

Juin 2015

Selon les projections macroéconomiques pour la France effectuées dans le cadre de l'Eurosystème, après trois années de croissance atone, le PIB croîtrait en moyenne annuelle (m.a.) de 1,2 % en 2015 puis de 1,8 % en 2016 et 1,9 % en 2017 (avant l'impact des mesures de consolidation budgétaire annoncées dans le programme de stabilité mais qui restent à spécifier dans les lois de finances à venir). La croissance française serait soutenue par un ensemble de facteurs externes (baisse du prix du pétrole et du taux de change effectif nominal de l'euro), de facteurs communs à la zone euro (politique monétaire expansionniste), et de facteurs internes (amélioration des marges des entreprises). Dans le même temps, la croissance en zone euro serait de 1,5 % en 2015, 1,9 % en 2016 et 2,0 % en 2017.

L'inflation (IPCH) en France resterait très faible en 2015, à 0,3 % en m.a. avant de remonter jusqu'à 1,7 % en 2017. Dans la zone euro, l'inflation serait de 0,3 % en 2015 et atteindrait 1,8 % en 2017.

SYNTHÈSE DES PROJECTIONS FRANCE

	2013	2014	2015	2016	2017
IPCH	1,0	0,6	0,3	1,4	1,7
IPCH hors énergie et alimentaire	0,7	1,0	0,6	1,2	1,6
Déflateur du PIB	0,8	0,6	1,0	1,0	1,2
PIB réel	0,7	0,2	1,2	1,8	1,9
Contributions (points de PIB) :					
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,6	0,5	1,1	1,6	1,9
<i>Exportations nettes</i>	0,0	-0,5	-0,4	0,2	0,0
<i>Variations de stocks</i>	0,2	0,2	0,5	0,0	0,0
Consommation des ménages	0,5	0,6	1,7	1,5	1,6
Consommation publique	1,7	1,5	1,4	0,9	0,9
Investissement total	-0,4	-1,2	-0,7	2,5	3,5
Investissement public	0,2	-6,9	-2,0	-0,4	0,0
Investissement des ménages	-1,5	-5,3	-4,2	-0,3	4,2
Investissements des entreprises (SNF-SF-EI)	-0,2	2,2	1,1	4,4	4,2
Exportations	1,8	2,4	5,4	5,8	5,7
Importations	1,8	3,9	6,3	5,0	5,4
Revenu disponible brut (RDB) réel des ménages	-0,1	1,1	1,6	1,3	1,6
Taux d'épargne des ménages (% RDB)	14,7	15,1	15,1	14,9	14,9
Taux de chômage (BIT, France entière, % population active)	10,3	10,2	10,3	10,1	9,6

Taux de croissance annuel sauf indication contraire.

Sources : Insee pour 2013 et 2014, projections Banque de France en grisé.

L'économie française bénéficierait d'un environnement international plus porteur et des gains de compétitivité induits par la dépréciation de l'euro.

Sur le plan conjoncturel, la croissance de la zone euro a légèrement accéléré depuis plusieurs trimestres, tendance qui devrait se poursuivre. En France, la croissance du PIB, après une progression de 0,2 % au 3^e trimestre 2014, puis une inflexion au 4^e trimestre 2014 (0,0 %), a accéléré au 1^{er} trimestre 2015 à 0,6 %. Selon les indicateurs conjoncturels disponibles mi-mai, elle devrait s'établir autour de 0,3 % au 2^e trimestre 2015 (la date d'arrêt des hypothèses utilisées dans ces projections est le 12 mai 2015).

En fin d'année 2014, le commerce mondial a connu une accélération et la demande adressée à la France augmenterait à un rythme plus soutenu : 3,5 % en 2015, 5,3 % en 2016 et 5,5 % en 2017, après 2 % en moyenne entre 2008 et 2014. La dépréciation du taux de change effectif nominal de l'euro début 2015 ainsi que les mesures d'allègement du coût du travail (CICE – crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi – et PRS – pacte de responsabilité et de solidarité –) permettraient une légère hausse des parts de marché françaises à l'exportation en 2015, qui se stabiliseraient ensuite en 2016 et 2017. L'évolution de l'environnement international conduirait donc à une amélioration des perspectives d'exportations (hausse de 5,4 % en 2015, 5,8 % en 2016 et 5,7 % en 2017, après 2,4 % en 2014). L'effet net, sur la croissance, du rebond des exportations serait toutefois largement atténué par le dynamisme des importations (hausse de 6,3 % en 2015, 5,0 % en 2016 et 5,4 % en 2017, après 3,9 % en 2014), en raison notamment de la reprise de l'investissement des entreprises, à fort contenu en importations. Le déficit commercial (mesuré en comptabilité nationale) se réduirait, de 1,9 % du PIB en 2014 à 1,6 % en 2015 et 2016, du fait de la baisse de la facture énergétique, avant de se dégrader de nouveau en 2017, sous l'hypothèse d'une remontée graduelle des prix du pétrole.

Autre changement majeur de l'environnement international, la baisse du cours du pétrole en fin d'année 2014 devrait produire des effets notables en 2015.

La baisse des prix du pétrole en fin d'année 2014 devrait conduire à des économies sur la facture pétrolière française de 0,8 point de PIB sur l'année 2015. Cette baisse a conduit à une inflation négative en glissement annuel au 1^{er} trimestre 2015, ce qui a bénéficié au pouvoir d'achat des ménages. La consommation des ménages connaîtrait donc une accélération en 2015, tempérée toutefois par le manque de dynamisme de l'emploi. Un léger repli du taux d'épargne vers sa moyenne de long terme à partir de 2016, soutiendrait également la consommation. Ces gains de pouvoir d'achat, conjugués à des conditions de crédit favorables, devraient interrompre la forte baisse de l'investissement logement qui pèse sur la croissance française depuis 2008. La contribution de ce poste à la croissance du PIB depuis 2008 a en effet été de -0,2 point de pourcentage (pp) en moyenne annuelle. En 2014, l'investissement des ménages a reculé pour la troisième année consécutive : -5,3 %, après une baisse de -1,5 % en 2013 et de -2,1 % en 2012. Si les indicateurs conjoncturels ne laissent pas présager un retournement rapide, l'investissement des ménages connaîtrait cependant une baisse moins importante en 2015 et 2016, avant de s'orienter positivement à partir de 2017.

Sur le plan interne, les mesures d'allègement du coût du travail viendraient également soutenir l'activité, via les gains de compétitivité-coût qui favoriseraient les exportations, les créations d'emplois et l'investissement des entreprises.

