



NOTE DE CONJONCTURE

Décembre 2014

© Insee 2014

■ Directeur de la publication
Jean-Luc Tavernier

■ Rédacteurs en chef
Vladimir Passeron
Laurent Clavel
Clément Bortoli
Thomas Laurent

■ Contributeurs
Vincent Alhenc-Gelas
Franck Arnaud
José Bardaji
Anne-Juliette Bessonne
Stéphane Boucher
Jocelyn Boussard
Guillaume Chanteloup
Véronique Cordey
Jeanne-Marie Daussin-Benichou
Vincent Dortet-Bernadet
Yannick Fendrich
Aurélien Fortin
Charles-Julien Giraud
Morgane Glotain
Yaëlle Gorin
Julie Goussen
Jorick Guillaneuf
Elodie Lalande
Quentin Laffeter
Bertrand Marc
Kevin Milin
Allaoui Mirghane
Pierre-Damien Olive
Mathilde Pak
Cécile Phan
Julien Pramil
Sophie Renaud
Catherine Renne
Sébastien Riou
Marie Sala
Anne-Marie Stoliaroff-Textier
Camille Sutter

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

■ Secrétariat de rédaction
et mise en page
Myriam Broin
Moussa Blaibel
Jacqueline Courbet
Denise Maury-Duprey

■ Secrétariat
Nathalie Champion

ISSN 0766-6268

Impression d'après documents fournis
JOUVE - PARIS

Rédaction achevée le 11 décembre 2014

LES FREINS SE DESSERRENT UN PEU

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

DOSSIERS

- Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées 21
- Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation 37

CONJONCTURE FRANÇAISE

- Retour sur la précédente prévision 59
- Production 61
- Environnement international de la France 65
- Échanges extérieurs 69
- Emploi 72
- Chômage 77
- Prix à la consommation 79
- Salaires 82
- Revenus des ménages 84
- Consommation et investissement des ménages 87
- Résultats des entreprises 90
- Investissement des entreprises et stocks 92

DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

- Pétrole et matières premières 97
- Marchés financiers 100
- Zone euro 105
- Allemagne 107
- Italie 110
- Espagne 111
- Royaume-Uni 112
- États-Unis 114
- Japon 115
- Économies émergentes 120

- Quels effets des baisses récentes de l'euro et du prix du pétrole ? 16
- La crise ukrainienne aurait un impact limité sur les échanges de la zone euro mais pourrait peser sur l'investissement 67
- En 2015, le crédit d'impôt compétitivité emploi (CICE) monte en charge et le Pacte de responsabilité et de solidarité (PRS) est mis en œuvre 75
- Les tests de résistance et l'Union bancaire renforcent le secteur bancaire de la zone euro 102
- Allemagne - Variations de la production industrielle et vacances scolaires au troisième trimestre 2014 108
- L'instauration d'un salaire minimum en Allemagne 109
- Les comptes nationaux européens passent à la base 2010 113
- Un premier bilan en demi-teinte des Abenomics 116

COMPTES DES PAYS	123
-------------------------------	-----

COMPTE ASSOCIÉ DE LA FRANCE	127
--	-----

Les freins se desserrent un peu

La légère accélération attendue de l'activité mondiale s'est confirmée à l'été 2014. Les économies développées restent tirées par les pays anglo-saxons, qui semblent avoir trouvé le sentier d'une croissance robuste. La croissance en zone euro est restée modeste (+0,2 %), avec une quasi-stagnation en Allemagne et en Italie, alors que l'activité en France s'est révélée un peu plus dynamique que prévu, et que la reprise s'est confirmée en Espagne. Le Japon, quant à lui, est à nouveau en récession, alors que les économies émergentes continuent de progresser plus lentement que leur tendance, ralentissant notamment en Chine, au Brésil et en Russie.

Les informations conjoncturelles de l'automne suggèrent une croissance globalement stable au quatrième trimestre 2014, avant une embellie plus prononcée au premier semestre 2015. La reprise aux États-Unis et au Royaume-Uni resterait solide, assise sur des dépenses des ménages encore vigoureuses, et sur un investissement productif dynamique. Dans la zone euro, un certain nombre de freins se sont desserrés à l'automne. La dépréciation de l'euro depuis l'été s'est confirmée et donne quelques motifs d'optimisme pour les entreprises exportatrices. La baisse du cours du pétrole, qui s'est accentuée au cours du quatrième trimestre, enclenche dès à présent les effets favorables d'un mini-contre-choc pétrolier, sur le pouvoir d'achat des ménages d'une part, sur la situation financière des entreprises d'autre part. Comme de plus les impôts pèseraient moins fortement, le pouvoir d'achat du revenu des ménages accélérerait de nouveau, ce qui assurerait un certain regain de consommation au cours des prochains trimestres.

Outre ces facteurs communs aux pays de la zone, plusieurs freins plus spécifiques à l'économie française depuis 2012 pourraient se desserrer. D'abord le fort ajustement des dépenses de logement toucherait à sa fin au cours du semestre prochain ; sans qu'il ne soit sorti de l'ornière, le secteur de la construction pèserait ainsi nettement moins sur l'activité d'ensemble. Ensuite, le climat des affaires est mieux orienté dans les dernières enquêtes de conjoncture et la situation financière des entreprises s'améliorera début 2015 avec la montée en charge du CICE et l'instauration du Pacte

de responsabilité et de solidarité, ce qui leur permettrait d'accélérer légèrement leurs dépenses d'investissement productif.

La levée de ces différents freins permettrait une accélération progressive de l'économie française. Son profil serait toutefois affecté par les aléas climatiques sur les dépenses de chauffage en forte baisse à l'automne et, par contrecoup, en rebond à l'hiver prochain. Au total, l'économie française croîtrait peu au quatrième trimestre 2014 (+0,1 %), mais davantage au premier trimestre (+0,3 %), en conservant ce rythme au deuxième trimestre. Après trois années de croissance très modérée (+0,4 %), l'acquis de croissance pour 2015 serait supérieur dès la mi-année, à +0,7 %.

Cette légère accélération de l'activité et le développement des dispositifs visant à enrichir la croissance en emplois auraient pour effet d'atténuer le recul de l'emploi marchand au cours du premier semestre 2015. En tenant compte des branches non marchandes, l'emploi total progresserait légèrement (+18 000 sur le semestre). La population active s'accroissant toutefois un peu plus vite, le taux de chômage augmenterait de nouveau pour atteindre en France 10,6 % mi-2015.

Un aléa majeur du scénario porte sur l'investissement des entreprises, en France comme dans la zone euro. Si l'amélioration de leurs perspectives de demande à l'automne se poursuit, leurs dépenses pourraient plus franchement accélérer. À l'inverse si la confiance des chefs d'entreprises rechutait, leur attentisme pourrait peser plus encore sur leurs décisions de dépenses. Par ailleurs, le cours du pétrole a été conventionnellement stabilisé en prévision autour de son dernier niveau connu (70 \$) ; mais son nouveau prix d'équilibre n'a peut-être pas encore été atteint et il pourrait continuer de baisser au cours des prochains mois, avec les effets favorables d'un contre-choc pétrolier ; en revanche, le cours pourrait vite remonter si les membres de l'Opep s'entendaient au cours d'une prochaine réunion pour abaisser leur production. Cet aléa entraîne celui sur l'inflation d'ensemble qui resterait très faible à l'horizon de la prévision ; même si le risque d'inflation négative est significatif, cela ne préjuge pas de l'entrée en spirale déflationniste. ■

L'activité des économies avancées a regagné en dynamisme au troisième trimestre 2014

L'activité des économies avancées a regagné en dynamisme au troisième trimestre 2014

Au troisième trimestre 2014, les économies avancées ont de nouveau accéléré (+0,5 % après +0,4 %), même si leur croissance a été légèrement moins forte que prévu dans le *Point de conjoncture* d'octobre 2014 (+0,6 %). L'économie américaine a confirmé son rebond après la baisse ponctuelle du début de l'année 2014 (+1,0 % après +1,1 %) et la croissance britannique est restée forte (+0,7 % après +0,9 %). En zone euro, le PIB a de nouveau modérément progressé (+0,2 % après +0,1 %). À l'inverse, le PIB du Japon a de nouveau reculé (-0,5 % après -1,7 %).

