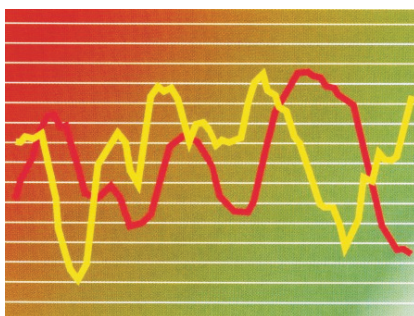


POINT DE CONJONCTURE



OCTOBRE 2016

La conjoncture européenne résiste aux incertitudes politiques

Au printemps 2016, la croissance des économies avancées a été contrastée. Elle a déçu aux États-Unis mais s'est avérée plus vive que prévu au Royaume-Uni, en amont du vote décidant de la sortie de l'Union européenne. De même, si le scénario d'une reprise qui s'auto-entretient a été confirmé pour la zone euro dans son ensemble (+0,3 %), l'activité française a marqué le pas (-0,1 %) après un début d'année dynamique. Du côté des pays émergents, le ralentissement de l'économie chinoise, à l'œuvre depuis 2010, semble avoir été enrayé, grâce à une politique budgétaire et monétaire expansionniste ; les pays exportateurs de matières premières ont profité de la stabilisation de leurs cours, notamment la Russie et le Brésil.

Au second semestre, la demande en provenance des États-Unis s'élèverait à nouveau, à la faveur d'une reprise de l'investissement productif, et la demande des pays émergents continuerait de s'améliorer graduellement. En revanche, les incertitudes politiques se sont accrues et assombrissent les perspectives conjoncturelles européennes : le référendum britannique décidant du Brexit, la nouvelle vague d'attentats en France et en Allemagne, la difficulté à former un nouveau gouvernement en Espagne et l'échéance d'un référendum constitutionnel en Italie. Dans la zone euro, ces plus grandes incertitudes ne semblent avoir entamé ni le climat des affaires ni la confiance des ménages, et la croissance résisterait (+0,3 % au troisième trimestre puis +0,4 % au quatrième). Elle serait suffisante pour que l'emploi continue de progresser et que le chômage recule encore, à petits pas. De son côté, la croissance britannique s'infléchirait car l'incertitude sur l'avenir institutionnel du pays rendrait les investisseurs plus

attentistes, malgré l'effet favorable aux exportations de la nette dépréciation de la livre.

En France, la croissance serait modeste au troisième trimestre (+0,2 %) avant de s'élever au quatrième (+0,4 %). En moyenne sur l'année, elle serait comparable en 2016 (+1,3 %) à celle de 2015 (+1,2 %). Au-delà des à-coups survenus au premier semestre, la consommation des ménages augmenterait en phase avec leurs gains de pouvoir d'achat, lesquels atteindraient +1,8 % en moyenne sur l'année (après +1,6 % en 2015). En outre, leurs dépenses d'investissement en logements cessent de baisser. Après un repli au printemps, l'investissement des entreprises retrouverait de l'élan au second semestre, encore largement favorisé par les conditions de financement, en raison d'une part de la baisse des taux d'intérêt et d'autre part du net redressement de leur taux de marge. Le regain de l'activité entraîne celui de l'emploi marchand, par ailleurs stimulé par les dispositifs d'allègement du coût du travail qui enrichissent la croissance en emplois. Au total, 165 000 emplois seraient créés au cours de l'année 2016. Ce serait suffisant pour que le taux de chômage baisse de nouveau à 9,8 % de la population active française en fin d'année, contre 9,9 % mi-2016 et 10,2 % fin 2015.

Deux aléas principaux sont associés à ce scénario. Le premier concerne les différentes échéances politiques de part et d'autre de l'Atlantique avant la fin de l'année ; leur issue pourrait générer davantage d'incertitude et par suite, un surcroît d'attentisme des investisseurs. Le second est propre à l'économie française : le rebond attendu des exportations pourrait être plus important que prévu, rattrapant pour partie les déceptions passées, ou il pourrait au contraire de nouveau manquer à la croissance. ■

Au deuxième trimestre 2016, le commerce mondial a de nouveau déçu

L'activité a légèrement accéléré dans les économies émergentes mais leurs importations n'ont que modérément rebondi

Au deuxième trimestre 2016, les économies émergentes ont retrouvé un peu de tonus même si leur croissance est restée modérée. Le PIB chinois a accéléré, à la faveur d'une reprise de l'activité industrielle. La récession s'est atténuée au Brésil et l'économie russe s'est quasiment stabilisée. Néanmoins, les importations des économies émergentes n'ont que modérément rebondi (+0,9 %) après avoir plongé au premier trimestre (-2,2 %).