Le CICE et les exonérations de cotisations sociales patronales du PRS permettraient aux entreprises françaises d'interrompre la dégradation de leur marge d'exploitation. La remontée du taux de marge, déjà amorcée, favoriserait une reprise plus vigoureuse de l'investissement, étant donné un contexte de coût de l'endettement durablement bas et la remontée future du taux d'utilisation des capacités de production. Après une stagnation fin 2014, qui se poursuivrait au 1^{er} semestre 2015, l'investissement des entreprises recommencerait à croître à partir du 2nd semestre 2015. Il progresserait de 1,1 % en 2015 puis de 4,4 % en 2016 et 4,2 % en 2017, dans un contexte d'amélioration du taux d'autofinancement qui reviendrait à son niveau de 2010. En parallèle, le chômage pourrait se stabiliser en 2015 et progressivement diminuer à partir de 2016.

La chute du prix du pétrole contribuerait à une faible inflation à court terme avant un redressement en 2016 et 2017.

L'inflation, mesurée par l'évolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) serait de 0,3 % en moyenne annuelle en 2015 (après 0,6 % en 2014), avant une progression de 1,4 % en 2016 et de 1,7 % en 2017. L'inflation IPCH hors énergie et alimentaire, moins volatile, ralentirait à 0,6 % en 2015 (après 1,0 % en 2014) avant de se redresser graduellement à 1,2 % en 2016 puis 1,6 % en 2017. Le déflateur du PIB progresserait de 1,0 % en 2015 (après 0,6 % en 2014) et s'établirait à 1,0 % en 2016, puis 1,2 % en 2017.

Les perspectives pour l'économie française s'améliorent mais restent sujettes à des aléas.

Les risques concernant les projections d'inflation sont globalement équilibrés. En revanche, des incertitudes relatives à cet exercice de projections font craindre une croissance plus faible. Elle pourrait se matérialiser en cas de ralentissement de la croissance mondiale, de remontée significative du prix du pétrole, de raffermissement significatif de l'euro ou de crises géopolitiques. Au plan interne, la reprise envisagée de l'investissement des entreprises pourrait être amoindrie si les entreprises choisissaient d'orienter les gains des mesures d'allègement du coût du travail vers les salaires ou le désendettement. La consommation serait réduite si le retour du taux d'épargne des ménages en 2016 vers sa moyenne de long terme ne se matérialisait pas. Enfin, pour 2016 et 2017, les projections sont présentées ici de façon conventionnelle, avant l'impact des mesures de consolidation budgétaire qui restent à spécifier et à voter dans les prochaines lois de finances.

1 | Hypothèses techniques et environnement international : les facteurs externes devraient soutenir la croissance française

Le scénario économique repose sur les hypothèses techniques (taux de change, taux d'intérêt, prix des matières premières) et sur les projections de l'environnement international réalisées par l'Eurosystème.

Depuis l'été 2014, l'euro s'est déprécié, à la fois par rapport au dollar et dans une moindre mesure en taux de change effectif nominal. Après une forte baisse et un rebond récent, la projection intègre un taux de change euro/dollar stable à 1,12 d'ici 2017 (contre 1,33 en 2014). Le taux de change effectif nominal (TCEN) de l'euro a aussi baissé fin 2014 et au début de 2015, ce qui, sous l'hypothèse d'une stabilité pour le reste de l'année, se traduit par une dépréciation de 8,1 %¹ en moyenne annuelle en 2015 avant une stabilité en 2016-2017.

Depuis l'été 2014, le prix du pétrole a également fortement chuté. Par convention, il est basé sur les cours à terme à l'horizon de la prévision et est donc supposé remonter lentement, pour atteindre 74 dollars le baril de *Brent* au 4^e trimestre 2017. En 2016, le prix du baril resterait cependant inférieur de 18,5 euros à la moyenne de 2013.

Dans un contexte de politique monétaire accommodante, en particulier depuis la mise en place du programme étendu d'achats d'actifs (EAPP) par l'Eurosystème, les taux d'intérêt restent à des niveaux historiquement bas.

En fin d'année 2014, la croissance du PIB des partenaires commerciaux de la France a légèrement accéléré, tirant le commerce mondial et la demande adressée à la France. L'accélération de cette dernière se confirmerait à l'horizon de la prévision pour atteindre le rythme élevé de 5,5 % en 2017.

La demande provenant de la zone euro serait un peu plus dynamique que celle venant de nos partenaires hors zone euro. Elle serait de 4,7 % en 2015, rythme observé pour la dernière fois seulement avant la crise (hormis le rebond de 2010). Le surplus de demande intra zone euro pour les exportations françaises serait porté par la dynamique des pays partenaires.

Tableau 1 : Hypothèses techniques et environnement international ^{a)}

	2013	2014	2015	2016	2017
Hypothèses techniques					
Pétrole, baril de <i>Brent</i> (USD)	108,8	98,9	63,8	71,0	73,1
Pétrole, baril de <i>Brent</i> (EUR)	82,0	74,4	57,1	63,5	65,4
Matières premières hors énergie (USD, évolution en %)	- 4,6	- 6,2	- 13,6	2,9	4,9
USD/EUR	1,33	1,33	1,12	1,12	1,12
Taux de change effectif nominal (évolution en %) ^{b)}	4,7	2,3	- 8,1	- 0,2	0,0
Euribor à 3 mois	0,2	0,2	0,0	0,0	0,2
Taux longs sur les obligations de l'État français à 10 ans ^{c)}	2,2	1,7	0,9	1,2	1,5
Environnement international, évolution en %					
IPC mondial	2,9	2,2	1,5	2,7	3,0
Prix des concurrents à l'export extra-zone euro	- 3,8	- 1,2	8,2	2,1	2,3
PIB mondial	3,3	3,4	3,2	3,8	3,8
PIB mondial hors zone euro	3,9	3,7	3,4	4,1	4,1
Commerce mondial hors zone euro	3,2	2,7	2,0	4,8	5,2
Demande adressée à la France	2,2	3,5	3,5	5,3	5,5
<i>Intra-zone euro</i>	1,1	4,0	4,7	5,9	6,1
<i>Extra-zone euro</i>	3,3	3,0	2,4	4,6	5,0

a) Ces hypothèses techniques et d'environnement international sont établies au 12 mai par la BCE selon des principes explicités dans l'article : « *Guide to Eurosystem Staff macroeconomic projection exercises* », Juin 2001, disponible à l'adresse : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/staffprojectionsguideen.pdf>

b) Calculé par rapport à 38 pays partenaires de la zone euro.

c) La prévision de taux longs sur les obligations de l'État français à 10 ans est obtenue à l'aide de la courbe des taux.

