressé solidement au deuxième trimestre 2015 (+0,4 %, comme prévu dans la *Note de conjoncture* de juin), notamment en Allemagne (+0,4 % après +0,3 %), en Italie (+0,3 % après +0,4 %) et surtout en Espagne (+1,0 % après +0,9 %), alors que la croissance française a déçu.

En France, l'activité a calé au deuxième trimestre

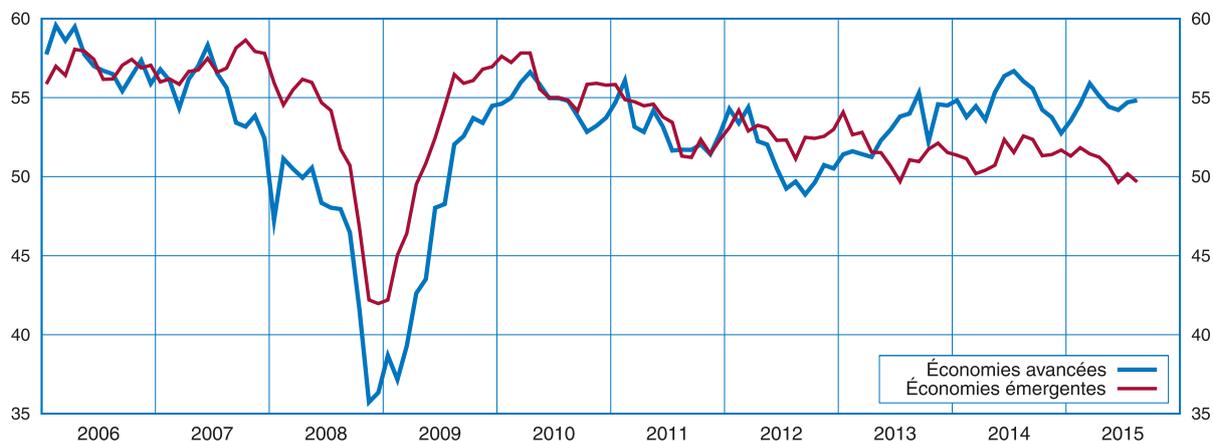
En France, l'activité a en effet nettement ralenti au deuxième trimestre (0,0 % après +0,7 %), plus que prévu dans la *Note de conjoncture* de juin 2015 (+0,3 % après +0,6 %). La production manufacturière a décroché de façon inattendue (-0,7 % après +1,2 %), notamment du fait du repli de la production de produits raffinés et des matériels de transport. Cette surprise se retrouve dans la contribution fortement négative du comportement de stockage à la croissance (-0,5 point). Les autres composantes de la demande sont plus conformes aux attentes : la consommation des ménages a vivement décéléré (0,0 % après +0,9 %), notamment sous l'effet d'un contrecoup des dépenses d'énergie, tandis que la contribution du commerce extérieur à la croissance a été favorable (+0,4 point), du fait de la forte progression des exportations aéronautiques et navales.

Le ralentissement des économies émergentes provoque des turbulences sur les marchés financiers et une nouvelle baisse des prix des matières premières

La volatilité sur les marchés financiers s'est accentuée à l'été

L'été 2015 a été marqué par des turbulences sur les marchés financiers. Elles traduiraient une prise de conscience d'un ralentissement plus accentué que prévu des économies émergentes, notamment de la Chine. En juin puis en août, les indices boursiers chinois ont ainsi chuté, effaçant leur forte hausse du premier semestre 2015. Cette correction a affecté les principales bourses financières des pays avancés et entraîné une hausse de leur volatilité. Parallèlement, les principales devises émergentes se sont dépréciées.

1 – Climat des affaires : le décalage conjoncturel s'accroît entre économies avancées et émergentes



Sources : Markit

Les prix du pétrole et des matières premières ont à nouveau reculé

Avec la perspective d'un fort ralentissement en Chine, les prix des matières premières industrielles (caoutchouc, cuivre, aluminium, plomb, nickel,...) ont reculé cet été et le cours du pétrole, qui s'était un peu repris au printemps, a de nouveau chuté. Conventionnellement, le prix du baril est figé à 50 \$ en prévision.