Les économies avancées ont progressé moins que prévu

Au deuxième trimestre 2016, le PIB des économies avancées a progressé de 0,3 %, en deçà de ce qui était attendu dans la *Note de conjoncture* de juin (+0,5 %) et du rythme trimestriel moyen des trois dernières années. L'activité a certes surpris par son dynamisme au Royaume-Uni (+0,7 % après +0,4 %), grâce à un rebond dans l'industrie, mais la croissance a déçu aux États-Unis (+0,4 % après +0,2 %) et est redevenue faible au Japon (+0,2 % après +0,5 %).

L'activité a ralenti dans la zone euro

Dans la zone euro, l'activité a ralenti au deuxième trimestre 2016 (+0,3 % après +0,5 %), comme prévu dans la *Note de conjoncture* de juin. La croissance est restée solide en Allemagne (+0,4 % après +0,7 %) et vive en Espagne (+0,8 % après +0,8 %), alors qu'elle a flanché en Italie (0,0 % après +0,3 %) et en France. Au total, pénalisées par la contraction presque généralisée de l'investissement productif, les importations des économies avancées sont restées atones au deuxième trimestre 2016 (+0,1 % après +0,2 %) et le commerce mondial n'a que faiblement rebondi (+0,3 % après -0,6 %).

En France, l'activité a calé au deuxième trimestre

En France, l'activité a calé au deuxième trimestre (-0,1 % après +0,7 %), un ralentissement bien plus marqué qu'anticipé dans la *Note de conjoncture* de juin 2016 (+0,3 % après +0,6 %). La production manufacturière a nettement décroché (-0,9 % après +0,1 %), enrayée notamment par les mouvements sociaux dans les raffineries et l'industrie de la chimie. Côté demande, la consommation des ménages a marqué le pas (-0,1 %) après un premier trimestre très dynamique (+1,1 %), les dépenses en services s'infléchissant nettement plus que prévu. De même, l'investissement des entreprises s'est contracté, du fait d'un contrecoup des achats en biens manufacturés et d'un repli inattendu des investissements de services, après plusieurs trimestres de croissance vigoureuse. Enfin, entravées notamment par la faiblesse de la demande provenant de ses partenaires, les exportations de la France sont restées anémiques (+0,2 % après -0,4 %) malgré la livraison de grands contrats navals.

Les cours des matières premières restent bas et les taux d'intérêt ont à nouveau reculé dans la zone euro

Le cours du Brent reste bas

Au deuxième trimestre, malgré la forte baisse de la production nord-américaine, l'offre de pétrole est restée supérieure à la demande, comme depuis début 2014. Au second semestre 2016, l'écart entre l'offre et la demande se résorberait en partie, notamment car l'OPEP envisage de limiter sa production, mais les stocks resteraient élevés, ce qui limiterait les pressions sur les cours. Le prix du baril de Brent se stabiliserait ainsi autour de 50 \$.

Les politiques monétaires continueraient de diverger de part et d'autre de l'Atlantique

Les politiques monétaires de part et d'autre de l'Atlantique divergeraient davantage encore d'ici fin 2016. D'un côté, la Réserve fédérale américaine relèverait de nouveau ses taux directeurs, confortée par une inflation sous-jacente repassée depuis le début de l'année au-dessus de la cible de 2 %. De l'autre côté, confrontée au vote pro-« Brexit », la Banque d'Angleterre (BoE) a assoupli sa politique monétaire en abaissant son taux directeur et en relançant son programme d'achats d'actifs. De même, l'inflation reste très faible dans la zone euro et la BCE poursuit sa politique monétaire accommodante.

Après le vote pro-« Brexit », les taux souverains ont plongé mais l'euro ne s'est quasiment pas apprécié

Les taux souverains européens ont tous reculé à la suite du référendum sur le « Brexit » et des annonces de la BoE : le taux français à 10 ans a atteint un niveau historiquement faible, autour de 0,2 %. Cependant, le taux de change effectif de l'euro n'a quasiment pas varié, la forte appréciation face à la livre ayant été compensée par la dépréciation vis-à-vis du yen et des monnaies émergentes.