Sources : Eurosystème, projections Banque de France.

¹ Compte tenu de la part de la zone euro dans le commerce extérieur français (environ la moitié), la variation du taux de change effectif nominal de la France vis-à-vis du monde serait moitié moindre que celle exposée ici.

QUEL IMPACT DU PRIX DU PÉTROLE ET DU TAUX DE CHANGE SUR L'ÉCONOMIE FRANÇAISE ?

Depuis la mi-2014, le prix du baril de *Brent* et le taux de change de l'euro ont connu des variations notables. Depuis son niveau maximal de 83 euros en juin 2014, le cours du baril de *Brent* s'est contracté et a atteint 58 euros mi-mai. Le taux de change effectif nominal (TCEN) de la zone euro s'est déprécié d'environ 9 % sur la même période – soit une variation proche de celle de la moyenne annuelle entre 2014 et 2015.

L'actuel contrechoc pétrolier est d'une ampleur comparable à ceux observés en 1986 et en 1996-1998. Si le prix du baril de *Brent* – en monnaie nationale et à prix constant – décroît récemment d'un montant du même ordre qu'en 1986 (– 30 euros environ), en revanche, la part des importations d'énergie dans le PIB est plus faible en 2014 qu'en 1986, réduisant assez nettement l'impact de la variation du prix du pétrole sur le PIB français.

L'évolution de la facture énergétique de la France entre le 2^e trimestre 2014 et le 1^{er} trimestre 2015 est estimée à – 0,8 % du PIB, soit une ampleur supérieure au contrechoc pétrolier de 1996 (– 0,6 %) mais inférieure à celui de 1986 (– 2,1 %).

Est présenté ici l'impact de ces chocs du prix du pétrole et du TCEN consistant en l'écart entre les hypothèses de projection et un scénario de référence où le *Brent* et le TCEN seraient stabilisés à leur niveau moyen du 2^e trimestre 2014. Cet impact est évalué à l'aide du modèle de prévision Mascotte¹. L'impact de la dépréciation du change est évalué hors effet sur le prix du pétrole, c'est-à-dire à prix du *Brent* en euros constants. Par ailleurs, ces simulations tiennent compte des effets positifs des chocs sur les partenaires commerciaux de la France dans l'Eurosystème, donc sur leur demande adressée à la France, ainsi que sur les prix des compétiteurs français. Ces simulations sont résumées dans le tableau B.

La baisse du prix du *Brent* en dollar, à taux de change inchangé, se traduit en une baisse du prix du *Brent* en euro. Celle-ci se transmet aux prix des importations, et ensuite aux prix de consommation. Au bout de deux ans, l'impact sur le niveau moyen de l'indice IPCH de la baisse du *Brent* atteint – 0,7 %, ce qui augmente le revenu disponible brut réel des ménages. Le lissage de la consommation des ménages se traduit cependant par une hausse temporaire de l'épargne la première année de 0,2 pp. La hausse de la consommation des ménages s'étale donc sur deux années (0,3 % en moyenne annuelle la première année puis 0,2 % la seconde). Par ailleurs, la hausse de la demande adressée à la France tire les exportations la première année, ce qui permet de contrebalancer la hausse des importations liée au dynamisme de la demande interne. Finalement, l'impact sur le niveau du PIB de la baisse du *Brent* atteint 0,3 % sur deux ans, avec un effet légèrement plus fort la première année que la seconde.

La variation du taux de change effectif se transmet, elle, *via* les prix des concurrents à l'importation et à l'exportation. L'amélioration de la compétitivité-prix française induite tire les exportations françaises à la hausse, mais augmente les prix des importations. À deux ans, la baisse du taux de change effectif nominal (hors effet sur le prix du pétrole en euro) accroît le niveau du PIB de 0,8 % et l'indice IPCH de 0,4 %.

Au total, cette dynamique baissière du cours du pétrole et du TCEN a un impact positif net sur la croissance en France (1,1 pp cumulé sur deux ans) *via*, à la fois, une hausse de la consommation des ménages et une amélioration des parts de marché à l'exportation. L'effet désinflationniste (– 0,3 % cumulé sur deux ans, toute la baisse étant la première année avant un léger rebond la seconde année) de la baisse du prix du pétrole est partiellement atténué par la dépréciation de l'euro qui augmente les prix des biens et des services importés.

Cette quantification pourrait être un peu optimiste, dans la mesure où elle ne prend pas en compte une éventuelle limite des capacités de production.

¹ Mascotte : Modèle d'Analyse, de prévision et de Simulation de la COnjoncture TrimesTriEille. C'est le modèle macroéconométrique de prévision de la Banque de France pour l'économie française, utilisé pour effectuer les projections macroéconomiques sur un horizon de deux à trois ans.

Tableau A : Évolution des déterminants de la facture pétrolière française lors des trois épisodes de baisse du prix du pétrole

	Pic	1985T4	1996T4	2014T2
	Creux	1986T3	1998T4	2015T1
Variations en %				
TCEN		–	6,8	– 7,9
Taux de change euro/dollar		16,4	– 6,7	– 17,9
<i>Brent</i> en dollar		– 56,3	– 51,7	– 50,4
<i>Brent</i> en euro		– 62,5	– 48,2	– 39,6
<i>Brent</i> en euro 2014		– 63,9	– 49,1	– 40,2
Variations absolues du prix du baril (en €)				
<i>Brent</i> en dollar		– 15,9	– 12,3	– 55,5
<i>Brent</i> en euro		– 21,2	– 9,1	– 31,8
<i>Brent</i> en euro 2014		– 35,4	– 11,8	– 32,3
Évolution en points de PIB				
Facture énergétique		– 2,1	– 0,6	– 0,8

Tableau B : Impact sur l'économie française d'une variation du prix du pétrole et du taux de change

Choc	Ampleur du choc (en %)		Effets macroéconomiques			
	2015	2016	PIB		IPCH	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016
<i>Brent</i> en euro	– 28,8	– 20,9	0,2	0,1	– 0,7	0,0
TCEN	– 9,2	– 9,4	0,4	0,4	0,2	0,2
Total			0,6	0,6	– 0,5	0,2

Point de départ conjoncturel

Sur la base de l'enquête de la Banque de France dans l'industrie d'avril, la prévision ISMA (publiée le 12 mai) indique une croissance du PIB autour de 0,3 % au deuxième trimestre.