Le PIB a de nouveau progressé modérément dans la zone euro

Au troisième trimestre 2014, le PIB de la zone euro a progressé de 0,2 %. L'Espagne (+0,5 %) et la France (+0,3 %) ont été les principaux contributeurs à cette croissance, tandis que l'activité a crû modérément en Allemagne (+0,1 %), pour partie sous l'effet du calendrier atypique des vacances scolaires, et qu'elle s'est de nouveau contractée en Italie (-0,1 %). En moyenne en zone euro, la consommation des ménages a constitué le principal moteur de l'activité (+0,5 %), grâce en particulier à sa vigueur en Allemagne et en Espagne.

Les économies émergentes ont conservé une croissance modérée

Dans les économies émergentes, l'activité a conservé une croissance modérée au troisième trimestre 2014 (+1,3 % après +1,4 %), relativement à sa croissance moyenne (+1,7 % par trimestre entre 2000 et 2010). L'activité a notamment marqué le pas au Brésil et en Russie et a de nouveau ralenti en Chine, même si la croissance du PIB, de l'ordre de 7 % en rythme annuel, y reste plus élevé qu'ailleurs.

En France, l'activité a accéléré au troisième trimestre 2014

Au troisième trimestre, l'activité a plus nettement progressé en France (+0,3 % qu'attendu (+0,1 % dans le *Point de conjoncture* d'octobre). Après un deuxième trimestre pénalisé par un nombre inhabituellement élevé de ponts, la production manufacturière a rebondi (+0,5 % après -0,8 %). La production a nettement accéléré dans les services marchands (+0,5 % après 0,0 %), tout comme l'activité dans le commerce (+0,8 % après +0,2 %), essentiellement du fait du très volatil négoce international. De plus, la production d'énergie a accéléré (+2,2 % après +1,0 %), ce qui traduit le retour à des dépenses normales de chauffage. En revanche, l'activité dans la construction s'est de nouveau fortement contractée (-1,0 % après -1,4 %), tant dans le bâtiment que dans les travaux publics.

Les échanges mondiaux et la baisse du cours du pétrole soutiendraient l'activité d'ici mi-2015

Le commerce mondial serait relativement dynamique d'ici mi-2015

Le commerce mondial a de nouveau fortement accéléré au troisième trimestre 2014 (+2,0 % après +0,7 %). Les importations des pays émergents, notamment, ont rebondi, pour partie par contrecoup d'un premier semestre en recul. Au quatrième trimestre 2014, les premiers indicateurs disponibles suggèrent une progression du commerce mondial d'environ +1,0 %. Au premier semestre 2015, les échanges progresseraient de nouveau de 1,0 % par trimestre, soit un peu en dessous de leur tendance d'avant-crise (+1,3 % en moyenne entre 2000 et 2008), principalement du fait des pays émergents.

Dans un marché physique peu tendu, le prix du pétrole a fortement baissé

Depuis juillet 2014, le prix du pétrole a fortement baissé, passant de 111,8 \$ le baril en juin (82,2 €) à 78,4 \$ (62,9 €) fin novembre, atteignant son plus bas niveau depuis septembre 2010. Ceci résulte en partie d'une baisse des tensions sur le marché physique, la demande mondiale ralentissant tandis que l'offre augmentait sensiblement. Le recul proviendrait également d'une révision des anticipations en baisse : la tendance de la demande, notamment de la Chine et

des pays émergents, semble en effet durablement inférieure aux prévisions du premier semestre 2014. L'atténuation des tensions géopolitiques internationales affectant les pays producteurs de pétrole (Irak, Libye, Russie) a aussi probablement contribué à la baisse du cours. D'ici mi-2015, la demande croîtrait peu, dans un contexte économique peu dynamique dans les pays émergents. À l'horizon de mi-2015, l'hypothèse conventionnelle que le prix du baril de pétrole fluctuerait autour de son dernier niveau connu (70 \$) a été retenue.

Le climat conjoncturel resterait favorable dans les économies avancées d'ici mi-2015

Les pays anglo-saxons conserveraient une croissance soutenue

Dans les économies avancées, le climat conjoncturel global, qui s'était nettement amélioré à l'été 2013, s'est légèrement replié mais reste favorable en novembre 2014. L'activité conserverait ainsi un rythme de croissance proche de celui du troisième trimestre, de l'ordre de 0,4 % à 0,5 % d'ici mi-2015. Aux États-Unis, l'activité croîtrait de façon solide (+0,6 % puis +0,7 % par trimestre), s'appuyant sur une demande privée robuste : la consommation continuerait de profiter de la baisse du chômage et de la bonne tenue du pouvoir d'achat, et l'investissement des entreprises y resterait dynamique, soutenu par des perspectives favorables d'activité. Au Royaume-Uni, la croissance serait moins forte (+0,5 % par trimestre d'ici mi-2015), notamment parce que la consommation des ménages ralentirait avec la moindre baisse de l'épargne de précaution et l'atténuation des effets de richesse immobilière. L'économie japonaise se reprendrait légèrement au quatrième trimestre 2014 (+0,4 %) mais n'accélélerait pas au premier semestre 2015. En particulier, la consommation progresserait à nouveau (+0,3 % puis +0,4 % par trimestre), mais sans rattraper la chute consécutive à la hausse de 3 points de la TVA.

Les économies émergentes conserveraient un rythme ralenti

En dépit des dépréciations passées de leurs monnaies, l'activité des pays émergents conserverait un rythme modéré au cours des prochains trimestres. Les enquêtes de conjoncture gardent en effet des niveaux bas. En Chine, l'investissement continuerait de ralentir et la consommation ne progresserait que modérément. En outre, l'activité resterait dégradée dans plusieurs grands pays émergents, comme le Brésil et la Turquie, dont la demande intérieure est affectée par les resserrements monétaires consécutifs à la dépréciation forte des monnaies. En Russie, l'activité pâtirait également des relèvements de taux consentis pour enrayer la fuite des capitaux liée à la crise ukrainienne et aux sanctions économiques.

D'ici mi-2015, la zone euro retrouverait un peu d'élan

À l'image du rythme de reprise, les politiques monétaires des pays avancés divergent

Après six années de politiques monétaires non conventionnelles, la Réserve fédérale a, comme elle l'avait annoncé, mis fin à son assouplissement quantitatif et commence à préparer le relèvement des taux dans un contexte de reprise robuste et d'amélioration régulière du marché de l'emploi. Au Royaume-Uni, la perspective d'une hausse des taux directeurs se rapproche également. Dans le même temps, la zone euro est confrontée à la faiblesse de l'inflation. En réaction, la Banque centrale européenne commence à mettre en œuvre les opérations de rachat de titres et celles de refinancement de très long terme annoncées en juin puis septembre, et travaille sur d'éventuelles mesures complémentaires. Enfin, pour sortir plus nettement de sa longue spirale déflationniste et pour soutenir l'économie à nouveau entrée en récession, la Banque du Japon a annoncé une nouvelle accélération de sa base monétaire.