L'activité mondiale accélérerait modérément au second semestre 2016 et les échanges retrouveraient un peu d'élan

Les économies émergentes accéléreraient encore graduellement

Le climat des affaires s'est redressé dans les économies émergentes à l'été, atteignant son plus haut niveau depuis presque deux ans (*graphique 1*). La croissance s'y élèverait graduellement tout en restant très inférieure à celle des années 2000. En Chine, l'activité croîtrait comme au deuxième trimestre. Elle serait portée par l'investissement en construction, grâce à la hausse du crédit permise par l'assouplissement de la politique monétaire et aux stimuli budgétaires annoncés en début d'année. En Russie, l'activité tendrait à se stabiliser d'ici la fin de l'année. Au Brésil, la récession s'atténuerait nettement.

L'activité accélérerait aux États-Unis mais ralentirait franchement au Royaume-Uni

Dans les économies avancées, l'activité accélérerait un peu au second semestre. Aux États-Unis, la croissance s'élèverait, avec la fin du mouvement de déstockage et une timide reprise de l'investissement des entreprises. Au Japon, l'activité gagnerait un peu d'élan, tirée par la consommation des ménages. En revanche, le climat des affaires s'est dégradé au Royaume-Uni cet été après le vote décidant de la sortie de l'Union européenne et l'activité ralentirait nettement au second semestre, sans toutefois se contracter.

Au second semestre 2016, la croissance de la zone euro résisterait à la hausse des incertitudes politiques

La consommation profiterait de nouveaux gains de pouvoir d'achat

Au second semestre, l'inflation resterait limitée et le dynamisme du marché de l'emploi s'accompagnerait d'une accélération des salaires dans la zone euro, notamment en Allemagne, générant de nouveaux gains de pouvoir d'achat. En outre, la confiance des ménages dans la situation économique ne semble pas avoir été entamée par la vague d'attentats de juillet en France et en Allemagne. Aussi, la consommation retrouverait de l'élan au second semestre (+0,4 % par trimestre), après avoir déçu au deuxième trimestre (+0,2 % après +0,6 %).

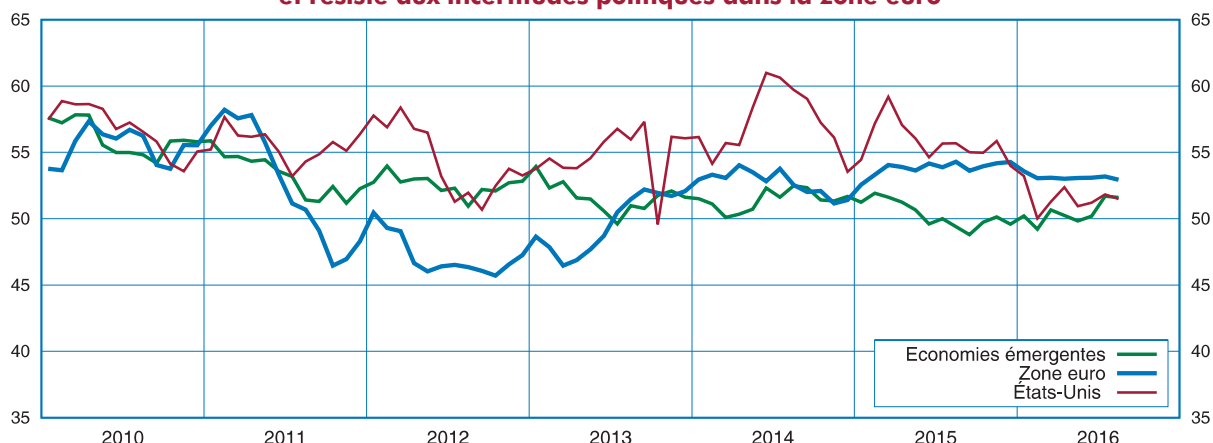
L'investissement se redresserait, notamment l'investissement productif

Côté entreprises, le climat des affaires résiste dans la zone euro malgré une hausse des incertitudes politiques. Après un trou d'air inattendu au deuxième trimestre, notamment en Allemagne, l'investissement des entreprises se redresserait au second semestre 2016, encore soutenu par l'amélioration des conditions de crédit et des capacités d'autofinancement. L'investissement en équipement, notamment, retrouverait de la vigueur dans tous les pays de la zone euro, l'appareil productif étant davantage sollicité dans l'industrie.

