

INSEE CONJONCTURE

NOTE DE CONJONCTURE

RÉSISTANCE

DÉCEMBRE 2015





NOTE DE CONJONCTURE

Décembre 2015

© Insee 2015

■ Directeur de la publication
Jean-Luc Tavernier

■ Rédacteurs en chef
Vladimir Passeron
Dorian Roucher
Clément Bortoli
Pierre-Damien Olive

■ Contributeurs
Franck Arnaud
Anne-Juliette Bessonne
Stéphane Boucher
Benoît Campagne
Véronique Cordey
Jeanne-Marie Daussin-Benichou
Vincent Dortet-Bernadet
Yannick Fendrich
Philippe Fontaine
Aurélien Fortin
Charles-Julien Giraud
Morgane Glotain
Julie Goussen
Jorick Guillaneuf
Yaëlle Hauseux
Jean-Cyprien Heam
Élodie Lalande
Fabrice Lenseigne
Raphaël Lee
Bertrand Marc
Pauline Meinzel
Kevin Milin
Allaoui Mirghane
Mathilde Pak
Camille Parent
Cécile Phan
Julien Pramit
Alain Quartier La Tente
Sophie Renaud
Catherine Renne
Anne-Marie Stolaroff-Pépin
Camille Sutter
Sophie de Waroquier de Puel Parlan

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

ISSN 0766-6268
Impression d'après documents fournis
JOUVE - PARIS

■ Secrétariat de rédaction
et mise en page
Myriam Broin
Moussa Blaibel
Aurore Dubus
Amandine Nougaret

■ Secrétariat
Nathalie Champion

Rédaction achevée le 10 décembre 2015

RESISTANCE

DOSSIERS

- Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne. 21
- L'assouplissement quantitatif de la BCE a fait baisser les taux d'intérêt et contribue à la reprise de la zone euro 41

VUE D'ENSEMBLE 7

CONJONCTURE FRANÇAISE

- Retour sur la précédente prévision. 65
- Production. 71
- Environnement international de la France 75
- Échanges extérieurs 78
- Emploi 81
- Chômage 87
- Prix à la consommation 89
- Salaires. 92
- Revenus des ménages 94
- Consommation et investissement des ménages. 97
- Résultats des entreprises 102
- Investissement des entreprises et stocks 104

DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

- Pétrole et matières premières 111
- Marchés financiers. 114
- Zone euro 117
- Allemagne. 120
- Italie 122
- Espagne 123
- Royaume-Uni 124
- États-Unis 125
- Japon 126
- Économies émergentes. 127

ÉCLAIRAGES

- Appréhender et relativiser les erreurs de prévision sur la croissance. 67
- Le CICE est monté en charge en 2015 84
- L'impact des attentats du 13 novembre 2015 100
- La mesure d'amortissement exceptionnel soutient l'investissement manufacturier. 107
- Le salaire minimum allemand : un effet plus diffus qu'attendu. 121
- Les économies des pays d'Europe centrale et orientale ont été résilientes face à la crise russo-ukrainienne. 129

COMPTE ASSOCIÉ DE LA FRANCE 133

COMPTES DES PAYS 141

Résistance

A l'été 2015, les économies développées ont conservé une croissance robuste, qui devient plus homogène. L'activité des pays anglo-saxons a ralenti tandis que l'économie japonaise a légèrement rebondi. Le PIB de la zone euro s'est à peine infléchi (+0,3 %), comme en Allemagne, en Italie et en Espagne. L'activité a en revanche rebondi un peu plus fortement que prévu en France (+0,3 %) après la forte croissance du premier trimestre et le trou d'air du printemps. Dans quasiment tous ces pays, la demande intérieure est restée allante mais l'activité a été pénalisée par des exportations en repli. Le climat des pays émergents est resté globalement maussade : l'activité a tourné encore au ralenti en Chine, s'est à peine stabilisée en Russie, et s'est de nouveau contractée au Brésil. Les informations conjoncturelles de l'automne suggèrent que le climat des affaires des pays émergents cesserait de se dégrader, ce qui est de bon augure pour le commerce mondial dont le redémarrage serait cependant poussif.

En prévision jusqu'à mi-2016, la croissance resterait solide aux États-Unis et au Royaume-Uni, de nouveau assise sur une demande intérieure vigoureuse. Dans la zone euro, la dépréciation de la monnaie unique, proche de son plus bas niveau depuis 2003 face au dollar, donne un motif d'optimisme supplémentaire quant au rebond des exportations. La politique accommodante de la Banque centrale européenne a également entraîné une baisse des taux d'intérêt, incitant ménages et entreprises à investir davantage. Enfin, le cours du pétrole a atteint en novembre son plus bas niveau depuis début 2009, ce qui renforce le pouvoir d'achat des ménages et la situation financière des entreprises.

Ces impulsions, l'amélioration du climat des affaires depuis le début de l'année et la hausse rapide du pouvoir d'achat des ménages suggèrent une augmentation progressive de la croissance en France. Les attentats meurtriers du 13 novembre à Paris conduisent pourtant à modifier ce scénario à court terme, à cause des craintes qu'ils suscitent auprès des consommateurs et des touristes. De ce fait, l'infléchissement de certaines activités de services serait le principal facteur du ralentissement

du PIB au quatrième trimestre, qui n'augmenterait que de 0,2 %. Au premier semestre 2016, ces effets ne pèseraient quasiment plus sur la croissance, sans provoquer pour autant de contrecoup. En outre, les dépenses d'investissement en logement cesseraient quasiment de baisser dès la fin 2015 après plus de deux années de fort recul. Par ailleurs, la situation financière des entreprises, qui s'est déjà fortement redressée en 2015, s'approcherait encore un peu plus de sa moyenne d'avant-crise ; avec des perspectives de demande plus affirmées et le dispositif d'incitation de suramortissement, leurs dépenses d'investissement productif resteraient soutenues.

Au total, l'économie française accélérerait au premier trimestre 2016 (+0,4 %), en conservant ce rythme au deuxième trimestre. Après une année de reprise modérée en 2015 (+1,1 %), l'acquis de croissance pour 2016 atteindrait presque ce niveau dès la mi-année (+1,0 %). Avec la reprise de l'activité et le développement des dispositifs visant à enrichir la croissance en emplois, l'emploi marchand continuerait de progresser d'ici juin 2016. En tenant compte des branches non marchandes, l'emploi total progresserait plus vite que la population active et le taux de chômage baisserait, compensant sa hausse récente pour atteindre en France 10,4 % mi-2016, soit son niveau de mi-2015.

Divers aléas sont associés à ce scénario. Tout d'abord, les événements dramatiques de Paris sont venus ajouter, en dehors de l'affaiblissement important et immédiat de certaines branches d'activité, une plus grande incertitude : que les différents agents diffèrent davantage leurs dépenses et cela enrayera plus encore la reprise en cours. À l'inverse, les craintes pourraient se dissiper plus vite qu'attendu. Par ailleurs, les prévisions sur les économies émergentes sont plus fragiles que d'habitude, avec des conséquences sur le commerce mondial : alors qu'un redressement modéré a été anticipé, leurs importations pourraient accélérer fortement par contrecoup de leur chute début 2015 ; un nouveau déclin de la demande émergente ne peut pas non plus être exclu. ■

Au troisième trimestre, la progression de l'activité est restée solide dans les économies avancées et s'est un peu reprise dans les économies émergentes

Un léger rebond des économies émergentes asiatiques a permis celui du commerce mondial

Après deux trimestres de fort ralentissement et de baisse de leurs importations, l'activité s'est un peu reprise dans les économies émergentes au troisième trimestre. En Chine, l'activité industrielle semble se stabiliser sur un rythme annuel de l'ordre de 6 %, tandis qu'en Russie le PIB a cessé de se replier après quatre trimestres de récession. Dans les pays d'Europe centrale et orientale, l'activité reste soutenue. En revanche, l'économie brésilienne a continué de se contracter. Au total, les importations des économies émergentes ont repris un peu d'élan, notamment en Asie, permettant une progression du commerce mondial après deux trimestres consécutifs de contraction.

Les économies avancées ont conservé une croissance robuste au troisième trimestre 2015

Au troisième trimestre 2015, les économies avancées ont conservé une croissance solide (+0,5 % après +0,5 %), progressant sur leur rythme moyen depuis début 2013. L'activité a ralenti aux États-Unis (+0,5 % après +1,0 %) et au Royaume-Uni (+0,5 % après +0,7 %). De son côté, l'économie japonaise a rebondi (+0,3 % après -0,1 %).

L'activité a ralenti dans la zone euro, pénalisée par un trou d'air dans ses exportations

Dans la zone euro, l'activité a un peu ralenti au troisième trimestre 2015 (+0,3 % après +0,4 %, contre +0,4 % prévu dans le *Point de Conjoncture* d'octobre), pénalisée par une contribution nettement négative du commerce extérieur, du fait notamment d'un trou d'air dans ses exportations. Le ralentissement a concerné aussi bien l'Allemagne (+0,3 % après +0,4 %) que l'Italie (+0,2 % après +0,3 %) et l'Espagne (+0,8 % après +1,0 %). En revanche, l'économie française a rebondi (+0,3 % après 0,0 %), un peu plus fortement que prévu dans le *Point de conjoncture* d'octobre 2015 (+0,2 %).

En France, l'activité a rebondi au troisième trimestre 2015

Le regain de dynamisme en France a été porté par le rebond de la production manufacturière (+0,3 % après -0,6 %) et par l'accélération de l'activité dans les services marchands (+0,6 % après +0,3 %). En revanche, dans la construction, la production a de nouveau nettement baissé (-0,8 % après -0,9 %). Pour les composantes de la demande, la consommation des ménages a un peu rebondi (+0,3 % après 0,0 %), tandis que le commerce extérieur a contribué négativement à la croissance (-0,7 point), trouvant sa contrepartie dans une forte contribution positive des variations de stocks (+0,7 point), notamment de matériels de transport.

Euro, pétrole, taux d'intérêt : l'impulsion reste favorable pour l'économie française fin 2015

Les politiques monétaires divergent de nouveau, poussant à une nouvelle dépréciation de l'euro

Après six années de stabilité à un taux très bas, la Réserve fédérale relèverait ses taux directeurs, compte tenu des perspectives d'inflation et de l'amélioration régulière du marché du travail américain. À l'inverse, confrontée à une inflation faible dans la zone euro, la Banque centrale européenne a décidé d'allonger la durée de son programme d'achats massifs de titres incluant des dettes publiques, et d'abaisser de nouveau en territoire négatif le taux de facilité de dépôt. Les politiques monétaires divergent encore et l'anticipation de ces décisions a entraîné une nouvelle dépréciation de la monnaie unique à 1,08 \$ pour 1 € début décembre 2015 (contre 1,12 \$ pour 1 € en octobre). De même les taux d'intérêt restent bas fin 2015 dans la zone, les taux souverains français à 10 ans sont quasi stables autour de 1 %.

Les prix du pétrole et des matières premières baissent de nouveau

Avec la perspective d'un fort ralentissement en Chine, les prix des matières premières industrielles (caoutchouc, cuivre, aluminium, plomb, nickel, etc.) ont continué de reculer depuis cet été. Le cours du pétrole notamment, qui s'était un peu repris au printemps, a de nouveau chuté, de 65 \$ le baril en juin à 45 \$ fin novembre (*graphique 1*). Conventionnellement, le prix du baril de pétrole est figé en prévision à ce niveau.

L'activité resterait solide dans les économies avancées mais le redémarrage des économies émergentes resterait poussif

La consommation tirerait l'activité des économies avancées

Dans les économies avancées, le climat conjoncturel reste favorable au quatrième trimestre 2015. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, la consommation tirerait de nouveau l'activité, le pouvoir d'achat des ménages restant soutenu par l'accélération des salaires et des créations d'emplois encore importantes. En revanche, dans ces deux pays, l'industrie semble ralentir, pénalisée par l'appréciation de leur monnaie. Au Japon, les enquêtes de conjoncture signalent une progression modérée de l'activité, à la faveur du redémarrage timide de la demande intérieure. Enfin, dans la zone euro, la reprise semble clairement enclenchée. Au total, les importations des économies avancées resteraient dynamiques d'ici mi-2016 (+1,2 % par trimestre).

Après un « coup de froid » en début d'année, le redémarrage reste poussif pour les économies émergentes

À l'inverse, le climat des affaires reste dégradé dans la plupart des grands pays émergents (*graphique 2*). En Chine, l'activité résisterait grâce à la consommation des ménages mais l'investissement ralentirait encore : en moyenne annuelle, la croissance serait moindre en 2015 qu'en 2014, déjà la plus faible depuis 1990. Toutefois, les importations chinoises renoueraient avec la croissance et les flux d'échanges redémarreraient dans les économies d'Asie émergente. En Russie, l'activité progresserait faiblement, la perspective d'une franche reprise étant encore lointaine. En revanche, le Brésil demeurerait en récession. Au total, les importations des pays émergents progresseraient modérément, relativement à leur tendance (+0,8 % par trimestre d'ici mi-2016 contre +2,0 % en moyenne depuis 1990).

Le commerce mondial se rétablirait en 2016, sans retrouver le rythme de croissance d'avant-crise

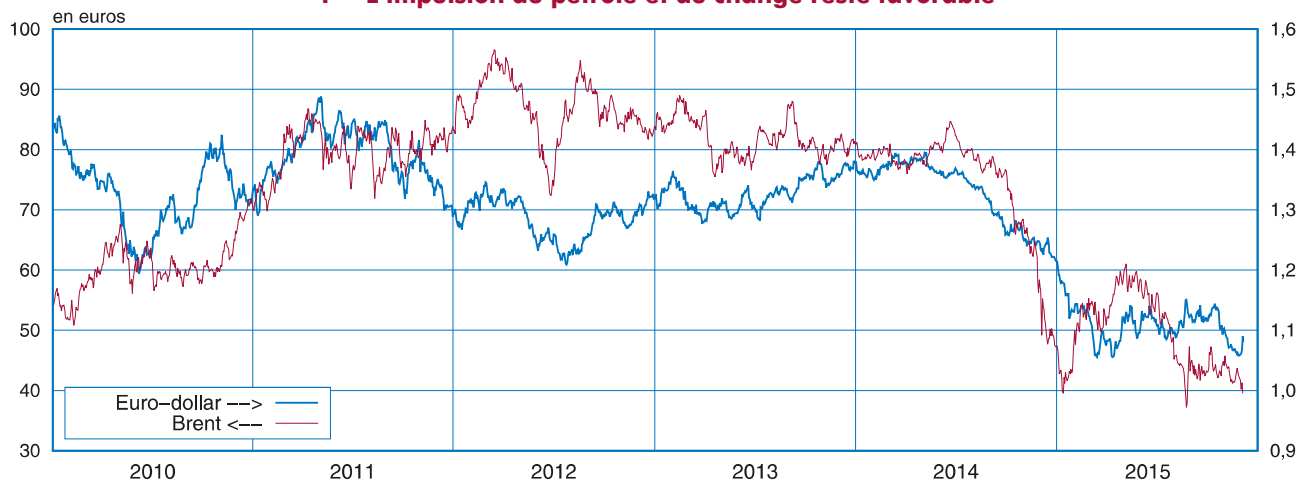
Le commerce mondial a fortement reculé au premier semestre 2015 (-0,8 % au premier trimestre puis -1,0 % au deuxième) puis a rebondi modérément, sans contrecoup, au troisième trimestre (+1,1 %), à la faveur du rétablissement des échanges en Asie. Jusqu'à mi-2016, les importations des économies avancées resteraient plus dynamiques que celles des économies émergentes et le commerce mondial progresserait au rythme de +1,0 % par trimestre, un rythme encore inférieur à celui constaté entre 2000 et 2007 (+1,5 % par trimestre).

D'ici mi-2016, la croissance se maintiendrait dans la zone euro

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

À l'été 2015, pour la première fois depuis plus de trois ans, les encours de crédit aux sociétés non financières dans la zone euro ont augmenté. En Italie et en Espagne, le désendettement des entreprises s'atténue franchement avec la forte baisse des taux d'emprunt bancaires facturés aux entreprises. La reprise du crédit dans la zone euro accompagnerait une croissance de l'investissement productif

1 - L'impulsion du pétrole et du change reste favorable



Source : Macrobond

Les rythmes de croissance s'homogénéiseraient dans la zone euro, autour de +0,4 % par trimestre

La consommation des ménages de la zone euro bénéficierait de la reprise de l'emploi

Les exportations européennes rebondiraient après le trou d'air du troisième trimestre

d'ici mi-2016, encore rapide en Espagne mais aussi en Italie, soutenue comme en France par des mesures fiscales incitatives de suramortissement.

Dans les grands pays de la zone euro, le climat des affaires s'est encore amélioré à l'été et au début de l'automne, particulièrement en Italie, où il est au plus haut depuis 2007. D'ici mi-2016, la demande intérieure resterait soutenue et la croissance se maintiendrait (+0,4 % par trimestre). Les rythmes de croissance des pays de la zone se rapprocheraient : l'Espagne ralentirait légèrement (+0,7 % au quatrième trimestre, puis +0,6 % par trimestre au premier semestre 2016) avec l'essoufflement de la dynamique de rattrapage de l'investissement tandis qu'en Italie et en France, l'activité progresserait quasiment au même rythme qu'en Allemagne.

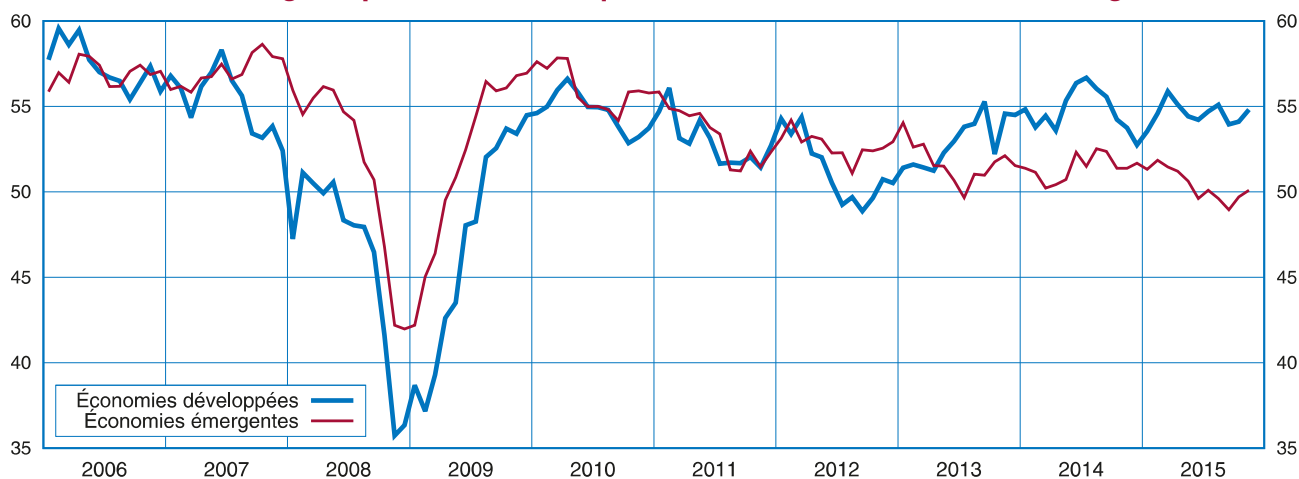
Dans la zone euro, la consommation des ménages conserverait une croissance solide d'ici mi-2016 (+0,4 % par trimestre) grâce à la forte accélération de leur pouvoir d'achat, stimulé par la baisse du prix du pétrole, mais aussi par la reprise généralisée de l'emploi. En particulier, la consommation progresserait fortement en Espagne, où l'amélioration du marché du travail est très nette, et en Allemagne, grâce notamment à la diffusion des effets du salaire minimum. En Allemagne, la consommation publique aussi resterait dynamique du fait des dépenses supplémentaires nécessaires à l'accueil des nombreux réfugiés sur son territoire.

Au premier semestre 2015, les exportations européennes avaient surpris par leur dynamisme alors que le commerce mondial se contractait. À l'inverse, au troisième trimestre, alors que les échanges reprenaient en Asie, les ventes de la zone euro ont flanché, notamment à destination des pays émergents. D'ici mi-2016, elles progresseraient à un rythme proche de la demande mondiale adressée à la zone, la dépréciation passée de l'euro compensant les pertes tendancielle de part de marché.

Les exportations françaises retrouveraient du tonus après avoir reculé au troisième trimestre

Les exportations françaises, notamment de matériel de transport, se sont repliées au troisième trimestre, comme en Allemagne ou en Italie. Toutefois, il ne s'agirait que d'un à-coup, compensant en partie les quatre trimestres précédents de progression très vigoureuse. D'ici mi-2016, la bonne tenue de l'activité dans la zone euro et la baisse de la monnaie unique soutiendraient à nouveau les exportations françaises, qui progresseraient quasiment au même rythme que le commerce mondial : +0,7 % fin 2015 puis +0,9 % et +1,0 % aux deux premiers trimestres 2016.

2 - Le décalage conjoncturel reste marqué entre les économies avancées et émergentes



Source : Markit

L'économie française serait pénalisée par les conséquences des attentats fin 2015 mais reprendrait de l'élan début 2016

Le climat des affaires en France s'est de nouveau amélioré jusqu'en novembre

Après être resté globalement stable de septembre 2013 à février 2015 autour de 94, le climat des affaires en France a progressé et atteint 102 en novembre, à son plus haut niveau depuis quatre ans. Cette amélioration provient de l'industrie, du commerce mais également des services marchands (*graphique 3*). En revanche, le climat des affaires reste encore dégradé dans le bâtiment.

La production manufacturière progresserait de nouveau modérément d'ici mi-2016

Dans l'industrie manufacturière, les chefs d'entreprise indiquent en novembre que leur activité passée est restée bien orientée. Ainsi, la production manufacturière progresserait de nouveau au quatrième trimestre (+0,4 % après +0,3 %). Le solde d'opinion relatif aux perspectives de production reste encore relativement bien orienté et l'activité conserverait quasiment ce rythme au premier semestre 2016 (+0,3 % par trimestre).

L'activité de services pâtirait au quatrième trimestre des conséquences des attentats

Selon les chefs d'entreprise interrogés avant les attentats meurtriers du 13 novembre, le climat conjoncturel dans les services a continué de s'améliorer à l'été, à son plus haut niveau depuis l'été 2011. Néanmoins, l'activité dans les services marchands pâtirait des conséquences de ces événements dramatiques au quatrième trimestre 2015 (+0,3 % après +0,6 %), notamment dans les services d'hébergement-restauration, de loisirs et de transport. Le rythme de croissance se redresserait ensuite progressivement (+0,5 % puis +0,6 % aux premiers trimestres 2016). Avec l'exceptionnelle douceur des températures début novembre, la production énergétique baisserait au quatrième trimestre (-0,7 %), puis progresserait modérément au premier semestre 2016 (+0,5 % au premier trimestre puis +0,3 % au deuxième).

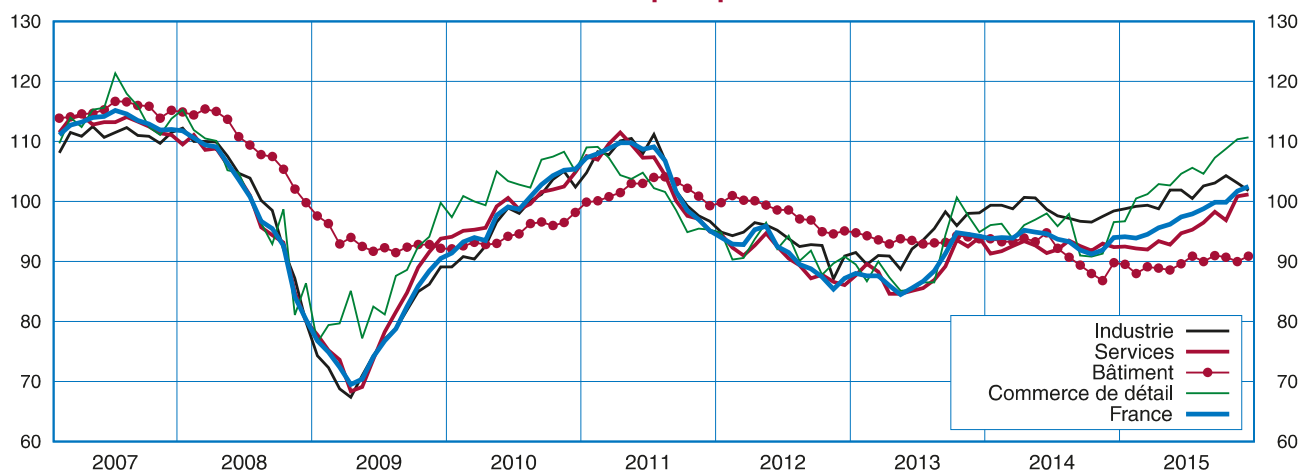
La construction cesserait de contribuer négativement à l'activité

Depuis deux ans, la production a fortement reculé dans la construction, pénalisant l'activité à hauteur de 0,1 point de PIB en moyenne par trimestre : la construction de logements a subi une forte baisse de la demande des ménages et l'activité dans les travaux publics a pâti de la baisse de l'investissement public, notamment des collectivités locales, en lien avec la baisse de leurs dotations et le cycle électoral dans les communes. La légère reprise des mises en chantier de logements neufs suggère que l'essentiel de l'ajustement serait effectué dans le bâtiment : d'ici mi-2016, la production dans ce secteur se stabiliserait quasiment.

Début 2016, la croissance du PIB s'élèverait légèrement

Au total, le PIB ralentirait fin 2015 (+0,2 %) puis retrouverait du tonus début 2016 (+0,4 % par trimestre au premier semestre) avec la dissipation progressive de l'effet des attentats, le rebond de la production d'énergie et une meilleure tenue dans le bâtiment. La croissance atteindrait +1,1 % en moyenne sur l'ensemble de l'année 2015, et +1,3 % sur un an mi-2016.

3 - En France, le climat des affaires a de nouveau progressé jusqu'en novembre et il est à son plus haut niveau depuis quatre ans



Source : Insee

L'emploi marchand progresserait à nouveau et le chômage baisserait légèrement d'ici mi-2016

Le CICE et le Pacte de responsabilité continueraient d'enrichir la croissance en emplois

Alors qu'il tendait à se redresser depuis fin 2014, l'emploi salarié marchand s'est stabilisé au troisième trimestre 2015 (-1 000 après +28 000 au deuxième trimestre). Les perspectives en termes d'effectifs s'améliorent nettement dans les enquêtes de conjoncture, notamment pour l'intérim, et l'emploi salarié marchand progresserait à nouveau d'ici la fin de l'année (+25 000 postes au quatrième trimestre). Début 2016, les créations d'emploi resteraient robustes, encore soutenues par l'enrichissement de la croissance en emplois apporté par le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) et le Pacte de responsabilité et de solidarité. Au total, l'emploi salarié marchand augmenterait de 35 000 postes au premier semestre 2016.

L'emploi total augmenterait sur le même rythme

Dans les secteurs non marchands, l'emploi ne faiblirait pas au premier semestre 2016 (+20 000, après +16 000 au second semestre 2015). Le nombre de bénéficiaires de contrats aidés dans les branches non-marchandes serait quasi stable. Par ailleurs, l'emploi des non-salariés et celui des salariés agricoles resteraient dynamiques (+16 000 sur le semestre en cumulé). L'emploi total progresserait ainsi de 73 000 postes au premier semestre 2016 après +57 000 au second semestre 2015.

Le chômage diminuerait légèrement d'ici mi-2016

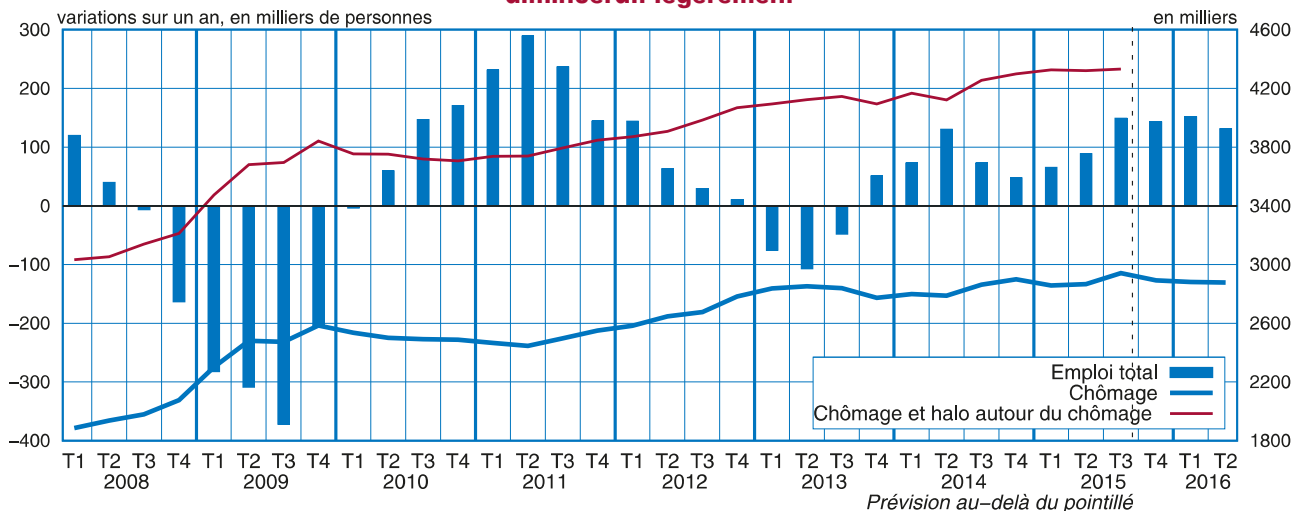
Au troisième trimestre 2015, de façon inattendue, le taux de chômage a progressé ponctuellement (10,6 % après 10,4 %), malgré la hausse de l'emploi : la hausse du nombre de chômeurs a pour principale contrepartie une baisse inhabituelle du halo autour du chômage, notamment du nombre de chômeurs dits « découragés ». Au cours des trimestres suivants, la hausse attendue de l'emploi serait supérieure à la variation de la population active, et le nombre de chômeurs diminuerait à nouveau (graphique 4). Le taux de chômage s'élèverait à 10,4 % mi-2016 (10,0 % en France métropolitaine) et retrouverait ainsi son niveau du deuxième trimestre 2015.

L'inflation resterait faible d'ici mi-2016

L'inflation se redresserait mais resterait faible d'ici mi-2016

En novembre 2015, l'inflation est restée très modérée : les prix à la consommation ont stagné sur un an. L'inflation d'ensemble s'élèverait à peine d'ici mi-2016 (+0,2 % en juin), essentiellement du fait du renchérissement de l'énergie, pour partie lié à la hausse des taxes début 2016. En revanche, le redressement de l'inflation sous-jacente depuis le début d'année s'est confirmé, à +0,7 % en novembre 2015 (contre -0,2 % un an auparavant). Elle serait ensuite stable d'ici mi-2016 (+0,7 % en juin 2016) : d'une part la dépréciation passée de l'euro continuerait de soutenir les prix des produits importés,

4 - D'ici mi-2016, l'emploi augmenterait un peu plus vite que la population active et le chômage diminuerait légèrement



Source : Insee

notamment électroniques ; d'autre part, la baisse passée des cours des matières premières continuerait de se diffuser, jouant à la baisse sur l'inflation.

Le pouvoir d'achat resterait dynamique d'ici mi-2016

Les salaires nominaux continueraient de progresser modérément

En moyenne annuelle en 2015, les salaires nominaux dans les branches marchandes augmenteraient au même rythme qu'en 2014 (+1,6 %), malgré la faiblesse de l'inflation et le niveau élevé du chômage. Début 2016, ils conserveraient ce rythme malgré le léger regain d'inflation et les salaires nominaux progresseraient de 0,8 % au premier semestre.

Le pouvoir d'achat des ménages accélérerait fortement en 2015 et ne faiblirait pas début 2016

En 2015, le pouvoir d'achat du revenu des ménages continuerait d'accélérer, à +1,7 % en moyenne annuelle (après +1,1 % en 2014 et -0,1 % en 2013), du fait cette année du rebond des revenus de la propriété et de la modération des prélèvements obligatoires, alors que les revenus d'activité ne faibliraient pas. Cela constituerait sa plus forte hausse depuis 2007. Début 2016, il progresserait sur un rythme trimestriel de l'ordre de +0,3 %.