Le marché du crédit reste anémié en zone euro

Dans certains pays de la zone euro, le marché du crédit reste anémié, en partie en lien avec la poursuite du désendettement des agents privés non financiers, mais également à cause de la mauvaise transmission de la politique monétaire

de plus en plus accommodante de la BCE. Ainsi, une part importante des banques européennes, surtout dans les pays périphériques, continue d'effectuer son refinancement auprès de la BCE grâce à la liquidité prêtée lors des opérations de refinancement de très long terme de fin 2011, début 2012 et de l'automne 2014. Le secteur bancaire reste fragile dans certains pays, même si les tests de résistance de novembre 2014 sont dans l'ensemble globalement positifs. De même, le marché interbancaire montre des signes d'amélioration depuis le début de l'année 2014 (volumes négociés au jour le jour en nette augmentation) mais les échanges se font encore préférentiellement entre banques des pays « cœur », au détriment de celles des pays périphériques.

Les enquêtes de conjoncture signalent un léger ralentissement chez nos principaux partenaires de la zone euro

Dans les grands pays de la zone euro, le climat conjoncturel, tel que retracé par les enquêtes de conjoncture, a baissé depuis l'été, après s'être redressé pendant un an (graphique 1). Le climat des affaires dans les services reste nettement dans la zone d'expansion mais les indicateurs synthétiques se replient à nouveau dans l'industrie et le commerce de détail. L'activité dans la zone euro continuerait à croître modérément fin 2014 (+0,2 %). Au premier trimestre 2015, l'activité accélérerait globalement dans la zone euro (+0,4 %), portée notamment par l'Allemagne, puis progresserait sur un rythme plus proche de sa tendance récente (+0,3 %). La croissance resterait soutenue en Espagne tandis que l'économie italienne continuerait de stagner.

La consommation serait plus dynamique dans la zone euro

Soutenue par la mise en place d'un salaire minimum outre-Rhin et par l'instauration de nouvelles mesures favorables au revenu des ménages, la consommation des ménages accélérerait au premier trimestre 2015 (+0,5 %), notamment en Allemagne (+0,7 %). Malgré la dissipation de ces facteurs ponctuels, la consommation continuerait de progresser au deuxième trimestre (+0,4 %), stimulée par le redressement progressif du pouvoir d'achat des ménages, du fait, selon les pays, de la reprise de l'emploi ou de l'évolution plus favorable des impôts.

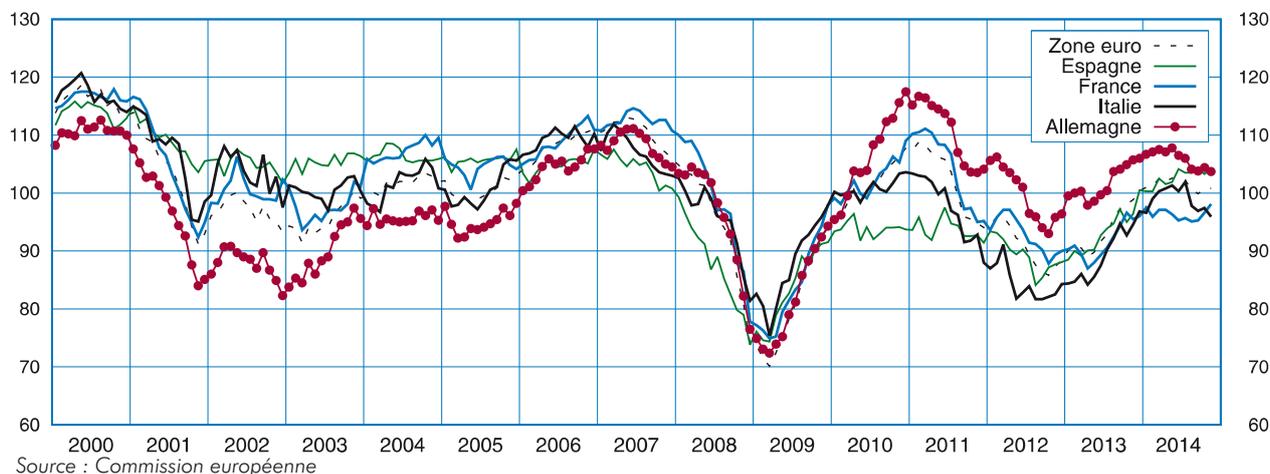
L'investissement accélérerait un peu dans la zone euro

L'investissement retrouverait un peu de tonus en zone euro (+0,2 % par trimestre en moyenne d'ici mi-2015). L'investissement productif accélérerait très légèrement dans l'ensemble de la zone, sous l'effet d'un modeste regain des perspectives de demande et de la progression récente du taux d'utilisation des capacités de production. Par ailleurs, le secteur de la construction cesserait progressivement de peser sur l'investissement en Espagne et en France.

L'activité en zone euro serait également soutenue par les baisses du pétrole et de l'euro

Enfin, l'activité en zone euro serait également soutenue par des facteurs externes : les échanges extérieurs contribueraient positivement à la croissance de la zone euro grâce à la dépréciation récente du change, tandis que la baisse du cours du pétrole viendrait soutenir le pouvoir d'achat des agents.

1 - Les enquêtes de conjoncture reconvergent en partie en zone euro



Les exportations françaises seraient soutenues par la dépréciation récente de l'euro

Les exportations françaises soutenues par la dépréciation de l'euro

Sous l'effet du regain de croissance chez nos partenaires économiques, la progression du commerce mondial serait d'environ 1 % d'ici mi-2015. Corrélativement, la demande extérieure adressée à la France progresserait de 1,0 % par trimestre, au quatrième trimestre 2014, comme au premier semestre 2015. Ponctuellement portées par le retour à la normale attendu des livraisons aéronautiques fin 2014, les exportations françaises accéléreraient nettement au quatrième trimestre (+1,4 %) puis croîtraient à un rythme proche de celui des débouchés extérieurs au premier semestre 2015 (+1,1 % puis +1,0 %), les effets favorables de la dépréciation récente de l'euro (*encadré*) compensant les pertes tendancielle de parts de marché.

En France, l'activité ralentirait fin 2014 puis retrouverait une croissance plus forte début 2015

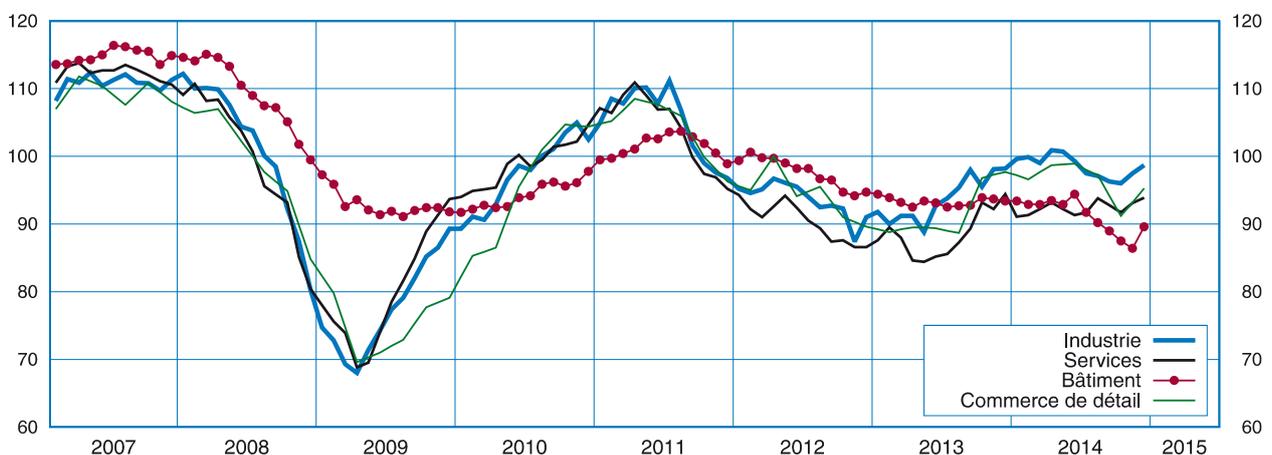
Le climat des affaires s'est nettement amélioré en novembre en France