Le climat conjoncturel est favorable dans les économies avancées mais se dégrade encore dans les pays émergents

Le coup de froid perdure pour les économies émergentes

Dans la plupart des grands pays émergents, le climat des affaires reste dégradé (*graphique 1*). En Chine, l'activité s'infléchirait de nouveau, notamment parce que l'investissement ralentirait encore : en moyenne annuelle, la croissance serait moindre qu'en 2014, déjà la plus faible depuis 1990. Les pays exportateurs de matières premières comme le Brésil et la Russie continueraient de pâtir du recul de leurs prix. Au total, les importations des pays émergents se redresseraient un peu au second semestre mais reculeraient nettement en moyenne annuelle (-1,4 % en 2015 après +3,5 % en 2014), pour la première fois depuis 2009.

La reprise apparaît solide dans les économies avancées

À l'inverse, dans les économies avancées, le climat conjoncturel reste favorable au second semestre 2015. Aux Unis et au Royaume-Uni, la consommation soutiendrait de nouveau l'activité, le pouvoir d'achat des ménages restant dynamisé par l'accélération des salaires. Au Japon, les enquêtes de conjoncture signalent un rebond modéré de l'activité, grâce à la demande intérieure. Enfin, dans la zone euro, la reprise semble clairement enclenchée. Au total, les économies avancées tireraient le commerce mondial qui rebondirait modérément au second semestre.

D'ici fin 2015, la zone euro résisterait encore aux turbulences provenant des économies émergentes

Les politiques monétaires américaine et européenne diffèrent

Après six années de stabilité à un taux minimal, la Réserve fédérale américaine relèverait légèrement ses taux directeurs d'ici la fin de l'année, compte tenu des perspectives d'inflation et de l'amélioration du marché du travail. Dans la zone euro, au contraire, la Banque centrale européenne met en œuvre depuis mars des mesures de rachats massifs de titres, incluant des dettes publiques. Ces opérations tirent globalement à la baisse les taux souverains et surtout, elles assouplissent l'accès au crédit des agents privés.

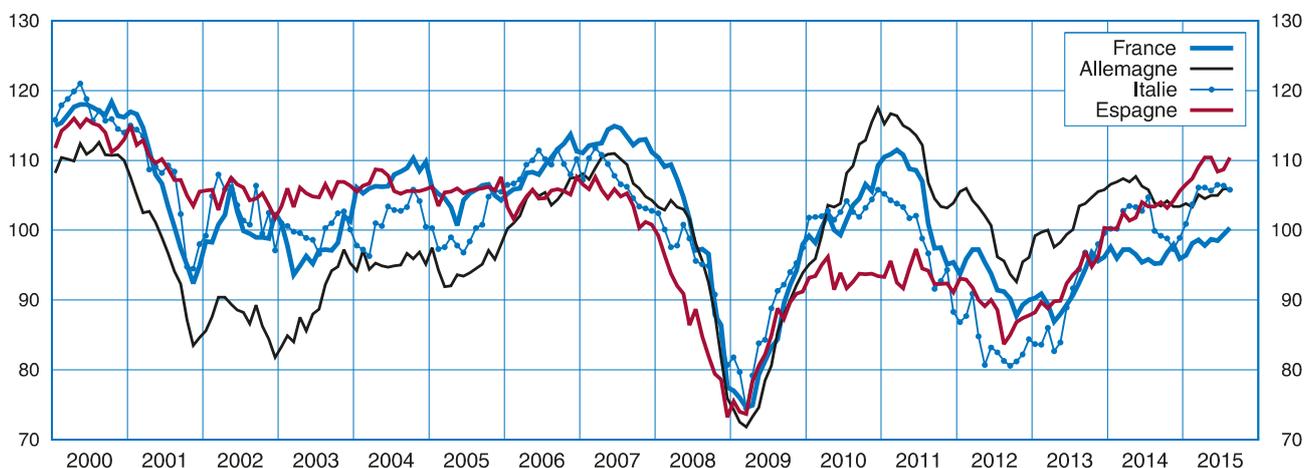
L'investissement profite du redémarrage du crédit, notamment en Europe du Sud