L'activité a nettement accéléré au 1^{er} trimestre 2015, avec une croissance du PIB de 0,6 % après 0,0 % au 4^e trimestre 2014. La consommation des ménages a été particulièrement dynamique (0,8 %) grâce à l'amélioration du pouvoir d'achat en fin d'année 2014 et à une augmentation temporaire de la consommation en énergie suivant des conditions météorologiques douces au trimestre précédent. La demande intérieure contribue positivement pour 0,5 point à la croissance du PIB, la variation des stocks également, tandis que le commerce extérieur contribue négativement de 0,5 point.

Les enquêtes de conjoncture de la Banque de France et de l'Insee dans l'industrie montrent une légère amélioration de la conjoncture en avril. Les indicateurs du climat des affaires sont proches de leur moyenne de long terme. L'indicateur de production prévue est stable depuis le début de l'année (graphique 1). L'enquête de l'Insee en mai confirme l'embellie, grâce notamment à une nette progression du solde relatif à la production passée, sans cependant d'accélération des perspectives personnelles de production.

Dans le secteur du bâtiment, l'enquête de la Banque de France d'avril indique une stabilité de l'activité mais l'enquête Insee de mai montre que les indicateurs de confiance restent toujours très en deçà de leur moyenne de long terme. Le profil des enquêtes dans le bâtiment et les travaux publics (graphique 2) suggère que la construction devrait continuer à peser sur la croissance au 2^e trimestre.

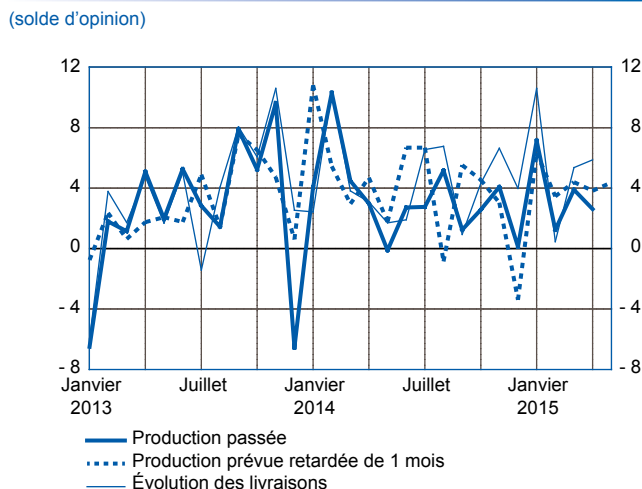
Du côté des prix, l'inflation (IPCH) s'établit à 0,1 % sur un an en avril 2015, avec une légère remontée de l'inflation sous-jacente (hors produits alimentaires et énergie) à 0,5 %. La baisse des prix de l'énergie continue de peser, avec en avril une contraction de 3,5 % en glissement annuel de la composante énergie. L'inflation devrait continuer de remonter en 2015 à la faveur du rebond des prix d'importation et de l'énergie.

Le commerce extérieur français serait aidé par un environnement international plus porteur

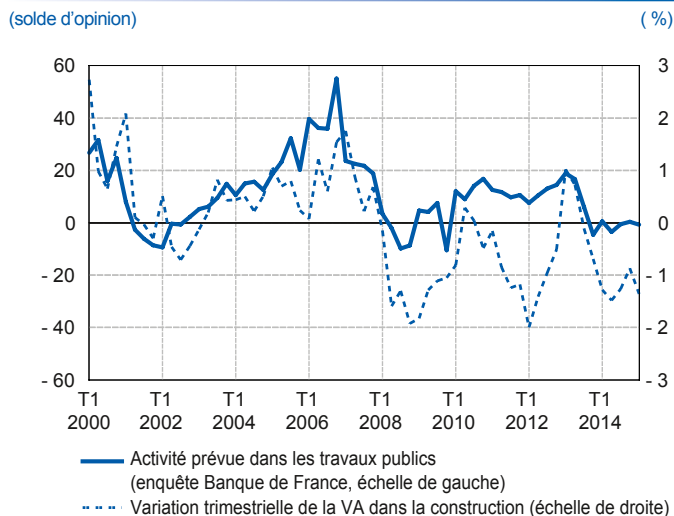
La contribution du commerce extérieur à la croissance française devrait s'améliorer, sur l'horizon de prévision, à la faveur du dynamisme de la demande mondiale et de gains de compétitivité-prix.

Après une stabilisation prolongée depuis 2008, les parts de marché françaises (calculées comme le rapport entre les exportations et la demande adressée à la France) devraient légèrement progresser à l'horizon de la prévision. La croissance des exportations atteindrait 5,4 % en 2015, 5,8 % en 2016 et 5,7 % en 2017.

Graphique 1 : Enquête de la Banque de France dans l'industrie



Graphique 2 : Activité prévue dans les travaux publics et variation de la valeur ajoutée dans la construction



En particulier, les gains de compétitivité engendrés par la dépréciation de l'euro début 2015 et, dans une moindre mesure, par les dispositions d'allègement du coût du travail (CICE et PRS), permettraient une amélioration des parts de marché de la France à l'extérieur de la zone euro.

Parallèlement, la croissance des importations françaises connaîtrait une accélération sensible dès 2015, à 6,3 % en 2015, 5,0 % en 2016 et 5,4 % en 2017. Les importations françaises ont été dynamiques au cours des trois derniers trimestres, tirées par les importations de produits manufacturés. L'élasticité des importations au PIB a, de fait, été beaucoup plus importante au cours du 2nd semestre 2014 qu'elle ne l'a été en moyenne entre 2000 et 2007. La projection des importations à l'horizon 2016 repose sur une élasticité qui demeurerait un peu supérieure à sa moyenne de long terme en raison d'une demande tirée par les investissements qui ont un contenu élevé en importations.

Le dynamisme des importations devrait atténuer l'effet de celui des exportations et la contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB en France serait négative en 2015 à -0,4 pp, avant de revenir à 0,2 pp en 2016 et 0,0 pp en 2017.

Le déficit commercial (mesuré en comptabilité nationale) se réduirait en 2015. Après un déficit de 1,9 % du PIB en 2014, il serait de 1,6 % du PIB en 2015 et 2016, du fait de la baisse de la facture énergétique.

En raison de la hausse anticipée selon les prix à terme des prix du pétrole, le déficit commercial se creuserait cependant de nouveau un peu en 2017.