La consommation des ménages plierait fin 2015 avant de se redresser début 2016

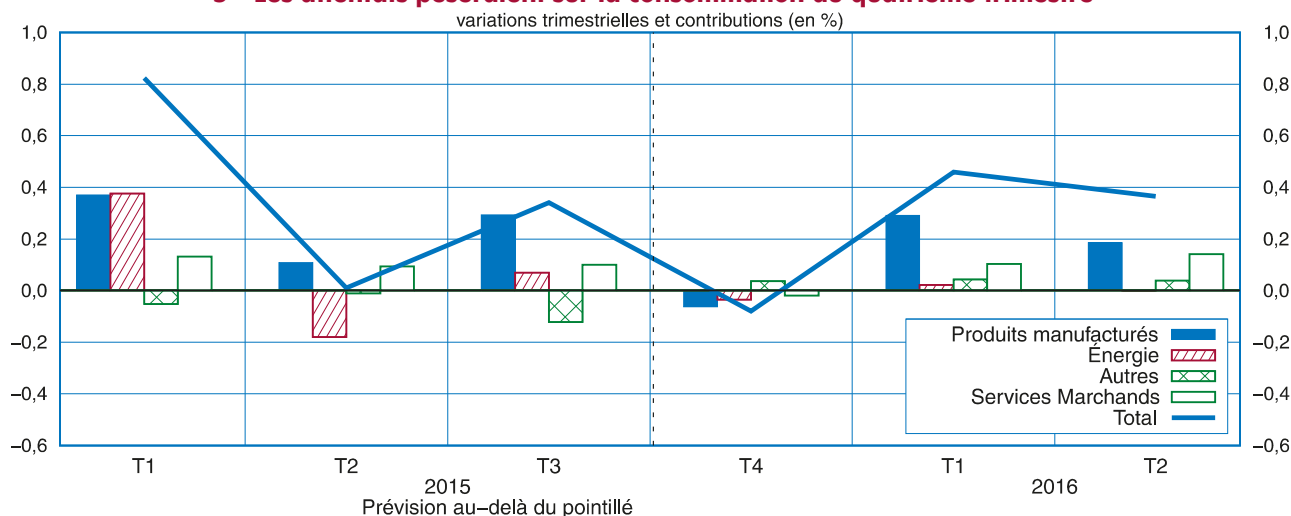
La consommation des ménages se replierait fin 2015

Après avoir rebondi au troisième trimestre (+0,3 % après 0,0 %), la consommation se replierait légèrement fin 2015 (-0,1 %, graphique 5). La consommation de services, notamment d'hébergement-restauration, de loisirs et de transports pâtirait des craintes suscitées par les attentats survenus le 13 novembre. En outre, les dépenses d'énergie reculeraient en raison de températures très douces en novembre. Au premier semestre 2016, la consommation des ménages accélérerait progressivement dans les services et rebondirait par contrecoup dans les autres postes. De plus, les dépenses en équipement du logement seraient alors portées par le changement de standard de diffusion télévisuelle et les achats de produits électroniques au moment de l'Euro 2016.

Mi-2016, le taux d'épargne serait en légère hausse sur un an

Si la vigueur du pouvoir d'achat des ménages a soutenu leur consommation depuis le début de l'année, elle a également alimenté leur épargne : en moyenne en 2015, le taux d'épargne s'établirait à 15,4 %, en hausse de 0,3 point par rapport à 2014. Début 2016, la consommation retrouverait un comportement plus en ligne avec le pouvoir d'achat, sans toutefois corriger la hausse passée de l'épargne : mi-2016, le taux d'épargne se situerait à 15,4 % en hausse de 0,3 point par rapport à son niveau mi-2015.

5 - Les attentats pèseraient sur la consommation au quatrième trimestre



Source : Insee

L'investissement des entreprises accélérerait, celui des ménages se stabiliserait

L'investissement des entreprises accélérerait encore

Au cours des trois premiers trimestres de 2015, l'investissement des entreprises a nettement progressé (+0,8 % au premier trimestre 2015 puis +0,5 % au deuxième et +0,7 % au troisième), notamment celui en actifs productifs. De nombreuses conditions sont en effet favorables : les perspectives de demandes interne et externe se sont dégagées, le taux de marge remonte nettement grâce au CICE, au Pacte de responsabilité et à la baisse du cours du pétrole, et, enfin les coûts d'emprunt ont nettement baissé. De plus, la possibilité d'un suramortissement de 40 % conduit à des achats anticipés de biens d'équipement. Ces améliorations se traduisent progressivement dans les enquêtes de conjoncture : les soldes d'opinion sur l'investissement des entrepreneurs des services sont depuis avril au-dessus de leur moyenne de long terme et les goulots de production sont à un niveau inégalé depuis 2008 dans l'industrie. Ainsi, l'investissement des entreprises accélérerait légèrement, sur un rythme de +0,8 % à +0,9 % par trimestre en prévision.

L'investissement des ménages cesserait de reculer

Les ventes de logements neufs augmentent depuis la fin de l'année 2014, et le nombre de permis de construire, qui a touché un point bas début 2015, se redresse depuis, notamment pour les logements individuels. Après deux ans de recul marqué et étant donné les délais de production dans le secteur, l'investissement des ménages se stabiliserait quasiment d'ici mi-2016.

Le dynamisme de la demande intérieure entraînerait celui des importations

Après avoir vigoureusement progressé cet été, les importations ralentiraient en fin d'année, notamment celles en produits raffinés, par contrecoup. Elles accéléreraient à nouveau début 2016, tirées par la demande intérieure. Au total, le profil de l'activité française resterait essentiellement marqué par celui de la demande intérieure : en ralentissement fin 2015, notamment du fait de la consommation, en accélération ensuite. En revanche les contributions du commerce extérieur et des variations de stocks seraient neutres.

Aléas : Environnement international et conséquences des attentats de novembre

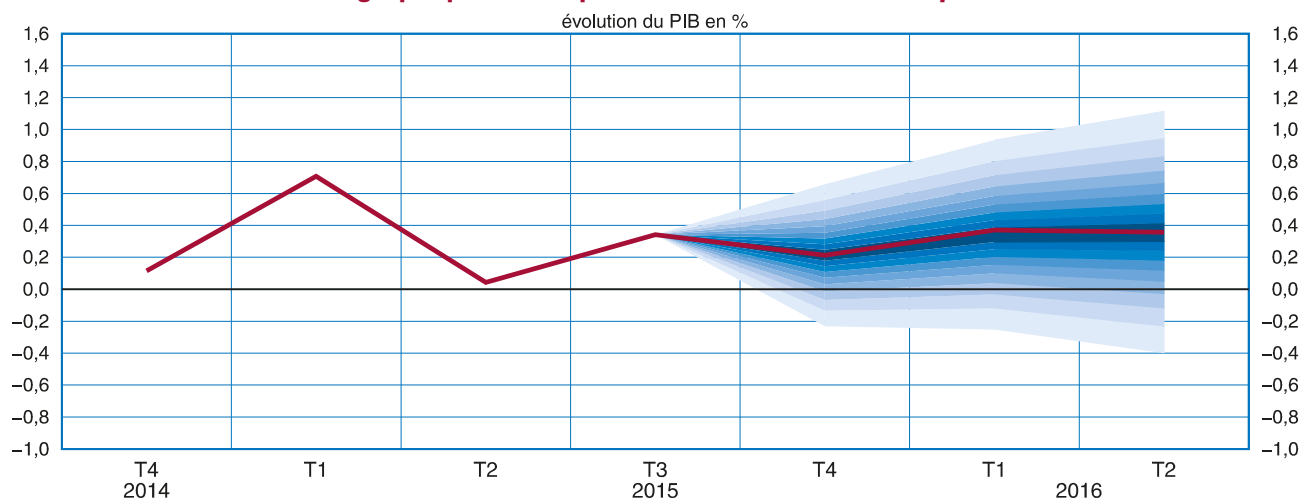
Le redémarrage des pays émergents semble fragile

Dans le scénario retenu, les importations des économies émergentes continueraient de se redresser et le commerce mondial accélérerait début 2016. Ce profil résulterait principalement des importations russes et chinoises, qui se sont effondrées début 2015 bien au-delà de ce que le ralentissement de leurs demandes intérieures suggèrerait, et qui progresseraient à nouveau en ligne avec l'activité, sans compensation. Mais un nouvel accès de faiblesse ne peut être exclu ; à l'inverse, leurs importations pourraient accélérer fortement par contrecoup, notamment pour reconstituer les stocks.

L'ampleur de la réaction aux attentats est incertaine

L'effet des attentats sur l'activité, et notamment sur la consommation des ménages reste difficile à apprécier (*cf. éclairage de la fiche Consommation*). Sur la base des précédents de 1995 et de 2001 et des premiers éléments disponibles à partir des réponses aux enquêtes de conjoncture, le scénario retenu comprend une contribution négative de l'ordre de -0,1 point de PIB au quatrième trimestre, transitant essentiellement par les dépenses des ménages ou des touristes étrangers, en services d'hébergement-restauration, de transport et de loisirs. Mais cette évaluation demeure fragile et incertaine par nature : les craintes suscitées par les attentats du 13 novembre pourraient conduire les différents agents à différer plus fortement qu'attendu leurs dépenses, et enrayer plus encore la reprise en cours. À l'inverse, elles pourraient se dissiper plus vite qu'attendu : le rebond de la consommation pourrait notamment surprendre à la hausse dès le premier trimestre 2016. ■

6 - Le graphique des risques associés à la Note 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 le premier résultat qui sera publié dans les comptes trimestriels pour le quatrième trimestre 2015 a 50 % de chances d'être compris entre 0,0 % (bas de la cinquième bande en partant du haut) et +0,4 % (limite supérieure de la cinquième bande en partant du haut) et 90 % de chances d'être compris entre -0,2 % et +0,6 %. Au premier trimestre 2016, l'intervalle de confiance à 90 % est [-0,2 % ; +0,9 %].

Source : Insee

PIB, indice des prix à la consommation, taux de chômage : en 2016, l'Insee publiera plus rapidement des indicateurs clés de la conjoncture française

À partir de 2016, l'Insee publiera dans des délais raccourcis trois indicateurs clés de la conjoncture française. Le 29 janvier 2016, paraîtront pour la première fois une estimation du PIB 30 jours après la fin du trimestre et une estimation provisoire de l'indice des prix à la consommation dès la fin du mois. Le 20 mai, le taux de chômage au sens du BIT sera publié quinze jours plus tôt qu'auparavant.

En 2016, l'Insee publiera plus rapidement trois indicateurs clés pour l'analyse de la conjoncture : le PIB et le taux de chômage au sens du BIT (indicateurs trimestriels), l'indice des prix à la consommation (IPC, mensuel). Chacun de ces indices sera disponible quinze jours plus tôt qu'actuellement. Ainsi, les premiers résultats des comptes trimestriels seront publiés moins de 30 jours après la fin du trimestre considéré au lieu de 45 actuellement. De plus, une nouvelle estimation sera disponible 60 jours après la fin du trimestre. Les résultats de l'enquête Emploi, en particulier le taux de chômage au sens du BIT, seront publiés sept semaines après la fin du trimestre, au lieu de neuf actuellement. Enfin, une estimation provisoire de l'IPC sera disponible dès la fin du mois considéré. La publication actuelle de l'indice définitif, quinze jours après la fin du mois, sera maintenue sous son format actuel et continuera de faire foi

concernant l'indexation des contrats privés et des dispositifs de revalorisation générale tels que le Smic.

À partir du quatrième trimestre 2015, l'Insee publiera une première estimation du PIB 30 jours après la fin du trimestre au lieu de 45 actuellement

Actuellement, les comptes trimestriels font l'objet de deux publications par trimestre. Des premiers résultats sont publiés environ 45 jours après la fin du trimestre et contiennent principalement les comptes de biens et services complets (PIB, consommation, investissement, échanges extérieurs, stocks, etc.), en valeur et en volume, du trimestre écoulé. Des résultats détaillés sont ensuite disponibles moins de 85 jours après la fin du trimestre : cette publication présente des comptes d'agents des différents secteurs institutionnels (ménages, sociétés non financières, administrations publiques, etc.) du trimestre écoulé ainsi qu'une nouvelle version des comptes de biens et services, révisée par rapport à celle publiée à 45 jours.

À partir de 2016, les comptes trimestriels feront l'objet de trois publications par trimestre. La première estimation sera publiée environ 30 jours après la fin du trimestre d'intérêt : les utilisateurs bénéficieront donc deux semaines plus tôt d'une description complète de l'activité

économique au cours du trimestre écoulé. Une nouvelle version du compte de biens et services sera disponible moins de 60 jours après la fin du trimestre, en tenant compte des grands indicateurs connu entretemps. Enfin, les résultats détaillés resteront publiés moins de 85 jours après la fin du trimestre. Ainsi, l'Insee publiera le 29 janvier 2016 une première estimation des comptes trimestriels relatifs au quatrième trimestre 2015 : la France sera alors le seul pays au monde avec les États-Unis à publier un compte complet de biens et services 30 jours après la fin de chaque trimestre. En effet, si certains pays européens publient déjà une estimation « flash » du PIB 30 jours après la fin du trimestre (Espagne et Royaume-Uni notamment), ceux-ci ne livrent pas la décomposition de la croissance.

La mise à disposition plus précoce de données est une tendance de long terme ; la précédente avancée dans ce domaine date de 2007, lorsque les premiers résultats sont passés de 50 à 45 jours. Une estimation à 30 jours est rendue possible par le fait qu'un nombre important des sources mobilisées pour les comptes trimestriels sont disponibles plus tôt qu'auparavant. Cette première estimation nécessitera toutefois d'extrapoler certaines données non disponibles au moment de la publication. Cela sera en particulier le cas de l'indice de production industrielle (IPI) du dernier mois du trimestre et des indicateurs relatifs à l'investissement des ménages en logement sur l'ensemble du trimestre : ces extrapolations affectent directement l'estimation du PIB. De même, les estimations des Douanes et de la Balance des paiements pour le dernier mois du trimestre ne seront pas connues au moment de la publication : les estimations relatives aux échanges extérieurs et à la contribution des variations de stocks à la croissance du PIB seront donc susceptibles d'être plus largement révisées entre la première et la deuxième estimation qu'elles ne l'étaient jusqu'alors.

La douzaine de tests menés par l'Insee depuis 2009 permet d'assurer la fiabilité des données mises à disposition précocement : la révision absolue moyenne entre la croissance du PIB estimé à 30 jours et celle effectivement publiée à 45 jours est de 0,07 point de PIB. Cela ne garantit évidemment pas que les révisions entre première et deuxième estimations seront systématiquement inférieures ; mais cela donne un premier ordre de grandeur des révisions moyennes à compter de 2016, comparable aux révisions des pays qui ont déjà adopté un tel calendrier (États-Unis, Royaume-Uni, Espagne).

Le taux de chômage au sens du BIT sera lui aussi disponible quinze jours plus tôt

Le suivi du taux de chômage et des principaux indicateurs sur le marché du travail est assuré par l'enquête Emploi, seule source permettant de mesurer le chômage au sens du Bureau international du travail. L'enquête est encadrée par le règlement européen des enquêtes sur les forces de travail, permettant d'assurer une mesure harmonisée du taux de chômage entre les différents pays. Pour un trimestre donné, la collecte de l'enquête s'achève environ trois semaines après la fin du trimestre. Compte tenu du délai d'analyse et de traitement des données, les résultats

de l'enquête étaient jusqu'à présent disponibles environ six semaines après la fin de la collecte sur le terrain, soit neuf semaines après la fin du trimestre.

La refonte de l'enquête Emploi en 2013 (modification des questionnaires et nouvelle chaîne de traitement informatique) a permis de raccourcir de deux semaines ce délai de traitement : ainsi, à partir du premier trimestre 2016, le chômage au sens du BIT sera disponible sept semaines après la fin du trimestre. Les résultats du premier trimestre 2016 seront ainsi publiés le 20 mai 2016.

En 2016, l'Insee publiera dès la fin de chaque mois une estimation provisoire de l'IPC

L'indice des prix à la consommation (IPC) est l'instrument de mesure de l'inflation. Il permet d'estimer, au mois le mois la variation moyenne des prix des produits consommés par les ménages. Il est publié chaque mois au Journal officiel, et sert à indexer de nombreux contrats privés, des pensions alimentaires, des rentes viagères, mais aussi à revaloriser le Smic. Jusqu'à présent, l'IPC faisait l'objet d'une seule publication par mois : l'indice définitif était disponible quinze jours après la fin du mois considéré. Un indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH¹, c'est-à-dire l'indice calculé avec une méthodologie harmonisée au niveau européen), un indice d'inflation sous-jacente (indice excluant les tarifs publics et les produits à prix volatils, corrigé des mesures fiscales et des variations saisonnières) et un indice des prix des produits de grande consommation dans la grande distribution étaient également publiés au même moment.

En 2016, les chiffres de l'inflation feront l'objet d'une nouvelle publication : une estimation provisoire de l'IPC et de l'IPCH sera publiée dès la fin du mois considéré, soit deux semaines avant la publication des chiffres définitifs, qui sera maintenue et aura le même format qu'actuellement. Ainsi, le 29 janvier 2016, l'Insee publiera pour la première fois une estimation provisoire de l'IPC de janvier. La nouvelle publication comprendra une estimation de l'évolution des principaux postes de l'indice : alimentation, dont produits frais, produits manufacturés, services, énergie et tabac. L'évolution de la plupart des tarifs (notamment prix des médicaments, des services de santé, de télécommunication, de transports) et certains relevés de prix ne seront pas disponibles au moment de la publication et devront donc être estimés. Là aussi, l'Insee a procédé à des tests depuis plusieurs années qui lui permettent de considérer que les estimations précoces sont fiables : l'écart moyen constaté entre l'estimation provisoire et l'indice définitif est en effet de 0,05 point.

L'IPC définitif, disponible quinze jours après cette première publication, gardera néanmoins une importance primordiale : en effet, seul cet indice continuera d'être publié au Journal officiel et restera la référence pour des indexations à caractère privé ou public (par exemple la revalorisation minimum légale du Smic). ■

¹ L'IPCH diffère de l'IPC par la définition des prix retenus, après remboursements effectués par les administrations publiques pour l'IPCH ainsi que par le champ plus large de l'IPCH qui inclut les services non marchands.

Chiffres-clés : la France et son environnement international

	2014				2015				2016		2014	2015	2016 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Environnement international													
PIB des économies avancées	0,2	0,4	0,6	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,8	1,9	1,9
PIB de la zone euro	0,2	0,1	0,3	0,4	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,9	1,5	1,2
Baril de Brent (en dollars)	108	110	104	77	55	63	51	47	45	45	100	54	45
Taux de change euro-dollar	1,37	1,37	1,32	1,45	1,13	1,10	1,11	1,09	1,08	1,08	1,38	1,11	1,08
Demande mondiale adressée à la France	0,7	1,1	1,2	1,2	0,5	-0,2	1,5	1,0	1,0	1,0	4,0	3,2	3,3
France équilibre ressources-emplois PIB	-0,2	-0,1	0,2	0,1	0,7	0,0	0,3	0,2	0,4	0,4	0,2	1,1	1,0
Importations	0,9	0,8	1,5	1,8	1,9	0,5	1,7	0,6	1,0	1,0	3,9	5,6	3,1
Dépenses de consommation des ménages	-0,4	0,4	0,4	0,2	0,8	0,0	0,3	-0,1	0,5	0,4	0,6	1,4	0,8
Dépenses de consommation des APU et des ISBLSM	0,5	0,5	0,6	0,5	0,2	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	1,9	1,6	1,2
FBCF totale	-0,7	-0,6	-0,4	-0,2	0,2	-0,1	0,1	0,5	0,4	0,4	-1,2	-0,2	1,1
dont : ENF	-0,1	0,2	0,4	0,1	0,8	0,5	0,7	0,8	0,9	0,8	2,0	2,0	2,6
Ménages	-1,9	-1,4	-1,0	-0,4	-0,8	-1,1	-0,5	-0,1	0,0	0,0	-5,3	-3,0	-0,6
Administrations publiques	-2,1	-2,7	-2,5	-1,0	-0,3	-0,8	-1,0	0,3	0,3	0,0	-6,9	-3,9	-1,4
Exportations	0,3	-0,2	1,3	2,7	1,5	1,9	-0,6	0,7	0,9	1,0	2,4	5,5	2,3
Contributions (en point)													
Demande intérieure hors stocks*	-0,3	0,2	0,2	0,2	0,6	0,1	0,3	0,2	0,4	0,4	0,5	1,1	0,9
Variations de stocks*	0,3	0,0	0,1	-0,3	0,3	-0,4	0,7	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2
Commerce extérieur	-0,2	-0,3	-0,1	0,2	-0,2	0,4	-0,7	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,1	-0,3
France - situation des ménages													
Emploi total	-4	13	-19	42	17	52	17	41	37	36	32	127	73
Salariés du secteur marchand non agricole	-29	-8	-43	17	-7	28	-1	25	15	20	-63	46	35
Taux de chômage BIT France métropolitaine**	9,8	9,7	10,0	10,1	10,0	10,0	10,2	10,1	10,0	10,0	10,1	10,1	10,0
Taux de chômage BIT France (y compris DOM)**	10,2	10,1	10,4	10,5	10,3	10,4	10,6	10,5	10,4	10,4	10,5	10,5	10,4
Indice des prix à la consommation***	0,6	0,5	0,3	0,1	-0,1	0,3	0,0	0,2	0,3	0,2	0,5	0,0	0,4
Inflation « sous-jacente »***	0,4	0,1	0,0	-0,1	0,2	0,6	0,6	0,8	0,8	0,7	0,2	0,5	0,7
Pouvoir d'achat des ménages	0,7	0,4	0,6	0,0	1,1	-0,2	0,8	0,0	0,3	0,3	1,1	1,7	0,9

Prévision

* Les variations de stocks comprennent les 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 : 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

Dossiers



Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

Aurélien Fortin
Charles-Julien Giraud
Élodie Lalande

**Département de la
conjoncture**

*L'*investissement des entreprises a fortement chuté dans l'ensemble des pays développés au moment de la grande récession de 2009, notamment dans la zone euro, qui a ensuite été spécifiquement touchée par la crise des dettes souveraines en 2012. Si la chute fut commune, la reprise, depuis, a été très différente selon les économies concernées. En particulier, alors qu'en Espagne l'investissement des entreprises a augmenté très vigoureusement depuis 2013, il n'a redémarré que fin 2014 en Italie, se situant encore très en dessous de son niveau d'avant-crise. Ces deux économies du sud de l'Europe ont pourtant été touchées d'une façon comparable par les différentes crises depuis 2009.

La demande est un premier facteur de différenciation évident entre les deux pays : l'économie espagnole a redémarré en 2013, stimulée par une demande extérieure puis intérieure importante, tandis que l'Italie était encore en récession. Ce facteur apparaît déterminant pour expliquer le dynamisme en Espagne ; en Italie par contre, il n'est pas suffisant : l'investissement serait encore, mi-2015, inférieur au niveau suggéré par l'évolution de la seule demande.

Outre la demande, les conditions de financement expliquent les différences de dynamique d'investissement entre les deux pays. Ce financement peut être interne ou par crédit. En Espagne, les entreprises ont réalisé d'importants efforts depuis 2009 pour rehausser le niveau de leur épargne afin de ne plus dépendre du financement extérieur pour investir. Elles ont donc pu largement autofinancer la reprise de l'investissement. Au contraire, en Italie, les entreprises ne sont pas parvenues à augmenter leur taux d'épargne, alors que l'accès au crédit devenait plus difficile. En conséquence, leur capacité de financement a contraint celle de leur investissement.

Un modèle économétrique permet de quantifier l'évolution de l'investissement en biens d'équipement au regard de ces déterminants. Entre 2009 et 2012, les investissements en biens d'équipement n'ont évolué de façon comparable en Espagne et en Italie que grâce à la hausse de l'épargne des entreprises espagnoles, les autres facteurs ayant eu un impact plus défavorable en Espagne qu'en Italie. En 2013 et 2014, la faiblesse de l'investissement italien, comparé au vigoureux redémarrage espagnol, résulterait à la fois d'une évolution moins favorable des déterminants et d'une moindre sensibilité des entreprises à leur égard.

En 2015, l'investissement en biens d'équipement reprend en Italie à mesure que les conditions de crédit se relâchent et que les efforts d'autofinancement des entreprises portent leurs fruits. En Espagne, où la phase de rattrapage semble terminée, l'investissement reste dynamique mais pourrait ralentir légèrement.

Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

L'investissement des entreprises a recommencé à croître de façon vigoureuse dès 2013 en Espagne, alors qu'il a peine à repartir en Italie

La crise de l'investissement est apparue plus brutale en Espagne qu'en Italie

Durant la grande récession de 2009, l'investissement des sociétés non financières, en valeur, a fortement chuté en Espagne (-37 %) comme en Italie (-18 %). Depuis, il a évolué différemment dans les deux pays (*graphique 1*).

- En Italie, comme dans les autres pays européens, il s'est redressé dès 2010. Puis il a à nouveau fortement baissé – jusqu'à début 2013, se stabilisant quasiment jusqu'à l'été 2014. Il n'a redémarré vigoureusement que fin 2014.
- En Espagne, la crise est apparue plus brutale ; l'investissement ne s'est pas redressé en 2010, et a quasiment stagné jusqu'en 2012, avant de commencer à croître vivement.

L'investissement italien a globalement suivi le profil observé en zone euro jusqu'à la crise de la dette de 2012, qui l'a affecté plus fortement.

En Espagne, le profil de l'investissement s'est écarté de celui de ses partenaires européens dès 2010. Cette singularité tient à l'investissement en construction.

En Espagne, l'investissement en construction a chuté en 2009 et est resté dégradé jusqu'à fin 2014. Cette évolution est très spécifique et résulte pour partie d'une forte baisse des prix ; surtout, elle est liée à la crise dans la construction résidentielle, et non nécessairement à la demande globale ou à la situation financière des entreprises.

L'analyse est donc restreinte à l'investissement en équipements...

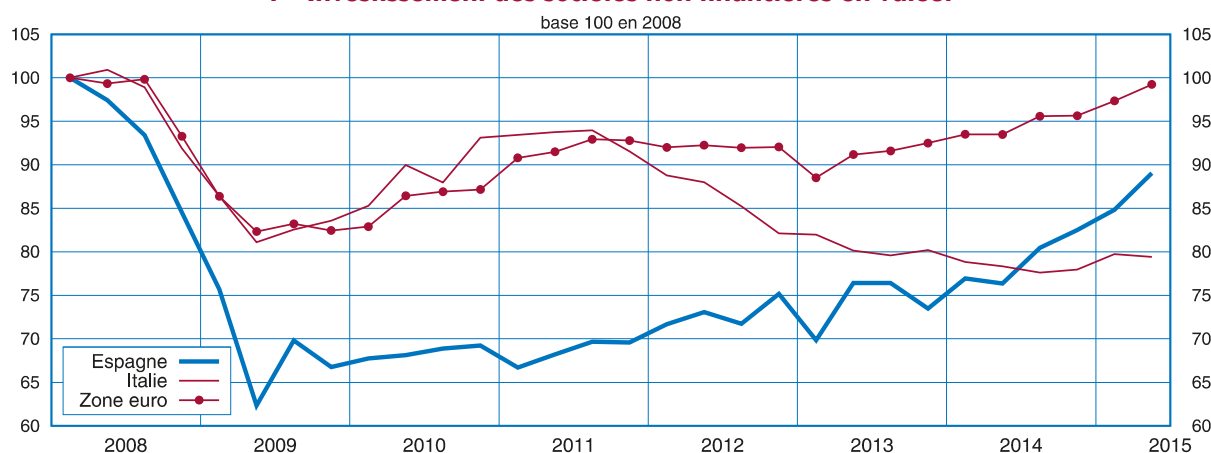
Aussi, seul l'investissement en biens d'équipement des entreprises est ici considéré, en volume, pour une meilleure comparabilité des comportements de dépense des entreprises italiennes et espagnoles.

Faute de données plus fines dans les comptes nationaux de ces deux pays, il est approximé par l'investissement en biens d'équipement de l'ensemble des agents de l'économie, publié dans les comptes trimestriels. Cependant, les évolutions annuelles de cet agrégat sont cohérentes avec celles de l'investissement des seules entreprises sur ce type d'actif (*encadré 1*).

... qui a fortement rebondi depuis 2013 en Espagne, alors qu'il stagnait en Italie.

En volume, l'investissement en biens d'équipement a évolué de façon semblable en Italie et en Espagne, depuis la grande récession de 2009 jusqu'à fin 2012. En particulier, il a baissé dans les deux pays en 2012, au moment de la crise des dettes souveraines de la zone euro. Depuis, il s'est nettement redressé en Espagne (+2,5 % en volume par trimestre en moyenne), alors qu'en Italie il est resté atone jusqu'à l'été 2014 (*graphique 2*).

1 - Investissement des sociétés non financières en valeur



Source : INE, Istat, Eurostat, calculs Insee

Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

La divergence d'évolution depuis 2013 s'explique en partie par un profil de demande différent, l'Espagne ayant en particulier réussi à attirer une forte demande extérieure

La demande adressée à l'Espagne a redémarré dès 2013...

La divergence d'évolution de l'investissement des entreprises espagnoles et italiennes depuis 2013 s'explique en partie par un profil de demande différent.

... tirée par une demande extérieure dynamique,...

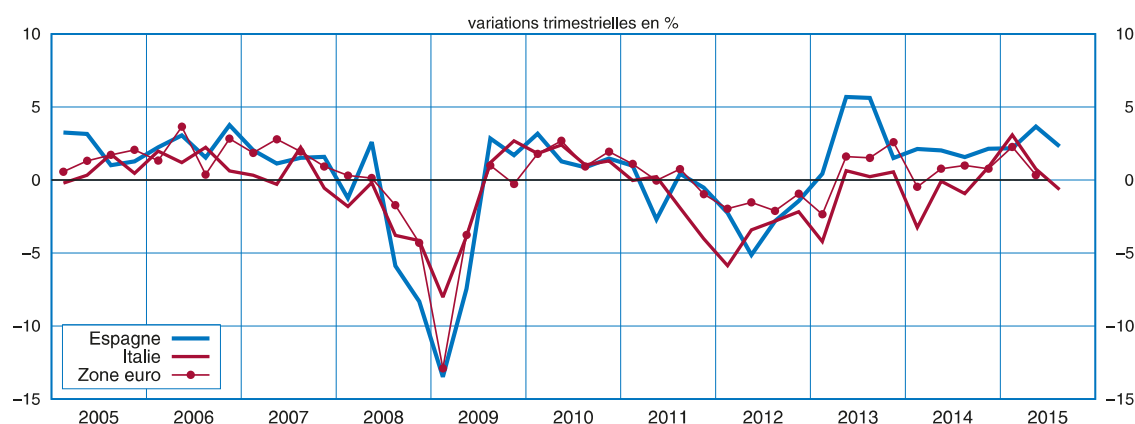
De fait, la demande adressée à l'Espagne (intérieure et extérieure) a redémarré dès 2013, alors que la demande adressée à l'Italie n'est repartie que fin 2014 (*graphique 3*).

... et des gains de parts de marché...

Ainsi, les exportations ont redémarré dès 2013 en Espagne (+4,3 %), alors qu'elles restaient peu allantes en Italie (+0,7 %) (*graphique 4*). Pourtant, l'orientation géographique des exportations de ces deux pays est initialement très similaire, de même que la demande mondiale qui leur est adressée.

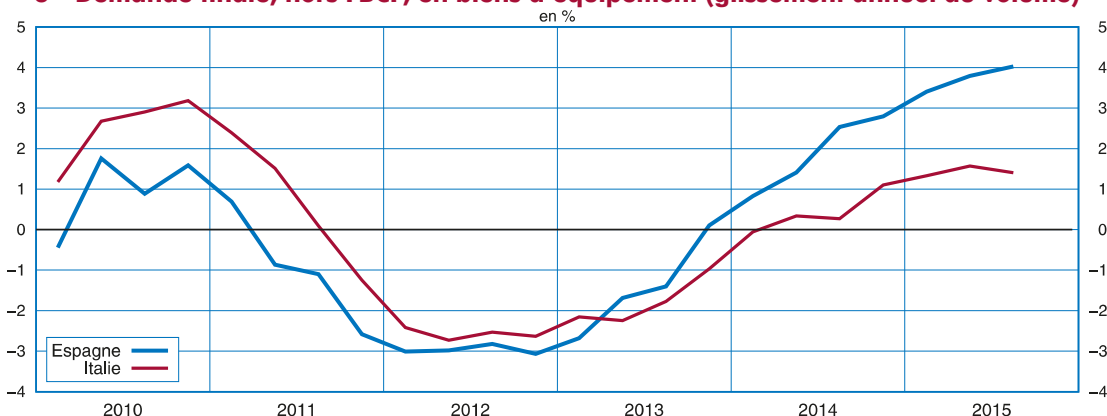
De fait, l'Espagne a su gagner des parts de marché à l'exportation pendant la crise, en particulier dans les pays émergents et en Asie : la part des exportations destinées à l'Asie est passée de 5,6 % en 2005 à 9,5 % en 2014 (Ministerio de economía y competitividad, 2015). De son côté, l'Italie a continué à perdre des parts de marché. L'extension espagnole semble avoir concerné l'ensemble des produits exportés, et donc l'ensemble des secteurs de production. Elle serait avant tout liée aux efforts de productivité, et donc de compétitivité, réalisés par les entreprises : la productivité a augmenté de 17 % entre 2008 et 2013 dans l'industrie, dans un contexte de demande intérieure

2 - Formation brute de capital fixe en biens d'équipement, en volume



Source : Eurostat, INE, Istat

3 - Demande finale, hors FBCF, en biens d'équipement (glissement annuel du volume)



Note : la demande finale correspond à la demande finale intérieure (hors variations de stocks) et aux exportations
Sources : INE, Istat

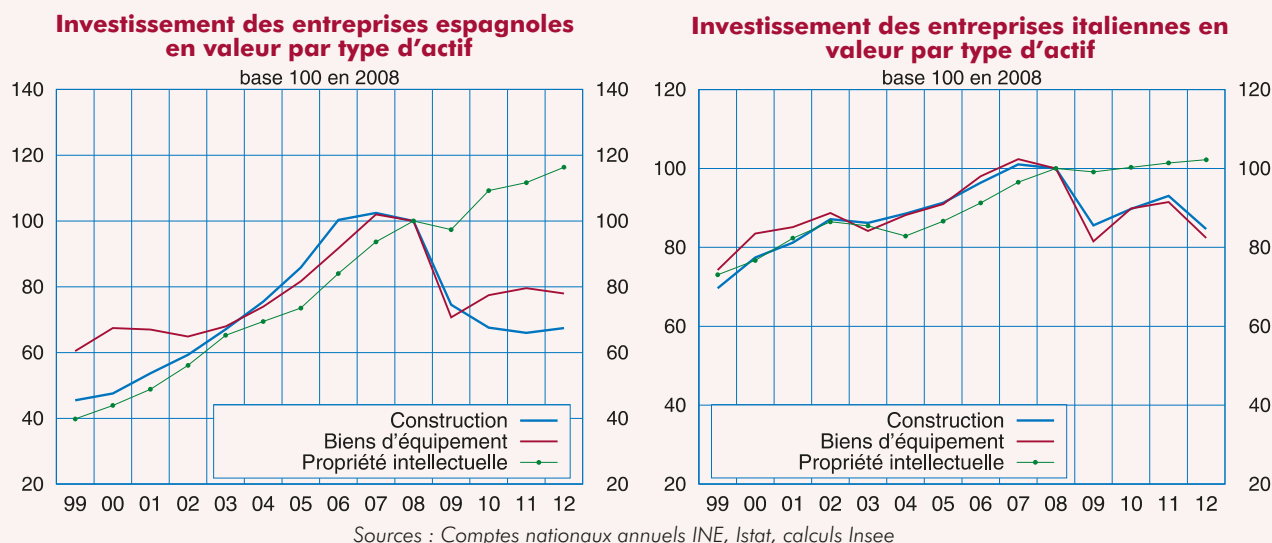
Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

Encadré 1 - Quelles données utiliser pour évaluer l'investissement des entreprises en Italie et en Espagne?