Pour la première fois depuis plus de trois ans, les encours de crédit aux entreprises de la zone euro ont augmenté à l'été 2015. La reprise du crédit dans la zone euro accompagne une croissance soutenue de l'investissement productif en 2015, particulièrement en Espagne (+9,6 %) et en Italie (+8,0 %).

Les exportations résistent au choc de demande provenant des économies émergentes

Au premier semestre 2015, les exportations de la zone euro sont restées allantes, malgré la contraction du commerce mondial : les échanges intra-européens sont demeurés dynamiques et la baisse de l'euro a permis des gains de parts de marché. Au second semestre, les effets du change s'atténueraient un peu et les

2 - Le climat des affaires reste bien orienté dans la zone euro



Source : Commission européenne

La croissance de la zone euro resterait solide d'ici la fin de l'année

exportations ralentiraient. Sur l'ensemble de l'année, l'accélération des exportations (+4,8 % après +3,9 %) et, dans le sillage de la demande intérieure, des importations (+4,9 % après +4,2 %) trancheraient avec le fort ralentissement du commerce mondial (+1,4 % après +3,3 %).

Dans les grands pays de la zone euro, le climat des affaires reste bien orienté, particulièrement en Italie et en Espagne où il se situe à de plus hauts niveaux depuis 2007 (graphique 2). Stimulé par la baisse du prix du pétrole, la poursuite de la reprise de l'emploi et l'accélération des salaires, le pouvoir d'achat des ménages progresserait vigoureusement, favorisant leur consommation. L'activité de la zone euro accélérerait progressivement : +0,4 % au troisième trimestre puis +0,5 % au quatrième. À l'exception de l'Espagne qui continuerait de croître très rapidement (+0,9 % par trimestre au second semestre), le rythme de croissance des principaux pays serait relativement homogène, signe d'une reprise qui se diffuse dans la zone euro.

Les exportations françaises ralentiraient mais resteraient soutenues par la demande des autres pays d'Europe

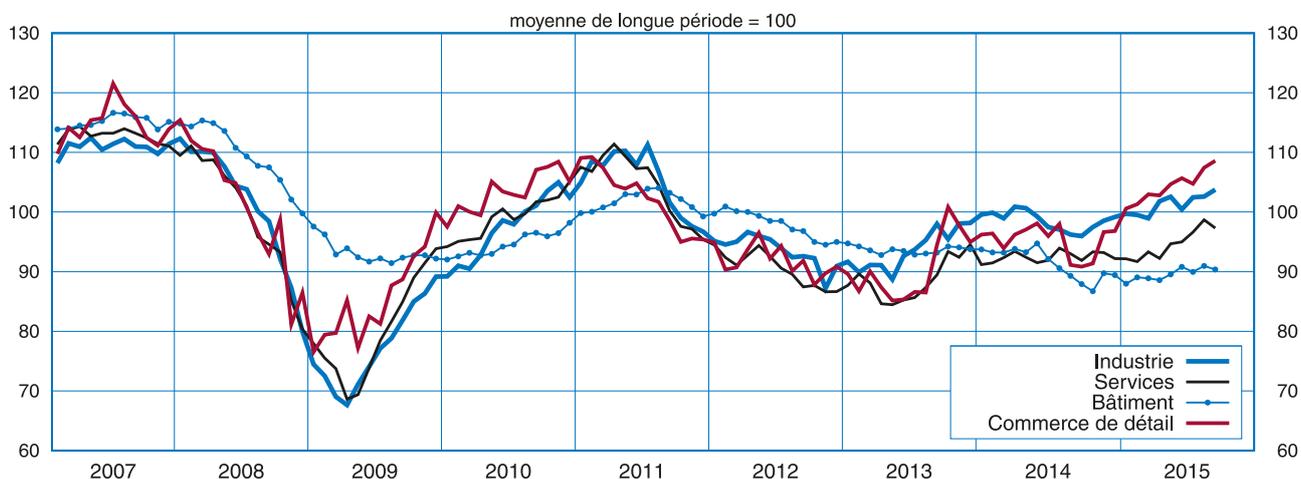
Du fait de la composition géographique des exportations françaises, la demande mondiale adressée à la France a été nettement plus dynamique que le commerce mondial au premier semestre 2015. Les exportations ont également bénéficié de la dépréciation passée de l'euro et du niveau exceptionnel des livraisons de matériel aéronautique et naval. Au second semestre, elles ralentiraient par contrecoup mais resteraient dynamiques (+0,7 % au troisième trimestre puis +1,2 % au quatrième trimestre). Sur l'ensemble de l'année, les exportations françaises accéléreraient nettement (+6,5 % après +2,4 %), progressant singulièrement plus vite que la demande mondiale adressée au pays (+3,7 % après +3,1 %). L'économie française croissant globalement moins vite que celle de ses principaux partenaires, les importations seraient moins dynamiques que les exportations, si bien que la contribution comptable du commerce extérieur serait légèrement positive en 2015 (+0,1 point).