Après un redressement marqué dans tous les secteurs à l'été 2013, le climat des affaires en France avait plafonné en dessous de sa moyenne de longue période (autour de 95) jusqu'au printemps 2014 et s'est à nouveau dégradé à l'été 2014. En novembre, il s'est nettement amélioré, progressant de 3 points (à 98), effaçant ainsi la baisse de l'été. Cette hausse du climat des affaires se retrouve dans les enquêtes de conjoncture de presque tous les secteurs (*graphique 2*). L'indicateur synthétique est ainsi quasiment revenu à sa moyenne de longue période dans l'industrie (à 99) et à un niveau légèrement inférieur dans le commerce de détail (à 96). Dans le bâtiment, même s'il est davantage dégradé (à 90), la nette amélioration en novembre de l'opinion des chefs d'entreprise semble indiquer un retournement conjoncturel favorable, après une phase marquée de dégradation. Dans les services, le climat des affaires est quasi stable (à 94) et a peu varié depuis septembre 2013.

La production manufacturière croîtrait modérément dans les prochains trimestres

Plus précisément, dans l'industrie manufacturière, les réponses sur la production passée se sont améliorées en octobre et novembre, et le niveau des soldes d'opinion correspondants est redevenu très proche de sa moyenne de longue période. La production manufacturière devrait donc croître au quatrième trimestre, même si ce serait encore à un rythme modéré (+0,2 %). Le solde sur les perspectives s'est également franchement redressé, se situant au-dessus de sa moyenne de longue période, ce qui suggère une accélération au premier trimestre 2015, quoique modérée (+0,4 %), les carnets de commande étant encore jugés peu garnis.

2 - Le climat des affaires s'est nettement amélioré en novembre en France



Source : Insee

Vue d'ensemble

L'économie française retrouverait un peu d'élan au premier semestre 2015

Selon les chefs d'entreprises de services interrogés en novembre, le climat reste encore relativement morose et l'activité dans les services marchands progresserait sur un rythme proche de sa moyenne depuis 2010 (+0,4 % par trimestre en moyenne). La production d'énergie reculerait nettement au quatrième trimestre 2014 (-1,0 %), la clémence des températures en octobre et novembre ayant limité les dépenses de chauffage. Dans l'hypothèse d'un retour à la normale des dépenses de chauffage début 2015, elle rebondirait au premier trimestre 2015 (+1,7 %) avant de se stabiliser au deuxième trimestre (-0,1 %). Enfin, le recul de l'activité dans la construction s'atténuerait légèrement d'ici mi-2015 (-1,0 % au quatrième trimestre 2014 puis -0,7 % et -0,5 % au premier semestre 2015). La stabilisation des permis de construire courant 2014 permet notamment d'anticiper celle de l'investissement dans le bâtiment résidentiel. En revanche, la conjoncture dans l'immobilier non résidentiel et les travaux publics resterait dégradée. Au total, l'économie française progresserait peu au quatrième trimestre (+0,1 %), avant de retrouver un peu d'élan au premier semestre 2015 (+0,3 % par trimestre).

L'acquis de croissance annuelle serait de +0,7 % mi-2015

Mi-2015, l'acquis de croissance annuelle du PIB serait de +0,7 %, après trois années très ternes (+0,4 % en 2012, 2013 et 2014). L'accélération de l'activité attendue serait portée par l'industrie manufacturière (acquis de +1,0 % mi-2015 après +0,3 % en 2014) et un contrecoup sur la production d'énergie (acquis de +2,2 % mi-2015 après -2,1 % en 2014).

Le chômage augmenterait légèrement d'ici mi-2015

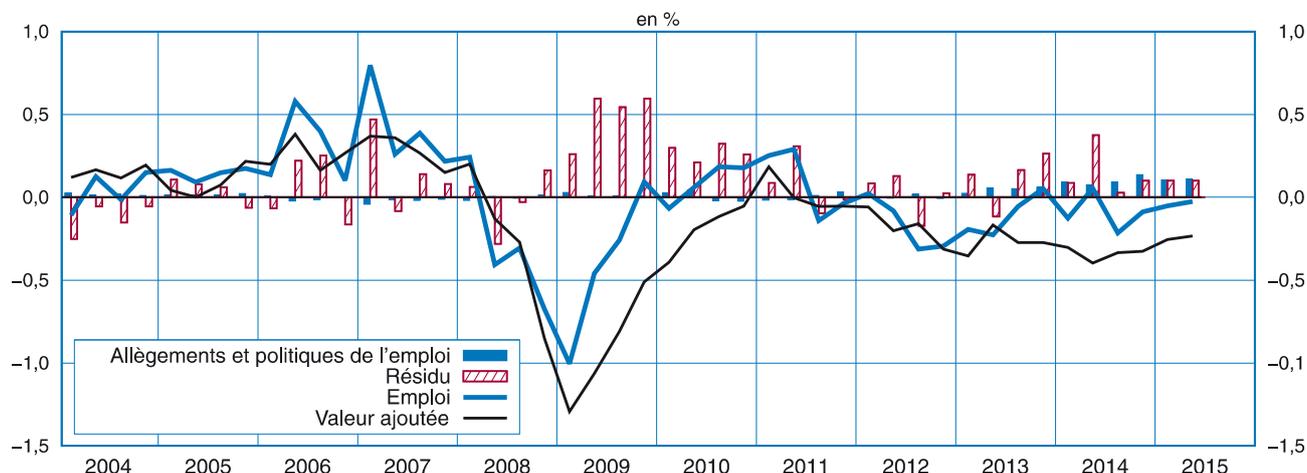
Le CICE et le Pacte de responsabilité et de solidarité permettraient un moindre recul de l'emploi marchand d'ici mi-2015

Après une nette hausse le trimestre précédent, l'emploi intérimaire s'est nettement replié au troisième trimestre 2014 entraînant un nouveau recul de l'emploi marchand (-55 000 emplois). L'emploi reculerait de nouveau au quatrième trimestre (-15 000 postes) puis début 2015, mais le redressement de l'activité ainsi que les effets du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi et du Pacte de responsabilité et de solidarité permettraient un moindre recul (-11 000 au premier semestre 2015 ; *graphique 3*).

L'emploi total progresserait légèrement d'ici mi-2015 du fait des emplois non marchands

Après +58 000 postes en 2014, l'emploi non marchand ralentirait légèrement au premier semestre 2015 (+19 000 emplois), essentiellement du fait des effectifs hors contrats aidés de la fonction publique. Le nombre de bénéficiaires de contrats aidés accélérerait en revanche légèrement (+19 000 au premier semestre 2015 après +9 000 au second semestre). Pour l'ensemble de l'économie, l'emploi stagnerait en 2014 (après +50 000 emplois en 2013) et 18 000 emplois seraient créés au premier semestre 2015.