Pour analyser l'investissement des entreprises – le terme « entreprise », dans ce dossier, désigne les sociétés non financières (SNF) – de pays membres de l'Union européenne, trois types de données sont disponibles, qui se différencient par le champ ou la périodicité :

* Les comptes nationaux annuels

Les comptes nationaux annuels diffusés par les instituts nationaux proposent une décomposition complète de l'investissement en valeur, par actif (équipement, construction et droits de propriété intellectuelle) et par branche (suivant la nomenclature NACE rev2). Ces deux critères permettent de suivre l'investissement des entreprises par actif. Ces données ne sont cependant disponibles que jusqu'en 2012.



* Les comptes nationaux trimestriels des sociétés non financières

Les comptes nationaux trimestriels, espagnols comme italiens, proposent des comptes des entreprises au sein desquels on trouve leur investissement. Cependant, cet investissement n'est pas décomposé par actif. De plus, il n'est disponible qu'en valeur, et non en volume.

* Les comptes nationaux trimestriels par actif

Les comptes nationaux trimestriels proposent une décomposition de l'investissement par actif pour l'ensemble des branches et des agents économiques, en volume et en valeur. Le croisement de ces critères n'est pas disponible : en particulier, pour un actif donné, l'investissement des entreprises n'est pas différencié de l'investissement public. Les comptes trimestriels présentent cependant l'avantage d'être rapidement publiés.

En termes d'évolution, l'investissement en équipement des entreprises peut être approximé par l'investissement en équipement total tiré des comptes nationaux trimestriels. Le poids du secteur public n'est pas négligeable (13 % en moyenne en Espagne, 9 % en Italie selon les comptes annuels) mais il contribue peu à l'évolution d'ensemble, sauf en 2012 où la forte baisse de l'investissement espagnol en biens d'équipement est en grande partie imputable aux administrations publiques.

En revanche, il n'est pas possible d'associer l'investissement en propriété intellectuelle à l'investissement en équipement des entreprises pour construire un agrégat d'investissement « productif » à partir des comptes nationaux trimestriels. En effet, le poids du secteur public y est plus important (20 % en moyenne en Espagne, 24 % en Italie), notamment du fait de l'importance de la recherche et développement dans le secteur public. Le secteur public contribue donc largement à l'évolution de l'investissement en propriété intellectuelle. En particulier, en Espagne, en 2012, il pesait sur l'investissement en actifs intangibles alors que dans le secteur privé, cette composante de l'investissement augmentait. Ainsi, considérer l'investissement en propriété intellectuelle ne permettrait pas de rendre compte de l'évolution de l'investissement productif des entreprises. C'est pourquoi ce champ de l'investissement n'a pas été retenu dans ce dossier.

Finalement, en Italie, le champ retenu de l'investissement en biens d'équipement représente 50 % de l'investissement total des entreprises et 75 % de l'investissement productif des entreprises (respectivement 40 % et 70 % en Espagne). ■

Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

faible, alors qu'elle a baissé de 5 % en Italie. En revanche, les flux de capitaux extérieurs, même s'ils ont augmenté, ne semblent pas constituer un facteur de différenciation avec l'économie italienne (*encadré 2*).

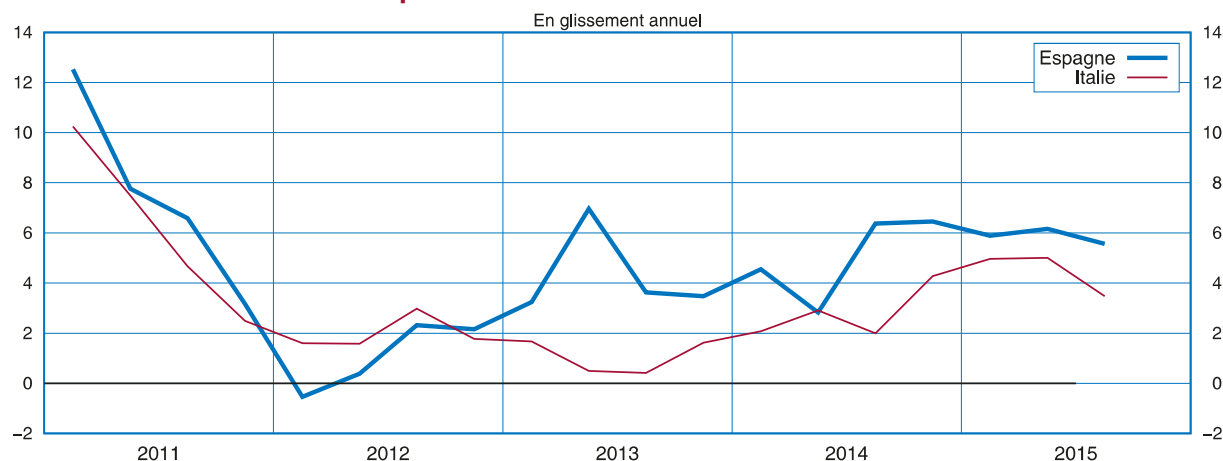
Le profil de la demande permet d'expliquer l'investissement espagnol depuis 2009, mais pas l'investissement italien

Le taux d'investissement italien n'a pas cessé de baisser entre 2010 et 2014

Le taux d'investissement, qui rapporte le niveau d'investissement à celui de l'activité, permet d'évaluer simplement le lien entre investissement et demande. En effet, en théorie, le taux d'investissement a une évolution procyclique autour d'un niveau d'équilibre de long terme.

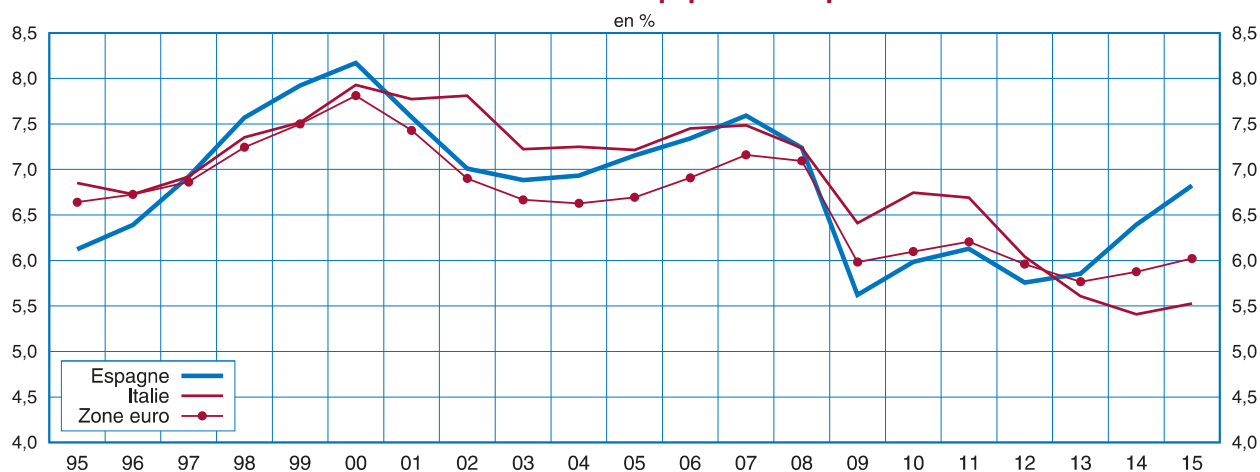
Au moment de la crise de 2009, l'investissement en Espagne comme en Italie a chuté, en réponse à la baisse de l'activité. Toutes choses égales par ailleurs, si le profil de la demande suffisait à expliquer l'évolution de l'investissement, le taux d'investissement aurait dû progressivement se réajuster. En Espagne, il s'est effectivement stabilisé pendant les premières années post-crise, avant de commencer à croître de nouveau. En Italie au contraire, il a continué de baisser, suggérant que le profil d'une demande même peu dynamique ne suffit pas à expliquer la faiblesse de l'investissement depuis 2009 (*graphique 5*).

4 - Exportations de biens et services en volume



Source : INE, Istat

5 - Taux d'investissement en équipement en points de PIB



Sources : Eurostat, INE, Istat

Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

Encadré 2 - Les investissements directs étrangers ne constituent pas un facteur de différenciation de l'investissement des entreprises en Italie et en Espagne

En Espagne comme en Italie, la période de crise a été marquée par un effort des pouvoirs publics afin d'améliorer l'attractivité de leur pays pour les capitaux étrangers. En particulier, le Parlement espagnol a adopté une loi en décembre 2013 visant à unifier le marché domestique, permettant à une entreprise de distribuer ses produits dans toute l'Espagne à partir d'une unique licence et conduisant à réduire le nombre de jours nécessaires pour créer une entreprise (de 60 en 2007 à 13 en 2015¹). Dans une moindre mesure, ce mouvement a également eu lieu en Italie (le nombre de jours pour créer une entreprise est ainsi passé de 13 en 2007 à 5 en 2015).

La productivité espagnole a fortement augmenté, engendrant des gains de compétitivité et donc une plus grande attractivité pour les investisseurs, étrangers comme résidents. En Italie, la productivité est restée stable. L'Espagne attire ainsi beaucoup plus d'investissement direct étranger (IDE) que l'Italie mais la part des IDE dans la FBCF des entreprises n'a pas augmenté depuis la crise (*graphique*). Le rebond de l'investissement ne semble donc pas provenir d'un accroissement de capitaux étrangers.

Cependant, le flux annuel des investissements directs étrangers est un indicateur de l'attractivité d'une économie difficilement

interprétable². Il regroupe les créations d'entreprises et acquisitions de capital, les investissements immobiliers et les prêts intra-groupes. Il comptabilise certaines transactions qui ne sont pas des investissements directs (optimisation fiscale). Enfin, ces données sont fréquemment et amplement révisées.

De plus, en Espagne en particulier, une partie importante des flux entrants (20 %) est à destination du secteur financier, qui contribue peu à l'investissement total de l'ensemble des entreprises, financières et non financières. Dans certains secteurs, notamment le secteur automobile, l'arrivée de capitaux étrangers a pu favoriser l'investissement productif, mais cet apport ne semble pas être généralisable à l'ensemble de l'économie.

Finalement, la compétitivité des entreprises espagnoles s'est accrue et a engendré une hausse de l'investissement, mais semble-t-il sans déformer la répartition entre entreprises résidentes et étrangères. ■

¹ Selon le rapport *Doing Business* 2014.

² Selon la publication du pôle commerce extérieur de la DG Trésor « Les investissements directs étrangers (IDE) en France, état des lieux », juillet 2014.

Part des investissements directs étrangers dans la formation brute de capital fixe des sociétés non financières



Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

Un modèle simple confirme que sa faiblesse ne résulte pas du profil de la demande

Cette hypothèse est confirmée par une analyse économétrique dans un modèle de type « accélérateur simple » reliant l'investissement à la demande finale (*encadré 4*). Le profil de l'investissement en équipement espagnol s'y explique pour partie par l'évolution de la demande à court terme, et pour partie par un phénomène de rattrapage après le sur-ajustement observé pendant la crise. Au contraire, en Italie, l'investissement est, depuis 2009, très largement inférieur au niveau suggéré par le profil de la demande, cette divergence s'étant accrue progressivement.

Les entreprises espagnoles ont augmenté leur épargne et se sont désendettées

Les entreprises espagnoles ont depuis la crise fortement augmenté leur épargne

D'autres facteurs que la demande, notamment les conditions de financement, ont pu jouer sur la dynamique d'investissement des entreprises espagnoles et italiennes.

Pour investir, les entreprises peuvent en effet puiser dans leur épargne¹ (on parle alors d'autofinancement) ou se tourner vers des financements externes. Depuis 2007, les comportements d'épargne des entreprises espagnoles et italiennes divergent, alors qu'ils étaient comparables au début des années 2000 (*graphique 6*). En Espagne, la crise a marqué un tournant majeur : le taux d'épargne est rapidement remonté à compter de 2008 et a atteint dès 2010 un niveau nettement supérieur à son niveau d'avant crise. Au contraire, le taux d'épargne italien est resté globalement stable, à son niveau de longue période.

Le poids du revenu distribué est resté constant en Italie malgré la crise...

Le principal facteur de divergence d'évolution de l'épargne entre les deux pays est l'évolution des revenus distribués depuis la crise, définis ici comme la somme des revenus salariaux et des dividendes (*encadré 5*).

En Italie, la crise n'a que peu modifié la tendance : depuis 2000, les revenus distribués ont évolué de façon cohérente avec la valeur ajoutée, n'affectant pas le taux d'épargne (*tableau 1*). Cette tendance générale résulte de deux évolutions divergentes : la part des salaires dans la valeur ajoutée a continuellement augmenté (de 50 % en 1999 à près de 60 % en 2015), tandis que la part des dividendes a diminué (d'un peu moins de 25 % à un peu plus de 15 % environ); ces évolutions sont *a priori* surtout imputables à la baisse de la part des entrepreneurs individuels.

¹L'épargne est définie comme le montant du chiffre d'affaires restant à la disposition des entreprises une fois leurs charges payées (consommations intermédiaires, dépenses de personnel, charges financières, impôts) et leurs subventions et recettes supplémentaires (dividendes issus de participations, revenus d'intérêts, etc.) perçues.

Encadré 3 - Revue de littérature sur l'évolution récente de l'investissement des entreprises

La question de la faiblesse de l'investissement des entreprises depuis la grande récession, particulièrement dans les pays avancés, a été largement traitée par la littérature économique récente. Trois explications sont en général avancées : un problème de demande, un problème financier, l'incertitude économique. L'analyse porte le plus souvent sur un ensemble de pays avancés. Les conclusions principales sont les suivantes :

- La demande est le facteur prépondérant pour expliquer l'évolution récente de l'investissement. C'est en particulier la conclusion de Lewis *et al.* (2014), tandis que Buissière *et al.* (2015) mettent en avant l'importance des anticipations de demande plus que de la demande elle-même.
- Les conditions de financement sont souvent reconnues comme importantes, surtout depuis 2012. C'est en particulier la thèse de Barkbu *et al.* (2015), qui estiment que le coût du capital et les contraintes financières sont prépondérants pour comprendre la

faiblesse de l'investissement en zone euro depuis la crise. C'est également le point de vue défendu par la Commission européenne (Commission, 2013). Toutefois, Hauseux *et al.*, (2015) relativisent l'importance du coût de financement, du taux d'épargne des entreprises et des conditions de crédit, au regard des contributions de la demande, dans le cas de l'investissement en actifs productifs des entreprises en France.

- L'incertitude économique est également parfois mise en avant comme facteur important du manque de dynamisme de l'investissement depuis la crise, notamment dans un rapport de la Commission européenne de 2013. Baker *et al.* (2015) proposent différentes mesures de cette incertitude. Lors de la crise, la dynamique de court terme de l'investissement ne suit plus ses déterminants fondamentaux ; en revanche, l'impact des indicateurs d'incertitude augmente. ■

Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

Encadré 4 - Économétriquement, l'investissement en équipement espagnol peut s'expliquer par les fluctuations de la seule demande

La théorie économique prévoit :

- Une surréaction à court terme de l'investissement au PIB, appelée « effet multiplicateur de l'investissement » ;
- Une élasticité unitaire à long terme de l'investissement au PIB, représentant l'hypothèse que le taux d'investissement est constant à long terme.

On estime donc un modèle à correction d'erreur en deux étapes reprenant ces dynamiques. Les équations obtenues sont les suivantes, estimées sur la période 1998-2007 :

$$\Delta(i_t^{ES}) = -0,39 + 1,41 \Delta(d_t^{ES}) + 2,78 \Delta(pib_{t-1}^{ES}) - 0,14 \left[\ln(i_{t-1}^{ES}) - \ln(pib_{t-1}^{ES}) \right]$$

$R^2=0,29 \quad DW=2,2$
 $(R^2=0,66 \text{ calculé sur la période } 1998-2015)$

$$\Delta(i_t^{IT}) = -0,60 + 1,10 \Delta(d_t^{IT}) + 0,54 \Delta(pib_{t-1}^{IT}) - 0,23 \left[\ln(i_{t-1}^{IT}) - \ln(pib_{t-1}^{IT}) \right]$$

$R^2=0,24 \quad DW=2,4$
 $(R^2=0,42 \text{ calculé sur la période } 1998-2015)$

Où : i_t^X est l'investissement en biens d'équipement du pays X au trimestre t

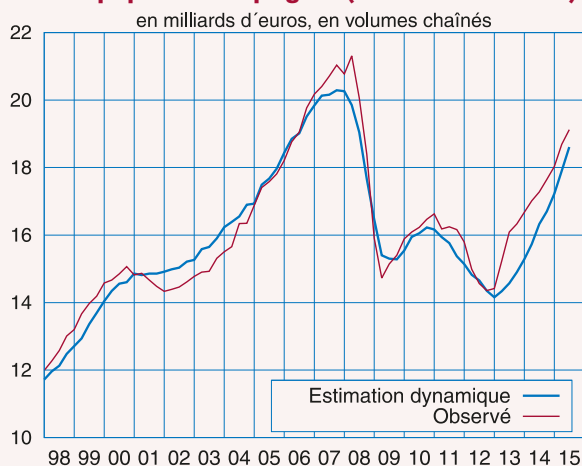
d_t^X est la demande finale hors FBCF équipement du pays X au trimestre t

pib_{t-1}^X est le PIB du pays X au trimestre t-1

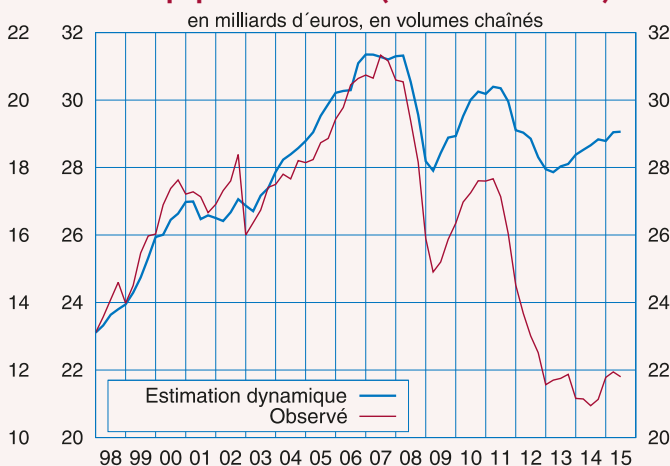
Les statistiques de Student des coefficients sont présentées entre parenthèses sous les coefficients.

L'investissement en équipement espagnol est bien expliqué avec un tel modèle (graphique 1). Au contraire, l'investissement italien depuis la crise reste en grande partie inexpliqué par ce type de modèle (graphique 2).

1 - Niveau de l'investissement en biens d'équipement espagnol (observé et simulé)



2 - Niveau de l'investissement en biens d'équipement italien (observé et simulé)



Note de lecture : l'estimation dynamique correspond à l'investissement en biens d'équipement simulé avec un modèle « accélérateur simple ».
Sources : INE, Istat, calculs Insee

Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

... alors que le recul des rémunérations en Espagne soutenait l'épargne

En Espagne en revanche, la crise a inversé la tendance. L'évolution des salaires par tête suivait celle de la productivité sur la période 2000-2007, les salaires (et revenus distribués) ne contribuaient donc pas à l'évolution de l'épargne. Au contraire, sur la période 2008-2013, dans un contexte de forte hausse de la productivité, la baisse des salaires est devenue un soutien important à l'épargne : en effet, l'emploi a beaucoup plus baissé (-17 % entre 2008 et 2013) que l'activité (-9 %). Dans le même temps le salaire nominal par tête a quasiment stagné, entraînant un recul de 1,2 % en termes réels. De façon sectorielle, la hausse de l'épargne est très largement concentrée dans le secteur de la construction : sur une contribution de la variation des salaires à l'épargne de 4,9 %, entre début 2008 et fin 2013, le secteur de la construction aurait contribué pour environ 4,0 points, l'industrie pour 1,5 point.

Ces « revenus distribués » sont le seul facteur à distinguer aussi clairement les deux pays. Les autres facteurs ont évolué de façon comparable, quoiqu'avec des ampleurs différentes.

Par effet de composition, la fiscalité a été plus favorable à l'Espagne

L'évolution des charges fiscales a favorisé l'épargne des entreprises dans les deux pays depuis la crise, mais plus en Espagne qu'en Italie : elle a contribué pour +3,4 points à la variation du taux d'épargne en Espagne, contre +1,2 point en Italie.

En Espagne, cette contribution résulte surtout de la construction. La chute des transactions immobilières a en effet nettement diminué l'imposition des entreprises de construction, expliquant la forte baisse de la part des impôts dans la valeur ajoutée dès le début de la crise.

Tableau 1 - Contributions à l'évolution de l'épargne, en point de VA

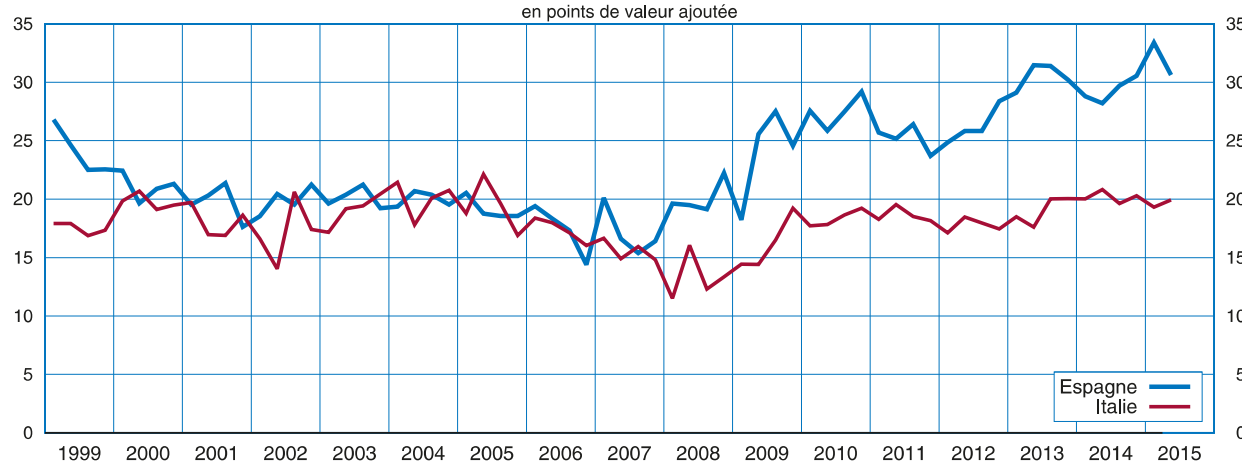
Période	Espagne		Italie	
	2000-2007	2008-2013	2000-2007	2008-2013
Revenus distribués	-0,4	+5,9	+1,0	-0,2
Dont salaires	-0,3	+6,3	-2,3	-4,1
Dont dividendes	-0,1	-0,4	+3,3	+3,9
Fiscalité	-2,4	+3,4	-3,2	+1,2
Intérêts	+5,7	+4,9	-1,8	+3,1
Autres revenus de la propriété	+1,0	-0,8	+0,8	-0,4
Transferts	+0,3	+0,1	+0,1	+0,1
Résidu	-	-	+1,0	+0,1
Variation totale de l'épargne	-7,1	+13,6	-2,0	+3,8

Lecture : sur une hausse de l'épargne de 13,6 points de VA entre 2008 et 2013 en Espagne, 5,9 points sont dus à une baisse des revenus distribués.

Sources : INE, Istat, calculs Insee

6 - Taux d'épargne des sociétés non financières

en points de valeur ajoutée



Sources : INE, Istat

Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

Les efforts de désendettement ont été plus importants en Espagne qu'en Italie

Un autre facteur de divergence dans l'évolution de l'épargne entre les deux pays est le poids des intérêts de la dette. Depuis 2007, l'évolution des intérêts à payer a été favorable dans les deux pays, là encore plus en Espagne qu'en Italie : elle a contribué pour +4,5 points à la variation du taux d'épargne des entreprises en Espagne, et de +3,2 points en Italie.

Pourtant, Espagne comme Italie ont été affectées de façon similaire par la crise des dettes souveraines dans la zone euro, comme en témoigne l'évolution comparable de leurs taux souverains, et des taux appliqués à leurs entreprises (*graphique 7*).

Les entreprises espagnoles ont cependant plus largement bénéficié de la baisse des taux d'intérêt. Leur dette était plus importante, le poids de leur charge financière était donc plus lourd et de plus elles se sont désendettées durant la crise, diminuant d'autant plus le poids des intérêts dans leur épargne.

Du fait de la baisse des salaires et de la hausse de la productivité, le taux d'épargne en Espagne atteint dès 2010 un niveau nettement supérieur à celui qui prévalait avant la crise.

Encadré 5 - Les différences comptables entre Italie et Espagne compliquent la comparaison du niveau des taux de profit et d'épargne

Les comptes des entreprises non financières se présentent de la même façon en Italie et en Espagne. Pourtant, des différences dans les choix réalisés par les comptables nationaux existent, et rendent difficiles les comparaisons de niveau de variables. En s'appuyant notamment sur les travaux de Pionnier et Guidetti pour l'OCDE (2015), cet encadré présente les écueils à éviter lors d'une comparaison, et analyse l'impact des choix effectués sur les comptes des entreprises italiens et espagnols.

1. La valeur ajoutée doit être considérée au coût des facteurs, et non aux prix de base

Avant toute chose, comme le recommande l'OCDE, il importe de s'assurer que le dénominateur utilisé dans les comparaisons (la valeur ajoutée) est comparable. Or, la valeur ajoutée, dans les comptes européens, est évaluée aux prix de base. En particulier, elle intègre certains impôts nets des subventions sur la production dont les taux et le poids peuvent différer entre les économies. Pour rapprocher les mesures, la valeur ajoutée est souvent corrigée de ces éléments. On parle alors de « valeur ajoutée au coût des facteurs ». C'est celle qui est retenue dans l'étude.

2. La prise en compte des entrepreneurs individuels influe sur la comparabilité des séries

Les comptes des sociétés non financières apparaissent moins comparables d'un pays à l'autre que ce que l'on pense habituellement. Le problème principal est lié à la présence de travailleurs indépendants dans les comptes des sociétés de certains pays, notamment l'Allemagne et l'Italie, ce qui n'est pas le cas des comptes français ou espagnols. Cette différence méthodologique a plusieurs conséquences importantes.

La part des salaires dans la valeur ajoutée apparaît plus grande dans les pays qui n'incorporent pas d'entrepreneurs individuels

aux sociétés non financières que dans les autres. En effet, par convention, les entrepreneurs individuels ne reçoivent pas de salaires, alors que leur activité génère de la valeur ajoutée. La part des salaires dans la valeur ajoutée paraît ainsi plus grande en Espagne qu'en Italie, en partie pour ces raisons. De plus, en Italie, la part des entrepreneurs individuels a baissé régulièrement dans l'emploi total, ce qui a des répercussions sur l'évolution tendancielle de la part dans la valeur ajoutée.

Symétriquement, la part des dividendes dans la valeur ajoutée peut apparaître plus élevée dans les pays qui considèrent des entrepreneurs individuels comme sociétés non financières. Par défaut, le revenu des entrepreneurs individuels correspond au bénéfice de leur activité professionnelle. Cependant, les entrepreneurs individuels peuvent avoir intérêt à se verser des dividendes pour des raisons fiscales. C'est le cas en Italie, où seuls 50 % des dividendes perçus par les particuliers contrôlant une entreprise sont imposés à l'impôt progressif sur le revenu. Pour cette raison, les dividendes apparaissent beaucoup plus importants, en part de la valeur ajoutée, en Italie qu'en Espagne. Leur diminution régulière depuis les années 2000, en part de la valeur ajoutée, s'expliquerait également par la baisse constante de la part des entrepreneurs individuels dans l'emploi total.

Ces différences conduisent d'une part à ne pas considérer les niveaux et d'autre part à ne considérer que l'agrégat constitué de la somme des salaires et des dividendes, appelé dans ce dossier « revenus distribués ». En pratique, en Italie, la part des salaires dans la valeur ajoutée a en effet augmenté tendanciellement, tandis que la part des dividendes diminuait, dans des proportions proches. Compte tenu des éléments cités ci-dessus, il n'est pas possible de déterminer si ces évolutions tendancielles traduisent une véritable évolution structurelle, ou simplement la part de plus en plus grande des salariés dans l'emploi total. ■

Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

Depuis 2009, l'accès au crédit bancaire s'est restreint

Les entreprises espagnoles sont parvenues à s'autofinancer...

La capacité des entreprises à épargner et à autofinancer leur investissement est un facteur essentiel pour comprendre la divergence des comportements d'investissement des entreprises espagnoles et italiennes.

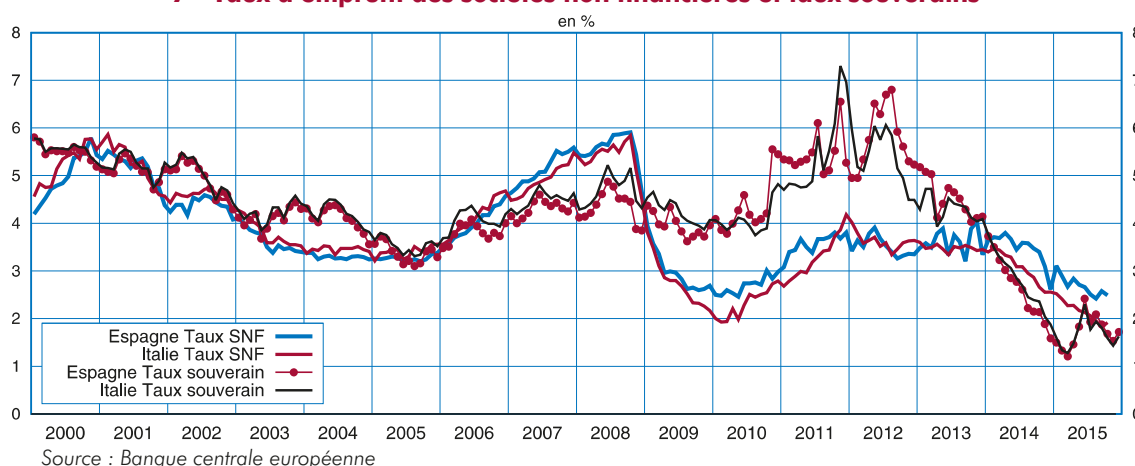
En Espagne, l'autofinancement a permis aux entreprises espagnoles de n'avoir qu'un besoin « facultatif » d'accès au crédit bancaire. Pour cette raison, le durcissement des conditions de crédit aurait moins affecté leurs investissements. Au contraire, la faiblesse de l'investissement des entreprises italiennes correspondrait à une incapacité à le financer, que ce soit via l'épargne ou en recourant au crédit bancaire.

Depuis 2009, les entreprises espagnoles sont parvenues à conserver un taux d'autofinancement de leur investissement supérieur à 100 % (graphique 8). Elles auraient ainsi pu entièrement financer la forte reprise de l'investissement depuis 2013 par des capitaux internes, ce qui n'exclut pas, en pratique, un recours au crédit extérieur, mais limite les contraintes de financement extérieur sur leur décision d'investir. Au contraire de leurs homologues espagnoles, les entreprises italiennes ne sont pas parvenues à augmenter nettement leur taux d'épargne depuis 2009. Leur autofinancement est resté en deçà des 100 %. Lorsqu'elles voulaient investir, les entreprises italiennes ont été plus dépendantes des financements extérieurs.