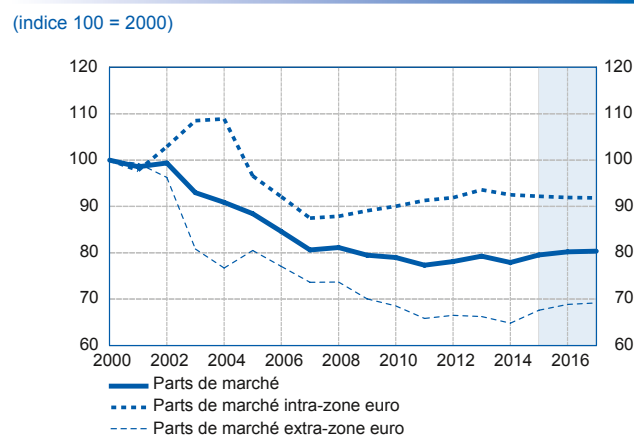
Une part importante de ces évolutions vient des importations nettes d'énergie, qui représentaient 2,9 % du PIB en valeur en 2013, se contracteraient en 2014 et en 2015 suivant la baisse du prix de l'énergie, pour atteindre 1,9 % du PIB en 2015, avant de rebondir en 2016 et 2017. Sous l'hypothèse d'une remontée des prix de l'énergie et d'une reprise de l'activité, la part des importations nettes en énergie dans le PIB passerait en effet à 2,2 % en 2016, et atteindrait 2,3 % en 2017.

La consommation des ménages serait favorisée par des gains de pouvoir d'achat réel dans un contexte d'inflation très basse

En 2014, la consommation des ménages a progressé de 0,6 % après 0,5 % en 2013, soutenue par la progression du revenu disponible brut (RDB) réel de 1,1 % en 2014 (après -0,1 % en 2013).

Ce rebond du RDB s'explique à la fois par la stabilisation des prélèvements obligatoires, après une année 2013 marquée par d'importantes hausses d'impôts et cotisations sociales des ménages, et par l'arrêt des destructions d'emplois en 2014. Les salaires bruts resteraient le principal contributeur à la progression du RDB des ménages en raison de la progression de l'emploi dans un contexte de modération salariale (voir *infra* « marché du travail et salaires »).

Graphique 3 : Parts de marché (exportations/demande adressée à la France)



Graphique 4 : Balance commerciale (données de la comptabilité nationale)

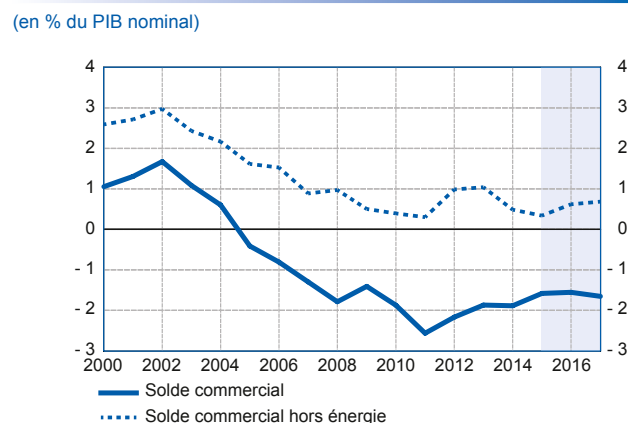


Tableau 2 : Évolution de la consommation et du revenu disponible brut des ménages

(en %, moyenne annuelle)	2013	2014	2015	2016	2017
Consommation réelle des ménages	0,5	0,6	1,7	1,5	1,6
Taux d'épargne des ménages (% du RDB)	14,7	15,1	15,1	14,9	14,9
RDB réel	-0,1	1,1	1,6	1,3	1,6
RDB nominal	0,6	1,1	1,7	2,6	3,1
Contributions au taux de croissance du RDB					
<i>Excédent brut d'exploitation</i>	0,1	0,1	0,3	0,6	0,6
<i>Salaires bruts</i>	0,6	1,0	0,9	1,4	1,8
<i>Intérêts nets reçus et revenus de la propriété</i>	0,1	-0,2	0,3	0,6	0,6
<i>Transferts courants</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Prestations sociales</i>	1,0	0,8	0,5	0,7	1,0
<i>Impôts directs</i>	-0,6	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5
<i>Cotisations sociales effectives</i>	-0,5	-0,3	-0,1	-0,2	-0,3

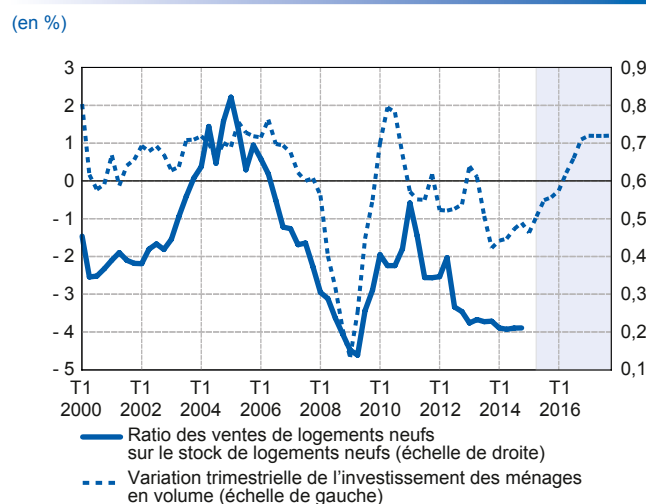
L'impact de la baisse du prix du pétrole sur l'inflation profitera au pouvoir d'achat des ménages. La consommation des ménages devrait croître au même rythme que le pouvoir d'achat en 2015, dans un contexte de stabilité du taux d'épargne. En 2016, l'inflation remonterait à des niveaux modérés (1,4 % contre 0,3 % en 2015) et le taux d'épargne se réduirait légèrement pour revenir vers sa moyenne historique (14,9 %). La consommation des ménages augmenterait ainsi de 1,7 % en 2015, 1,5 % en 2016, et 1,6 % en 2017.

L'investissement des ménages ne devrait pas rebondir avant 2016

En 2014, l'investissement des ménages a reculé pour la troisième année consécutive (-5,3 %, après une baisse de -1,5 % en 2013 et de -2,1 % en 2012). À court terme, les indicateurs conjoncturels ne laissent pas présager de retournement rapide. Le ratio des ventes de logements neufs sur le stock de logements disponibles à la vente, fortement corrélé avec la variation trimestrielle de l'investissement des ménages, reste proche des niveaux de 2009 (cf. graphique 5). En dépit de conditions de crédit favorables, l'investissement des ménages devrait continuer de se contracter en 2015.