3 - Le recul de l'emploi marchand s'atténuerait d'ici mi-2015, soutenu par la montée en charge du CICE et le Pacte de responsabilité et de solidarité



Source : Insee

Le chômage augmenterait légèrement d'ici mi-2015

Le taux de chômage s'est établi à 10,4 % de la population active en moyenne au troisième trimestre 2014 (9,9 % en France métropolitaine), après 10,1 % au trimestre précédent. Au cours des prochains trimestres, la légère hausse attendue de l'emploi ne suffirait pas à absorber la progression de la population active et le nombre de chômeurs augmenterait légèrement. Le taux de chômage atteindrait 10,6 % mi-2015.

L'inflation resterait très faible d'ici mi-2015

L'inflation resterait très faible d'ici mi-2015

En novembre 2014, les prix à la consommation ont augmenté de 0,3 % sur un an. L'inflation d'ensemble serait quasi nulle d'ici mi-2015 (graphique 4). Les effets de la hausse de la TVA au 1^{er} janvier 2014 cesseraient en effet d'être visibles dans le glissement annuel des prix. La baisse du cours du pétrole serait en partie compensée par l'augmentation des taxes sur le carburant et le gaz et par la revalorisation du tarif de l'électricité ; l'inflation énergétique resterait négative d'ici mi-2015.

L'inflation sous-jacente est au plus bas depuis 1990

L'inflation sous-jacente a atteint son niveau le plus bas en novembre (-0,2 % sur un an) depuis que la série existe (1990). Elle se redresserait en janvier 2015 (+0,3 %), du fait notamment des corrections apportées pour assurer une mesure à législation constante¹. Hors ces effets, l'inflation sous-jacente serait globalement stable à un bas niveau (+0,1 % en juin 2015).

Le pouvoir d'achat des ménages accélérerait

Les salaires réels ralentiraient nettement début 2015

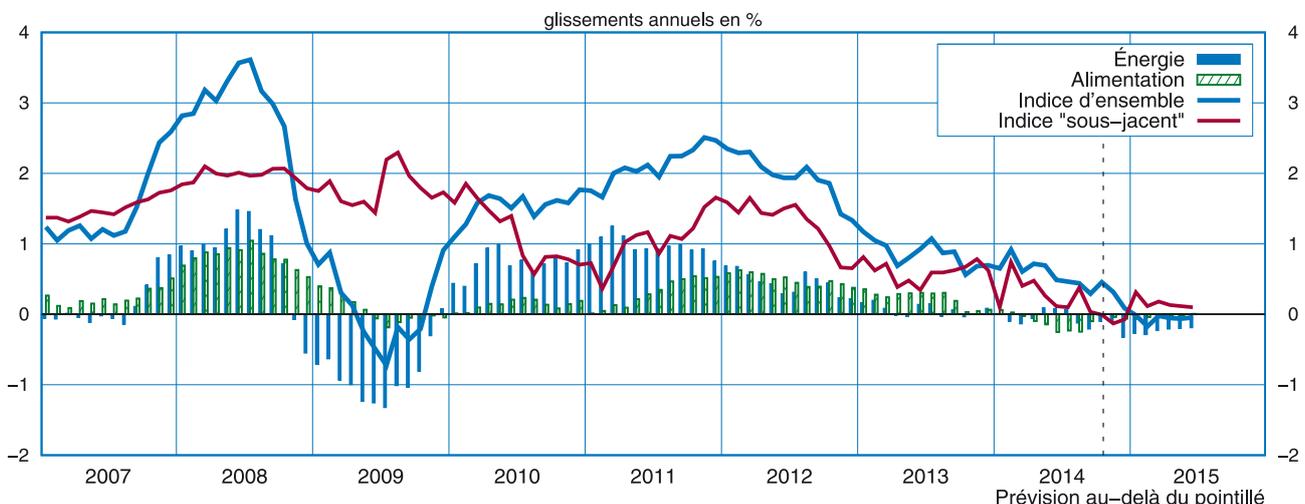
Le salaire moyen par tête (SMPT) dans les branches marchandes ralentirait en cours d'année (+0,6 % au second semestre après +1,0 % au premier). Compte tenu de la faible inflation, d'un chômage élevé et d'une revalorisation du Smic sans coup de pouce au 1^{er} janvier 2015 (+0,9 %) plus faible qu'habituellement à cette période de l'année, les salaires nominaux ralentiraient légèrement au premier semestre 2015 (+0,4 %). Il en serait de même pour les salaires réels : l'acquis de croissance du SMPT mi-2015 serait de +0,7 %, contre +1,0 % un an plus tôt.

Le pouvoir d'achat se redresserait

Après avoir stagné en 2013, le pouvoir d'achat du revenu des ménages se redresserait en 2014 (+1,2 %, graphique 5), du fait de l'accélération des revenus d'activité (+1,3 % après +0,9 %), du moindre dynamisme des prélèvements

(1) L'inflation sous-jacente est corrigée de l'impact théorique de la hausse de la TVA si elle avait été répercutée intégralement et immédiatement dans les prix. En pratique, cette transmission est progressive et la correction conduit à abaisser l'inflation sous-jacente les premiers mois qui suivent le relèvement du taux de TVA. À l'inverse et par effet de « sortie de glissement », cette correction relève l'inflation sous-jacente en début 2015.

4 - L'inflation serait très faible d'ici mi-2015



Source : Insee

obligatoires (+2,0 % après +4,2 %) et malgré le léger ralentissement des prestations sociales (+2,5 % après +2,8 %). Cependant, au second semestre 2014, le pouvoir d'achat ralentirait (+0,3 % en glissement semestriel après +1,4 %), principalement du fait de l'accélération des impôts, liée aux mesures nouvelles rehaussant leur rendement en fin d'année. Début 2015, les impôts se replieraient par contrecoup alors que les revenus d'activité continueraient d'augmenter sur un rythme stabilisé et le pouvoir d'achat se redresserait assez sensiblement (+1,0 % sur le semestre).

*Au-delà des à-coups
notamment liés aux dépenses
de chauffage...*

*... la consommation des
ménages serait en ligne avec
leur pouvoir d'achat*

*Vers une stabilisation de
l'investissement des ménages*

*L'investissement des
entreprises augmenterait
légèrement d'ici mi-2015*

La consommation des ménages progresserait d'ici mi-2015, en ligne avec leur pouvoir d'achat

Au quatrième trimestre 2014, les dépenses des ménages ralentiraient de nouveau (+0,1 % après +0,2 %), du fait notamment de la baisse de leurs dépenses d'énergie occasionnée par un automne très doux, et de celles d'automobiles. Au premier trimestre 2015, le rebond des dépenses d'énergie, sous l'hypothèse d'un retour des températures aux normales saisonnières, dynamiserait quelque peu la consommation des ménages (+0,4 %). Elle se maintiendrait ensuite à un rythme proche (+0,3 %), soutenue par la progression du pouvoir d'achat.