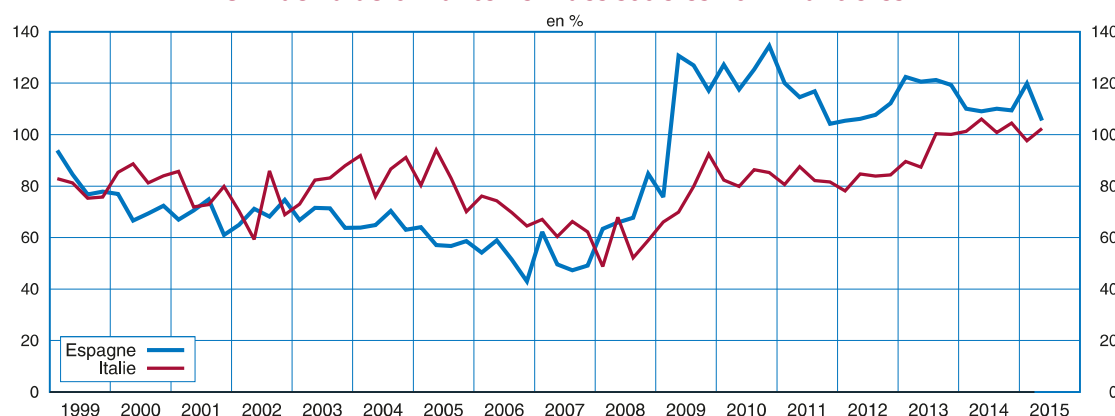
... ce qui les a en partie protégées d'une restriction des conditions de crédit ...

Par le passé, une telle contrainte n'aurait pas été aussi problématique : avant la crise, en Italie comme en Espagne, l'autofinancement fluctuait entre 60 et 80 %. Depuis, la crise a considérablement compliqué l'accès au crédit pour les entreprises.

7 - Taux d'emprunt des sociétés non financières et taux souverains



8 - Taux d'autofinancement des sociétés non financières



Note : taux d'investissement = épargne brute / investissement
Sources : INE, Istat

Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

... mise en évidence par les enquêtes auprès des banques...

Cette restriction des conditions de crédit est d'abord mise en évidence par l'enquête trimestrielle *Bank Lending Survey* de la BCE. Les banques centrales de la zone euro y indiquent si les conditions de crédit qu'elles appliquent se sont durcies, assouplies, ou sont inchangées. Un indicateur positif suggère alors qu'une majorité de banques a durci ses conditions d'attribution de crédit. Cette enquête permet donc de repérer les périodes de durcissement, sans pour autant en mesurer l'ampleur.

Selon cette source, les conditions de crédit se sont durcies de façon quasi généralisée en 2009, en Espagne comme en Italie (graphique 9). Elles se sont à nouveau durcies en 2012, de façon moins généralisée cette fois, et particulièrement en Italie.

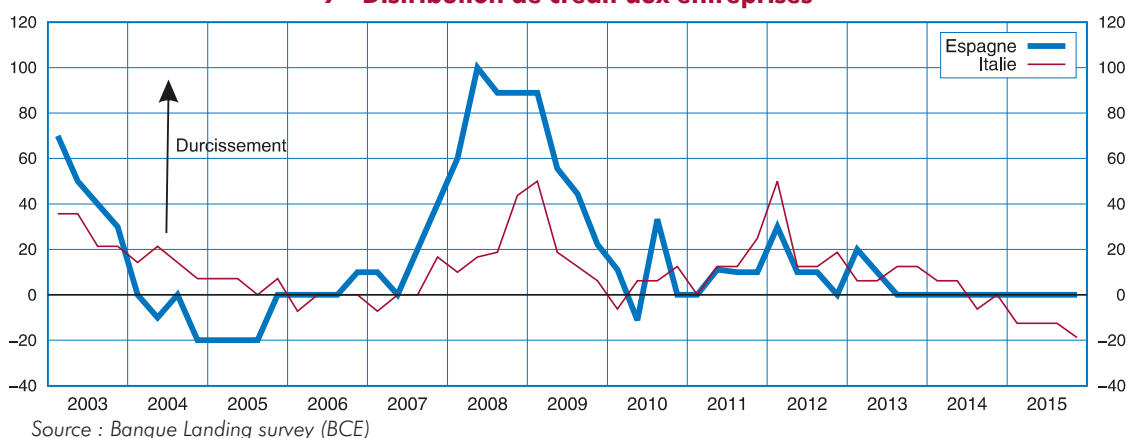
... et des entreprises...

Par ailleurs, la part des prêts refusés a augmenté en 2009 puis en 2012, en Italie comme en Espagne, d'après les entreprises interrogées par l'enquête semestrielle *SAFE* (*Survey on Access to Finance of Enterprises*) de la BCE (graphique 10).

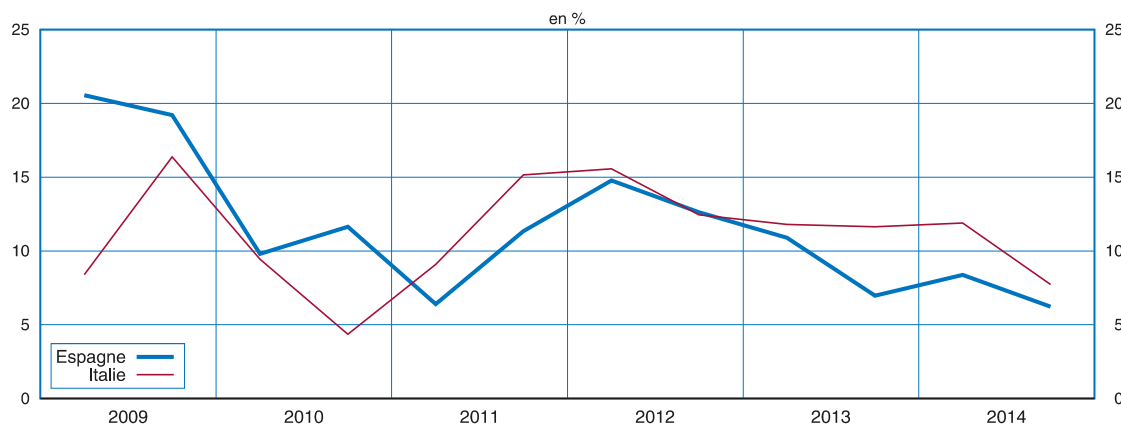
... et dont l'ampleur semble équivalente dans les deux pays

Les deux pays ont donc été touchés, au même moment – en 2009 puis en 2012 – par un durcissement des conditions de crédit. Il est néanmoins difficile de résumer ces conditions de crédit en une variable unique. Les indicateurs de tensions sur les conditions de crédit proposés par Alhenc-Gelas *et al.* (2014) ne sont en effet pas toujours disponibles dans les cas espagnols et italiens. Un indicateur s'approchant des indicateurs proposés est celui de l'écart des taux appliqués aux prêts selon leur montant : les taux des contrats nouveaux sur les crédits d'un montant inférieur à 1 million d'euros sont considérés comme accordés majoritairement aux petites entreprises, tandis que les taux accordés

9 - Distribution de crédit aux entreprises



10 - Part des prêts refusés

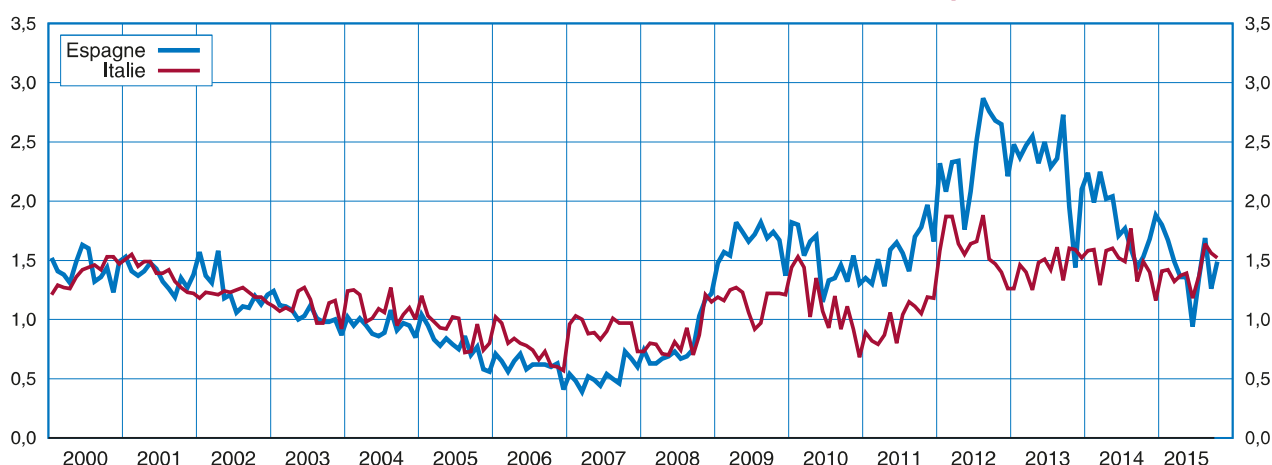


Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

aux contrats nouveaux sur les crédits d'un montant supérieur à 1 million d'euros sont considérés comme majoritairement accordés aux grandes entreprises ; cette décomposition par taille d'entreprises reste une approximation de la partition entre « emprunteurs peu risqués » d'une part, les grandes entreprises, et « emprunteurs risqués », d'autre part, les petites entreprises. Dans un contexte de resserrement du crédit, les banques sont censées augmenter davantage le coût à l'emprunt des petites entreprises pour se prémunir contre le risque de défaut et chercher à capter la demande d'investissement des entreprises de grande taille, considérées comme plus fiables ; l'écart de taux aura donc tendance à s'accroître en période de resserrement. Ce *spread* de taux s'est nettement amélioré en Espagne depuis un an. Il reste cependant beaucoup plus élevé aujourd'hui qu'en 2007 où il avait atteint un niveau particulièrement bas, probablement en raison de conditions de financement très souples qui prévalaient avant la crise (*graphique 11*).

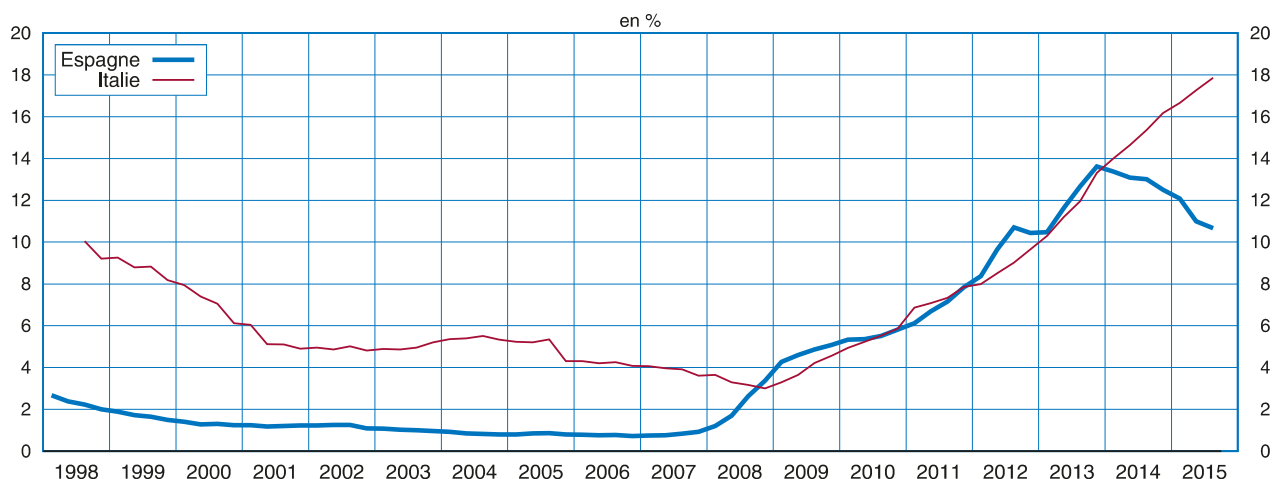
Une alternative pour tenter d'évaluer l'ampleur du resserrement du crédit est de mobiliser la part des prêts en défaut dans le bilan des banques (*graphique 12*). Si cette variable reflète pour partie la conséquence des conditions de crédits passées, elle peut s'interpréter comme une mesure de la tension que subissent les banques sur leur capacité de prêt. Elle influence la prime de risque, que les banques revalorisent en fonction également de leur solvabilité et de leurs objectifs. Elle semble donc représentative des conditions de crédit qu'elles appliquent à leurs clients.

11 - Ecart de taux entre les crédits de moins d'un million d'euros et ceux de plus d'un million d'euros



Sources : Banque centrale européenne, calculs Insee

12 - Contraintes de crédits (part des prêts en défaut)



Sources : Banks & Cassa Depositi e Prestiti, Spanish Credit Institutions, calculs Insee

Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

En pratique, selon cette variable, les conditions ont évolué d'une façon comparable dans les deux pays entre 2009 et 2013. Malgré une légère baisse en Espagne depuis un an, cet indicateur témoigne de conditions de crédit encore dégradées dans ces deux pays par rapport à ce qui prévalait avant 2007.

Les entreprises italiennes se sont tournées vers l'émission de titres

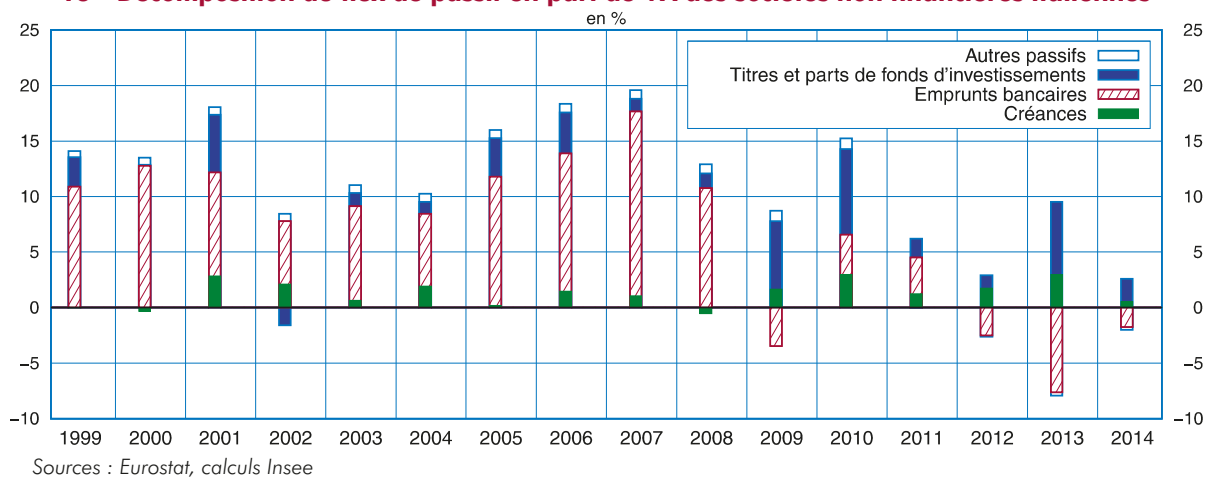
Les entreprises italiennes ont ainsi dû modifier leur source de financement, ...

Les conditions de crédit s'étant durcies, les entreprises ont changé de source de financement². Avant la crise, le financement des entreprises espagnoles et italiennes se décomposait de manière comparable, avec une majorité d'emprunts bancaires. En Italie, l'ensemble du flux d'endettement³ n'a jamais dépassé 20 % de la valeur ajoutée, même pendant la période précédant la crise ; en Espagne, ces mêmes ressources dépassaient 20 % de la VA durant cette même période, atteignant même 44 % en 2007.

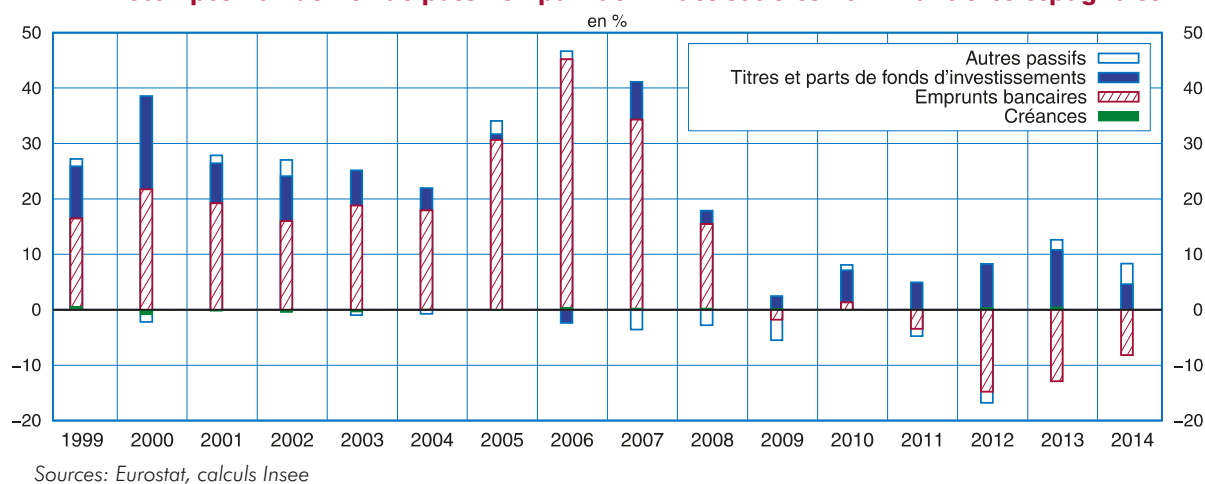
² Dans ce dossier, les flux nets d'endettement sont utilisés. Les effets de valorisation des titres possédés ne sont donc pas considérés.

³ Considéré au sens large, y compris l'émission d'actions ; en théorie, l'émission d'actions correspond en effet à une augmentation de fonds propres.

13 - Décomposition du flux de passif en part de VA des sociétés non financières italiennes



14 - Décomposition du flux de passif en part de VA des sociétés non financières espagnoles



Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

Après 2009, le recours au financement extérieur a largement diminué. En Italie, les flux d'endettement nets ont été globalement divisés par deux (sur la période 2009-2014, par rapport aux cinq années précédentes) et ils sont devenus négatifs dès 2009 en Espagne, ce qui confirme que les entreprises espagnoles se sont depuis lors désendettées.

... particulièrement bancaire,...

En Espagne, le flux d'emprunt bancaire a diminué depuis 2009 ; en Italie, le flux net d'emprunts bancaires a été nul sur la période 2009-2014. Cette évolution affecte d'une façon relativement comparable les prêts de long terme et les prêts de court terme.

... tout en augmentant leur émission de titres

Enfin, l'émission de titres par les entreprises a pris de l'importance, devenant depuis 2009 le seul élément de croissance du passif des entreprises dans les deux pays (*graphiques 13 et 14*). En Espagne, cependant, la part de telles émissions dans la valeur ajoutée n'a pas augmenté significativement avec la crise. En Italie au contraire, ce type d'émissions a augmenté, passant de 3 % de la valeur ajoutée en moyenne sur la période 2004-2008 à environ 6 % sur la période 2009-2014. Cette évolution peut également être liée aux réformes de taxation, qui ont rendu plus attrayante cette forme d'endettement plus intéressante fiscalement.

Ce changement de mode de financement s'est cependant avéré insuffisant en Italie...

Endettement bancaire et émissions de titres ne sont pas facilement substituables, l'émission de titres étant en particulier difficile pour les entreprises les plus petites. Pour cette raison, un grand nombre d'entreprises italiennes semblent s'être trouvées, depuis la crise, limitées dans leur décision d'investissement, faute de financement extérieur.

... et les entreprises ont limité leur investissement

Dans un tel contexte, on s'attend à ce que les entreprises, contraintes dans leur financement, sélectionnent drastiquement le type d'investissement, en rejetant d'abord les projets d'extension, pour se concentrer avant tout sur le renouvellement du capital actuel.

Les résultats de l'enquête Investissement auprès des industriels confirment que c'est bien ce qui s'est passé (*tableau 2*). En Italie en effet, la part de l'investissement consacrée au remplacement de capacités productives a un poids nettement plus fort depuis la crise, atteignant même 59 % des investissements prévus en 2015. En Espagne au contraire, l'effort est clairement porté sur l'extension des capacités productives, et la part du remplacement dans l'investissement est très faible.

Tableau 2 - Motifs d'investissement industriel

	Espagne		Italie	
	Remplacement	Extension	Remplacement	Extension
2000-2007	18 %	42 %	37 %	31 %
2008-2013	20 %	28 %	44 %	22 %
2014	10 %	74 %	35 %	17 %
2015	12 %	72 %	59 %	18 %

Sources : Enquête investissement, DG-ECFIN

Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

L'analyse économétrique confirme l'importance des problèmes de financement en Italie

Entre 2009 et fin 2012, l'investissement a un peu plus reculé en Espagne...

Entre début 2009 et fin 2012, l'investissement a légèrement plus diminué en Espagne (recul annuel moyen de $-6,5\%$) qu'en Italie ($-5,3\%$). Les différents facteurs ont affecté de concert les deux pays, mais chacun avec des ampleurs différentes (graphiques 15 et 16).

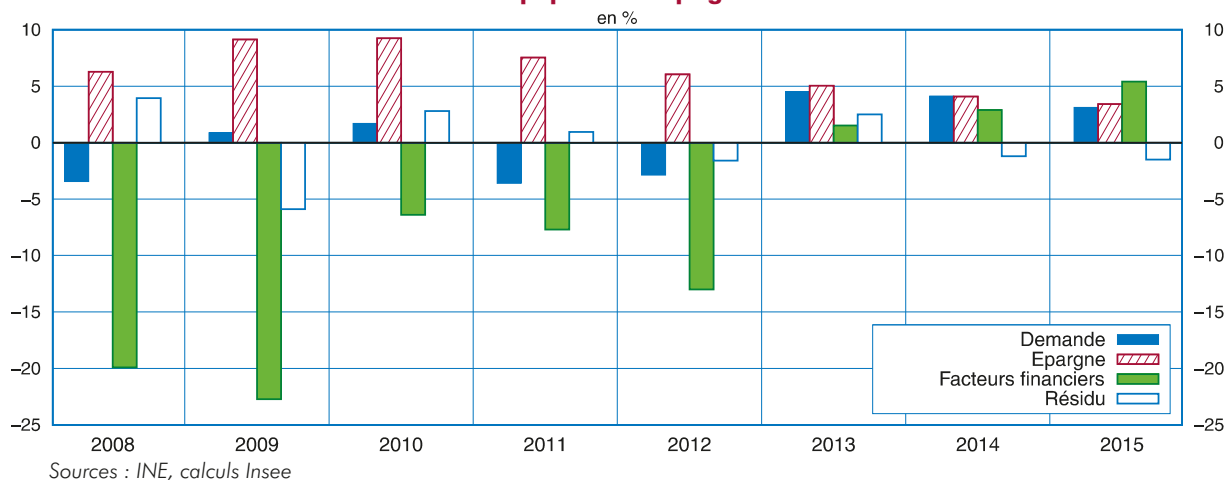
La crise financière a plus largement touché les entreprises espagnoles qu'italiennes, en raison notamment d'un durcissement plus marqué des conditions de crédit. Au total, les facteurs financiers (bourse, taux d'intérêt, contraintes de crédit) ont contribué, chaque année, à hauteur de $-11,5$ points en moyenne à l'évolution de l'investissement en Espagne, contre $-4,6$ points en Italie.

... mais la hausse de l'épargne a permis de diminuer l'impact observé en Espagne

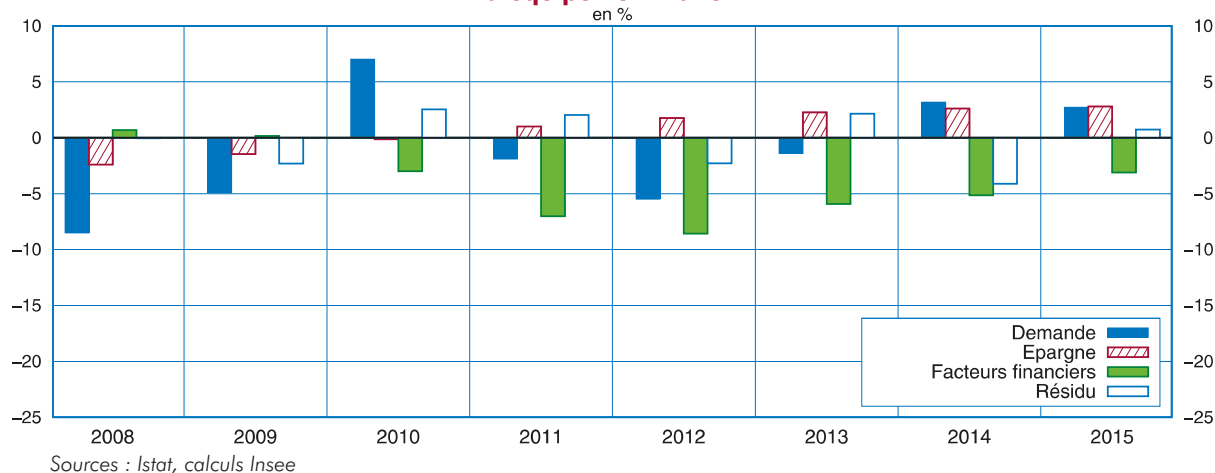
Mais sur la période 2009-2012, la hausse de l'épargne des entreprises espagnoles a atténué les effets de la crise financière ; ce n'est pas le cas en Italie. En ajoutant la contribution de l'épargne ($+7,0$ points), la contribution des variables « financières » n'est en effet plus que de $-4,4$ points par an en Espagne, comme en Italie.

Enfin, sur la période, les variations de la demande ont été légèrement moins favorables à l'Italie (contribution annuelle moyenne de $-1,3$ point, contre $-1,0$ point en Espagne), dans un contexte de baisse du PIB comparable.

15 - Contributions économétriques aux variations annuelles de l'investissement en biens d'équipement espagnol



16 - Contributions économétriques aux variations annuelles de l'investissement en biens d'équipement italien



Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

En 2013 et 2014, l'ensemble des facteurs a été mieux orienté en Espagne...

... mais la vigueur observée s'explique surtout par une plus grande sensibilité aux déterminants

Début 2015, outre les à-coups observés, l'investissement en biens d'équipement est plus dynamique en Italie

En 2013 et 2014, les dynamiques d'investissement ont divergé : croissance annuelle moyenne de +7,3 % en Espagne, -5,1 % en Italie. Selon les estimations, cette divergence (12,4 points) s'explique par des contributions plus favorables en Espagne : de la demande (+4,4 points contre +0,9 point en Italie) ; de l'épargne (+5,1 points contre +2,4 points) et des facteurs financiers (+0,6 points contre -5,5 points en Italie). En particulier, la bourse et les taux d'intérêt ont contribué positivement à la reprise de l'investissement espagnol, pas en Italie. Les conditions de crédit ont contribué négativement dans les deux pays, mais d'une façon plus marquée en Italie (-4,8 points contre -3,6 points en Espagne).

Ces contributions plus favorables ne s'expliquent cependant que pour un tiers par une meilleure orientation des variables considérées. L'ampleur des contributions observées tient plus largement au fait que les entreprises espagnoles sont plus sensibles aux variations des déterminants de leur investissement que les entreprises italiennes.

Depuis fin 2014, l'investissement en biens d'équipement italien a retrouvé de la vigueur (+1,9 % par trimestre au premier semestre 2015), en partie grâce à une moindre dégradation des contraintes financières et une demande plus favorable, mais également grâce à un à-coup favorable au premier trimestre de l'investissement en matériels de transport. En Espagne, l'ensemble des facteurs est encore bien orienté, ce qui explique que l'investissement en biens d'équipement est resté dynamique.

Encadré 6 - Données utilisées et modélisation économétrique retenue

L'objectif de la modélisation est de tester l'importance relative de différents facteurs parmi des variables de demande, des variables financières voire des variables d'incertitude.

Données utilisées

- La demande finale hors FBCF équipement est la variable de demande principale testée, comme dans l'estimation présentée en encadré 3.
- La première variable financière testée est le coût du capital, dont l'importance est prédite par la théorie néoclassique. La forme utilisée s'inspire de Lewis *et al.* (2014) sous une forme simplifiée :

$$Ck = \frac{\text{prix_fbcf}}{\text{prix_pib}} * (\text{tx_souverain} - \text{ga}(\text{prix_pib}) + \text{tx_dépréciation_capital})$$

Où Ck est le coût du capital

prix_fbcf est le déflateur de l'investissement

prix_pib est le déflateur du PIB

tx_souverain est le taux souverain du pays

ga(prix_pib) est le glissement annuel du déflateur du PIB

tx_dépréciation_capital est le taux de dépréciation du capital

- Le taux d'intérêt souverain seul (maturité à 10 ans) a également été retenu.
- Pour simuler les contraintes de financement, à long terme, une variable représentant la part des défauts de crédit parmi les crédits distribués par les banques est utilisée (cf. supra). Elle permet d'appréhender le durcissement ou l'assouplissement des conditions de crédit des banques.
- Le cours de la bourse a également été testé pour intégrer un possible effet « Q de Tobin » ; cette variable reflète que plus le cours de la bourse est haut, plus les entreprises ont des facilités à lever des fonds pour investir et donc augmenter les dividendes qu'elles verseront aux actionnaires.

Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

Modélisation

Un modèle à correction d'erreur est estimé pour chacun des deux pays. Pour intégrer épargne et autofinancement, le taux d'investissement des entreprises peut se réécrire comme le ratio du taux d'épargne (ratio de l'épargne sur la valeur ajoutée) et du taux d'autofinancement (ratio de l'épargne sur l'investissement) :

$$\frac{Inv}{VA} = \frac{Taux\ d'épargne}{Taux\ d'autofinancement}$$

On suppose que le taux d'autofinancement dépend du coût du capital (plus celui-ci est bas, plus une entreprise est incitée à faire appel au financement extérieur et peut s'autoriser un taux d'autofinancement plus faible) et des contraintes de crédit subies par les entreprises (plus ces contraintes sont fortes, plus les entreprises se trouvent dans l'obligation de s'autofinancer).

Ceci conduit à estimer la relation de long terme suivante :

$$\ln\left(\frac{Inv}{VA}\right) = \ln(Taux\ d'épargne) + \alpha.(part_prets_defaut) + \beta.cout_capital + \chi.(bourse) + c$$

A long terme, le taux d'épargne et le taux d'investissement sont supposés évoluer de pair.

A court terme, les mêmes variables qu'à long terme sont testées.

Les résultats pour les deux pays sont présentés ci-après, estimés sur la période 1999-2014 :

$$\Delta(i_t^{ES}) = -1,09 + 1,68.\Delta(d_t^{ES}) + 0,04.\Delta(bourse_t^{ES}) + 0,05.\Delta(bourse_{t-2}^{ES}) - 0,61.d(ck_{t-1}^{ES}) - 0,31*\left[\ln(i_{t-1}^{ES}) - \ln(pib_{t-1}^{ES}) - \ln(tx_ep_{t-1}^{ES}) + 0,68.ck_{t-1}^{ES} + 0,20.\ln(défauts_crédits_{t-1}^{ES}) - 0,17.\ln(bourse_{t-1}^{ES})\right]$$

(−4,7) (5,3) (1,5) (1,6) (−0,9)

(−5,0) (−2,0) (*) (*) (*) (*)

$$R^2=80\% \quad DW=2,0$$

$$\Delta(i_t^{IT}) = -0,31 + 1,53.\Delta(d_t^{IT}) + 1,12.\Delta(d_{t-1}^{IT}) - 0,25.\Delta(i_{t-1}^{IT}) - 0,02.d(tx_souv_{t-3}^{IT}) - 0,10*\left[\ln(i_{t-1}^{IT}) - \ln(pib_{t-1}^{IT}) - \ln(tx_ep_{t-1}^{IT}) + 0,25.\ln(défauts_crédits_{t-1}^{IT}) - 0,25.\ln(bourse_{t-1}^{IT})\right]$$

(−2,6) (4,8) (3,0) (−2,0) (−3,0)

(−2,0) (*) (*) (*) (*)

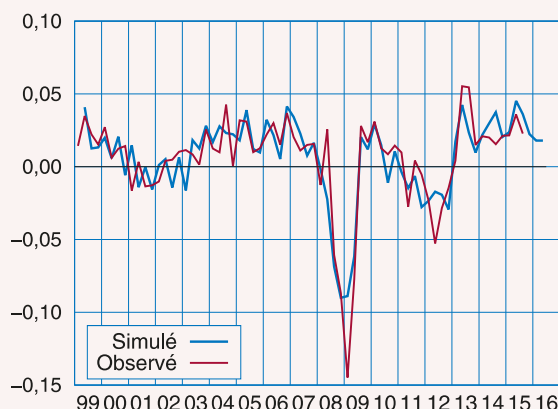
$$R^2=67\% \quad DW=2,2$$

Où: i_t^X est l'investissement en biens d'équipement du pays X au trimestre t
 d_t^X est la demande finale hors fbc équipement du pays X au trimestre t
 pib_{t-1}^X est le PIB du pays X au trimestre t-1
 $bourse_t^X$ est le cours de la bourse déflaté au trimestre t
 ck_{t-1}^X est le coût du capital au trimestre t-1
 $tx_ep_{t-1}^X$ est le taux d'épargne au trimestre t-1
 $défauts_crédits_{t-1}^X$ est la part des prêts en défauts au trimestre t-1
 $tx_souv_{t-3}^X$ est le taux souverain du pays X au trimestre t-3

Les statistiques de Student des coefficients sont présentées entre parenthèses sous les coefficients.

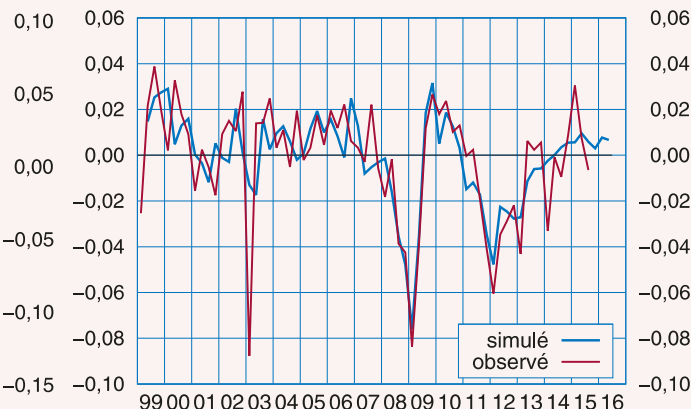
Les modèles estimés permettent de bien comprendre l'évolution de l'investissement dans les deux pays, y compris depuis la crise.