L'investissement des ménages devrait cependant repartir en 2016, à la faveur de la reprise de l'activité, de la baisse du chômage, de la progression du RDB des ménages, les taux bancaires débiteurs aux ménages, projetés en très légère hausse en 2016, ne devant pas affecter cette reprise de l'investissement des ménages.

Graphique 5 : Investissement des ménages



L'investissement des entreprises serait stimulé par la reprise de l'activité ainsi que par les mesures d'allègement du coût du travail et d'incitation à l'investissement productif

L'investissement des entreprises s'est avéré relativement dynamique en 2014 (2,2 %), après une année de baisse en 2013 (-0,2 %). En particulier, le taux d'investissement des sociétés non financières (SNF) – mesuré par le ratio de la FBCF sur la valeur ajoutée (VA) – reste à un niveau supérieur à sa moyenne d'avant-crise (23 % en 2014, contre 21 % en moyenne sur la période 1995-2007).

Les comptes des sociétés non financières restent assez dégradés. Leur taux de marge – mesuré par le ratio de l'excédent brut d'exploitation sur la valeur ajoutée – a perdu plus de 4 pp depuis 2008 (après s'être maintenu entre 1996 et 2008, dans une fourchette de 31 à 34 %) et a atteint son point bas en 2014 à 29 %. Par ailleurs, le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière (81 % en 2014 selon les enquêtes de l'Insee) reste inférieur à sa moyenne de long terme (de 85 %, même si une tendance de plus long terme à la baisse de cet indicateur en complique la lecture). La progression de l'investissement devrait donc rester très modérée au premier semestre 2015, malgré le rebond de la croissance.

Sur l'horizon de prévision, l'investissement des entreprises devrait bénéficier de la reprise graduelle de l'activité, avec un taux d'utilisation des capacités de production progressant de 3 pp du dernier trimestre 2014 au dernier trimestre 2017, de l'amélioration de la situation financière des entreprises et du dernier plan gouvernemental de 2,5 milliards d'euros sur 5 ans d'incitation à l'investissement en biens d'équipements (mesure dite de « suramortissement »).

La restauration des marges sous l'effet des mesures de réduction du coût du travail (CICE et PRS) et de la baisse du taux de change depuis 2014 devrait se poursuivre. De plus, les entreprises françaises bénéficieraient toujours de conditions de financement favorables, avec des taux réels de financement bancaire et de marché historiquement bas.

L'investissement des entreprises devrait donc progresser de 1,1 % en 2015 puis accélérer à 4,4 % en 2016 et 4,2 % en 2017, avec en parallèle une amélioration de leur taux d'autofinancement qui reviendrait à un niveau proche de – bien que légèrement inférieur à – celui de 2010.

Tableau 3 : Ratios des sociétés non financières

(en %, moyenne annuelle)	2013	2014	2015	2016	2017
Taux de marge	29,8	29,5	31,1	32,1	32,7
Taux d'investissement	22,8	23,1	22,8	23,4	24,0
Taux d'autofinancement	74,0	75,2	84,5	83,4	81,3

Le marché du travail serait progressivement mieux orienté

2014 a été caractérisée par une stabilisation de l'emploi dans le secteur privé (0,0 % en moyenne sur l'année, après -0,2 % en 2013). L'année 2015 devrait permettre de voir une poursuite de cette amélioration, avec une reprise progressive de l'emploi dans le secteur privé, tirée par l'amélioration de l'activité et les premiers résultats du CICE/PRS. L'amélioration de la productivité, en lien avec la reprise de l'activité, atténuerait cependant la progression de l'emploi privé marchand à l'horizon de la prévision : comme l'illustre le graphique 6, le scénario repose sur une fermeture du cycle de productivité à l'horizon de la prévision, hors effet du CICE et du PRS. Au total, la variation moyenne de l'emploi privé serait de 0,2 % en 2015 puis de 1,0 % en 2016 et 1,3 % en 2017.

Par ailleurs, dans le secteur non marchand, l'emploi serait encore soutenu par la poursuite de la politique des emplois aidés. Le gouvernement a en effet annoncé la signature de 65 000 emplois d'avenir supplémentaires en 2015. En outre, les signatures de contrats uniques d'insertion dans le secteur non marchand (CUI-CAE) ont été portées à 300 000 en 2015, et leur durée allongée de 9 mois à 12 mois, ce qui se traduira par une légère augmentation du stock de contrats au cours de l'année. À partir de 2016, le stock d'emplois aidés se stabiliserait, dans un contexte de taux de chômage qui resterait élevé.

À l'inverse, le processus de réduction des effectifs de la fonction publique commencerait à affecter l'emploi public dès 2015. Après une progression de 1,4 % en 2014, l'emploi public ne progresserait ainsi plus que de 0,6 % en 2015 et se contracterait en 2016 (-0,1 %) puis en 2017 (-0,4 %).

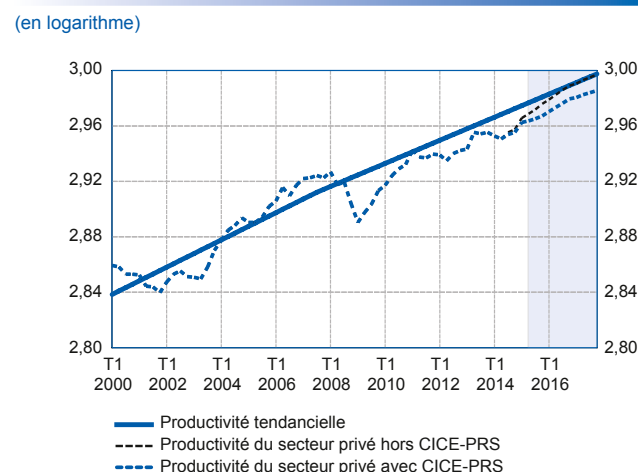
Ces effets conjugués conduiraient à une reprise modérée de l'emploi total : 0,3 % en 2015, 0,7 % en 2016 et 0,9 % en 2017, après 0,3 % en 2014. Les hypothèses concernant la population active incluant une progression moyenne de 0,5 % en 2015 et 0,4 % en 2016 et 2017, cette dynamique de l'emploi contribuerait à infléchir très progressivement la courbe du chômage à partir de 2015.