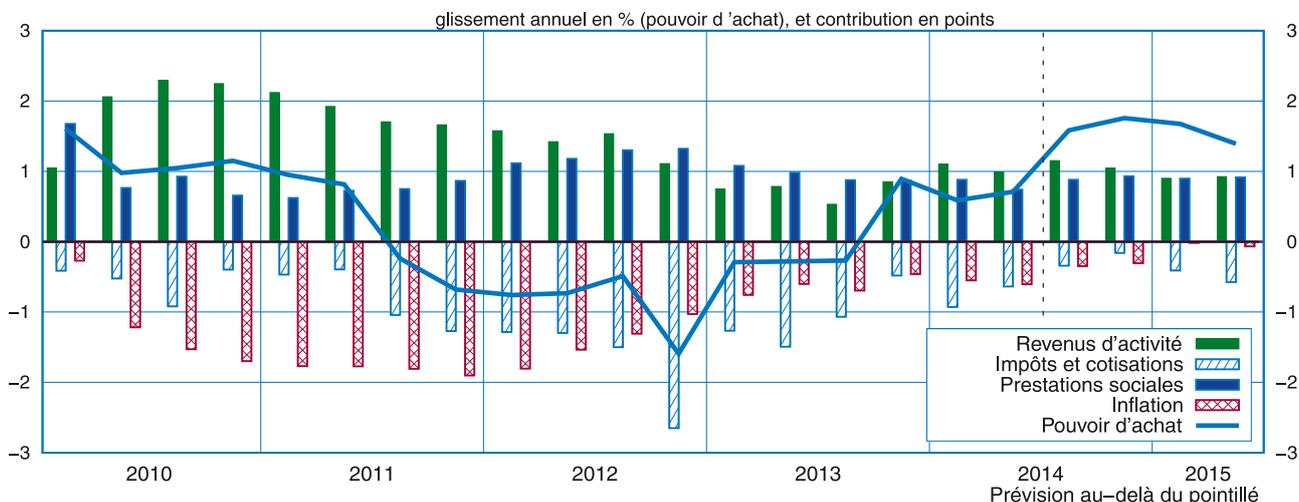
Au total, de mi-2014 à mi-2015, la consommation des ménages progresserait de 1,0 %, un peu inférieure à la progression de leur pouvoir d'achat (+1,3 %), et le taux d'épargne des ménages serait donc mi-2015 de 16,0 %, légèrement supérieure à son niveau de fin 2014 (15,7 %). Par trimestre, le profil du taux d'épargne serait plus heurté, d'une part du fait des dépenses de chauffage, d'autre part pour lisser les à-coups de l'impôt sur le revenu.

L'investissement croîtrait faiblement dans les trimestres à venir

L'investissement des ménages reculerait de nouveau nettement au quatrième trimestre 2014 (-1,3 %) puis, comme le laisse attendre la stabilisation des permis de construire courant 2014, il tendrait à se stabiliser au premier semestre 2015. Sur l'ensemble de l'année 2014, l'investissement des ménages baisserait fortement (-6,3 % après -3,1 % en 2013) et son acquis de croissance en 2015 s'établirait à -3,1 % à mi-année.

En dépit du très bas niveau des taux d'intérêt réels, l'investissement des entreprises n'augmenterait que légèrement d'ici mi-2015, en ligne avec des perspectives de demande modestes et un faible utilisation des capacités de production. En moyenne en 2014, l'investissement des entreprises diminuerait de 0,2 % (après -0,6 % en 2013), la dégradation de l'investissement en construction étant presque compensée par la légère augmentation des autres dépenses. Pour 2015, l'acquis de croissance à mi-année serait nul.

5 - Le pouvoir d'achat des ménages se redresserait en 2014



Le taux de marge des entreprises se redresserait nettement d'ici mi-2015

Fin 2013, le taux de marge des sociétés non financières a atteint son plus bas niveau depuis 1985. Il ne se redresserait que légèrement en 2014, malgré l'effet favorable du CICE, car la progression des salaires réels serait dans l'ensemble supérieure aux gains de productivité. D'ici mi-2015, le taux de marge se redresserait nettement, grâce à la montée en charge du CICE et à l'instauration du Pacte de responsabilité et de solidarité, mais aussi parce que les salaires ralentiraient.

Aléas : prix du pétrole et investissement des entreprises françaises

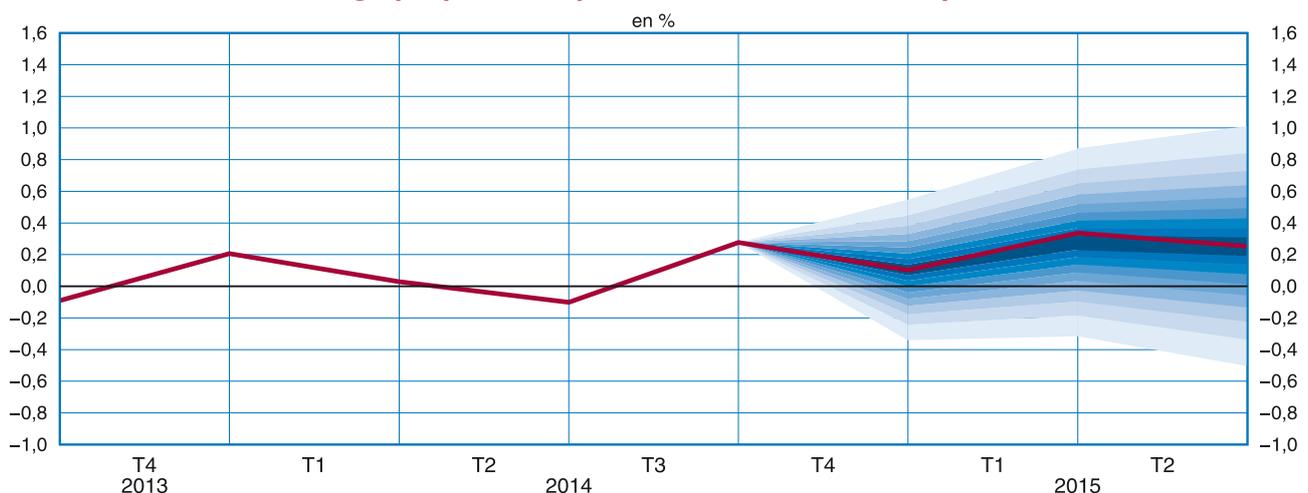
Prix du pétrole et taux de change

Dans le scénario retenu, le cours du pétrole et le taux de change de l'euro sont figés en prévision, à respectivement 70 \$ et 1,23 \$/€, ce qui contribue à limiter l'inflation énergétique et soutient les exportations. Pour autant, dans un contexte d'offre supérieure à la demande, la baisse des prix du pétrole n'est peut-être pas encore achevée. Si elle se poursuivait, elle viendrait soutenir le pouvoir d'achat des ménages et le taux de marge des entreprises. À l'inverse, l'instabilité géopolitique ou une éventuelle réaction des principaux pays producteurs à la glissade du prix du pétrole pourraient conduire à inverser la tendance récente. De même, les évolutions du taux de change pourraient grever ou soutenir la compétitivité française.

Investissement des entreprises françaises

Dans le scénario retenu, l'investissement des entreprises françaises en biens d'équipements et services progresserait à peine d'ici mi-2015. Ce diagnostic traduit notamment le fait que, après avoir résisté plus qu'attendu à la détérioration de ses déterminants, l'investissement des entreprises françaises ne nécessite pas de rattrapage. Un diagnostic plus pessimiste pourrait conduire à l'absence de redémarrage voire à une baisse de l'investissement des entreprises françaises. À l'inverse, l'amélioration attendue de la situation financière des entreprises, grâce notamment à la montée en charge du CICE et du Pacte de responsabilité et de solidarité, pourrait conduire à une plus franche accélération de l'investissement productif en France. ■

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



Note de lecture : le graphique des risques retrace, autour de la prévision centrale (en trait rouge), 90 % des scénarios probables. La première bande, la plus foncée, décrit les scénarios les plus probables autour du scénario central, l'ensemble de ces scénarios ayant une probabilité totale de 10 %. La deuxième, un peu moins foncée, se décline en deux sous-bandes immédiatement au-dessus et en dessous de la bande centrale ; elle contient les scénarios qui suivent en termes de probabilité, de telle sorte que la probabilité totale des deux premières bandes atteigne 20 % ; et ainsi de suite, en allant du centre vers l'extérieur et de la bande la plus foncée à la bande la plus claire, jusqu'à atteindre 90 % (cf. la Note de conjoncture de l'Insee de juin 2008, pages 15 à 18). On peut alors estimer que le premier résultat qui sera publié pour le quatrième 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 -0,4 % et +0,6 %. Au premier trimestre 2015, l'intervalle de confiance à 90 % est [-0,2 % ; +0,8 %].