1 - Investissement en biens d'équipement espagnol



Sources : INE, Insee

2 - Investissement en biens d'équipement italien



Sources : Istat, Insee

Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne

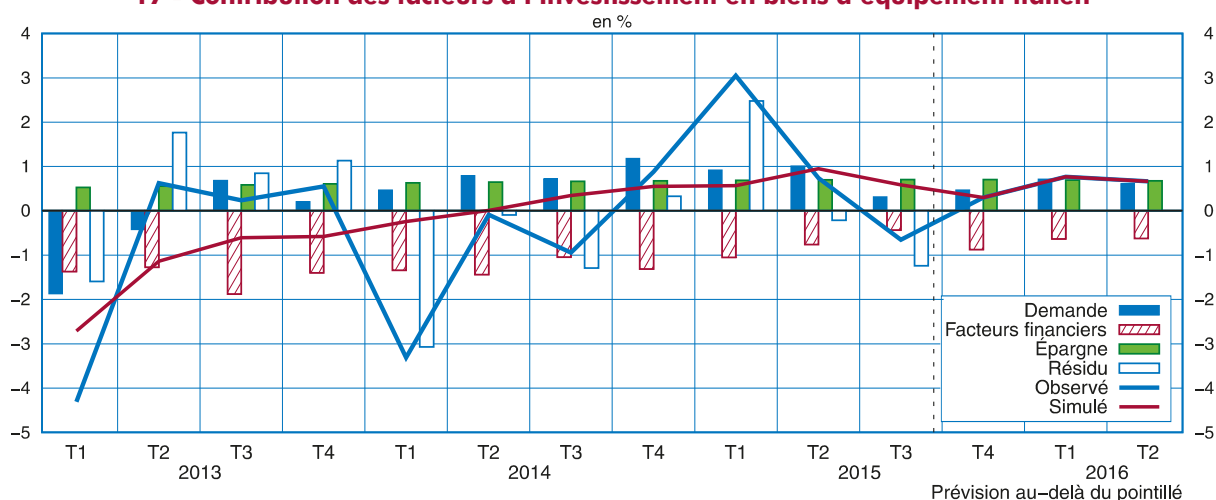
En prévision, l'investissement italien accélérerait modérément tandis qu'il ralentirait légèrement en Espagne

À conditions de financement équivalentes, l'investissement italien ne peut donc pas croître aussi fortement que son homologue espagnol, car il apparaît moins sensible aux variations de ses déterminants.

Sous l'hypothèse d'un début de relâchement des conditions de crédit, et d'une croissance de la demande autour de 0,3 % par trimestre, l'investissement des entreprises italiennes en équipement retrouverait, après un à-coup négatif à l'été, un rythme de croissance de l'ordre de +0,7 % par trimestre jusque mi-2016 (*graphique 17*). Le taux d'investissement continuerait de remonter légèrement, atteignant 5,6 % mi-2016, demeurant toutefois plus proche de son niveau le plus bas (5,4 %) que de son niveau de 2006 (7,4 %).

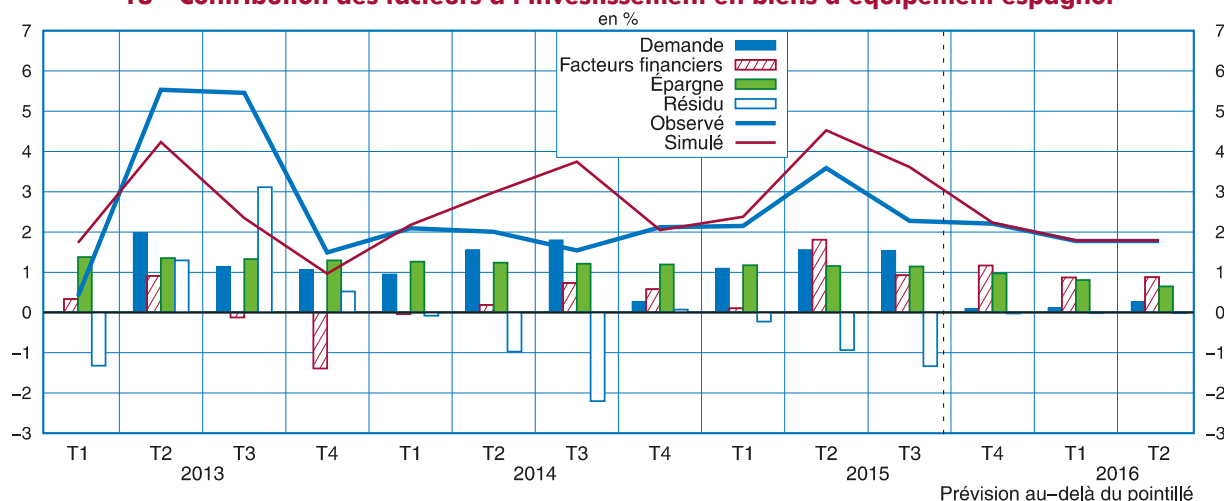
En Espagne, la phase de rattrapage enclenchée depuis début 2013 s'essouffle, notamment parce que le taux d'investissement a déjà dépassé son niveau moyen de long terme depuis le deuxième trimestre 2014 ; l'investissement devrait donc progressivement ralentir (*graphique 18*). Cependant, le relâchement des conditions de crédit, entamé depuis 2014, constitue un soutien supplémentaire à l'investissement, en accroissant les liquidités disponibles pour les entreprises. D'ici mi-2016, l'investissement en équipement conserverait une croissance forte, de l'ordre de +2 % par trimestre. ■

17 - Contribution des facteurs à l'investissement en biens d'équipement italien



Sources : Istat, Insee

18 - Contribution des facteurs à l'investissement en biens d'équipement espagnol



Sources : INE, Insee

Bibliographie

- Hauseux Y., Marc B., Audenaert D., Chevalier C.-M.** (2015), « Le prix du foncier n'aurait pas d'effet direct sur l'investissement en actifs productifs », *Note de conjoncture*, Insee, juin 2015, p. 21-37.
- Pionnier P.-A. et Guidetti E.** (2015), « Comparing profit shares in value-added in four OECD countries: Towards more harmonised national accounts », *OECD Statistics Working Papers*, No. 2015/03, Éditions OCDE, Paris.
- Lewis C., Pain N., Strasky J., Menkyna F.** (2014), « Investment Gaps after the Crisis », *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1168, OECD Publishing, Paris.
- Bussière M., Ferrara L., Milovich J.** (2015), « Explaining the recent slump in investment: the role of expected demand and uncertainty » *Document de travail n°571*, Banque de France.
- Barkbu B., Berkmen P., Lukyantsau P., Saksonovs S., Schoelermann H.** (2015), « Investment in the Euro Area: Why has it been weak ? », *IMF working paper*.
- Baker S., Bloom N., Davis S.** (2015), « Measuring economic policy uncertainty », National Bureau of Economic Research, *Working paper* 21633.
- Ducoudré B., Plane M., Villemot S.** (2015) ; « Equations d'investissement, une comparaison internationale dans la crise » *Revue de l'OFCE* 138, Etude spéciale.
- Alhenc-Gelas V., Fortin A., Bernard J.-B., Campagne B.** (2014), « Les conditions de crédit ne semblent pas amplifier le cycle économique en France », *Note de conjoncture*, Insee, juin 2014.
- Spanish external sector and competitiveness: facts and figures*, ministerio de economia y competitividad, août 2015.
- « L'investissement des entreprises est à l'origine de la reprise espagnole », *Note de conjoncture*, Insee, mars 2015, p. 115-116.
- Les investissements directs étrangers (IDE) en France : état des lieux*, Pôle commerce extérieur, DG Trésor, juillet 2014. ■

L'assouplissement quantitatif de la BCE a fait baisser les taux d'intérêt et contribue à la reprise de la zone euro

Jean-Cyprien Heam
Bertrand Marc

**Département de la
conjoncture**

Raphaël Lee
Mathilde Pak

**Département des études
économiques**

*D*ébut 2015, la Banque centrale européenne (BCE) a décidé d'un programme d'achats d'actifs s'étendant aux dettes publiques, largement anticipé par les acteurs des marchés financiers au second semestre 2014. Cet assouplissement quantitatif, inédit dans son ampleur dans la zone euro, est comparable aux actions de politiques monétaires non conventionnelles menées par d'autres grandes banques centrales. Il joue principalement par deux canaux : la baisse des taux d'intérêt et la dépréciation de l'euro.

En augmentant les liquidités détenues par les banques, ce programme pousse les taux d'intérêt à la baisse, ce qui stimule l'investissement et contribue à l'activité économique de l'ensemble de la zone euro. De plus, les rachats de dette publique réduisent la fragmentation financière : les taux souverains des pays périphériques baissent plus fortement que les taux des pays du cœur, incitant d'autant plus les agents à investir, notamment en Italie et en Espagne. Entre l'impact direct et l'effet indirect via les pays voisins, la baisse des taux d'intérêt imputable à cette politique non conventionnelle de la BCE contribuerait pour environ +0,2 point à la croissance française en 2015. Si les banques venaient à prêter leurs larges excédents de liquidités pour l'instant placés auprès de la BCE, l'effet sur l'investissement et la consommation via le canal du crédit pourrait amplifier l'effet positif d'ensemble sur la croissance. À cela s'ajoute la forte dépréciation de l'euro, en grande partie imputable à ce choix de politique économique. Elle a permis à la France de regagner des parts de marché à l'exportation et contribuerait pour environ +0,2 point à la croissance en 2015. Au total, la baisse des taux liée à l'assouplissement quantitatif combinée à la dépréciation de l'euro constatée aurait soutenu l'activité à hauteur de +0,4 point en 2015.

Sans tenir compte des effets sur les flux d'emprunts, ce programme bénéficie en France principalement aux administrations publiques et aux sociétés non financières, au détriment des sociétés financières et des non-résidents. Pour les ménages, en 2015, l'impact positif pour les emprunteurs, accentué par les vagues de renégociation et de rachat du crédit immobilier depuis le début de l'année, serait inférieur aux pertes des épargnants. Cet effet s'inverserait en 2016, toutes choses égales par ailleurs.

L'assouplissement quantitatif de la BCE peut également tirer à la hausse le prix des actifs financiers comme immobiliers. Il apparaît toutefois que ce canal joue peu dans les faits.

L'assouplissement quantitatif de la BCE a fait baisser les taux d'intérêt et contribue à la reprise de la zone euro

L'assouplissement quantitatif de la BCE est plus tardif et moins ample que celui des autres principales banques centrales

Un plan initial de 1 100 milliards d'euros d'achats de titres publics et privés

Fin janvier 2015, la Banque centrale européenne (BCE) a annoncé qu'elle allait augmenter substantiellement ses rachats de titres en incluant des obligations souveraines. Cette annonce succède à plusieurs mesures non conventionnelles lancées en 2014, de plus faible ampleur et excluant explicitement tout achat d'obligations souveraines (*encadré 1*).

Depuis mars 2015, la BCE achète ainsi 60 milliards d'euros d'actifs par mois. Ce programme d'assouplissement quantitatif, initialement prévu jusqu'en septembre 2016, durera au moins jusqu'en mars 2017, et jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un redressement durable de l'inflation. Au total, le programme étudié ici représente un peu plus de 1 100 milliards d'euros, soit 12 points de PIB, entre mars 2015 et septembre 2016. L'extension annoncée le 3 décembre 2015, qui prolonge ce programme jusqu'en mars 2017, n'est pas analysée dans ce dossier. Le bilan de la BCE augmentera ainsi progressivement et retrouverait mi-2016 son niveau de 2012.

Un programme plus tardif et plus restreint que ceux mis en œuvre aux États-Unis, au Japon et au Royaume-Uni

La décision de la BCE intervient plusieurs années après les assouplissements quantitatifs – en anglais *quantitative easing*, ou QE – que les autres grandes banques centrales ont mis en œuvre après la crise financière de 2008. Aux États-Unis, la Réserve fédérale (Fed) a racheté plus de 3 000 milliards de dollars de titres publics de 2008 à 2014, soit 18 points de PIB. Au Royaume-Uni, la banque centrale (BoE) a acheté 375 milliards de livres de titres publics entre mars 2009 et novembre 2012, soit environ 21 points de PIB. Enfin, la Banque du Japon (BoJ) a mis en place un programme similaire en avril 2013. Le rythme annuel des achats est actuellement de 80 000 milliards de yens ; depuis le début du programme, la base monétaire de la BoJ a augmenté de 39 points de PIB. Le programme de la BCE est donc moins important, proportionnellement au PIB de la zone, que les assouplissements quantitatifs de la Fed, de la BoE ou de la BoJ.

Un objectif : stimuler l'activité pour ramener l'inflation vers sa cible

La politique d'assouplissement quantitatif menée par la BCE a comme objectif final d'amener l'inflation vers sa cible (« inférieure à mais proche de 2 % ») dans un contexte de taux directeurs déjà quasi nuls. Pour ce faire, les achats de titres visent principalement à stimuler l'activité pour tendre les capacités de production et relancer des hausses de prix. Ce dossier cherche notamment à évaluer l'effet de la baisse des taux d'intérêt et du change sur l'économie, qui semblent avoir joué pleinement depuis le lancement de l'assouplissement quantitatif. Mais d'autres canaux comme ceux du crédit bancaire et du prix des actifs sont également à l'œuvre.

Le QE de la BCE a fait reculer les taux d'intérêt

Le premier canal est de faire baisser les taux d'intérêt

Le premier canal naturel de transmission du programme de la BCE à l'économie est celui du taux d'intérêt. En premier lieu, l'effet mécanique de l'augmentation de la taille du bilan de la BCE est d'alimenter les banques en monnaie. Cette injection de liquidités pèse directement sur les taux d'intérêt interbancaires, qui sont considérés comme les taux de court terme de référence. La baisse se propage ensuite aux taux d'intérêt de long terme par des mécanismes d'anticipations. En effet, le taux de long terme peut être vu comme une combinaison des anticipations des taux de court terme successifs. Une baisse des taux de court terme, anticipée comme durable, entraîne une baisse des anticipations des taux de court terme successifs et partant, une diminution des taux de long terme. De plus, en insistant sur la taille et la durée de ce programme important, la BCE signale aux acteurs de marché sa volonté de mener une politique accommodante durablement, et pèse sur les taux de long terme.

L'assouplissement quantitatif de la BCE a fait baisser les taux d'intérêt et contribue à la reprise de la zone euro

Encadré 1 – Les politiques non conventionnelles de la BCE et leurs anticipations

L'extension du programme d'assouplissement quantitatif de la Banque centrale européenne (BCE) a été largement anticipée sur les marchés dès le début de l'été 2014, et les anticipations se sont progressivement adaptées jusqu'au début de l'année 2015.

Bien que la BCE n'ait annoncé officiellement son programme d'achat de dette souveraine par la BCE qu'en janvier 2015, les taux souverains ont commencé à s'infléchir bien avant, courant 2014, et l'euro a commencé à se déprécier dès l'été 2014.

Dès le printemps 2014, des mesures de politiques non conventionnelles ont été annoncées, notamment le 5 juin, pour un programme d'achat de titres adossés à des actifs (*Asset-Backed Securities*, ABS), en plus d'un programme d'opérations ciblées de refinancement de plus long terme (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO). M. Draghi déclare aussi que l'élargissement des programmes d'achats à d'autres actifs fait partie des possibilités envisagées par le comité de politique monétaire de la BCE. En août 2014, la BCE renouvelait son programme d'achat de *Covered Bonds*. Le 4 septembre 2014, M. Draghi ajoute que plusieurs membres du comité de politique monétaire de la BCE sont favorables à un assouplissement quantitatif plus important.

Même si la BCE excluait alors explicitement l'achat de dettes publiques, le succès pour le moins mitigé de ses premiers programmes a conduit les marchés à anticiper de plus en plus largement un programme d'assouplissement bien plus conséquent, s'étendant notamment aux achats de dette souveraine.

Ces anticipations pouvaient être stimulées par la communication des membres du conseil des gouverneurs,

notamment de son directeur M. Draghi (*graphique*) et étaient confortées par l'importante désinflation qui s'est poursuivie au cours du second semestre.

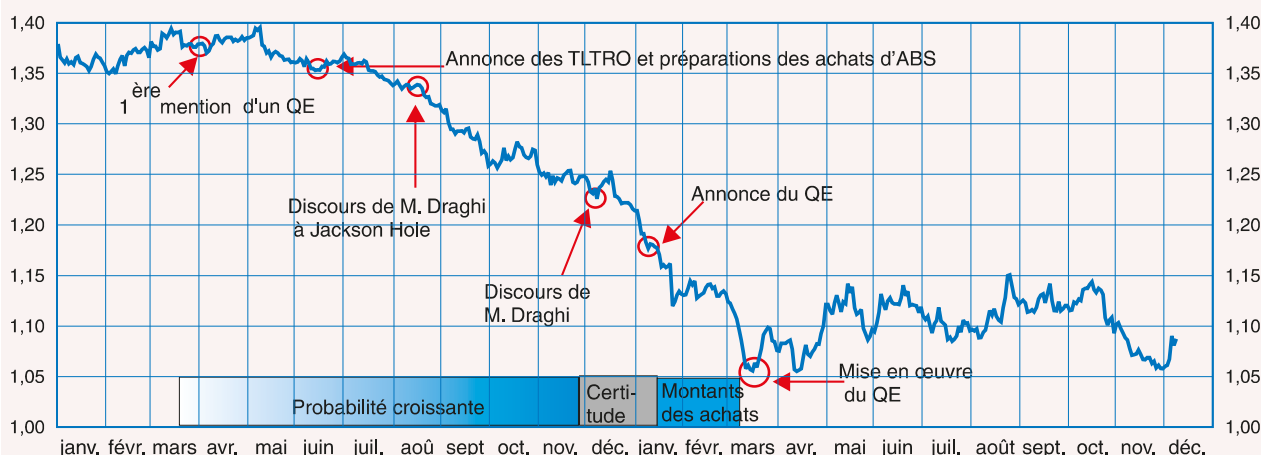
En particulier, les annonces d'inflation en zone euro entraînaient des chocs à la baisse sur l'euro ; autrement dit, la probabilité d'un assouplissement quantitatif d'envergure évaluée par les marchés augmentait à chaque nouvelle baisse de l'inflation. Cette anticipation jouait sur le taux de change et les taux souverains.

Lors de la conférence de presse du 4 décembre 2014, M. Draghi a annoncé que de nouvelles mesures étaient prêtes pour le début de l'année 2015. À partir de cette date, chaque interview des membres de la BCE a confirmé la mise en place d'un assouplissement quantitatif début 2015. Conjointement, la dépréciation de l'euro s'est accélérée, indiquant que les marchés avaient acquis la certitude que la BCE allait étendre son programme d'achats de titres.

L'annonce du montant exact des rachats en janvier 2015 a permis aux marchés d'intégrer la totalité de l'information dans les changes, qui se sont ensuite stabilisés. Paradoxalement, c'est à partir du début du programme, en mars 2015, que le taux de change de l'euro s'est stabilisé. De même, après une correction à la hausse en mai 2015, les taux souverains de la zone euro ont cessé de baisser peu après le début du programme. Dans les deux cas, la plus grande part de la baisse avait eu lieu avant le lancement effectif de l'assouplissement quantitatif, par anticipation.

Le même phénomène s'est produit entre mi-octobre et début décembre 2015, en anticipation de l'annonce du 3 décembre d'extension du QE. ■

Chronologie des anticipations de QE sur le taux de change de l'euro



Source : Insee

L'assouplissement quantitatif de la BCE a fait baisser les taux d'intérêt et contribue à la reprise de la zone euro

L'assouplissement quantitatif joue donc sur l'ensemble de la courbe des taux. Sur les taux de court terme, ce programme prend le relais de la politique monétaire conventionnelle de modification des taux directeurs alors que ces derniers ont atteint un niveau plancher. Sur les taux de long terme, il canalise les anticipations des agents. De plus, l'effet de ces achats est d'autant plus fort sur les taux souverains que c'est ce type d'actif qui est acheté massivement sur le marché secondaire (entre 40 et 45 milliards d'euros par mois).

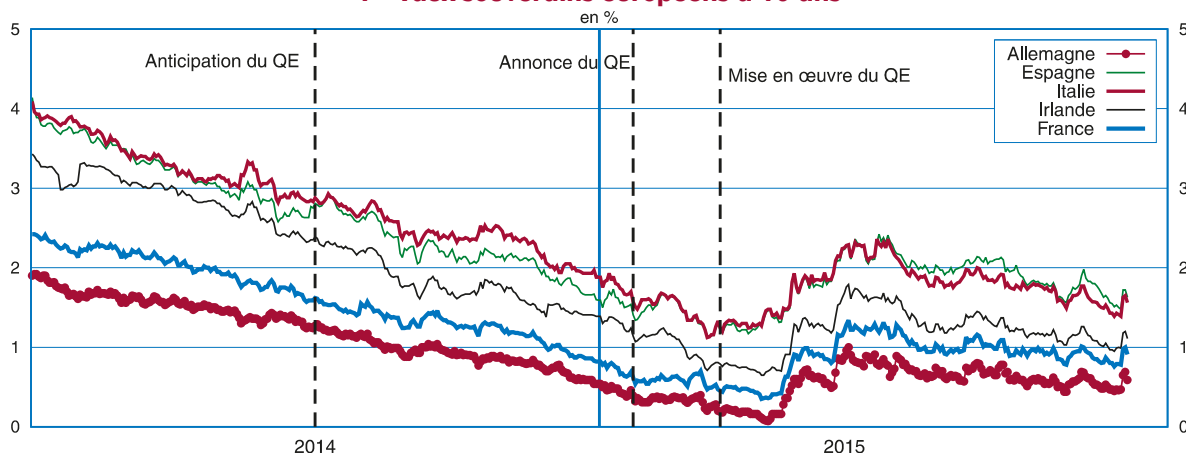
Dans la zone euro, un objectif supplémentaire de réduction de la fragmentation financière

Pour les pays du cœur de la zone euro, tels que l'Allemagne ou la France, la tendance baissière des taux souverains a vraisemblablement été renforcée par l'assouplissement quantitatif (*graphique 1*). Face à la baisse des rendements des obligations des pays du cœur, les investisseurs se sont à nouveau tournés vers la dette des pays périphériques de la zone euro : les spreads de l'Espagne, de l'Italie, de l'Irlande et du Portugal ont notamment diminué. Ce mécanisme a donc réduit la fragmentation financière de la zone euro.

Le QE a été anticipé dès 2014 par les acteurs de marchés...

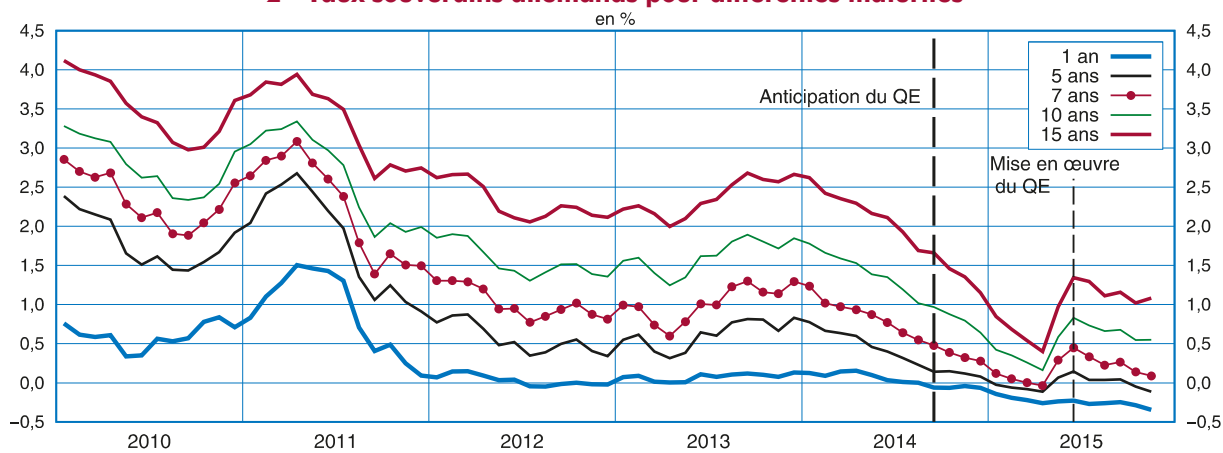
Le programme de rachat de dette publique (*Public sector purchase program* ou PSPP) a débuté en mars 2015. Cependant, les acteurs des marchés ont anticipé l'éventualité d'un tel programme dès l'été 2014 (*encadré 1*). Cette anticipation expliquerait le mouvement de baisse des taux d'intérêt souverains amorcé dès 2014. Sachant que les taux d'intérêt de court terme étaient déjà très faibles, proches des taux directeurs de la BCE, la baisse des taux d'intérêt de long terme engendre un aplatissement de la courbe des taux : l'écart des taux d'intérêt de court terme et de long terme diminue (*graphique 2*).

1 - Taux souverains européens à 10 ans



Source : Banque centrale européenne

2 - Taux souverains allemands pour différentes maturités



Source : Macrobond

L'assouplissement quantitatif de la BCE a fait baisser les taux d'intérêt et contribue à la reprise de la zone euro

... qui semblent même avoir surréagi début 2015

Au total, la baisse constatée correspond au choc initial de 1 100 milliards d'euros

Début 2015 les taux souverains continuent de baisser et atteignent un creux courant avril avant de se redresser. Ils se sont globalement stabilisés depuis mai 2015. En démontrant son engagement à respecter ses objectifs d'inflation et en annonçant un programme précis, d'une durée minimale de 18 mois, la banque centrale renforce la confiance des investisseurs sur le niveau des taux à moyen terme, réduisant ainsi les primes de terme.

L'effet de l'assouplissement quantitatif sur la courbe des taux peut être quantifié par une modélisation qui lie cette courbe aux taux directeurs et au bilan de la banque centrale (encadré 2).

Encadré 2 - Impact du QE sur les taux souverains

La modélisation de l'effet d'un accroissement du bilan de la banque centrale est inspirée d'un article de Bernanke *et al.* (2004). Cet article fait partie d'une large littérature analysant les liens entre la courbe des taux et les instruments de politiques monétaires, ou plus généralement de variables macroéconomiques (en particulier Ang et Piazzesi 2003, Lamé 2013, Wu et Xia 2014, Mesters *et al.* 2014, Monfort *et al.* 2015).

L'objectif est d'évaluer la déformation de la courbe des taux d'intérêt, c'est-à-dire les taux d'intérêt sans risque ventilés par maturité, lorsque la banque centrale agit sur deux de ses principaux outils d'intervention : le taux directeur et la taille de son bilan. Pour construire la courbe de taux, sont considérés comme sans risque les taux souverains allemands annualisés à 6 mois et de 1 à 15 ans ; ils sont complétés par le taux interbancaire journalier européen (Eonia pour *European OverNight Index Average*) et le taux interbancaire européen à 3 mois (Euribor pour *Euro interbank offered rate*) pour les maturités les plus courtes.

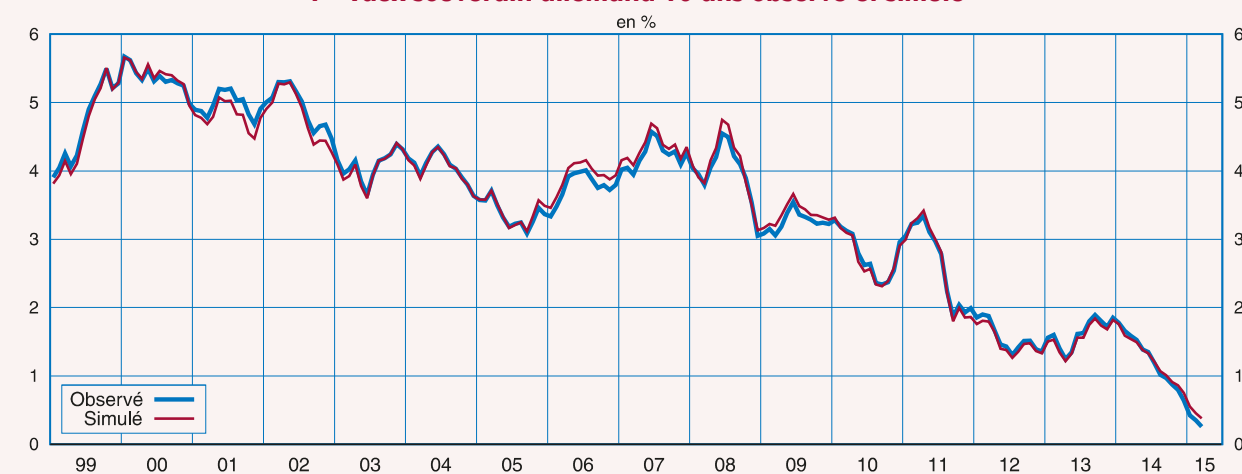
La littérature financière identifie usuellement trois facteurs résumant la courbe des taux : le niveau, la pente et la courbure. Le niveau traduit les mouvements de translation à la hausse ou à la baisse commune à tous les taux, qu'ils correspondent à des maturités courtes ou longues. Le facteur de pente affecte négativement les taux de court terme et positivement les taux de long terme. Un fort facteur de courbure correspond à une courbe des taux très pentue

entre les taux courts et moyens et peu pentue entre les taux moyens et longs. Si les trois facteurs sont utiles pour expliquer les variations de très court terme de la courbe des taux, les deux premiers sont suffisants pour des études sur données trimestrielles. Le facteur de courbure est donc négligé dans cette étude.

Les facteurs de niveau et de pente sont des facteurs latents, c'est-à-dire qui ne peuvent pas être directement observés et donc doivent être estimés à partir des données. Par souci de simplicité, le taux Eonia est supposé fournir une approximation suffisante du facteur de niveau : les variations de ce taux de très court terme sont censées se répercuter à l'ensemble des taux. En toute rigueur, l'Eonia n'est pas un pur facteur de niveau car il ne joue pas avec la même sensibilité sur tous les taux indépendamment de la maturité. Ainsi, même s'il n'y a qu'un seul facteur dans la modélisation, les différents taux sont affectés un peu différemment.

Le facteur de pente est la première composante d'une analyse en composantes principales (ACP) sur les innovations des différents taux par rapport à l'Eonia. Ce second facteur est donc, par construction, orthogonal au facteur de niveau utilisé. Ces deux facteurs reconstruits suffisent largement à reproduire les variations des taux d'intérêt (graphique 1).

1 - Taux souverain allemand 10 ans observé et simulé



Lecture : le taux simulé résulte de la modélisation avec le taux Eonia et le facteur de pente extrait par analyse en composante principale

Sources : Macrobond, calculs Insee

L'assouplissement quantitatif de la BCE a fait baisser les taux d'intérêt et contribue à la reprise de la zone euro

Pour modéliser le lien entre ces deux facteurs et les différents taux, un modèle Vectoriel Autorégressif (VAR) mensuel entre janvier 1999 et mars 2015 est estimé, appliqué au vecteur dont les composantes sont le taux Eonia, le facteur de pente, le taux directeur de la BCE et son bilan. L'équation du VAR s'écrit :

$$Y_t = \mu + A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + \Sigma \varepsilon_t$$

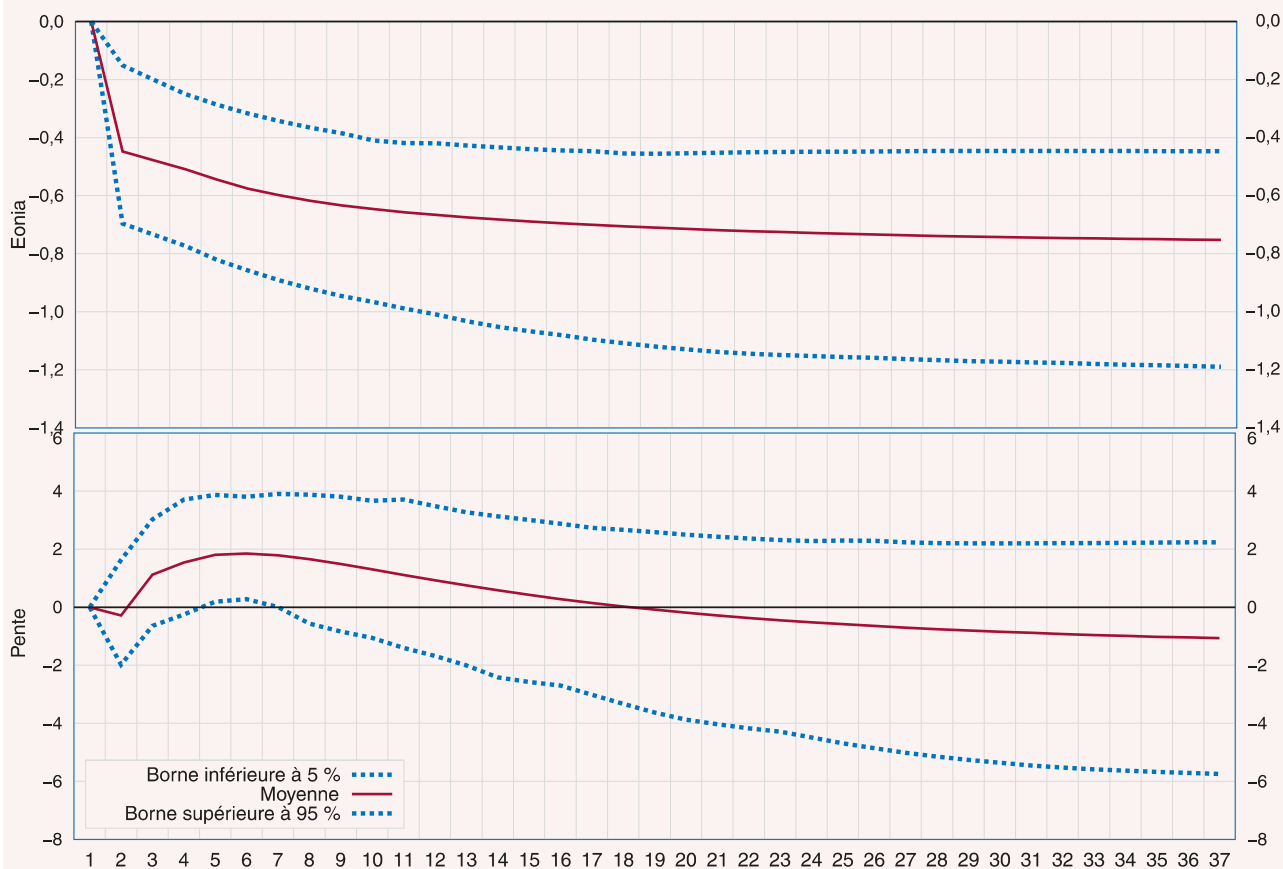
où Y_t contient les variables précédemment citées. Les matrices A_1 et A_2 transcrivent la dynamique d'influences croisées des composantes de Y_t , tandis que ε_t représentent les chocs affectant ces composantes. L'estimation est contrainte de manière à ce que les instruments de politique de la BCE apparaissent comme exogènes : les deux dernières lignes des matrices A_1 et A_2 sont contraintes à 0. Cela permet de transcrire les décisions de la BCE directement comme des chocs, au niveau des deux derniers composants du vecteur d'innovation ε_t .