La reprise de la demande américaine et émergente l'emporterait sur le ralentissement de la demande britannique

Après avoir été dynamiques au deuxième trimestre, notamment en Espagne, les exportations de la zone euro ralentiraient un peu au troisième trimestre mais progresseraient tout de même nettement sur l'ensemble du second semestre, en phase avec la demande mondiale adressée à la zone. L'effet du ralentissement britannique serait plus que compensé par la reprise de la demande en provenance des États-Unis et des économies émergentes. Au total, la croissance résisterait dans la zone euro au second semestre (+0,3 % au troisième trimestre et +0,4 % au quatrième trimestre) avec des rythmes très proches en Allemagne, en Italie et en France.

1 – Le climat des affaires s'améliore dans les économies émergentes et résiste aux incertitudes politiques dans la zone euro



Source : Markit

Les exportations françaises rebondiraient modérément

Au premier semestre 2016, les exportations françaises ont été encore plus décevantes que la demande mondiale (−0,4 % puis +0,2 %), malgré la livraison de grands contrats, du fait notamment de la faiblesse des exportations aéronautiques civiles, qui semblent avoir été limitées par des contraintes d’approvisionnement. En seconde partie d’année, les exportations rebondiraient modérément (+0,1 % puis +0,8 %), notamment dans le secteur aéronautique. En revanche, elles seraient freinées par le contrecoup des livraisons de grands contrats navals et par la chute des ventes agricoles liée aux mauvaises récoltes.

La croissance française s’améliorerait graduellement au second semestre

Le climat des affaires demeure légèrement au-dessus de sa moyenne depuis un an

Après être resté globalement stable de septembre 2013 à février 2015 autour de 94, le climat des affaires en France a continuellement progressé en 2015 : depuis un an, il demeure légèrement au-dessus de sa moyenne de longue période (*graphique 2*), un niveau compatible avec un rythme annuel de croissance du PIB de l’ordre de +1,4 %.

L’effet des grèves du printemps se dissiperait mais l’hébergement-restauration pâtirait à nouveau des craintes liées aux attentats

La production manufacturière rebondirait nettement au troisième trimestre (+1,0 % après −0,9 %) avec notamment la reprise de l’activité dans les raffineries et la chimie, après les grèves du printemps. Pour le quatrième trimestre, la bonne orientation des perspectives d’activité en septembre suggère une nouvelle progression (+0,4 %). Dans les services, la production se relèverait dans les secteurs affectés par des phénomènes ponctuels au printemps (contrecoup des ventes de billets de l’Euro 2016 de football dans les services de loisirs, grèves dans les transports). Cependant, dans l’hébergement-restauration où l’activité s’est contractée de façon inattendue au deuxième trimestre, le rebond resterait limité par une nouvelle désaffectation des touristes étrangers après les attentats de juillet.