Source : Insee

Quels effets des baisses récentes de l'euro et du prix du pétrole ?

Depuis l'été 2014, l'euro s'est déprécié face au dollar, passant de 1,37 dollar pour 1 euro en moyenne au deuxième trimestre à 1,33 dollar au troisième trimestre (soit une baisse de 3,4 %). Début décembre, il s'établit aux environs de 1,23 dollar pour 1 euro (soit une baisse acquise de 6,4 % au quatrième trimestre). En termes de taux de change effectif réel, la baisse est moins prononcée (-1,7 % au troisième trimestre puis baisse acquise de 1,0 % au quatrième trimestre) parce que l'euro s'est nettement moins déprécié face aux autres devises. Sur la même période, le prix du pétrole a également fortement diminué, passant de 109,8 \$ le baril en moyenne au deuxième trimestre à 78,4 \$ en novembre, atteignant ainsi son plus bas niveau depuis septembre 2010.

Les baisses du taux de change et du prix du pétrole au second semestre 2014 auront un impact favorable sur l'activité à partir du quatrième trimestre. L'effet de ces deux mouvements est estimé à plus de 0,1 point de croissance du PIB supplémentaire par trimestre d'ici mi-2015, soit un effet cumulé de 0,4 point sur la période, dû pour moitié à la baisse du taux de change effectif et pour moitié à la baisse du prix du pétrole. L'effet cumulé est estimé à 0,5 point de moindre inflation en juin.

À l'horizon de prévision, les évolutions de l'euro et du prix du pétrole constituent un aléa pour le scénario de la Note de conjoncture. En effet, le prix du Brent (70 \$ par baril) et les taux de change ont été conventionnellement figés en prévision (notamment 1,23 dollar pour 1 euro). Une baisse supplémentaire de 10 \$ rehausserait la croissance de 0,1 point d'ici le deuxième trimestre 2015 et abaisserait l'inflation en juin de 0,2 point. De même, dans l'hypothèse où l'euro se déprécierait de nouveau d'environ 7 % par rapport au dollar et où le taux de change effectif réel continuerait de diminuer à un rythme de 1,7 % par trimestre, la croissance serait rehaussée de 0,1 point d'ici le deuxième trimestre 2015 et l'inflation en juin 2015 serait plus élevée de 0,1 point.

Les baisses concomitantes de l'euro et du prix du pétrole ont un effet bénéfique sur l'activité, ambigu sur les prix

Pour un pays importateur de pétrole comme la France, une baisse prononcée du prix du baril entraîne à court terme une baisse de l'inflation, ce qui permet d'augmenter la consommation des ménages via la hausse de leur pouvoir d'achat (effets de « premier tour »). La baisse des prix du pétrole se diffuse également aux prix de production via les consommations intermédiaires, et aux salaires via la boucle prix-salaires (effets de « second tour ») ; elle accroît les marges des entreprises via l'amélioration des termes de l'échange. Des effets extérieurs s'ajoutent à ces mécanismes intérieurs : les pays exportateurs de pétrole souffrent d'une diminution de leurs ressources et la demande qu'ils adressent à la France diminue. À l'inverse, le surcroît d'activité dans les autres pays importateurs bénéficiant de la baisse du prix du pétrole les conduit à augmenter leurs importations. Du fait de la structure du commerce extérieur de la France, ce deuxième effet l'emporte : les exportations françaises augmentent, entraînées par une demande mondiale plus dynamique.

De même, la baisse de l'euro engendre à moyen terme un effet positif sur l'activité. En effet, la dépréciation d'une monnaie agit directement sur le prix des biens échangés : elle renchérit les importations tandis qu'elle améliore la compétitivité des exportations. Elle pèse donc sur les volumes d'importations et soutient les volumes d'exportations. L'effet de la dépréciation sur les échanges en valeur peut quant à lui être ambigu, selon que l'effet prix ou l'effet volume l'emporte. D'une manière générale, l'impact est plus progressif sur les volumes échangés que sur les prix.

Ainsi, baisse de l'euro et baisse du prix du pétrole ont des effets bénéfiques sur l'activité. En revanche, ces deux mouvements ont des effets contraires sur les prix, si bien que leur effet conjoint sur l'inflation est ambigu : une dépréciation de l'euro renchérit les importations, ce qui provoque une hausse de l'inflation d'ensemble ; à l'inverse, une baisse prononcée du prix du baril entraîne une baisse de l'inflation énergétique à court terme (effets de « premier tour ») et, à plus long terme, de l'ensemble des prix à la consommation, les entreprises répercutant la baisse de leurs prix de production sur leurs prix de vente (effets de « second tour »).

Les baisses de l'euro et du prix du pétrole depuis l'été rehausseraient la croissance française de l'ordre de 0,4 point d'ici le deuxième trimestre 2015

Depuis l'été 2014, l'euro s'est déprécié face au dollar, passant de 1,37 dollar pour 1 euro en moyenne au deuxième trimestre à 1,33 dollar pour un euro en moyenne au troisième trimestre (soit une baisse de 3,4 %). Début décembre il s'établit aux environs de 1,23 dollar pour 1 euro (soit une baisse acquise de 6,4 % sur le quatrième trimestre). En termes de taux de change effectif réel, la baisse a été moins prononcée (-1,7 % au troisième trimestre puis baisse acquise de 1,0 % au quatrième trimestre) parce que l'euro s'est nettement moins déprécié face aux autres devises. Cette baisse a notamment été provoquée par les mesures d'assouplissement de la politique monétaire prises par la BCE afin de lutter contre la faiblesse de l'inflation en zone euro, alors que la Fed, au contraire, arrêta ses achats d'actifs : après une première baisse de 0,25 % à 0,15 % en juin, la BCE a ramené son taux directeur à 0,05 % début septembre. Elle a également commencé à mettre en œuvre les rachats de titres annoncés en septembre, ainsi que les opérations de refinancement de très long terme ciblées. Sur la même période, le prix du pétrole a fortement diminué, passant de 109,8 \$ le baril en moyenne au deuxième trimestre à 78,4 \$ en novembre, atteignant ainsi son plus bas niveau depuis septembre 2010. Cette baisse résulte en partie de la diminution des tensions sur le marché physique, avec une demande peu soutenue face à une offre relativement abondante. En effet, la progression de la demande reste inférieure à 0,4 million de barils par jour en moyenne trimestrielle, soit un rythme inférieur à celui observé depuis 2010. Du côté de l'offre, la progression est restée en moyenne supérieure à celle de la demande depuis l'été 2013. Au-delà de cette détente sur les marchés physiques, la chute des cours résulte également d'une révision à la baisse des anticipations de

demande, notamment de la Chine et des pays émergents, qui semblent durablement inférieures aux prévisions du premier semestre 2014.