La reprise française se fait par à-coups

En France, le climat des affaires dans les services décolle à son tour

Après être resté globalement stable de septembre 2013 à février 2015 autour de 94, le climat des affaires en France a progressé au printemps, cette amélioration provenant essentiellement de l'industrie et du commerce. Depuis juin, le climat des affaires dans les services marchands progresse à son tour et retrouve en septembre un niveau proche de sa moyenne de longue période (graphique 3). En revanche, il reste encore dégradé dans le bâtiment et les travaux publics. Pour l'ensemble des secteurs, le climat des affaires est à sa moyenne de longue période en septembre, au plus haut depuis quatre ans.

3 – En France, le climat des affaires décolle à son tour dans les services



Source : Insee

La production manufacturière a traversé un trou d'air au début de l'été mais se redresserait rapidement

Alors que le climat des affaires dans l'industrie est resté favorable, la production manufacturière s'est fortement repliée en juin et en juillet. Toutefois cet épisode ne traduirait qu'un trou d'air, provoqué en partie par l'accumulation de facteurs temporaires (grèves et arrêts techniques dans les raffineries, effets calendaires atypiques). La bonne orientation du climat des affaires, notamment en ce qui concerne les perspectives d'activité, laisse attendre un rétablissement dès l'été et jusqu'à la fin de l'année. Le profil trimestriel de la production manufacturière serait ainsi heurté : après +1,2 % au premier trimestre 2015 et -0,7 % au deuxième, elle reculerait moins au troisième trimestre (-0,2 %) puis progresserait à nouveau en fin d'année (+0,5 %).

La croissance française atteindrait +1,1 % en moyenne en 2015

Au total, au-delà des à-coups trimestriels, le PIB conserverait au second semestre 2015 un rythme comparable à celui du premier semestre (+0,2 % au troisième trimestre puis +0,4 % au quatrième trimestre). La croissance atteindrait ainsi +1,1 % en moyenne sur l'ensemble de l'année (après +0,2 % en 2014). Comme l'an dernier, le PIB augmenterait moins en France qu'en moyenne dans la zone euro (+1,6 % après +0,9 %), essentiellement du fait du recul de l'investissement en construction.

L'emploi marchand progresserait de nouveau

Le CICE et le Pacte de responsabilité enrichissent la croissance en emplois

Après un léger repli au premier trimestre 2015, l'emploi marchand a rebondi au deuxième trimestre. Les perspectives en termes d'effectifs s'améliorent dans les enquêtes de conjoncture et l'emploi marchand continuerait de se redresser au second semestre (+25 000 postes). Au total, il augmenterait de 41 000 postes en 2015 (après -63 000 en 2014), favorisé par une activité plus soutenue et par l'enrichissement de la croissance en emplois apporté par le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) et le Pacte de responsabilité et de solidarité.