L’activité accélérerait à peine en 2016

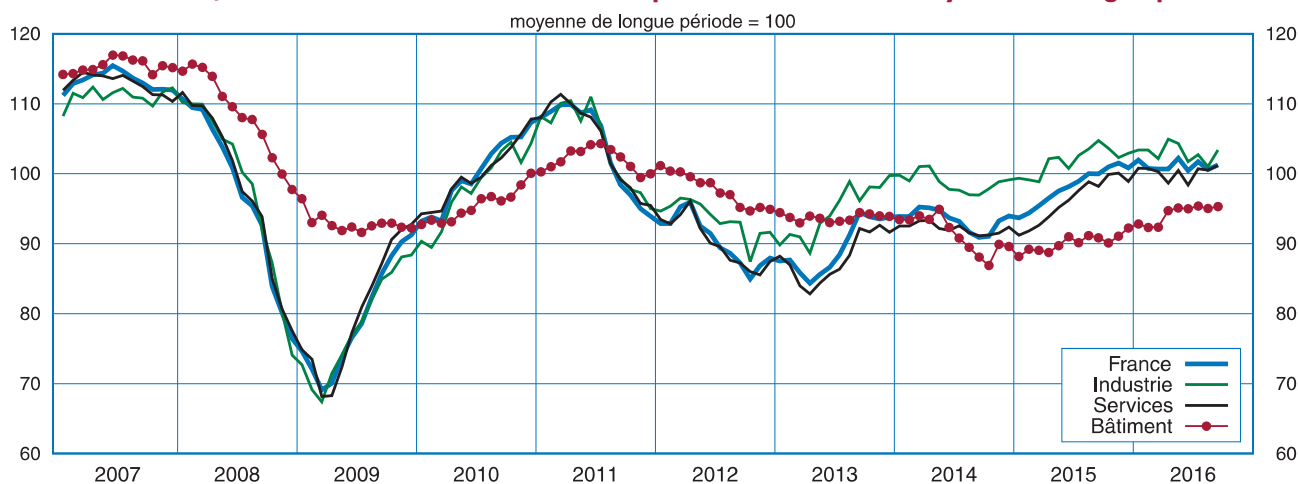
Au total, au-delà des à-coups trimestriels, le PIB conserverait sur l’ensemble du second semestre 2016 un rythme comparable à celui du premier semestre (+0,2 % au troisième trimestre puis +0,4 % au quatrième). La croissance atteindrait ainsi +1,3 % en moyenne sur l’ensemble de l’année, comparable à celle de 2015 (+1,2 %). Les importations (+2,1 %) seraient tirées par le relatif dynamisme de la demande intérieure alors que les exportations seraient atones (+0,7 %) : le commerce extérieur pèserait de nouveau sur la croissance (−0,4 point).

L’emploi marchand ne faiblirait pas et le chômage continuerait de baisser modérément au second semestre

L’emploi marchand augmenterait de 0,7 % en un an

L’emploi salarié marchand a continué de progresser au deuxième trimestre (+30 000), comme prévu dans la *Note de Conjoncture* de juin. Les perspectives en termes d’effectifs restant favorables dans les enquêtes de conjoncture, il ne faiblirait pas au second semestre (+66 000). Au total, les créations nettes d’emploi

2 – En France, le climat des affaires est stable un peu au-dessus de sa moyenne de longue période



Source : Insee

marchand s'élèveraient à 117 000 en 2016 (soit +0,7 % sur un an), après +97 000 en 2015. Depuis l'an dernier, elles sont portées par la reprise de l'activité et les différents dispositifs d'abaissement du coût du travail qui enrichissent la croissance en emplois : crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi, Pacte de responsabilité et de solidarité et prime à l'embauche dans les PME.

Malgré la baisse de l'emploi non marchand aidé, l'emploi total progresserait encore solidement

Dans les secteurs non marchands, l'emploi ralentirait nettement au second semestre (+4 000 postes après +25 000 au premier semestre) du fait d'un repli attendu du nombre d'emplois aidés, en particulier d'emplois d'avenir. En tenant compte des emplois agricoles et non salariés, l'emploi total augmenterait de 165 000 postes en 2016 (après +157 000 en 2015).

Le chômage diminuerait de nouveau légèrement

Au deuxième trimestre 2016, le taux de chômage s'est établi à 9,9 % de la population active française, en recul de 0,5 point sur un an. Au second semestre, la hausse attendue de l'emploi serait légèrement supérieure à celle de la population active, elle-même légèrement freinée par la hausse du nombre de chômeurs en formation, si bien que le taux de chômage baisserait de nouveau, à 9,8 % fin 2016, contre 10,2 % un an plus tôt (graphique 3).

Le pouvoir d'achat et la consommation progresseraient de nouveau solidement en 2016

L'inflation se redresserait un peu du fait de sa composante énergétique

En septembre, l'inflation reste faible (+0,4 % en glissement annuel). D'ici la fin de l'année, du fait de sa composante énergétique, elle s'élèverait légèrement, à +0,6 % en décembre, pour rejoindre le niveau de l'inflation sous-jacente. Celle-ci resterait très basse : d'une part, l'effet inflationniste de la dépréciation passée de l'euro se dissipe, d'autre part, la baisse passée des prix des matières premières continuerait de se diffuser sur les prix des biens et services.