La baisse du taux de change effectif au troisième trimestre 2014 aurait des effets tangibles sur les volumes exportés et sur l'activité à partir du quatrième trimestre, compte tenu du temps d'ajustement de la demande à son prix¹. Quant à la baisse du prix du pétrole, elle n'aurait d'effet significatif sur la croissance qu'à partir du premier trimestre 2015. En effet, le prix du Brent en euros a faiblement baissé entre les deuxième (80,0 € par baril en moyenne) et troisième trimestres 2014 (77,1 €), du fait notamment de la dépréciation de l'euro face au dollar, avant de chuter au quatrième trimestre (64,1 € en acquis au quatrième trimestre). Cette forte baisse au quatrième trimestre aurait des effets sur l'activité début 2015 : d'une part le processus de diffusion d'une baisse du prix du pétrole est en général plus lent que celui associé à une hausse, en raison de l'asymétrie à court terme de la réaction du prix du carburant et des comportements de marge, d'autre part il faut tenir compte des délais habituels entre les variations de revenus et les comportements de consommation. L'effet de ces deux mouvements est estimé à plus de 0,1 point de croissance du PIB supplémentaire par trimestre d'ici mi-2015, soit un effet cumulé de 0,4 point sur la période². Il

(1) Borey G. et Quille B., 2013, « Comment s'explique le rééquilibrage des balances commerciales en Europe ? », *Note de Conjoncture*, juin, pp. 19-40, Insee.

(2) Cette estimation a été réalisée en utilisant des variantes effectuées à partir des modèles Mésange et NiGEM. Pour plus de détails, voir « Quels effets de la baisse récente de l'euro ? », *Note de conjoncture*, juin 2010, pp. 59-60, Insee et « Les effets d'une hausse du prix du pétrole sur l'activité », *Note de conjoncture*, mars 2011, pp. 16-17, Insee.

serait dû à parts égales à chacun des deux chocs. Pour les prix, c'est l'effet pétrole qui domine : au total, l'impact conjoint des deux baisses sur l'inflation est estimé à -0,5 point en juin 2015.

À l'horizon de prévision, les évolutions de l'euro et du prix du pétrole constituent un aléa

Conventionnellement, le prix du pétrole et les taux de change sont figés en prévision dans la *Note de Conjoncture*, autour de leurs dernières valeurs observées ; les hypothèses retenues sont de 70 \$ par baril et de 1,23 dollar pour 1 euro. Les évolutions futures du prix du pétrole et du taux de change constituent donc un aléa.

Ainsi, dans un contexte d'offre abondante et de demande peu soutenue, le prix du pétrole pourrait poursuivre sa baisse ; à l'inverse, le cours pourrait vite remonter si les pays producteurs s'entendaient pour abaisser l'offre mondiale. Une baisse supplémentaire de 10 \$ par baril augmenterait la croissance de 0,1 point d'ici le deuxième trimestre 2015 et l'inflation serait abaissée de 0,2 point supplémentaire.

De même, l'euro pourrait continuer de se déprécier à l'horizon de prévision. En effet, face au risque d'une inflation durablement basse en zone euro, la BCE pourrait être amenée à amplifier sa politique d'assouplissement monétaire dans les prochains mois, ce qui provoquerait une nouvelle dépréciation de l'euro. Une baisse de 7 % par rapport au dollar permettrait un recul du taux de change effectif réel de l'ordre de 1,7 % par trimestre ; dans ce cas, la croissance serait augmentée de 0,1 point au deuxième trimestre 2015 par rapport au scénario retenu et le glissement annuel des prix à la consommation en juin 2015 serait augmenté de 0,1 point. ■

Chiffres-clés : la France et son environnement international

	2013				2014				2015		2013	2014	2015 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Environnement international													
PIB des économies avancées	0,4	0,5	0,7	0,6	0,3	0,4	0,5	0,4	0,5	0,4	1,4	1,8	1,5
PIB de la zone euro	-0,4	0,3	0,2	0,2	0,3	0,1	0,2	0,2	0,4	0,3	-0,4	0,8	0,9
Baril de Brent (en dollars)	113	103	110	109	108	110	104	79	70	70	109	100	70
Taux de change euro-dollar	1,32	1,31	1,32	1,36	1,37	1,37	1,33	1,25	1,23	1,23	1,33	1,33	1,23
Demande mondiale adressée à la France	0,9	2,4	0,9	0,2	0,4	0,4	1,3	1,0	1,0	1,0	3,1	2,8	3,3
France équilibre ressources-emplois													
PIB													
Importations	0,4	2,0	0,9	0,4	0,7	0,3	1,1	0,5	0,7	0,8	1,9	2,9	2,3
Dépenses de consommation des ménages	0,2	0,3	0,0	0,4	-0,4	0,3	0,2	0,1	0,4	0,3	0,3	0,3	0,9
Dépenses de consommation des APU et des ISBLSM	0,5	0,7	0,3	0,5	0,4	0,5	0,8	0,3	0,4	0,4	1,9	2,0	1,4
FBCF totale	-0,4	0,3	0,0	-0,1	-0,7	-0,8	-0,6	-0,4	-0,2	-0,1	-0,8	-1,7	-1,1
dont : ENF	-0,6	0,4	0,3	0,7	-0,6	-0,5	-0,1	0,0	0,1	0,1	-0,6	-0,2	0,0
Ménages	-0,3	-0,4	-1,0	-1,8	-1,9	-1,9	-1,7	-1,3	-0,7	-0,1	-3,1	-6,3	-3,1
APU	0,0	0,6	0,7	-0,1	0,2	-0,7	-1,2	-0,6	-0,8	-0,6	1,1	-0,6	-2,4
Exportations	0,3	3,0	-0,7	1,1	0,5	-0,1	0,5	1,4	1,1	1,0	2,4	2,2	3,1
Contributions (en point)													
Demande intérieure hors stocks*	0,1	0,4	0,1	0,3	-0,3	0,1	0,2	0,1	0,2	0,3	0,5	0,3	0,6
Variations de stocks*	-0,1	0,0	0,3	-0,3	0,4	-0,1	0,3	-0,2	0,0	0,0	-0,2	0,3	-0,1
Commerce extérieur	0,0	0,2	-0,5	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	0,2	0,1	0,0	0,1	-0,2	0,2
France - situation des ménages													
Emploi total	-17	-25	22	70	4	28	-33	2	11	7	49	2	
Salariés du secteur marchand non agricole	-29	-46	2	3	-14	7	-55	-15	-8	-3	-69	-77	
Taux de chômage BIT France métropolitaine**	9,9	10,0	9,9	9,7	9,7	9,7	9,9	10,0	10,1	10,2	9,7	10,0	
Taux de chômage BIT France (y compris DOM)**	10,3	10,4	10,3	10,1	10,1	10,1	10,4	10,4	10,5	10,6	10,1	10,4	
Indice des prix à la consommation***	1,0	0,9	0,9	0,7	0,6	0,5	0,3	0,1	0,0	0,0	0,9	0,5	
Inflation « sous-jacente »***	0,7	0,3	0,6	0,6	0,4	0,1	0,0	-0,1	0,2	0,1	0,6	0,2	
Pouvoir d'achat des ménages	1,2	0,3	-0,3	-0,3	0,9	0,5	0,5	-0,2	0,8	0,2	0,0	1,2	1,2

Prévision

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

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

*** Glissement annuel sur le dernier mois du trimestre.

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

APU : administrations publiques

ENF : entreprises non financières

ISBLSM : institutions sans but lucratif au service des ménages

PIB : produit intérieur brut

FBCF : formation brute de capital fixe

Chômage BIT : chômage au sens du Bureau International du Travail

Source : Insee