L'emploi total accélérerait nettement en 2015

Comme en 2014, l'emploi dans le secteur non marchand progresserait nettement (+55 000), en grande partie du fait des contrats aidés (+35 000). Au total, l'emploi progresserait de 116 000 postes en 2015 (après +24 000 en 2014).

Le chômage serait stable au second semestre 2015

Au deuxième trimestre 2015, le taux de chômage s'est stabilisé à 10,3 % en France (y compris Dom). Au second semestre, la hausse attendue de l'emploi serait suffisante pour compenser celle de la population active, si bien que le taux de chômage serait stable à 10,3 % (contre 10,5 % fin 2014).

L'inflation resterait faible d'ici fin 2015

Sous l'effet de la nouvelle baisse des prix du pétrole, l'inflation d'ensemble est redevenue nulle en août. En revanche, le redressement de l'inflation sous-jacente s'est confirmé, à +0,6 % en août (contre -0,1 % en décembre 2014), notamment sous l'effet de la dépréciation passée de l'euro qui renchérit les produits importés. L'inflation d'ensemble ne se redresserait que faiblement d'ici décembre, à +0,3 %. Dans le même temps, l'inflation sous-jacente se stabiliserait (+0,7 % fin 2015), la faible utilisation des capacités de production, la légère réappréciation récente de l'euro et le niveau élevé du chômage limitant les pressions inflationnistes.

Le pouvoir d'achat et la consommation retrouvent du dynamisme en 2015, au plus haut depuis 2007

Les salaires nominaux resteraient dynamiques en 2015

Au deuxième trimestre 2015, le salaire moyen par tête (SMPT) en termes nominaux a ralenti après un premier trimestre dynamique (+0,1 % après +0,8 %). Au second semestre 2015, les salaires continueraient de s'ajuster avec retard à la faiblesse passée de l'inflation et leur progression serait modeste (+0,2 % par trimestre). Au total, les salaires nominaux augmenteraient en 2015 sur le même rythme qu'en 2014 (+1,6 %).

La hausse du pouvoir d'achat des ménages en 2015 serait la plus vive depuis 2007

En 2015, le pouvoir d'achat du revenu des ménages continuerait d'accélérer, à +1,7 % (après +1,1 % en 2014 et -0,1 % en 2013), ce qui constituerait sa plus forte hausse depuis 2007. Il serait notamment porté par la progression des revenus d'activité (+1,5 % après +1,4 %) et par le rebond des revenus de la propriété (+1,0 % après -2,2 %).

La consommation des ménages resterait soutenue au second semestre

Après le fort rebond du premier trimestre (+0,9 %), la consommation des ménages a stagné au deuxième trimestre, notamment par contrecoup sur les dépenses de chauffage. Portée par les gains de pouvoir d'achat, elle resterait dynamique au second semestre (+0,4 % par trimestre). Sur l'ensemble de l'année, la consommation des ménages progresserait quasiment au même rythme que le pouvoir d'achat (+1,6 % en moyenne sur l'année après +0,6 % en 2014) et le taux d'épargne resterait stable autour de 15,2 %.

La construction de logement continuerait de peser sur la croissance mais l'investissement des entreprises se dégrèlerait

Malgré des signaux positifs, l'investissement des ménages continuerait de reculer

Les ventes de logements neufs augmentent depuis la fin de l'année 2014 et le nombre de permis de construire, qui a touché un point bas début 2015, se redresse depuis lors, notamment pour les logements individuels. Étant donné les délais de production dans le secteur, l'investissement des ménages reculerait de nouveau au second semestre mais la baisse s'atténuerait (-1,0 % puis -0,6 %, après -1,5 % au deuxième trimestre).