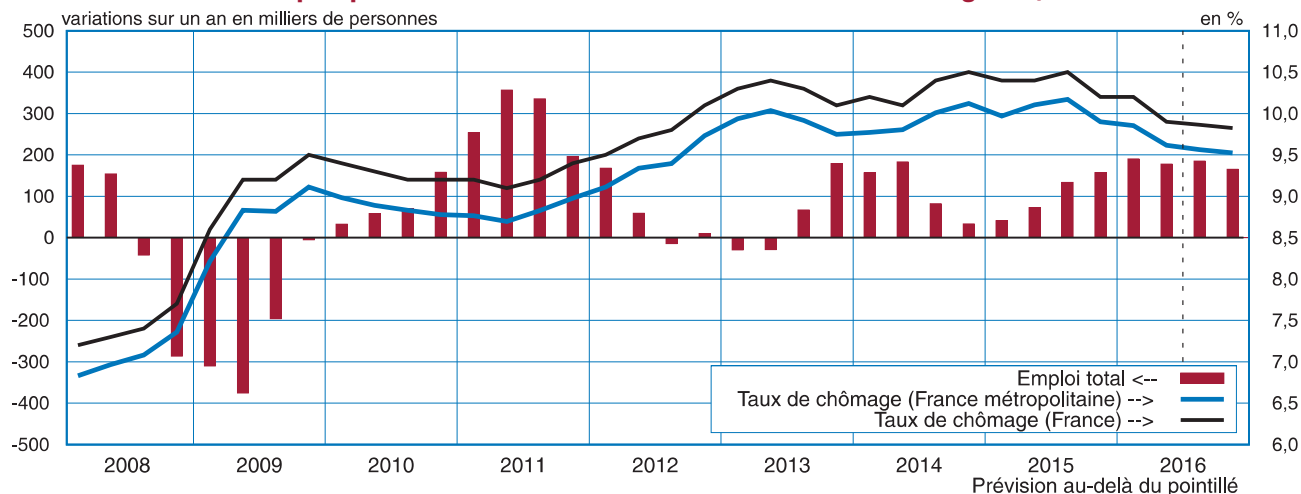
Le pouvoir d'achat des ménages continuerait d'augmenter solidement en 2016

En 2016, les salaires dans les branches marchandes ralentiraient à peine (+1,5 % après +1,6 % en moyenne sur l'année), ne répercutant qu'en partie la faible inflation passée. Dans la fonction publique, les salaires accéléreraient modérément du fait de la revalorisation du point d'indice au 1^{er} juillet. Au total, en 2016, le pouvoir d'achat du revenu des ménages continuerait d'accélérer, à +1,8 % (après +1,6 % en 2015 et +0,7 % en 2014). Ce surcroît de croissance résulterait notamment de la moindre hausse des impôts (+0,9 % après +1,7 %) et de l'accélération de l'emploi marchand (+0,9 % en moyenne après 0,0 %).

En moyenne annuelle, la consommation des ménages progresserait un peu moins vite que le pouvoir d'achat

La consommation des ménages a marqué le pas au deuxième trimestre (-0,1 %), essentiellement en compensation de la vive progression au premier trimestre (+1,1 %). Portée par les gains de pouvoir d'achat, elle retrouverait un peu d'élan au second semestre (+0,1 % au troisième trimestre puis +0,5 % au quatrième). En moyenne sur l'année, la consommation des ménages (+1,5 %) progresserait un peu moins vite que le revenu réel et le taux d'épargne augmenterait légèrement (+0,3 point à 14,8 %).

3 – La hausse de l'emploi permettrait une nouvelle baisse du taux de chômage à 9,8 % en fin d'année



Source : Insee

L'investissement retrouverait un peu de tonus après un repli au printemps

L'investissement des ménages augmenterait à nouveau faiblement

Après plusieurs années de recul jusqu'en 2015, l'investissement des ménages en logement neuf est quasi stable depuis début 2016, répercutant avec délai l'amélioration des ventes. Au second semestre 2016, il augmenterait à nouveau faiblement (+0,1 % à +0,3 % par trimestre) si bien qu'en moyenne sur l'année, il cesserait de chuter (+0,2 % après -0,8 %).

L'amélioration des conditions de financement continue de favoriser l'investissement des entreprises

Après avoir vivement progressé pendant deux trimestres, l'investissement des entreprises s'est replié au printemps, pour la première fois depuis début 2014 ; beaucoup d'entre elles ont anticipé leurs achats en se préparant à la fin du dispositif de suramortissement, initialement prévue le 15 avril, puis finalement reportée en 2017. Les conditions restent néanmoins favorables : le taux de marge s'est redressé et se maintiendrait un peu en-deçà de son niveau d'avant-crise, et les coûts d'emprunt ont fortement reculé. Au second semestre 2016, l'investissement des entreprises pourrait progressivement retrouver du tonus. En moyenne sur l'année, il augmenterait de 3,6 %, une hausse inédite depuis 2011.