Pour évaluer l'effet du QE, la réaction des deux facteurs synthétisant la courbe des taux à un choc unitaire persistant sur le bilan de la BCE est estimée sous la forme de fonction d'impulsion réponse cumulée. Il apparaît que lorsque le niveau du bilan baisse durablement, il n'y a pas d'effet statistiquement significatif

sur la pente (*graphique 2*). Ce résultat tend à démontrer que le programme d'expansion du bilan de la BCE ne joue théoriquement que sur le niveau de la courbe de taux. N'intégrant pas la contrainte des taux planchers, la modélisation par un VAR ne capte pas d'effet significatif sur la pente des taux. Toutefois, comme les taux courts étaient très bas, ils n'ont pas pu baisser autant que les taux long en pratique. Une réduction de la pente des taux a donc été observée.

Nous considérons un plan d'expansion du bilan de la BCE de 60 milliards d'euros par mois sur 18 mois à partir de mars 2015, c'est-à-dire le profil du PSPP avant son extension. La fonction d'impulsion réponse permet de déterminer la dynamique de l'Eonia à ce programme (toutes choses égales par ailleurs). L'évolution de l'Eonia par rapport à son niveau de mars 2015 présente un profil coudé avec l'enchaînement de deux phases linéaires : sur les 19 premiers mois, l'Eonia perd un peu moins de 70 points de base puis cède une dizaine de points de base sur les 17 mois suivants (*graphique 3*). Ce profil coudé s'explique par le fait que durant les 18 premiers mois le bilan de la BCE s'accroît puis qu'il se stabilise. La seconde phase traduit donc une phase de diffusion tardive du QE.

2 - Fonction d'impulsion réponse cumulée des facteurs de la courbe des taux à un choc sur le bilan de la BCE



Lecture : un accroissement permanent du bilan de la BCE de 1 000 milliards d'euros entraîne une réduction statistiquement significative du niveau de la courbe des taux, de 75 points de base à l'horizon de 36 mois (graphique supérieur). Ce choc n'apparaît pas avoir d'effet statistiquement

Source : calculs Insee

L'assouplissement quantitatif de la BCE a fait baisser les taux d'intérêt et contribue à la reprise de la zone euro

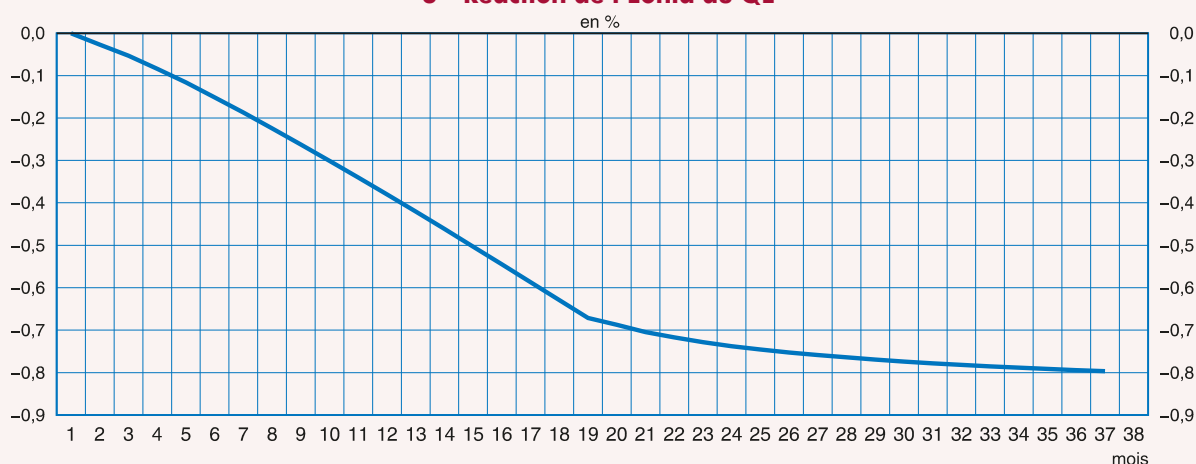
La dernière étape est de reconstituer l'évolution de la courbe des taux à partir de l'évolution de l'Eonia. L'Eonia jouant le rôle de facteur de niveau, l'ensemble des taux adopte le profil coudé obtenu précédemment. Néanmoins comme tous n'ont pas exactement la même sensibilité à l'Eonia, leurs évolutions ne sont pas strictement parallèles. L'impact est une réduction des taux souverains allemands d'environ 60 points de base après 18 mois et de 80 points de base à long terme.

Altavilla *et al.* obtiennent un effet du QE d'environ 20 points de base pour les taux allemands, entre 30 et 40 points de base pour les taux français et entre 60 et 80 points de base pour les taux italiens et espagnols, ce qui donne des ordres de grandeurs comparables mais un peu inférieurs à ceux trouvés dans ce dossier. Néanmoins, les auteurs considèrent une définition plus restrictive du QE en se focalisant sur les achats de titre exclusifs et non sur toute augmentation de la taille du bilan. De plus, la méthodologie focalisée sur l'exploitation des variations quotidiennes des taux lors des annonces sous-estime probablement l'effet total.

La modélisation par un VAR fournit l'évolution mécanique de la courbe des taux aux changements de politiques monétaires, mais néglige les anticipations des agents. Or le QE a été anticipé par les agents dès mi-2014 (*encadré 1*). Le schéma d'évolution des taux fourni par le VAR semble donc correct, mais il est nécessaire de caler le début de l'évolution avec le moment où le QE a été anticipé. La variation des taux générée par le QE sera donc stylisée comme une décroissance des taux souverains à 10 ans de 80 points de base entre juillet 2014 et janvier 2015, suivie d'une phase de stabilité. Ce choix permet une meilleure adéquation entre les taux observés et l'ensemble des taux simulés.

Il est important de noter que seule la taille du bilan de la BCE est prise en compte et non la composition des achats effectués. Comme le QE concerne principalement l'achat de titres souverains, l'effet réel sur les taux souverains pourrait être supérieur à l'effet estimé. Cependant, l'évolution constatée des rendements des obligations indexées entre juillet 2014 et janvier 2015 semble correspondre à cette évaluation. ■

3 - Réaction de l'Eonia au QE



Source : calculs Insee

Cette évaluation, estimée sur une période antérieure aux premiers effets du QE (1999 à mi-2014), ne tient pas compte des types d'actifs qu'achète la BCE. Néanmoins, sous l'hypothèse qu'il existe un marché suffisamment profond de produits substituables, le fait que la BCE achète des titres souverains plutôt que d'autres titres de même risque est neutre. Cette hypothèse se justifie par le fait que la BCE s'est imposé des règles afin de ne pas déstabiliser ces marchés. Cette modélisation suggère que la hausse initialement envisagée de 1 100 milliards d'euros du bilan se traduit par une baisse d'environ 80 points de base des taux souverains de long terme. Cette évaluation semble correspondre à l'évolution constatée en moyenne depuis mi-2014, compte tenu de la baisse de l'inflation anticipée à la même période et de la baisse du taux directeur de la BCE (0,1 point en septembre 2014) : le rendement du Bund à 10 ans s'est stabilisé depuis mai 2015 autour de 0,6 % contre 1,4 % mi-2014. Dans le même temps, l'inflation anticipée par les marchés a baissé d'environ 0,1 point, si on l'évalue au sens du point mort d'inflation sur les obligations allemandes et françaises de long terme, soit la différence entre le taux de rendement nominal d'une obligation classique et le taux de rendement réel d'une obligation indexée sur l'inflation.

L'assouplissement quantitatif de la BCE a fait baisser les taux d'intérêt et contribue à la reprise de la zone euro

Une transmission rapide aux taux d'emprunt des agents privés

La baisse des taux souverains depuis l'été 2014 s'est bien transmise aux conditions de financement des agents privés en France (*graphique 3*). Les taux d'intérêt privés ont suivi une évolution similaire aux taux souverains, quoique légèrement retardée (*encadré 3*). De plus, les taux des obligations privées ont également baissé avec les taux souverains.

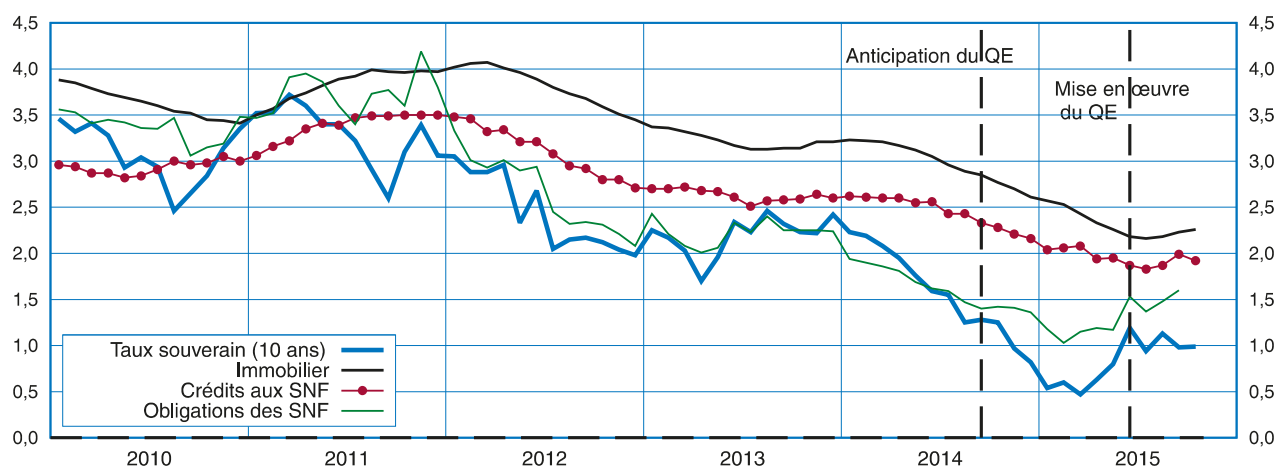
Le taux d'intérêt demandé aux entreprises ou aux ménages peut se décomposer comme une prime de risque de défaut et une prime de terme. La prime de risque de défaut traduit la compensation de l'aléa à ne pas recouvrer les sommes prêtées. Elle évolue en fonction des conditions économiques. La prime de terme est la compensation demandée pour le fait de prêter à longue échéance. Par hypothèse, cette prime de terme est commune aux différents marchés : la réduction de la prime de terme sur les taux souverains imputable au QE se propage avec la même ampleur aux taux d'intérêt privés. Le mécanisme est le suivant : les investisseurs souhaitant maintenir un certain niveau de rendement sur les actifs se détournent des obligations souveraines dont le taux baisse et favorisent des obligations privées (voir par exemple Bontemps-Chanel *et al.*, 2015). Cette hausse de la demande pour les obligations privées se traduit par une réduction des intérêts demandés. Pour le crédit bancaire, les taux d'intérêt baissent par effet de concurrence avec les obligations, d'autant plus que les coûts de financement des établissements financiers diminuent. Ainsi, si la prime de risque associée aux ménages ou aux entreprises n'évolue pas, les banques peuvent donc prêter aux entreprises et aux ménages avec un taux d'intérêt moindre (*tableau 1*).

Tableau 1 - Baisse des taux d'intérêt en France

	Taux d'intérêt			Baisse finale attribuable au QE initial
	juillet 2014	mars 2015	septembre 2015	
Taux souverain 10 ans	1,55	0,47	0,98	-0,8
Taux souverain 5 ans	0,53	0,05	0,22	-0,4
Taux souverain 1 an	0,03	-0,17	-0,21	-0,2
Taux des crédits immobiliers	2,96	2,43	2,23	-0,8
Taux des crédits à la consommation	5,32	4,92	4,44	-0,8
Taux des crédits aux SNF	2,43	2,08	1,99	-0,4

Note : la baisse attribuable au QE est estimée en encadré 3.
Sources : Banque de France, Insee

3 - Taux privés et public en France



Sources : Banque centrale européenne, Banque de France, Macrobond

L'assouplissement quantitatif de la BCE a fait baisser les taux d'intérêt et contribue à la reprise de la zone euro

L'assouplissement quantitatif a réduit le coût du capital pour l'ensemble des économies de la zone euro, notamment les pays du Sud

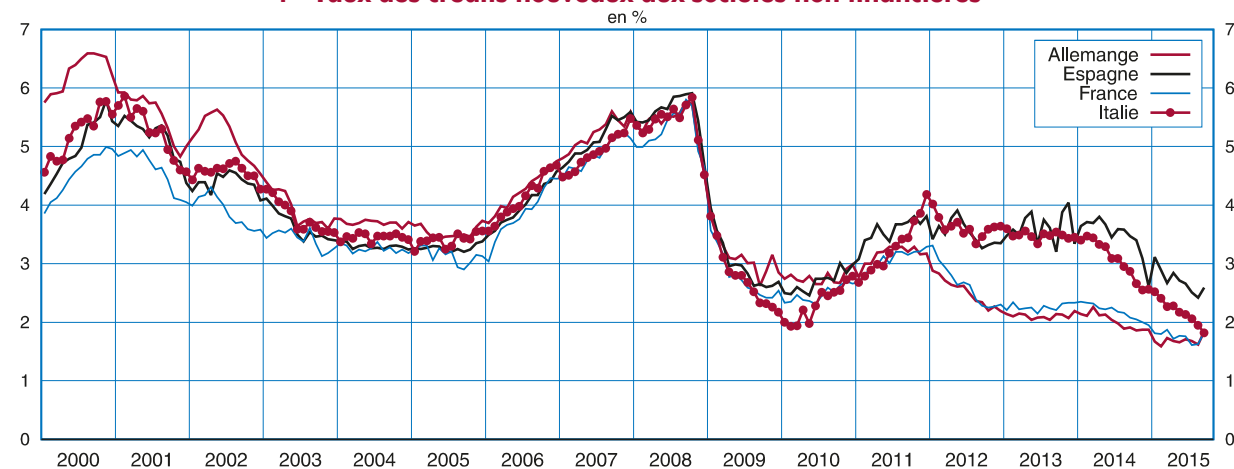
La baisse des taux stimule l'investissement privé

La baisse des taux privés se traduit par une baisse du coût du capital : des opportunités d'investissement productif deviennent rentables. Pour l'investissement immobilier, la capacité d'achat est mécaniquement accrue et peut se traduire par un surplus d'acquisitions de logements. Au total, la demande de crédit des agents privés s'améliore. Ces effets sur la demande privée sont renforcés dans les pays du sud de l'Europe, où les taux privés ont baissé plus fortement qu'en France et en Allemagne, autre signe d'une réduction de la fragmentation financière dans la zone euro (*graphique 4*). Cette hausse de la demande de crédit semble avoir été pourvue par les banques puisque les encours de crédit en zone euro progressent (*graphique 5*). En France, les flux cumulés sur 12 mois de nouveaux crédits aux entreprises de maturité inférieure à un an ont progressé de 15 %, entre juillet 2014 et septembre 2015, tandis que ceux de maturité supérieure à un an sont en hausse de 31 %. Enfin, la dernière enquête sur le crédit en zone euro (*Bank Lending Survey*) suggère un desserrement du crédit dans les prochains mois.

L'effet pourrait être amplifié si les banques réduisent l'excès de liquidité

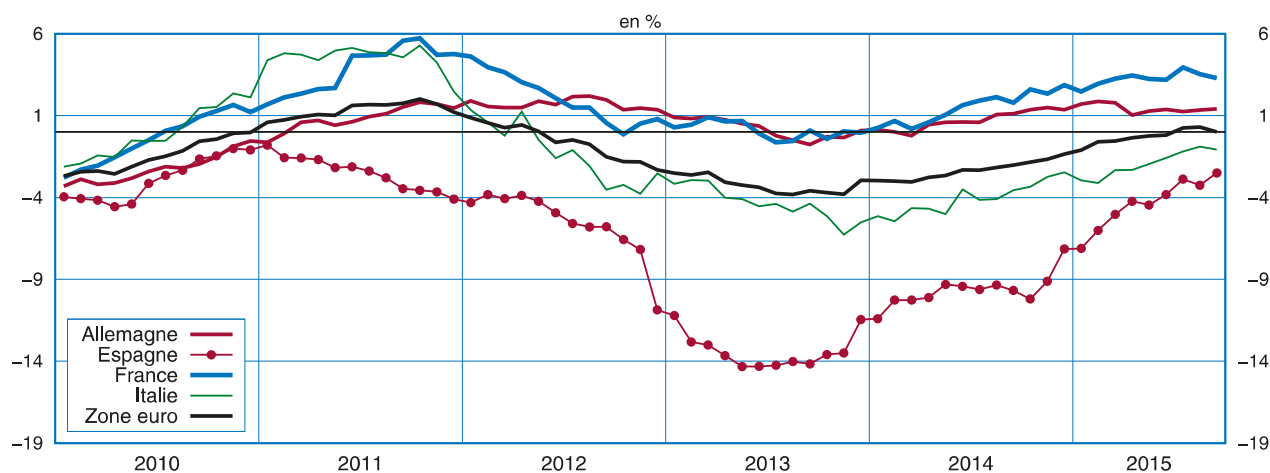
Pour l'heure, les banques disposent d'importants stocks de liquidités, apportées par le QE. Avec un taux appliqué aux dépôts des banques auprès de la BCE négatif (-0,20 %, passé à -0,30 % le 3 décembre 2015), les banques commerciales sont incitées à prêter leurs liquidités obtenues par le QE et à assouplir les conditions d'octroi de crédit. Dans les faits, il semble que les

4 - Taux des crédits nouveaux aux sociétés non financières



Source : Banque centrale européenne

5 - Croissance annuelle de l'encours de crédit aux sociétés non financières dans la zone euro



Source : Banque centrale européenne

L'assouplissement quantitatif de la BCE a fait baisser les taux d'intérêt et contribue à la reprise de la zone euro

Encadré 3 - Transmission des taux souverains aux taux privés

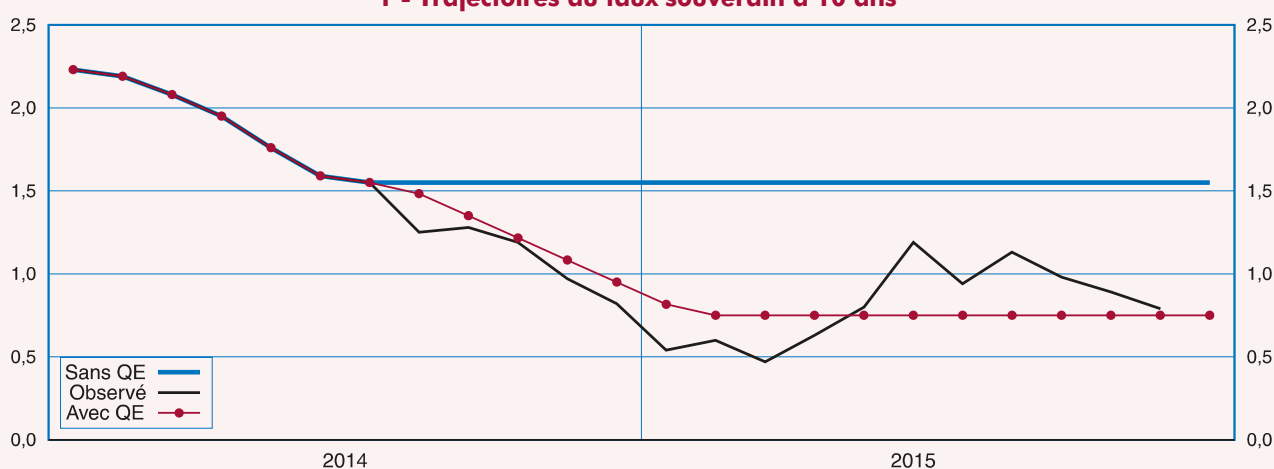
La transmission de la déformation de la courbe des taux sans risque aux taux privés est analysée via trois catégories de crédit au secteur privé : les nouveaux crédits aux sociétés non financières (SNF), les nouveaux crédits à la consommation et les nouveaux crédits immobiliers aux ménages.

Le taux d'intérêt demandé au secteur privé se décompose en trois composantes : un taux sans risque, une prime de terme et une prime de risque de défaut. Le taux sans risque est généralement approché par le taux souverain. À partir de ce taux sans risque, le créancier appliquera un taux d'autant plus élevé que la durée du prêt est élevée ; c'est la prime de terme. Il faut ensuite ajouter une prime de risque de défaut, qui traduit la compensation de l'aléa à ne pas recouvrer les sommes prêtées.

L'effet du QE est stylisé comme une décroissance linéaire de 80 points de base entre juillet 2014 et janvier 2015 sur les taux souverains à 10 ans, et 40 points de base sur les taux souverains à 5 ans.

Cet effet est appliqué à une courbe des taux figés à partir de juillet 2014. L'estimation proposée ne prend donc pas en compte le sur-ajustement observé début 2015. L'effet pur du QE est obtenu en comparant les trajectoires « Avec QE » et « Sans QE » du graphique « trajectoires » ([graphique 1](#)).

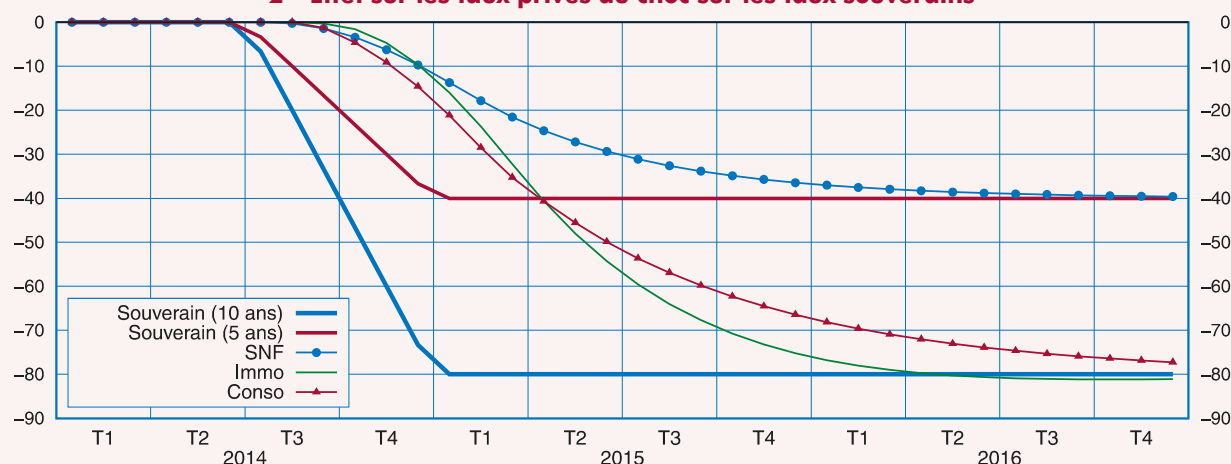
1 - Trajectoires du taux souverain à 10 ans



Sources : Banque de France, Insee

La sensibilité de long terme des différents taux à la variation des taux souverains est toujours proche de 1 : les taux privés varient comme les taux souverains de même maturité. En schématisant l'effet du QE comme une baisse de 80 points de base sur le taux à 10 ans (40 sur le taux à 5 ans) entre juillet 2014 et janvier 2015, on obtient les effets équivalents quoique lissés et retardés sur les taux privés ([graphique 2](#)) à partir des modèles suivants.

2 - Effet sur les taux privés du choc sur les taux souverains



Sources : Banque de France, Insee

L'assouplissement quantitatif de la BCE a fait baisser les taux d'intérêt et contribue à la reprise de la zone euro

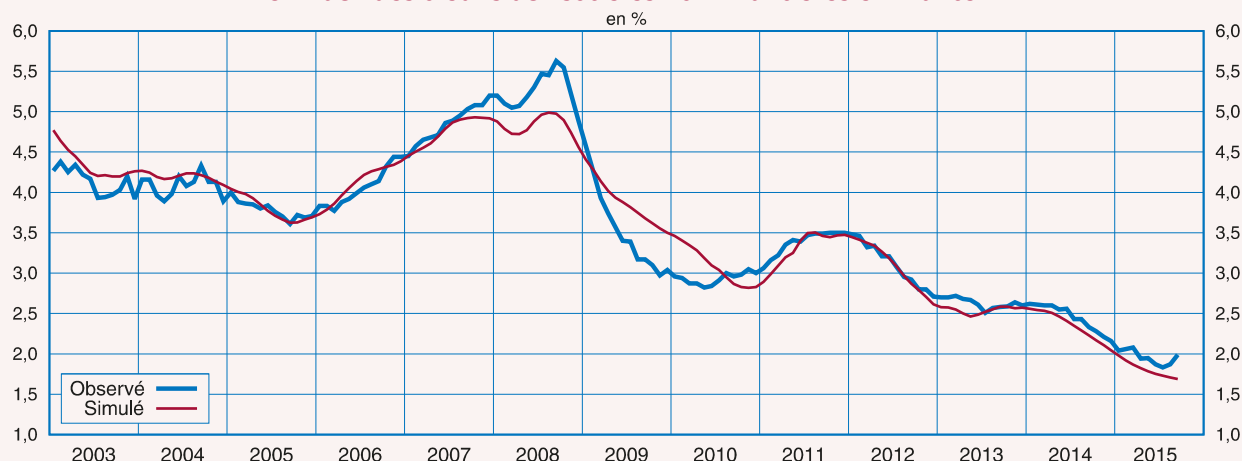
La dynamique des taux des crédits nouveaux (aux sociétés non-financières), noté tx_snf_t , dépend du taux souverain français de maturité 5 ans, noté $fr5ans_t$, et d'une variable indicatrice valant l'unité à partir de juin 2011 qui capte une rupture dans les marges bancaires :

$$\Delta tx_snf_t = 0,13 - 0,17(tx_snf_{t-1} - fr5ans_{t-1}) + 0,09 \Delta fr5ans_{t-1} + 0,11 \times 1_{t \geq \text{juin}2011}$$

(6,4) (-7,8) (2,3) (3,8)

$R^2=0,37$ $DW=1,8$

3 - Taux des crédits aux sociétés non financières en France



Sources : Banque de France, Insee

La dynamique des taux des crédits nouveaux immobiliers, notés tx_immo_t , dépend du taux souverain français de maturité 10 ans, noté $fr10ans_t$, de ses valeurs passées et d'une variable indicatrice valant l'unité à partir de juin 2011 qui capte une rupture dans les marges bancaires :

$$\Delta tx_immo_t = 0,01 - 0,05(tx_immo_{t-1} - fr10ans_{t-1}) + 0,20 \Delta tx_immo_{t-1} + 0,39 \Delta tx_immo_{t-2}$$

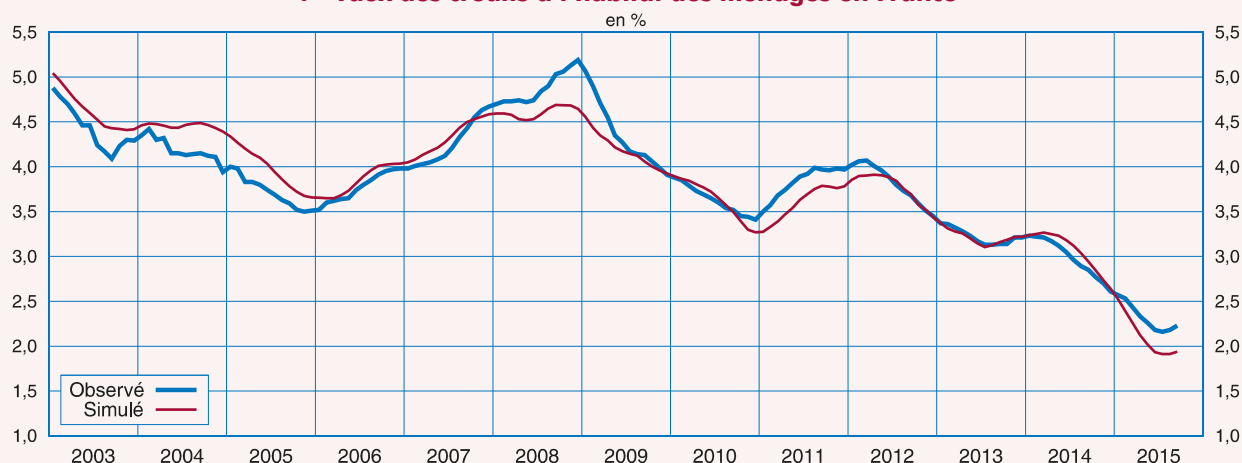
(2,0) (-3,2) (2,6) (5,1)

$$+ 0,05 \Delta fr10ans_{t-2} + 0,09 \Delta fr10ans_{t-3} + 0,03 \times 1_{t \geq \text{juin}2011}$$

(2,1) (3,8) (2,1)

$R^2=0,58$ $DW=2,3$

4 - Taux des crédits à l'habitat des ménages en France



Sources : Banque de France, Insee

L'assouplissement quantitatif de la BCE a fait baisser les taux d'intérêt et contribue à la reprise de la zone euro

La dynamique des taux des crédits nouveaux à la consommation, notés tx_conso_t , dépend du taux souverain français de maturité 10 ans, noté $fr10ans_t$, de ses valeurs passées et d'une variable indicatrice valant l'unité à partir de juin 2011 qui capte une rupture dans les marges bancaires :

$$\Delta tx_conso_t = 0,53 - 0,20(tx_conso_{t-1} - fr10ans_t) - 0,27 \Delta tx_conso_{t-1} - 0,21 \Delta tx_conso_{t-2} + 0,19 \times 1_{t \geq \text{juin} 2011}$$

(4,3) (-4,5) (-3,2) (-2,5) (2,8)

$$R^2=0,26 \quad DW=2,1$$

5 - Taux des crédits à la consommation des ménages en France



Sources : Banque de France, Insee

banques ont préféré placer les liquidités obtenues *in fine* via le QE auprès de la BCE¹ jusqu'à l'été. En effet, l'excès de liquidité, mesuré par le montant des dépôts auprès de la BCE au-delà des réserves obligatoires, a augmenté au même rythme que les achats effectués par la BCE. Ainsi, depuis mars 2015, les banques commerciales ont placé environ 60 milliards d'euros par mois auprès de la BCE (graphique 6). Néanmoins, l'excès de liquidité, qui peut être vu comme une forme de réserve de crédit à allouer par les banques à l'économie réelle, augmente moins depuis l'été.

Le canal du crédit, dont l'impact est faible jusqu'à présent, pourrait à son tour permettre au QE d'influer sur l'économie réelle, notamment dans les économies périphériques, alors que les conditions de crédit ne paraissent pas un frein majeur dans les économies du cœur de la zone euro (Alhenc-Gelas et al., 2014).

Dans une moindre mesure que pour l'investissement, la baisse des taux courts soutient aussi la consommation des ménages en raison de crédits à la consommation moins coûteux. La demande intérieure privée, en terme de consommation comme d'investissement, augmente donc pour chaque pays qui bénéficie d'une baisse des taux.

Cette hausse de la demande intérieure génère des revenus additionnels qui sont ensuite reversés aux agents économiques. Pour les ménages, le surplus d'activité génère de l'emploi et des salaires qui accroissent leur revenu disponible et, en corollaire, leurs dépenses de consommation. Pour les entreprises, ce surplus augmente leurs ventes et, par un effet accélérateur, leurs dépenses d'investissement. Enfin, pour les administrations publiques, il améliore la situation budgétaire du fait de recettes budgétaires additionnelles et de moindres dépenses, notamment d'indemnités chômage.