L'investissement des entreprises accélérerait modérément

Le dégel de l'investissement des entreprises se profile : les perspectives de demandes interne et externe sont plus favorables, le taux de marge s'est nettement amélioré en début d'année grâce au CICE, au Pacte de responsabilité et à la baisse du cours du pétrole et enfin, les conditions de financement externes se sont encore assouplies. Ces améliorations se traduisent dans les enquêtes de conjoncture : les chefs d'entreprises dans l'industrie et les services signalent une plus grande propension à investir au second semestre. Ainsi, après une légère hausse au deuxième trimestre (+0,3 %), l'investissement des entreprises accélérerait modérément au second semestre (+0,5 % puis +0,6 %). Sur un an, il augmenterait de 2,1 % fin 2015, contre +0,3 % fin 2014 (graphique 4).

Aléas : ralentissement des émergents et rebond d'activité industrielle

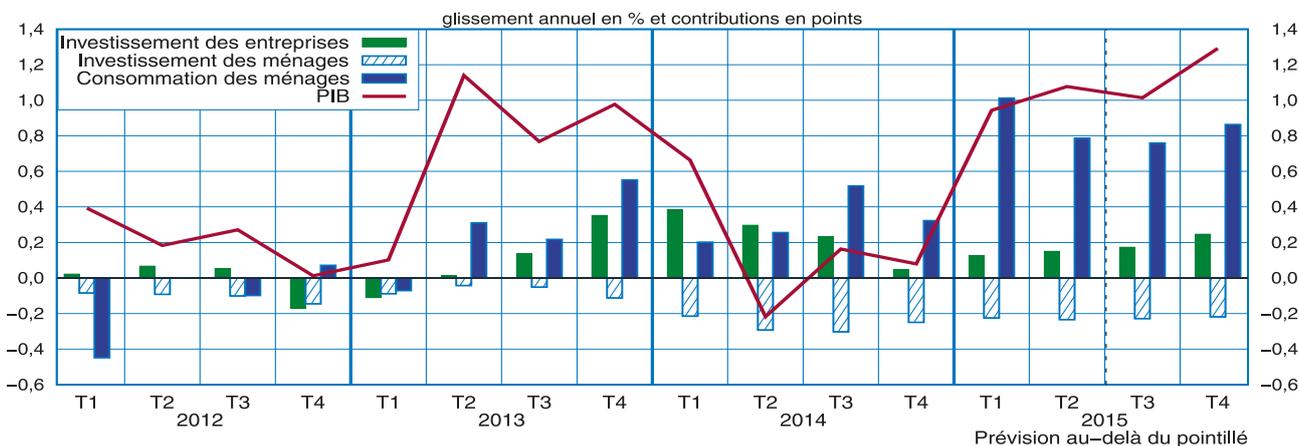
Incertitudes sur les marchés financiers et ralentissement des émergents

Dans le scénario retenu, la Fed relève ses taux d'ici la fin de l'année, la volatilité des marchés financiers est contenue et les économies avancées restent résilientes au choc de demande négatif provenant des économies émergentes. Toutefois ce scénario ne considère que les canaux commerciaux. Si la volatilité accrue des marchés financiers ou les inquiétudes concernant les économies émergentes venaient à entamer la confiance des entrepreneurs européens, la dynamique de reprise dans la zone euro pourrait se gripper. À l'inverse, si les incertitudes se levaient rapidement, l'activité pourrait accélérer plus que prévu, un plus grand dynamisme de l'investissement.

Rebond de la production manufacturière

Après un trou d'air en juin et juillet, le scénario retenu table sur un rebond modéré de la production manufacturière dès l'été, compte tenu du niveau du climat des affaires dans ce secteur. Mais la production pourrait s'avérer plus dynamique ou, à l'inverse, décevoir à nouveau au regard des enquêtes de conjoncture. ■

4 - La consommation soutiendrait de nouveau l'activité, l'investissement des entreprises accélérerait modérément



Source : Insee