Le taux de chômage moyen en 2015 serait finalement presque stable par rapport à 2014 (10,3 %), puis diminuerait à 10,1 % en 2016 et 9,6 % en 2017.

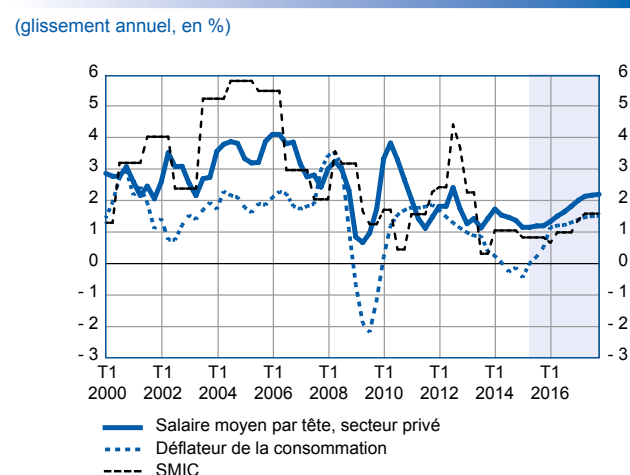
Sous l'effet du taux de chômage élevé et du ralentissement des prix, les salaires nominaux par tête ralentissent un peu en France depuis 2011. Le salaire moyen par tête (SMPT) et le salaire mensuel de base (SMB) suivent la même dynamique. Le SMB, qui est un salaire brut hors primes et heures supplémentaires, ralentit depuis 2011 passant de 2,0 % en glissement annuel début 2011 à 1,5 % à la fin 2014. Depuis 2011, le SMPT ralentit également passant de 2,1 % à 1,4 % sur la même période (graphique 7).

En prévision, l'évolution des salaires par tête resterait en deçà de sa moyenne de 2,5 % par an (moyenne de 1995 à 2014). Ainsi, dans le secteur marchand, les salaires bruts par tête croîtraient de 1,2 % en 2015 en raison du moindre pouvoir de négociation des salariés dans un contexte de chômage élevé et de l'inflation basse. En 2016, l'augmentation serait de 1,6 %, et 2,1 % en 2017. L'évolution du coût du travail serait moindre, puisque les 10 milliards d'euros de baisse des cotisations sociales à la charge des employeurs inclus dans le CICE-PRS limiteraient la progression des rémunérations super-brutes (incluant les cotisations employeurs) en 2015 et 2016. Celles-ci progresseraient ainsi de 0,7 % en 2015, de 1,0 % en 2016, avant de rebondir à 2,2 % en 2017.

Graphique 6 : Productivité du travail salarié dans le secteur privé



Graphique 7 : Évolution des salaires dans le secteur privé et déflateur de la consommation



3 | Inflation : un retour à un niveau entre 1 % et 2 % dès 2016

L'inflation devrait progressivement remonter à la faveur du rebond anticipé du prix du pétrole et de l'inflation importée ainsi que de l'activité.

L'inflation IPCH, négative (-0,2 % en g.a.) pour le 1^{er} trimestre 2015, redeviendrait assez rapidement positive et remonterait progressivement sous l'effet de la hausse du prix du pétrole, de celle des prix des produits importés et de la reprise de la croissance. La projection d'inflation IPCH en moyenne annuelle est de 0,3 % en 2015, 1,4 % en 2016 et 1,7 % en 2017, après 0,6 % en 2014. L'inflation hors énergie et alimentation s'établirait en moyenne annuelle à 1,2 % en 2016 et 1,6 % en 2017, après 1 % en 2014 et 0,6 % en 2015. L'IPCH français serait en ligne avec l'évolution des prix dans la zone euro dans son ensemble (0,3 % en 2015, 1,5 % en 2016 et 1,8 % en 2017).

L'énergie et les produits manufacturés pèseraient négativement en 2015 sur l'évolution des prix.

Le fort recul du prix du pétrole en 2014 continuerait d'influencer fortement la composante énergie qui diminuerait de 2,3 % en moyenne annuelle en 2015 malgré une hausse des prix de l'électricité et de la fiscalité indirecte.

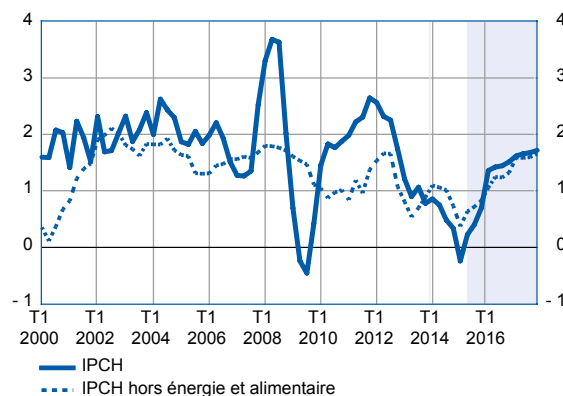
En 2016, la fin des effets de la baisse du prix du pétrole conduirait à un retour de l'IPCH énergie vers des variations positives.

La baisse des prix des produits importés non énergétiques observée en 2014 continuerait d'influencer à la baisse le prix des produits manufacturés en 2015 (-0,2 %).

A moyen terme, la remontée des prix d'importations des biens hors énergie due notamment à la dépréciation de l'euro et la hausse des prix de valeur ajoutée avec la reprise de la croissance ramènerait progressivement l'indice des prix des produits manufacturés vers des variations positives. La hausse des prix de valeur ajoutée, dans un contexte de coûts salariaux unitaires (CSU) ralentis, se traduirait par la hausse des marges évoquée précédemment (graphique 9).

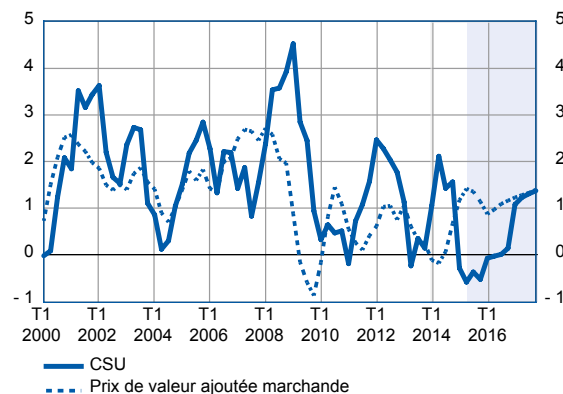
Graphique 8 : IPCH et IPCH hors énergie et alimentaire

(glissement annuel, en %)



Graphique 9 : Coûts salariaux unitaires et prix de valeur ajoutée marchande

(glissement annuel, en %)



4 | Finances publiques : une consolidation budgétaire à poursuivre

Le déficit public devrait diminuer à 3,8 % en 2015, le respect de la cible de 3 % du PIB en 2017 nécessitant ensuite un effort de consolidation encore important.