L'investissement public cesse de peser sur l'activité

L'investissement public se redresserait modérément en 2016 (+1,6 %), après deux années de fort recul (-5,8 % puis -3,9 %). Cette amélioration refléterait celle des dépenses en travaux publics, en phase avec le cycle électoral dans les collectivités locales et l'atténuation de l'effet des baisses de dotation.

Aléas : incertitude politique et capacité de rebond des exportations françaises

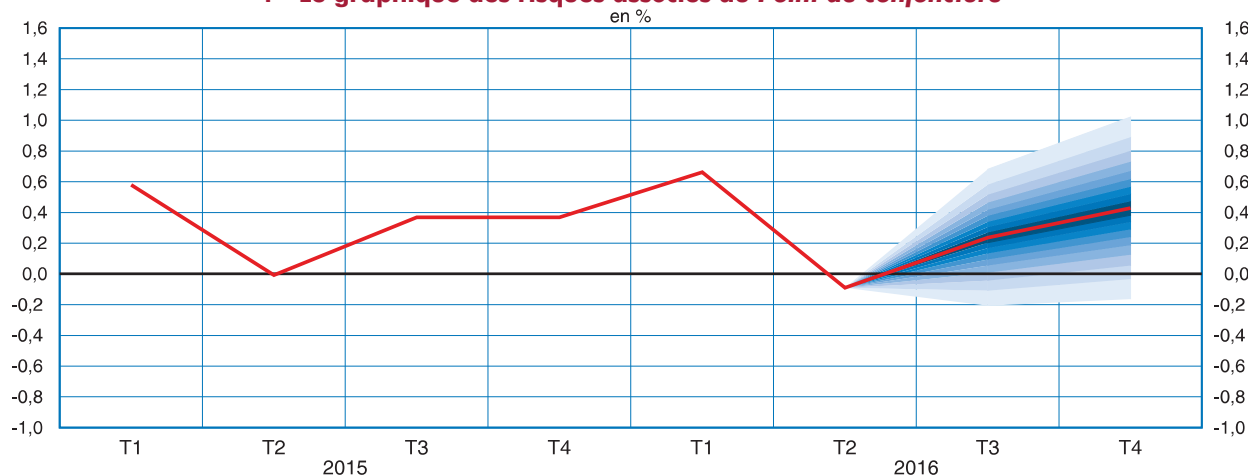
Incertitudes politiques aux États-Unis comme en Europe

Avant même les échéances électorales françaises et allemandes en 2017, la fin de l'année 2016 sera marquée par plusieurs échéances politiques importantes de part et d'autre de l'Atlantique : la constitution d'un gouvernement en Espagne, le référendum constitutionnel en Italie et l'élection présidentielle américaine. Chacune de ces échéances pourrait générer incertitudes et attentisme de la part des investisseurs. Par ailleurs, les incertitudes relatives aux conséquences concrètes du « Brexit » se sont amoindries, mais l'activation du processus de sortie pourrait les raviver.

Ampleur du rebond des exportations françaises

Malgré les livraisons de grands contrats, les exportations françaises ont fortement déçu au premier semestre au regard de la hausse de la demande adressée à la France. Dans le scénario retenu, elles se relèveraient modérément, notamment dans l'aéronautique. Néanmoins, elles pourraient surprendre à la hausse en compensant plus nettement les déceptions de début d'année, ou bien de nouveau décevoir, interrogeant alors sur la capacité de l'économie française à restaurer sa compétitivité. ■

4 - Le graphique des risques associés au Point de conjoncture



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 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. la Note de conjoncture de l'Insee de juin 2008, pages 15 à 18). On peut alors estimer que la première estimation qui sera publiée dans les comptes trimestriels pour le troisième trimestre 2016 a 50 % de chances d'être comprise entre 0,0 % (bas de la cinquième bande en partant du bas) et +0,4 % (limite supérieure de la cinquième bande en partant du haut) et 90 % de chances d'être comprise entre -0,2 % et +0,7 %.

Source : Insee