¹ L'Eurosystème a acheté des titres sur le marché secondaire, auprès des banques et des assureurs, qui sont usuellement des acheteurs nets, ainsi qu'au reste du monde. Cette augmentation de la masse monétaire se retrouve dans la trésorerie des banques soit directement (si elles vendent des titres), soit via un accroissement de leur passif. Sans augmentation du volume de crédit, les réserves obligatoires restent stables, et donc les liquidités injectées dans le cadre du QE sont considérées comme excédentaires par la Banque centrale.

*La baisse des taux stimule
demande et revenu de chaque
pays de la zone euro*

L'assouplissement quantitatif de la BCE a fait baisser les taux d'intérêt et contribue à la reprise de la zone euro

Cet effet est amplifié par les échanges extérieurs

Enfin, l'activité d'un pays est également affectée par les évolutions de taux longs et courts de ses principaux partenaires commerciaux, via les échanges extérieurs. Une demande plus dynamique au sein des pays de la zone euro agit sur les importations et, du fait de la forte interdépendance des pays qui la composent, sur la demande étrangère adressée à chacun d'eux. Les exportations des pays de la zone euro sont ainsi tirées vers le haut, tout comme la croissance.

Au total, l'effet est important, surtout pour les pays du sud de la zone euro

D'après le modèle NiGEM (*encadré 4*), l'effet d'une baisse des taux courts et longs sur la croissance de l'activité est important pour tous les pays de la zone euro. Quasi nul en 2014, il augmente en 2015 à mesure que la baisse des taux se diffuse : il serait de l'ordre de +0,2 point en moyenne pour la France en 2015 et de +0,2 point pour la zone euro (*tableau 2*). L'effet sur la croissance allemande serait comparable. Ce soutien à l'activité est principalement véhiculé par l'investissement privé qui réagit à la baisse du taux d'intérêt à long terme.

Les taux souverains espagnols et italiens à 10 ans ont diminué de façon plus marquée que les taux allemands et français en conséquence du QE. La baisse des taux contribue ainsi au dynamisme de l'investissement en Espagne. Au total, la baisse des taux aurait accru la croissance espagnole de 0,3 point en 2015, contre 0,2 point pour les autres principales économies de la zone.

En France, la situation financière des agents non financiers s'améliore au détriment des banques et des non-résidents

Un effet théoriquement en faveur des emprunteurs et en défaveur des épargnants

La baisse des taux d'intérêt conduit théoriquement, à marge des banques constante, au transfert des ressources financières des agents ayant une capacité de financement vers les agents ayant un besoin de financement ou, autrement dit des prêteurs vers les emprunteurs. À partir de la baisse des taux attribuable au QE et des flux financiers observés, il est possible d'estimer les gains et les pertes des agents de manière statique, *ex-ante*, c'est-à-dire sans tenir compte du fait que le QE et la baisse des taux ont également pu jouer sur le comportement de dépenses des agents. Ainsi, les administrations publiques et les entreprises non

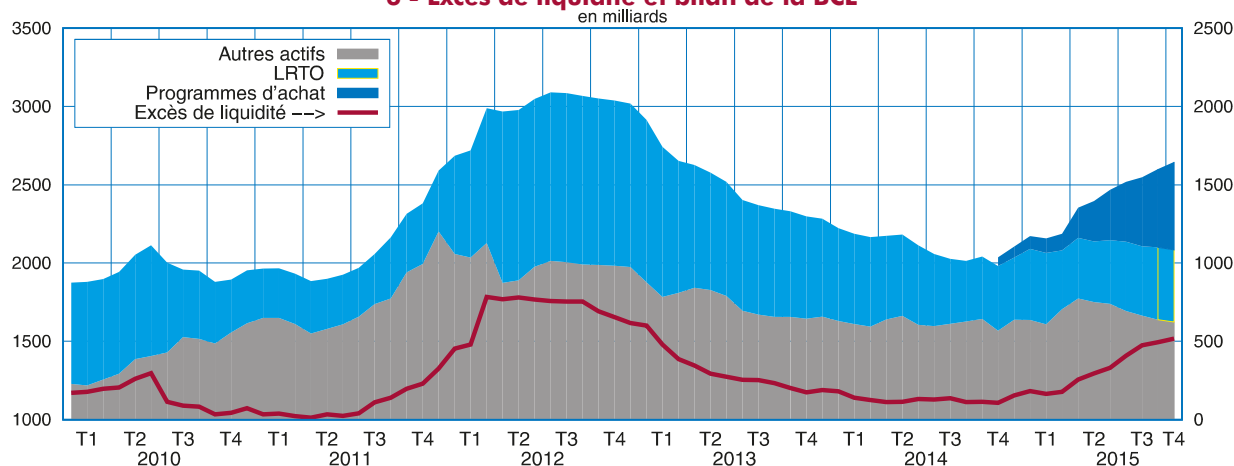
Tableau 2 - Effet de la baisse des taux courts et longs sur le taux de croissance de l'activité

	en points				
2015	France	Allemagne	Espagne	Italie	Zone euro
Produit intérieur brut	0,25	0,25	0,35	0,25	0,25
effet direct domestique	0,15	0,15	0,30	0,20	0,20
effet indirect extérieur	0,10	0,10	0,05	0,05	0,10

Note : arrondi à 0,05 point près. En raison des arrondis, un agrégat peut ne pas apparaître exactement égal au total des composantes.

Sources : NiGEM, calculs des auteurs

6 - Excès de liquidité et bilan de la BCE



Sources : Banque centrale européenne, calculs Insee

L'assouplissement quantitatif de la BCE a fait baisser les taux d'intérêt et contribue à la reprise de la zone euro

Un gain d'environ 2,3 milliards d'euros pour les administrations publiques en 2015, soit 0,1 point de PIB

En 2015, l'épargne des sociétés non financières s'améliorerait de 1,0 milliard d'euros grâce au QE soit 0,1 % de leur valeur ajoutée

financières, qui présentent des besoins de financement, sont bénéficiaires de la baisse des taux depuis mi-2014. Les ménages emprunteurs bénéficient également de la baisse des taux en 2015, du fait d'importantes renégociations de crédits immobiliers. Au total, l'ensemble des agents non financiers résidents emprunteurs nets bénéficie de la baisse des taux en 2015 au détriment des banques, des épargnants et du reste du monde.

La baisse des taux améliore immédiatement la situation financière des administrations publiques. La dette publique s'élève à environ 2 000 milliards d'euros dont 1 750 de titres de dette négociable ayant une maturité moyenne de 7 ans. Compte tenu du renouvellement des bons du Trésor (dette de court terme) et des obligations assimilables du Trésor (dette de long terme), l'amélioration de la situation financière des administrations publiques imputable au QE représenterait environ 0,2 milliard d'euros en 2014, 2,3 milliards d'euros en 2015 et 4,5 milliards d'euros en 2016. En 2015, cet allègement représenterait la très large partie de la baisse d'ensemble des charges d'intérêts des administrations publiques. Néanmoins, d'autres facteurs ont pu jouer : la tendance baissière des taux de ces dernières années entraîne une diminution du taux moyen du fait du renouvellement de la dette alors que l'augmentation des encours accroît les charges d'intérêts.

En 2014, les sociétés non financières qui sont largement emprunteuses² dépensaient environ 50 milliards d'euros d'intérêts, pour une dette consolidée d'environ 1 500 milliards d'euros, selon les comptes nationaux financiers. La baisse des taux imputable à l'assouplissement quantitatif représenterait une économie d'environ 0,1 milliard d'euros en 2014, 1,0 milliard d'euros en 2015 et 1,6 milliard d'euros en 2016. En moyenne annuelle, l'épargne des sociétés non financières atteindrait 19,8 % de la valeur ajoutée en 2015, soit une hausse de 2,4 points par rapport à leur taux d'épargne en 2014 (17,4 %) : l'effet *ex ante* de la baisse des taux d'intérêt (+0,5 point dont +0,1 point lié au QE) se cumule

² L'actif sous forme de titres de créance des sociétés non financières représente moins de 10 % de leurs titres de créances émises.

Encadré 4 - Hypothèses de modélisation d'une baisse des taux d'intérêt

NiGEM est un modèle du National Institute of Economic and Social Research (NIESR). C'est un modèle multinational dans lequel tous les pays cités dans ce dossier figurent individuellement. Toutes les économies modélisées sont reliées entre elles par des flux commerciaux et financiers. NiGEM permet de prendre en compte les mécanismes de transmission par lesquels une baisse temporaire des taux d'intérêt affecte l'économie nationale (effet direct domestique), mais aussi l'effet des chocs des taux sur les principaux partenaires commerciaux (effet indirect extérieur). Dans ce modèle, l'effet sur les taux d'intérêt capte également les autres effets financiers de l'assouplissement quantitatif, comme la hausse du Q de Tobin ou l'assouplissement des conditions de crédit.

Afin d'estimer les effets d'une baisse des taux d'intérêt sur la croissance des quatre principaux pays de la zone euro, un scénario de référence (hors choc) est construit. Dans ce scénario, les variables du modèle sont maintenues à leur niveau ou à leur tendance précédant la baisse des taux. Les données économiques sans ce choc sont ensuite comparées à celles obtenues dans un scénario de variante (à la suite d'un choc de baisse des taux). Cette comparaison permet de quantifier les effets d'une baisse des taux longs et courts sur l'activité de chaque pays.

Plus précisément, dans le scénario de référence, les taux d'intérêt à court et long terme sont observés jusqu'au premier trimestre 2015 et suivent la trajectoire tendancielle jusqu'au dernier trimestre 2015. Dans la variante, les taux courts diminuent progressivement : de 20 points de base au quatrième trimestre 2014 à 40 points à partir du deuxième trimestre 2015. De même, la baisse des taux longs est graduelle. Elle est cependant plus forte pour les pays de la périphérie (i.e. hors France, Allemagne, Pays-Bas, Belgique, Autriche et Finlande) : 10 à 95 points de base (contre 7 à 63 points de base).

La politique économique est supposée inchangée sur la période examinée. Plus précisément, la baisse des taux génère une hausse de l'inflation qui pourrait inciter la Banque centrale européenne à remonter son taux directeur. En parallèle, le surplus d'activité permet aux gouvernements d'améliorer leur situation budgétaire et pourrait en retour se traduire par une hausse des dépenses publiques et/ou une baisse des taux d'imposition. Ces différents effets ne sont pas retenus dans les simulations présentées ici. ■

L'assouplissement quantitatif de la BCE a fait baisser les taux d'intérêt et contribue à la reprise de la zone euro

Les ménages épargnants pâtissent du QE via l'assurance-vie

à celui du CICE et du Pacte de responsabilité (+1,0 point) ainsi que des termes de l'échange (+1,2 point).

L'épargne financière des ménages français s'élève à 4 405 milliards d'euros au deuxième trimestre 2015 ; elle se compose principalement de numéraire et de dépôts (30 %), d'assurance-vie en fonds d'euros (31 %), d'assurance-vie en unité de compte (6 %), d'actions non cotées et autres participations (18 %). La rémunération des numéraires et de dépôts tels que le livret A n'a pas été affectée par le QE de la BCE. En effet, la rémunération des livrets d'épargne réglementés, tels que le Livret A ou le livret de développement durable, a été pilotée par le niveau d'inflation lors de la mise en œuvre du QE. La baisse des taux n'a donc pas joué sur la rémunération de ces livrets. De plus, la grande majorité des comptes courants n'est pas rémunérée en France.

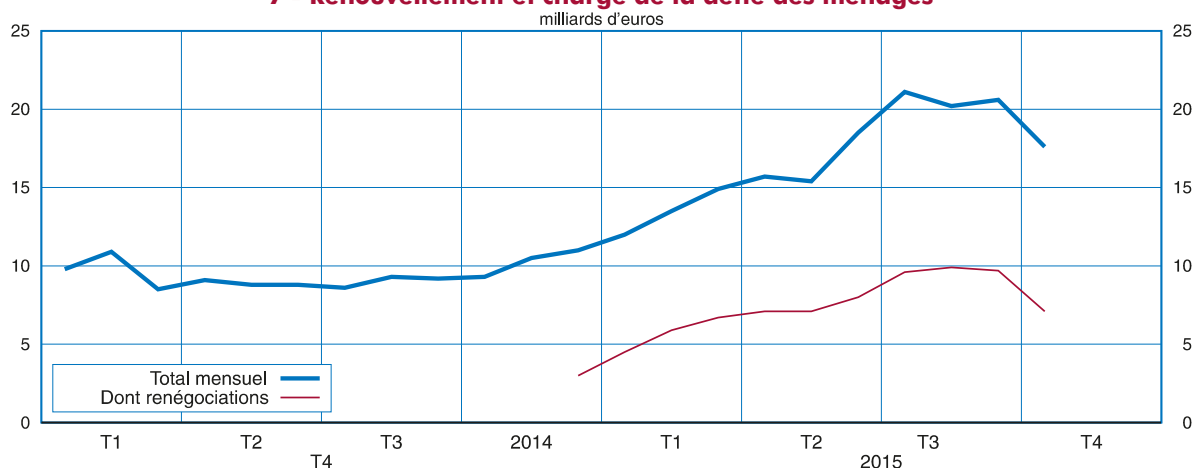
L'effet de la baisse des taux imputable au QE pèse cependant sur la rémunération de l'assurance-vie en fonds en euros. Le taux servi dépend du rendement moyen des actifs achetés au fur et à mesure de la collecte. Puisque le rendement des obligations d'État, qui constituent la plus grande part du portefeuille, a nettement diminué depuis 2007, le rendement des fonds en euros baisse mécaniquement depuis plusieurs années, indépendamment du programme de la BCE. Si cette baisse était directement et totalement répercutée sur le taux servi aux assurés, seuls 3 points de base seraient attribuables à l'action de la BCE en 2014 et 10 points de base en 2015 et 2016. Ainsi, pour les ménages qui ont investi dans les fonds en euros, l'assouplissement quantitatif de la BCE aurait conduit à une moindre rémunération des épargnants à hauteur d'environ 0,3 milliard d'euros en 2014 et coûterait 1,7 milliard d'euros en 2015 puis 3,1 milliards en 2016.

Pour les ménages emprunteurs, la baisse des taux se diffuse dès 2015 via les renégociations de crédits immobiliers

À l'inverse, les ménages emprunteurs bénéficient de l'assouplissement quantitatif. La chute des taux sur les emprunts immobiliers entre mi-2014 et début 2015 s'est traduite par un mouvement exceptionnel par son ampleur de rachats et renégociations de crédits, qui représentent près de la moitié de la distribution de crédit effectuée par les banques au premier semestre 2015 (*graphique 7*). La baisse de taux s'est ainsi diffusée plus rapidement qu'à l'accoutumée au stock de crédit immobilier. Le gain pour les ménages serait de 1,0 milliard d'euros en 2015, et atteindrait 2,9 milliards d'euros en 2016. Cette baisse des taux s'est également transmise aux crédits à la consommation, où le gain serait de 0,4 milliard d'euros en 2015 et 0,8 milliard en 2016.

Au total, les ménages épargnants sont pénalisés via les assurances-vie et les ménages emprunteurs profitent d'emprunts moins onéreux ; les ménages pris dans leur ensemble auraient été légèrement pénalisés en 2014 et 2015 (-0,3 milliard d'euros chaque année). En revanche, le solde serait excédentaire de 0,6 milliard en 2016.

7 - Renouvellement et charge de la dette des ménages



Source : Banque de France

L'assouplissement quantitatif de la BCE a fait baisser les taux d'intérêt et contribue à la reprise de la zone euro

Le reste du monde étant globalement créateur, le solde net des intérêts versés à l'étranger s'améliorerait

Une partie des titres de dettes des agents français, notamment la dette publique, est achetée par des non résidents : la baisse des taux d'intérêt se traduit donc en partie par une amélioration de la situation des résidents au détriment des non résidents. Concernant les titres publics, on peut considérer que les deux tiers de l'amélioration du solde public liée à la baisse des taux d'intérêt se fait au détriment du reste du monde. Cependant, les agents résidents « perdent » également des intérêts sur les titres achetés dans les autres pays de la zone euro, qui sont eux aussi affectés par la baisse de taux d'intérêt. Selon la Banque de France, en 2014, les étrangers détenaient environ 1 700 milliards d'euros de dette négociable émise par des résidents (hors institutions financières), dont environ 1 300 milliards de dette publique. Par ailleurs, les agents non financiers français détenaient 800 milliards d'euros de dette négociable émise par les agents non financiers des autres pays de la zone euro. À l'exclusion des pertes et profits du reste du monde vis-à-vis des sociétés financières françaises, la baisse des taux d'intérêt se traduirait par une perte pour le reste du monde d'environ 0,1 milliard d'euros en 2014, 1,1 milliard en 2015 et 1,7 milliard en 2016.

Les sociétés financières résidentes sont pénalisées, même si la valeur des titres détenus a augmenté

Les taux d'intérêt se décomposent en intérêts « purs » versés aux épargnants et en marge bancaire. À court terme, les institutions financières semblent avoir absorbé la baisse des taux d'intérêt dans leurs marges. Sous l'hypothèse que les positions entre les institutions financières résidentes et non résidentes sont équilibrées (c'est-à-dire que les pertes des institutions financières résidentes sur les créances des institutions financières de la zone euro sont exactement compensées par les gains sur leurs propres créances), l'assouplissement quantitatif se traduirait pour les institutions financières résidentes par une dégradation de leur solde d'intérêts qui atteindrait 1,9 milliard d'euros en 2015. Néanmoins, ce raisonnement est partiel. D'une part, une partie des effets évalués, notamment le gain des ménages, dépend étroitement du montant des rémunérations que les assureurs-vie délivrent en 2015 et qui est estimé dans cet exercice. D'autre part, la valeur des titres détenus a augmenté avec la baisse des taux d'intérêt, ce qui améliore la situation patrimoniale de l'ensemble des détenteurs d'actifs (tableau 3).

Tableau 3 - Gains et pertes dus au QE par secteur institutionnel (milliards d'euros)

	2014	2015	2016
Ménages	-0,3	-0,3	0,6
dont prêts immobiliers	0,0	1,0	2,9
dont prêts à la consommation	0,0	0,4	0,8
dont assurance-vie	-0,3	-1,7	-3,1
SNF	0,1	1,0	1,6
dont crédit de court terme	0,0	0,1	0,1
dont crédit de long terme	0,0	0,0	0,1
dont titres de créance de court terme	0,1	0,4	0,4
dont titres de créance de long terme	0,1	0,6	1,0
APU	0,2	2,3	4,5
dont titres de court terme	0,1	0,4	0,4
dont titres de long terme	0,1	1,6	3,5
dont crédit	0,0	0,3	0,6
Reste du monde hors flux interbancaire	-0,1	-1,1	-1,7
dont créances sur APU	-0,1	-1,5	-3,0
dont créances sur SNF	-0,1	-0,8	-1,2
dont créances des résidents sur la zone euro	0,1	1,3	2,5

Note : sous l'hypothèse que les positions entre les institutions financières résidentes et non-résidentes sont équilibrées (c'est-à-dire que les pertes des institutions financières résidentes sur les créances des institutions financières de la zone euro sont exactement compensées par les gains sur leurs propres créances), le solde représente les gains et les pertes des institutions financières résidentes (banques commerciales, assureurs, Banque de France...)
Source : Insee

L'assouplissement quantitatif de la BCE a fait baisser les taux d'intérêt et contribue à la reprise de la zone euro

Les gains des agents non financiers résidents soutiendraient la demande intérieure

Ainsi, en allégeant les conditions d'emprunt des agents non financiers, la baisse des taux longs, du fait des économies réalisées sur les intérêts versés, soutient directement la demande intérieure. Pour les entreprises, la hausse du taux d'épargne soutient l'investissement et peut faciliter des hausses de salaires. Pour les ménages ensuite, bien que les pertes et les gains se compensent globalement, l'effet sur la consommation n'est pas neutre. Les ménages emprunteurs nets, dont le patrimoine financier est moins élevé, ont en effet un taux d'épargne inférieur aux ménages épargnants (Garbinti et Lamarche, 2014a) et une propension marginale à consommer plus élevée (Garbinti et Lamarche, 2014b). Toutefois, même si l'écart de taux d'épargne entre les épargnants et les emprunteurs atteignait 20 points, l'effet total sur la consommation privée serait d'environ 0,3 milliard d'euros en 2015, soit une hausse de moins de 0,05 point. Pour les administrations publiques enfin, les économies réalisées sur le service de la dette ne sont théoriquement pas anticipées par les projets de loi de finances. Ainsi, les gains peuvent se traduire à court terme par une amélioration du déficit public. À moyen terme en revanche, le QE pourrait bénéficier aux dépenses des administrations publiques ou leur permettre de réduire les prélèvements obligatoires.

L'assouplissement quantitatif pèse sur le taux de change

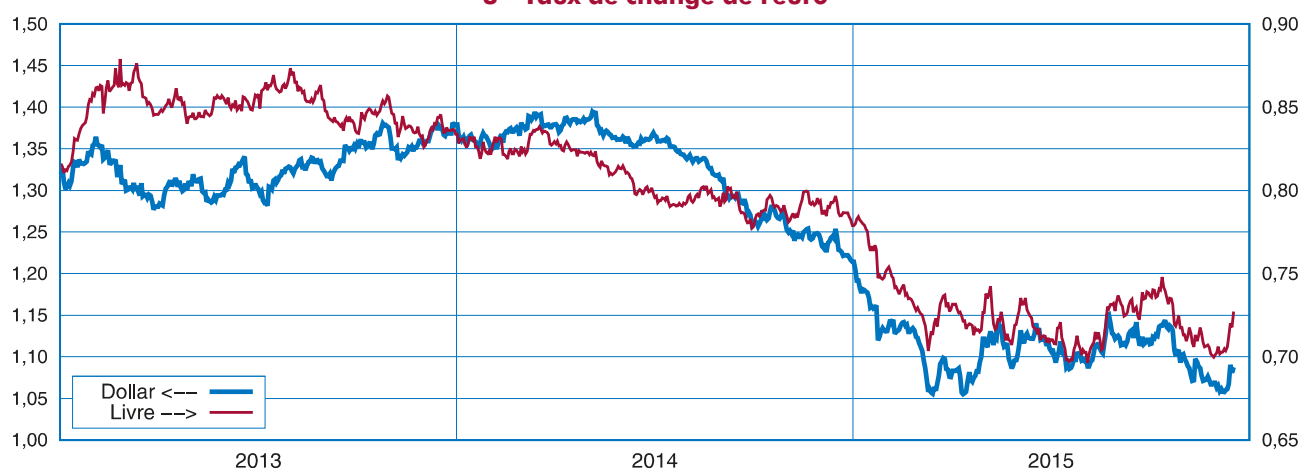
Le QE a également permis de déprécier l'euro

Le second canal d'influence de l'assouplissement quantitatif de la BCE sur l'économie réelle est l'effet sur le taux de change. En injectant de la monnaie banque centrale et en achetant des titres de dettes souveraines européennes, la BCE diminue leur rendement. Pour un investisseur, les obligations souveraines européennes perdent de leur intérêt vis-à-vis de titres souverains équivalents en qualité, notamment les obligations du Trésor américain et les obligations britanniques. En ajustant leur portefeuille, les investisseurs vendent des actifs en euros contre des actifs en devises. Le marché des changes est donc animé par une dépréciation de la monnaie unique. Le marché des changes étant un marché très réactif, la dépréciation de l'euro entre mi-2014 et début 2015 peut être pour grande partie attribuable aux anticipations de mise en œuvre d'un assouplissement par la BCE (graphique 8).

Les produits importés se sont immédiatement renchérissés

Les conséquences d'une dépréciation de l'euro sont potentiellement multiples. Premièrement, la dépréciation de l'euro renchérit les importations et génère de l'inflation importée. Au cas d'espèce, la baisse des prix des matières premières, en particulier la chute du cours du pétrole, a compensé cet effet. Ainsi l'inflation totale, comprenant l'énergie, est stable alors que l'inflation sous-jacente, qui exclut l'énergie, augmente depuis début 2015 (graphique 9).

8 - Taux de change de l'euro



Source : Banque centrale européenne

L'assouplissement quantitatif de la BCE a fait baisser les taux d'intérêt et contribue à la reprise de la zone euro

L'économie française a regagné des parts de marché

Deuxièmement, la dépréciation de l'euro joue favorablement sur l'activité : la zone euro augmente sa compétitivité-prix (Ducoudré et Heyer, 2014). Ainsi, malgré la morosité du commerce mondial, freiné par le ralentissement chinois, les parts de marché de la zone euro à l'exportation augmentent en 2015 (*graphique 10*). Les différents outils utilisés pour prévoir les exportations dans les exercices de *Note de conjoncture* permettent de retenir un effet de la dépréciation de l'euro de l'ordre de +0,2 point de croissance en moyenne annuelle en 2015 (cf. « La dépréciation de l'euro et la chute du cours du pétrole soutiennent l'activité en France début 2015 », *Note de conjoncture*, mars 2015, p. 16-17).

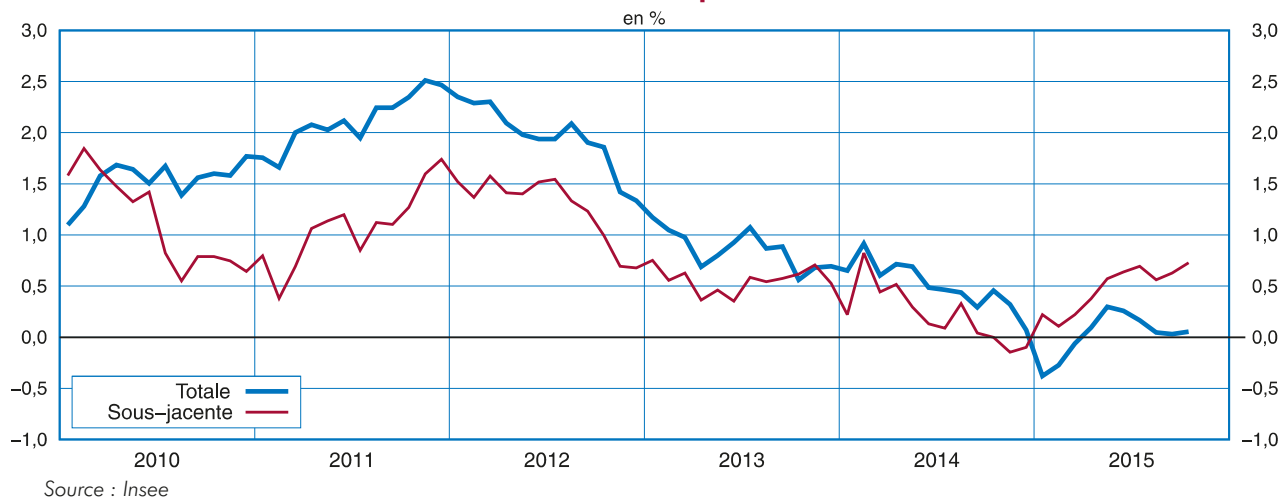
Le canal du prix des actifs joue peu dans les faits

Les cours boursiers ont augmenté en conséquence de l'assouplissement quantitatif

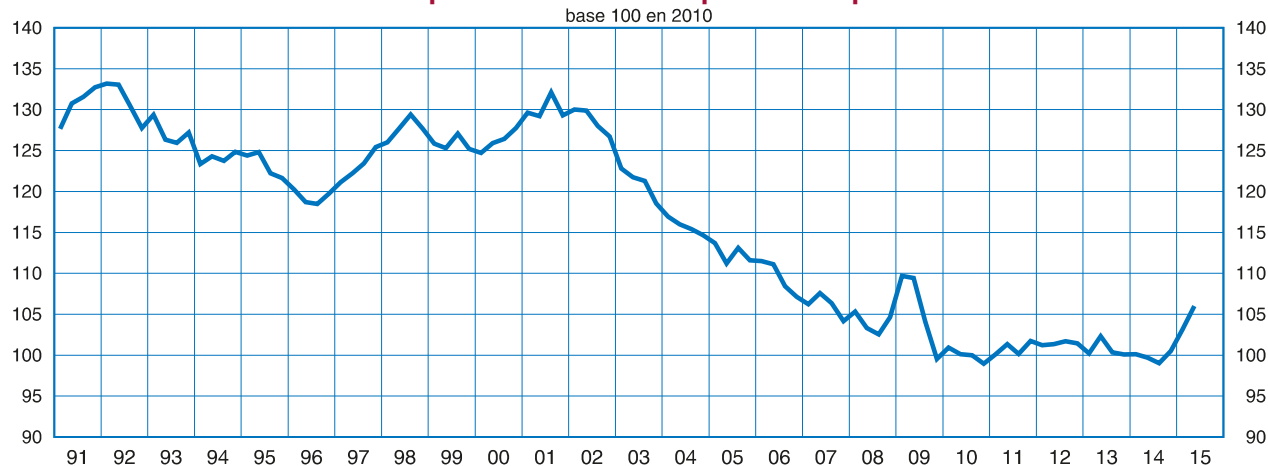
Les canaux de transmission de la politique monétaire non conventionnelle de la BCE que sont le taux d'intérêt, le crédit et le change ont un effet globalement positif sur l'économie réelle. S'y ajoute théoriquement le canal du prix des actifs : en augmentant la valeur du patrimoine des agents privés, la Banque centrale peut espérer stimuler la consommation par un effet de richesse ou l'investissement par effet de collatéral.

Cependant, ces effets de richesse s'avèrent faibles dans les pays de la zone euro, que ce soit sur la consommation des ménages (Aviat *et al.*, 2007) ou sur l'investissement des entreprises (Hauseux *et al.*, 2015).

9 - Inflation totale et sous-jacente en France



10 - Gain de parts de marché à l'exportation depuis mi-2014



Note : l'évolution des parts de marché à l'export de la France est calculée comme le rapport des exportations françaises et du commerce mondial en volume.

Sources : Insee, Centraal Planbureau

L'assouplissement quantitatif de la BCE a fait baisser les taux d'intérêt et contribue à la reprise de la zone euro

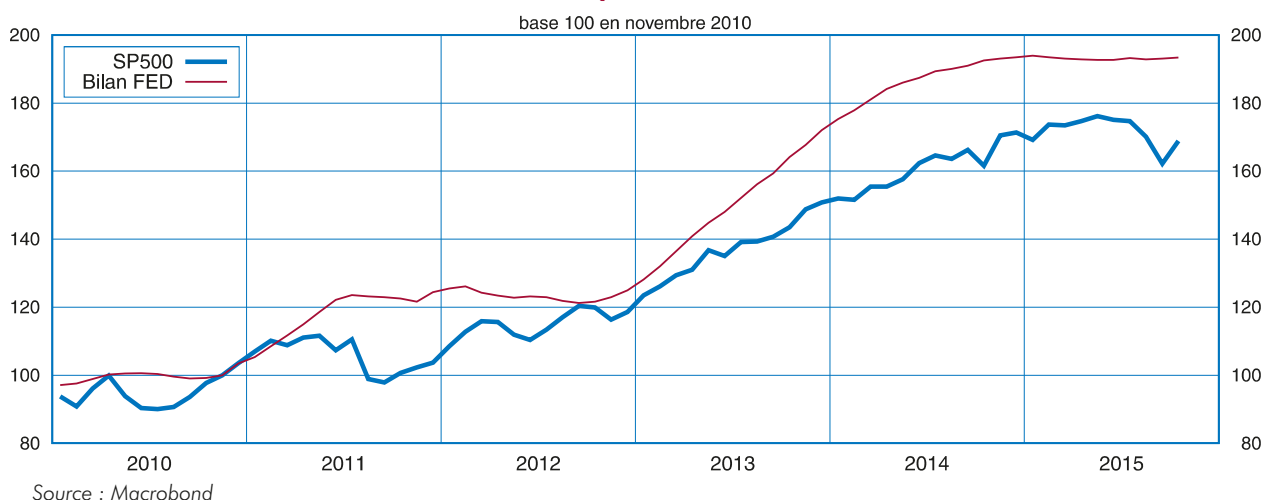
Par réallocation des investissements, le QE peut aussi favoriser les titres plus risqués, comme les actions (*graphique 11*). La hausse de la capitalisation boursière des entreprises accroît leurs capacités de financement et peut donc stimuler l'investissement.

Dans les faits, les indices boursiers allemands et français ont augmenté beaucoup plus vite que les indices américains après l'annonce de la BCE (*graphique 12*), ce qui n'exclut pas que des effets d'anticipations aient pu également jouer au second semestre 2014, toutes choses égales par ailleurs. Ils ont ensuite convergé à nouveau après l'été, ce qui semble écarter à ce stade tout phénomène de bulle.