Malgré une conjoncture peu favorable, le solde public nominal s'améliore légèrement en 2014, à -4,0 % du PIB, grâce à un ralentissement marqué des dépenses publiques, sous l'effet en particulier du recul de l'investissement des collectivités locales. La dette publique brute, en 2014, représente 95,6 % du PIB.

En 2015, le solde public poursuivrait son amélioration et s'établirait à -3,8 % du PIB. L'augmentation des dépenses en volume (déflatées par l'indice des prix à la consommation), hors crédits d'impôts et hors charges d'intérêt, serait de 1,0 %, en tenant compte des économies prévues par la loi de finances pour 2015. Par ailleurs, la charge d'intérêt de la

dette diminuerait légèrement du fait des hypothèses retenues pour les taux d'intérêt (voir tableau 1). Côté recettes, le taux de prélèvements obligatoires diminuerait en 2015 à 44,5 % du PIB après 44,9 %, les baisses de charges programmées dans le cadre du CICE et du PRS l'emportant sur les rentrées fiscales générées par le retour de la croissance.

En 2016-2017, les prévisions sont réalisées de façon conventionnelle, c'est-à-dire sans les mesures de consolidation budgétaire annoncées dans le programme de stabilité mais qui restent à spécifier dans les lois de finances à venir. Les comptes publics continueraient à se redresser grâce à une conjoncture favorable et aux mesures de consolidation budgétaire déjà spécifiées dans le programme de stabilité d'avril 2015. D'une part, les rentrées fiscales seraient plus dynamiques, en raison du retour de la croissance et malgré les baisses de charges programmées dans le cadre du CICE et du PRS. D'autre part, la progression des dépenses publiques resterait modérée. Le rapport de la dette publique sur le PIB se stabiliserait en fin de projection.

À l'horizon 2017, la France devrait ainsi être capable de respecter ses engagements européens sur la cible de déficit nominal, aidée par un contexte macroéconomique porteur, à condition que l'évolution du volume des dépenses publiques hors crédits d'impôts et hors charges d'intérêt soit inférieure à la tendance récente, à la suite des mesures à adopter dans les prochaines lois de finances.

5 | Aléas : un scénario central cependant sujet à des risques de reprise plus faible de la croissance

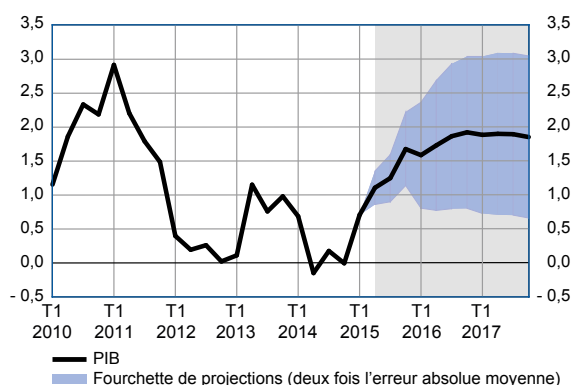
Cette projection d'une accélération de la reprise économique est sujette aux incertitudes usuelles, illustrées dans les graphiques en éventail (graphiques 10 et 11) et estimées à partir des erreurs de prévision historiques.

Des risques spécifiques qui pèseraient sur la croissance peuvent aussi être identifiés. Ils pourraient se matérialiser au plan international en cas de ralentissement de la croissance mondiale, de remontée significative du prix du pétrole, de mouvements forts sur le marché des changes ou de crises géopolitiques. En particulier, une reprise plus rapide que prévue du prix du Brent affecterait significativement notre scénario. En pesant sur le pouvoir d'achat des ménages, elle affecterait la demande intérieure française et celle de nos partenaires commerciaux. La croissance mondiale serait revue à la baisse et l'inflation à la hausse si ce scénario se réalisait.

Au plan interne, la reprise de l'investissement des entreprises envisagée pourrait être moindre si les entreprises choisissaient d'orienter les gains des mesures d'allègement du coût du travail vers les salaires ou le désendettement, ou si le retour du taux d'épargne des ménages en 2016 vers sa moyenne de long terme ne se matérialisait pas, pesant sur la consommation. Par ailleurs, si des contraintes d'offre se manifestaient, la croissance des importations pourrait être plus élevée que dans notre scénario et dégrader la contribution des exportations nettes dans cette projection.

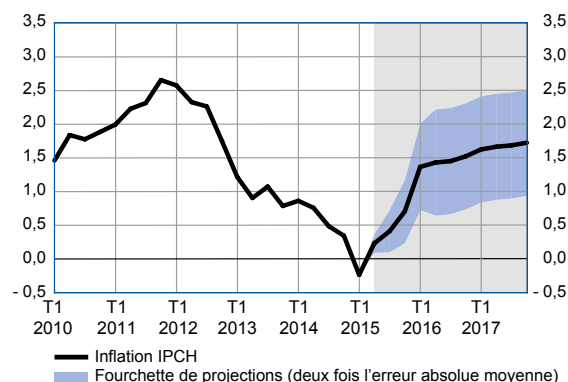
Graphique 10 : Fourchette de projections de la croissance du PIB

(en glissement annuel)



Graphique 11 : Fourchette de projections de l'inflation IPCH

(en glissement annuel)



Enfin, pour 2016 et 2017, les projections sont présentées ici de façon conventionnelle, avant l'impact des mesures de consolidation budgétaire qui restent à spécifier et à voter dans les prochaines lois de finances.

À l'inverse, le programme étendu d'achat d'actifs de l'Eurosystème pourrait à l'horizon 2016 améliorer la croissance du PIB et l'inflation plus fortement que ce qui est inclus dans notre projection, l'impact favorable de ces mesures nouvelles pouvant être sous-estimé par nos modèles essentiellement calibrés sur des données historiques.

Les risques concernant l'inflation semblent globalement équilibrés. D'une part, une trajectoire plus ascendante du prix du pétrole et un comportement plus marqué de reconstitution des marges des entreprises pourraient favoriser une accélération des prix. D'autre part, la persistance du chômage à un niveau élevé ou la baisse des coûts salariaux liés au CICE et au PRS pourraient réduire l'inflation.