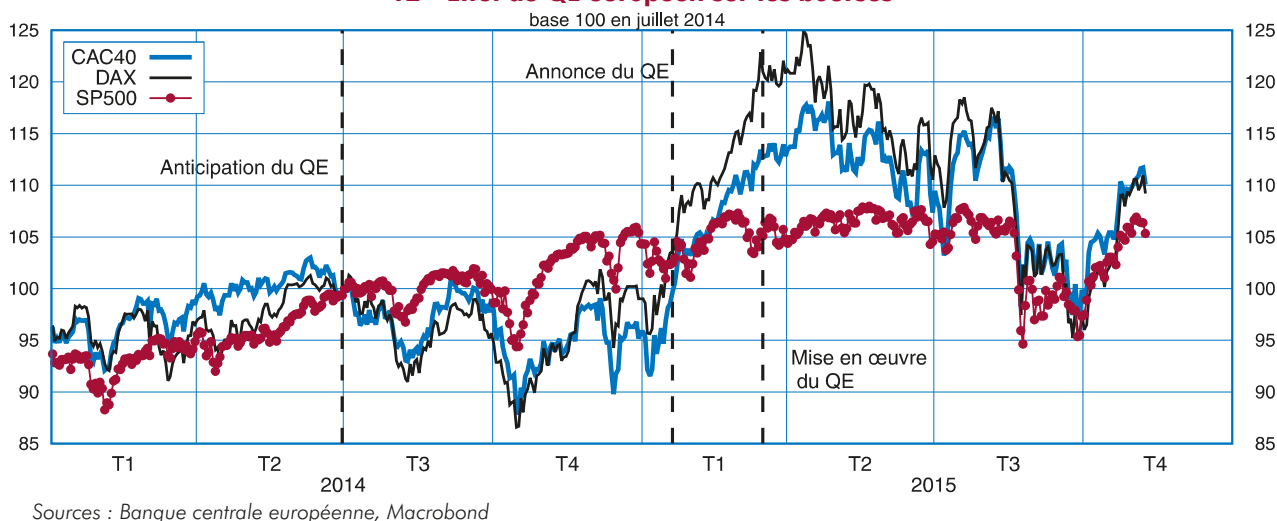
Le marché immobilier ancien redémarre en France

Au-delà des actifs financiers, le marché de l'immobilier est aussi affecté par l'assouplissement quantitatif. La baisse des taux d'intérêt sur le crédit immobilier stimulerait la demande sur le marché de l'ancien : le nombre de transactions sur le marché de l'ancien redémarre en 2015 (*graphique 13*). Cette demande s'appuie sur l'augmentation du crédit immobilier : entre décembre 2014 et septembre 2015, les flux mensuels de crédits immobiliers hors renégociations ont fortement progressé (+36 %). Dans le même temps, les prix de l'immobilier n'ont pas augmenté brutalement ni en 2014 ni en 2015 : si le programme de la BCE a soutenu les prix immobiliers, ce phénomène n'a pas été dominant (*graphique 14*).

11 - Lien entre le QE américain et la bourse



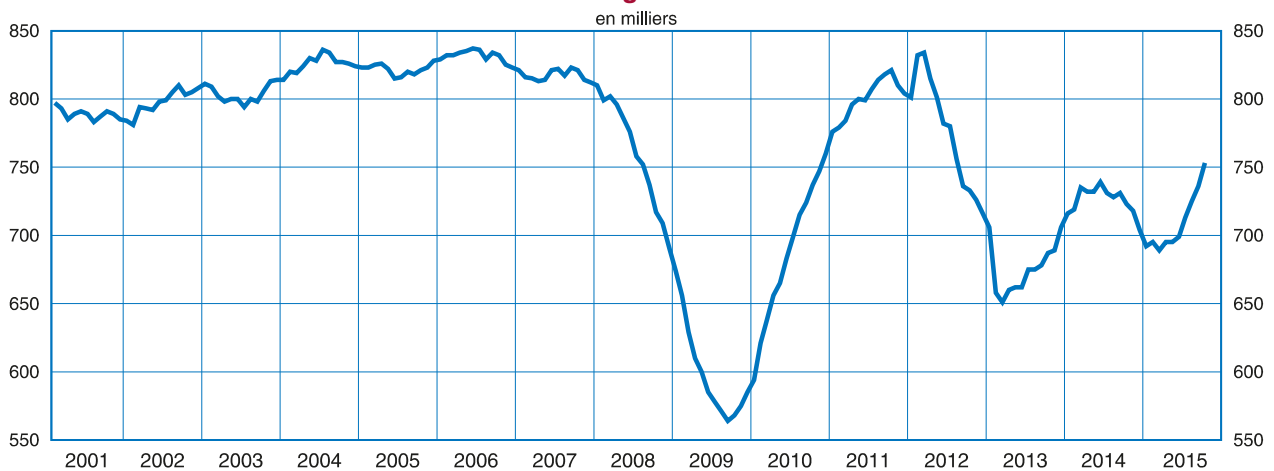
12 - Effet du QE européen sur les bourses



L'assouplissement quantitatif de la BCE a fait baisser les taux d'intérêt et contribue à la reprise de la zone euro

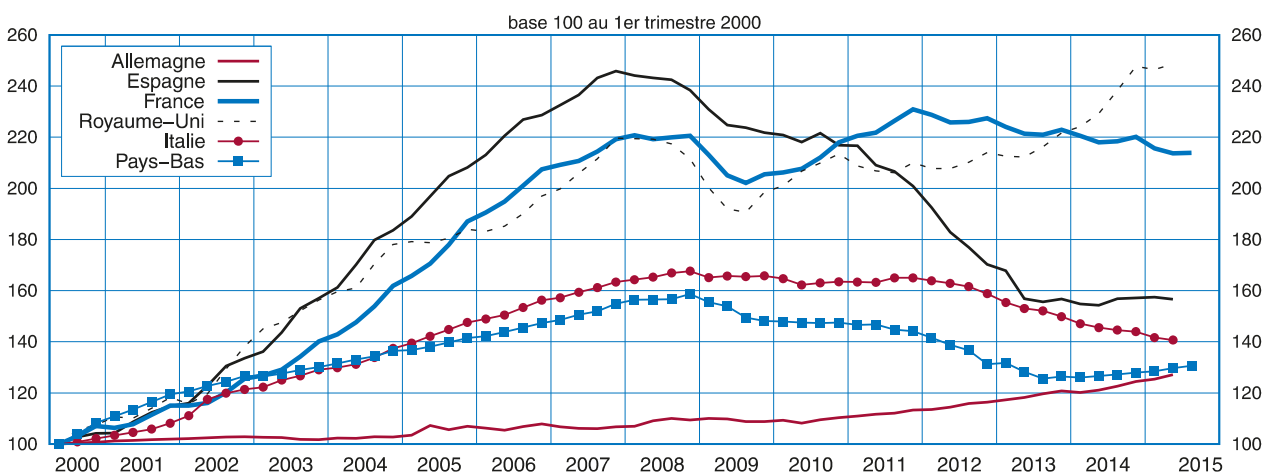
Le marché du neuf ne peut en revanche répondre qu'avec lenteur du fait des délais incompressibles propres à la construction et à la mise en chantier. Indépendamment des renégociations qui ont allégé le budget des ménages emprunteurs, la demande est soutenue par un développement de la primo-accession, notamment de la part des jeunes ménages. ■

13 - Nombre de transactions de logements anciens cumulé sur 12 mois



Sources : CGEDD d'après DGFiP (MEDOC) et bases notariales

14 - Prix de l'immobilier



Source : Banque des règlements internationaux

Bibliographie

- Ang A., Piazzesi M. (2003), « A no-arbitrage vector autoregression of term structure dynamics with macroeconomic and latent variables », *Journal of Monetary Economics*, 50, 745-787.
- Alhenc-Gelas V., Fortin A., Bernard J.-B. et Campagne B. (2014), « Les conditions de crédit ne semblent pas amplifier le cycle économique en France », *Note de conjoncture*, Insee, juin.
- Altavilla C., Carboni G. et Motto R. (2015), « Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area », *Working Paper Series* n°1864, Banque centrale européenne, novembre.
- Aviat A., Bricongne J.-C. et Pionnier P.-A. (2007), « Richesse patrimoniale et consommation : un lien tenu en France, fort aux États-Unis », *Note de conjoncture*, Insee, décembre.
- Bernanke Ben S., Reinhart V.R. et Sack B.P. (2004), « Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment », *Brookings Papers on Economic Activity*, 2:2004.
- Bontemps-Chanel A.-L., Lebrère A. et Malgras F. (2015), « Suivi de la collecte et des placements des 12 principaux assureurs-vie à fin juin 2015 », *Analyse et synthèse de l'ACPR*, n° 53, octobre.
- Ducoudré B. et Heyer É. (2014), « Baisse de l'euro et désinflation compétitive, quel pays en profitera le plus ? », *Revue de l'OFCE / Analyse et prévisions* n° 136.
- Draghi M., « Discours d'introduction à la conférence de presse », BCE, 3 avril 2014.
- Draghi M., « Discours d'introduction à la conférence de presse », BCE, 4 décembre 2014.
- Garbinti B. et Lamarche P. (2014a), « Qui épargne, qui désépargne ? », *Insee Références, Les revenus et le patrimoine des ménages*
- Garbinti B. et Lamarche P. (2014b), « Les hauts revenus épargnent-ils davantage ? », *Économie et statistique*, n° 472-473
- Hauseux Y., Marc B., Audenaert D. et Chevalier C.-M. (2015), « Le prix du foncier n'aurait pas d'effet direct sur l'investissement en actifs productifs », *Note de conjoncture*, Insee, juin.
- Lamé G. (2013), « Was there a "Greenspan Conundrum" in the Euro area ? », *Document de travail* n° G2013/10, Insee, octobre.
- Mesters G., Schwaab B. et Koopman S. J. (2014), *A Dynamic Yield Curve Model with Stochastic Volatility and Non-Gaussian Interactions: an empirical study of non-standard monetary policy in the euro area*, mimeo.
- Monfort A., Pegoraro F., Renne J.-P. et Roussellet G. (2015), « Staying at zero with affine processes: an application to term structure modelling », *Document de travail* n° 558, Banque de France, juin.
- Wu J. C. et Xia F. D. (2014), « Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound », *Document de travail du NBER*, n° 20117.

Conjoncture française



Retour sur la précédente prévision

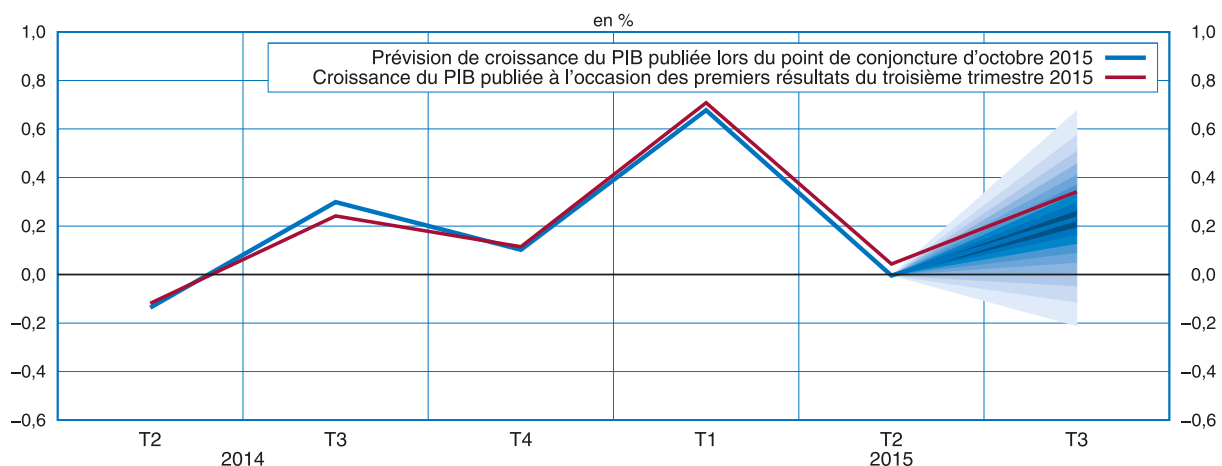
Au troisième trimestre 2015, le PIB a progressé (+0,3 %) un peu plus qu'attendu (+0,2 %) dans le Point de conjoncture d'octobre. La consommation et l'investissement ont accéléré, contribuant comme attendu pour +0,3 point à la croissance du troisième trimestre. En revanche, les échanges extérieurs ont plus fortement pesé (-0,7 point) que prévu (-0,2 point). En contrepartie, les variations de stocks ont contribué à hauteur de +0,7 point de PIB alors qu'une contribution de +0,1 point était attendue. Pour le quatrième trimestre, la prévision de croissance est légèrement abaissée, notamment du fait d'une demande intérieure diminuée, les craintes engendrées par les attentats du 13 novembre pesant sur la consommation de certains services.

Au troisième trimestre, l'emploi marchand a stagné (-1 000), alors qu'une légère hausse était anticipée (+9 000). Le taux de chômage a augmenté à 10,2 % en France métropolitaine alors qu'une stabilité à 10,0 % était prévue. En novembre 2015, les prix à la consommation ont été stables sur un an (contre +0,1 % anticipé). Pour décembre 2015, la prévision des prix est revue légèrement à la baisse (de 0,1 point à +0,2 %).

Au troisième trimestre 2015, l'activité a rebondi un peu plus que prévu

Au troisième trimestre 2015, le PIB a été légèrement plus dynamique qu'attendu dans le Point de conjoncture d'octobre 2015 (+0,3 % contre +0,2 % prévu). Cette erreur de prévision est inférieure à la moyenne des écarts absolus depuis 2000 (*éclairage*). En effet, la production totale a crû un peu plus fortement (+0,4 %) qu'attendu (+0,2 %). Cet écart est d'abord le fait de l'industrie manufacturière, dont la production, attendue en baisse (-0,2 %), a légèrement augmenté (+0,3 %). La production d'énergie-eau-déchets a crû un peu plus fortement qu'attendu (+0,4 % contre +0,3 %). De même, la production de services a surpris à la hausse. D'une part, la production dans le commerce a été plus dynamique que prévu (+0,7 % contre +0,4 %), notamment du fait de la progression du négoce international. D'autre part, la production des autres services marchands a plus augmenté qu'attendu (+0,6 % contre +0,4 %), entraînée par l'activité manufacturière. En revanche, la production en construction continue de décevoir et s'est repliée plus fortement qu'attendu (-0,8 % contre -0,4 %).

Graphique des risques associés à la Note de conjoncture de décembre 2015 et croissance réalisée



Source : Insee

La demande intérieure a accéléré comme prévu

La demande intérieure hors stocks a contribué à la croissance du troisième trimestre pour +0,3 point, comme prévu. La consommation des ménages a été légèrement moins dynamique (+0,3 %) qu'attendu (+0,4 %) : malgré une hausse plus forte qu'attendu de la consommation de biens, la consommation en services a surpris à la baisse.

L'investissement total s'est quasi stabilisé comme attendu (+0,1 %). Cependant, l'investissement des entreprises a été légèrement plus dynamique (+0,7 %) que prévu (+0,5 %) et l'investissement des ménages s'est moins contracté (-0,5 %) qu'attendu (-1,0 %). Ces surprises à la hausse ont compensé le repli inattendu de l'investissement des administrations publiques (-1,0 % contre +0,3 %) résultant d'une nouvelle contraction des travaux publics.

Le solde extérieur a été beaucoup plus défavorable à l'activité que prévu (-0,7 point contre -0,2 point), du fait d'un recul des exportations (-0,6 % contre +0,7 % prévu), en particulier dans l'aéronautique. Par ailleurs, les importations ont crû un peu plus fortement qu'attendu (+1,7 % contre +1,4 %), notamment en produits manufacturés. Cette contribution des échanges extérieurs a trouvé sa contrepartie dans celle des variations de stocks (+0,7 point contre +0,1 point attendu).

La prévision de croissance pour le quatrième trimestre 2015 est abaissée

La prévision de croissance du PIB pour le quatrième trimestre 2015 dans cette Note (+0,2 %) est inférieure à celle du *Point* (+0,4 %).

La production totale augmenterait de 0,2 %, contre +0,4 % dans le *Point*. La production manufacturière serait à peine moins dynamique (+0,4 % contre +0,5 %) et la production dans la construction serait stable (0,0 % contre -0,4 %). En revanche, la production dans les services marchands s'infléchirait (+0,3 % contre +0,6 % prévu en octobre), tandis que la production d'énergie se replierait (-0,7 % contre +0,1 % attendu précédemment).

La demande intérieure contribuerait moins (+0,2 point) qu'attendu dans le *Point* d'octobre (+0,3 point). La consommation des ménages marquerait le pas (-0,1 % contre +0,4 % attendu précédemment), du fait notamment du repli de la consommation des ménages en énergie (-0,8 % contre +0,5 %) et de la faiblesse attendue des dépenses en services, en raison des craintes suscitées par les attentats du 13 novembre. En revanche, l'investissement total progresserait légèrement plus (+0,5 %) qu'attendu en octobre (+0,2 %). L'investissement des entreprises non financières se redresserait plus fortement (+0,8 % contre +0,6 %), et celui des ménages se stabiliserait quasiment (-0,1 % contre -0,6 % prévu).

Les échanges extérieurs ne contribueraient pas à la croissance (0,0 point contre +0,1 point attendu). Les exportations augmenteraient moins fortement qu'attendu dans le *Point* (+0,6 % contre +1,2 %), de même que les importations (+0,6 % contre +0,9 %). La contribution des stocks serait neutre au PIB comme attendu en octobre.

La situation sur le marché du travail est plus défavorable que prévu

Au troisième trimestre 2015, l'emploi marchand a stagné (-1 000) alors qu'une hausse avait été anticipée (+9 000). L'emploi a plus reculé que prévu dans l'industrie et la construction (-15 000 et -10 000 respectivement, contre -8 000 attendu dans chacune des deux branches). L'emploi tertiaire est, quant à lui, en ligne avec la prévision : +24 000 contre +25 000 anticipé dans le *Point*. En effet, le dynamisme inattendu de l'emploi intérimaire (+16 000 contre +4 000 anticipé) a été compensé par une hausse moins importante que prévu de l'emploi tertiaire hors intérim (+8 000 contre +22 000 attendu). Dans le même temps, le taux de chômage a augmenté (10,2 % après 10,0 % en France métropolitaine et 10,6 % après 10,4 % en France entière) alors qu'une relative stabilité était attendue. La hausse plus importante du nombre de chômeurs a pour principale contrepartie une baisse inhabituelle du halo autour du chômage, plus précisément du nombre de chômeurs dits « découragés » (classés comme inactifs car n'ayant pas recherché activement d'emploi).

Au quatrième trimestre, l'emploi serait plus dynamique qu'anticipé dans le *Point* : +25 000 contre +16 000. Après l'augmentation du troisième trimestre, le taux de chômage reculerait à nouveau au quatrième trimestre mais, à 10,5 % en France, il resterait supérieur de 0,2 point à celui prévu en octobre.

Les prévisions d'inflation d'ensemble et d'inflation sous-jacente sont quasi inchangées

En novembre 2015, les prix à la consommation ont été stables alors qu'une légère hausse était prévue (+0,1 %) ; l'inflation sous-jacente s'établit, comme attendu, à +0,7 %.

En décembre 2015, les prix à la consommation augmenteraient légèrement moins que prévu dans le *Point* : l'indice d'ensemble progresserait de 0,2 % (contre 0,3 % précédemment attendu). À l'inverse, l'inflation sous-jacente serait légèrement plus dynamique que prévu (+0,8 % sur un an contre +0,7 % prévu précédemment), notamment du fait d'un impact plus fort qu'attendu de la dépréciation passée de l'euro. L'inflation énergétique est quant à elle révisée à la baisse : en effet, le repli du cours du Brent a conduit à figer ce dernier à un niveau inférieur en prévision (41,7 € contre 44,6 € dans le précédent scénario). ■

Appréhender et relativiser les erreurs de prévision sur la croissance

Chaque trimestre, la **Note de conjoncture** présente une prévision de croissance du produit intérieur brut pour le trimestre en cours. Sur la période 2000-2015, l'écart absolu moyen entre cette prévision et les premiers résultats publiés est de 0,2 point. Les premiers résultats de la croissance trimestrielle du PIB d'un trimestre donné sont eux-mêmes révisés au fil du temps : la révision moyenne est de l'ordre de 0,2 point après trois ans. Cet écart est proche de ceux mesurés dans d'autres pays.

Chaque scénario de croissance proposé dans les Notes de conjoncture est entouré d'incertitudes

Chaque trimestre, la *Note de conjoncture* présente une prévision de croissance pour le trimestre en cours et un ou deux trimestres suivants. Ainsi, la croissance attendue pour le quatrième trimestre 2015 est de 0,2 % dans cette *Note de conjoncture* de décembre 2015. Il s'agit du scénario central : cette prévision représente la croissance de l'économie la plus probable, compte tenu des informations disponibles au moment de cette publication.

Or cette prévision est entourée d'aléas, à la hausse comme à la baisse. La prévision de court terme de chaque *Note de Conjoncture* est construite avant tout à partir des réponses des chefs d'entreprise aux enquêtes de conjoncture : celles-ci ont un pouvoir prédictif incontestable mais qui n'est pas parfait et ne permet pas de déceler tous les à-coups trimestriels. Les aléas peuvent aussi résulter de chocs extérieurs, par exemple des variations du prix du pétrole ou du taux de

change¹. Ils peuvent également provenir de surprises sur les comportements des agents : ces comportements ne sont pas entièrement expliqués par leurs déterminants usuels sur le passé, d'où la présence de résidus dans les estimations, et ils peuvent changer dans le temps.

Depuis 2000, l'écart absolu moyen de prévision de croissance du PIB est de 0,2 point

Une première manière d'appréhender l'erreur de prévision est de considérer l'écart moyen sur la période (*tableau 1*). Cela permet de vérifier qu'il n'y a pas d'erreur systématique à la hausse ou à la baisse dans la croissance prévue du PIB : sur la période 2000-2015, les prévisions sont de moyenne quasi nulle, ce qui signifie qu'elles ne présentent pas un biais systématique.

Une autre manière d'appréhender l'erreur de prévision est de considérer l'écart absolu moyen sur la période. Depuis 2000, l'écart absolu moyen entre la croissance prévue pour le premier trimestre de la période de prévision et les premiers résultats sur ce trimestre est de 0,22 point. Pour les trois derniers exercices notamment, l'erreur commise est comparable à l'erreur moyenne au premier trimestre 2015 (première estimation de croissance à +0,6 % contre +0,4 % anticipé), un peu supérieure au deuxième trimestre (0,0 % contre +0,3 % anticipé) et inférieure au troisième trimestre (+0,3 % pour +0,2 % anticipé).

1. « Quels effets des baisses récentes de l'euro et du prix du pétrole ? », *Note de conjoncture*, décembre 2014, p. 16-17.

Tableau 1 – Croissance du PIB : écarts entre premiers résultats des comptes trimestriels et prévision

	Écart moyen	Écart absolu	Écart-type des premiers résultats
2000 - 2015	-0,03	0,22	0,42
<i>Dont 2000 - 2004</i>	-0,07	0,19	0,31
<i>Dont 2005 - 2011</i>	-0,01	0,27	0,52
<i>Dont 2012 - 2015</i>	-0,03	0,15	0,25

Lecture : L'**écart absolu** est la valeur absolue de la différence entre la croissance estimée pour les premiers résultats et la croissance prévue pour le premier trimestre de la période couverte par la prévision. En moyenne sur la période 2000-2015, l'erreur de prévision est de 0,22 en valeur absolue. L'**écart moyen** est la différence moyenne entre la croissance estimée pour les premiers résultats et la croissance prévue. En moyenne sur la période, la croissance estimée est inférieure de 0,03 point à la croissance prévue. L'**écart-type** est une mesure de dispersion, calculé comme la racine carrée des écarts à la moyenne au carré. Il est calculé dans ce tableau sur la série de variation trimestrielle du PIB dans les premiers résultats.

Source : Insee

Depuis 2000, l'erreur de prévision des *Notes de conjoncture* a d'abord augmenté puis s'est réduite. Le profil de l'écart entre les premiers résultats et la prévision peut s'expliquer par celui de la volatilité de la croissance du PIB dans les premiers résultats (*graphique 1*). Entre 2000 et 2004, l'écart absolu moyen s'établissait à 0,19 point et l'écart-type de la croissance du PIB dans les premiers résultats à 0,31 point. Entre 2005 et 2011, l'écart de prévision s'est accru, s'établissant en moyenne à 0,27 point², en même temps que la volatilité du PIB dans les premiers résultats (0,52 point) : c'est probablement en raison du décrochage entre l'activité et les réponses des chefs d'entreprise retracées par les enquêtes de conjoncture (*graphique 2*). Depuis 2012, ces fluctuations se sont réduites : l'écart absolu moyen est légèrement inférieur

à son niveau du début des années 2000 et les premiers résultats sont moins volatils, avec un écart-type moyen de 0,25 point sur la période.

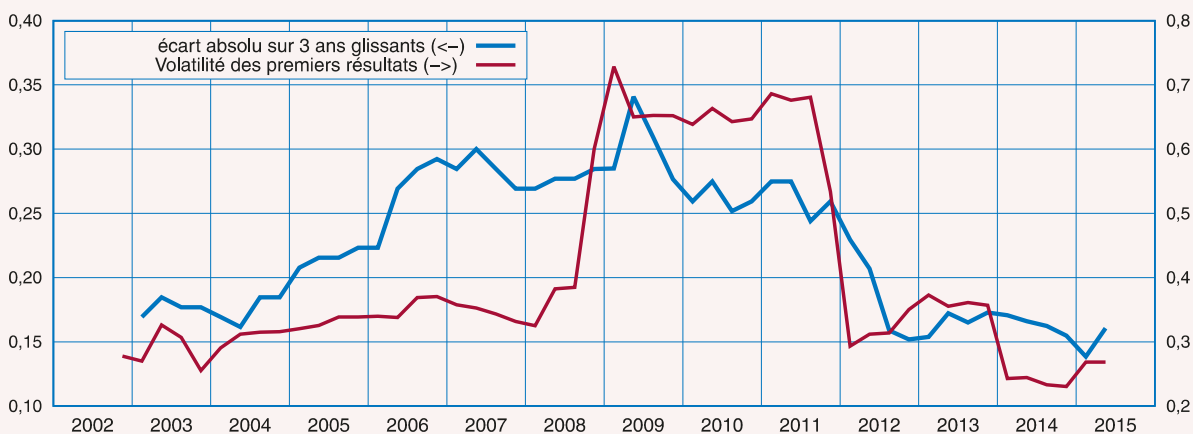
Le « graphique des risques » illustre l'incertitude entourant la prévision de croissance du PIB

Au-delà des moyennes des erreurs de prévisions, il est utile d'analyser la dispersion de ces erreurs. Entre 2000 et 2014, l'erreur maximale a été de 0,8 point (*Note de conjoncture* de juin 2009) ; 90 % des erreurs sont inférieures à 0,4 point en valeur absolue et 50 % des erreurs sont inférieures à 0,2 point.

En supposant que la distribution des erreurs de prévisions constatées est une bonne mesure de la distribution des erreurs futures, l'historique des erreurs de prévision passées associées aux *Notes et Points de conjoncture* entre 2000 et 2014 permet de modéliser

2. Même en excluant la plus grande erreur de prévision sur cet échantillon, concernant le deuxième trimestre de 2009, prévu à -0,6 % dans la *Note de conjoncture* de juin 2009 et estimé à +0,3 % lors des premiers résultats.

1 – Écart absolu moyen entre croissance prévue du PIB et premiers résultats, volatilité de la croissance du PIB dans les premiers résultats



Lecture : Ce graphique représente l'écart absolu moyen de la différence entre premiers résultats et prévision correspondante lors de la *Note de conjoncture* précédente, sur les trois années précédentes. Celui-ci est de 0,2 pour les premiers résultats du 2^e trimestre 2015, prévus dans la *Note de conjoncture* de juin 2015. La volatilité est calculée comme l'écart-type sur 3 ans glissants de la variation trimestrielle du PIB dans les premiers résultats.

Source : Insee

2 – Glissement annuel du PIB et climat des affaires



Source : Insee

un « graphique des risques » associés à la prévision – ou *fan chart* –, publié dans la *Note de conjoncture* depuis juin 2008³.

Le graphique des risques couvre l'ensemble des scénarios les plus probables. Les premières bandes encadrant le scénario central représentent les scénarios ayant une probabilité de 10 % de réalisation, l'ajout d'une bande de part et d'autre de cet intervalle illustrent les scénarios ayant une probabilité de réalisation de 20 %, et ainsi de suite jusqu'à un intervalle couvrant les scénarios ayant 90 % de chance de se réaliser (*graphique 3*).

Les intervalles de confiance sont calculés à partir des erreurs de prévision mesurées comme l'écart entre la croissance prévue pour le trimestre considéré de la période de prévision de chaque *Note de conjoncture* et la première estimation des comptes nationaux trimestriels publiée environ 45 jours après la fin du trimestre, le tout sur la période 2000-2014. Pour construire le *fan chart*, les erreurs sont présumées suivre une loi normale d'espérance nulle et d'écart-type 0,27 % pour le premier trimestre, 0,37 % pour le deuxième et 0,46 % pour le troisième trimestre de prévision. Autrement dit, il y a 70 % de chance que la croissance du trimestre courant se situe dans un intervalle de $\pm 0,27$ point autour de la prévision de croissance du PIB de la *Note de conjoncture*.

Les premiers chiffres de la croissance trimestrielle du PIB d'un trimestre sont eux-mêmes révisés de 0,2 point en moyenne après trois ans

Les erreurs de prévisions moyennes et l'ampleur de l'incertitude entourant les scénarios de prévision peuvent paraître élevées. Cependant, la volatilité du PIB issue des premiers résultats des comptes trimestriels est plus importante : l'écart-type de la croissance du PIB publiée lors des premiers résultats est de 0,4 point

sur la période 2000-2015. En outre, l'erreur moyenne est comparable à la révision moyenne constatée entre les premiers résultats publiés des comptes trimestriels et les comptes publiés deux ou trois ans plus tard.

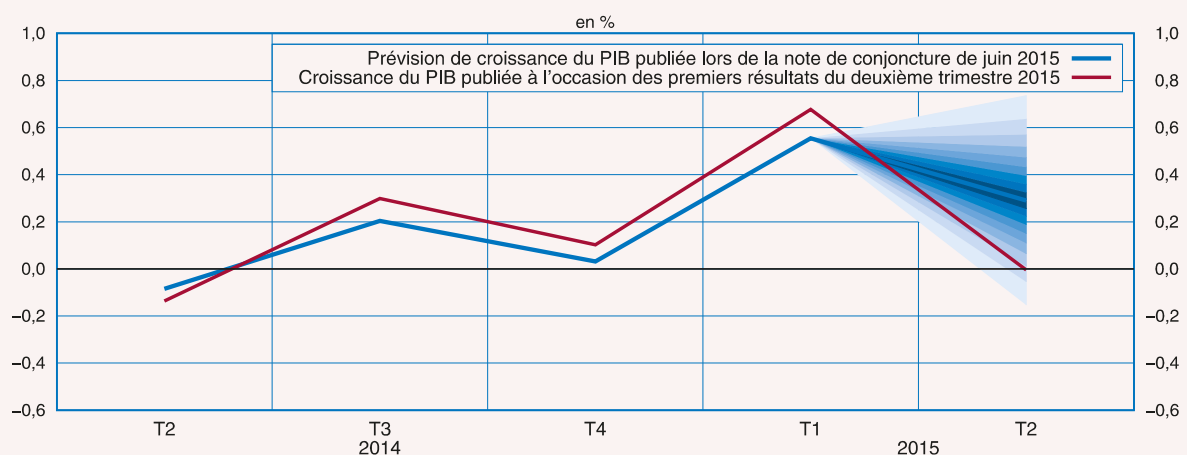
Les comptes trimestriels sont en effet régulièrement révisés. Tout d'abord, les comptes nationaux ne disposent pas d'une information complète 45 jours après la fin d'un trimestre. Certains indicateurs sont incomplets sur le trimestre et sont extrapolés pour la publication des premiers résultats ; lors des publications suivantes, ces extrapolations sont remplacées par les valeurs observées. Ensuite, les indicateurs conjoncturels utilisés pour l'élaboration des comptes trimestriels peuvent eux-mêmes être révisés sur les trimestres passés, notamment lorsque des réponses d'entreprises sont connues avec retard dans une source conjoncturelle donnée. De plus, les comptes annuels sont élaborés en plusieurs étapes avec, au fur et à mesure, de plus en plus de sources structurelles exhaustives ; les trois derniers points annuels sont ainsi réestimés une fois par an. Les comptes trimestriels, qui se calent sur les comptes annuels publiés avec une année supplémentaire de données, en sont modifiés. Par ailleurs, les coefficients de correction des variations saisonnières (CVS) et de jours ouvrés (CJO) effectués sur les indicateurs sont régulièrement réestimés pour tenir compte des données les plus récentes. Enfin, tous les cinq ans environ, les comptes nationaux changent de base, ce qui peut influencer les révisions de PIB⁴. En pratique, il est complexe de séparer les différentes sources de révisions. Les écarts présentés ici ne distinguent pas ces facteurs.

Entre 1991 et 2013, l'écart absolu moyen des révisions de la croissance trimestrielle du PIB est de 0,06 point entre la première estimation, publiée lors des « premiers résultats », et la deuxième, publiée lors des « résultats détaillés ». Entre l'estimation initiale de la croissance trimestrielle du PIB et celle publiée un an plus tard, la révision absolue moyenne est de

3. « Appréhender l'incertitude autour de la prévision », *Note de conjoncture*, juin 2008, p. 15-18.

4. « Les comptes trimestriels sont passés en base 2010 », *Note de conjoncture*, juin 2014, p. 16-19.

3 – Le graphique des risques associé à la Note de conjoncture de juin 2015 et croissance réalisée



Lecture : En juin 2015, la prévision de croissance du PIB était de +0,3 % et le premier résultat avait 90 % de chance d'être compris entre -0,1 % et +0,7 %. Le premier résultat publié en août 2015 (0,0 %) était compris dans cet intervalle.
Source : Insee

0,15 point sur la même période. La révision absolue moyenne est de 0,19 point au bout de deux ans et de 0,24 point au bout de trois ans.

Des révisions proches de celles mesurées dans d'autres pays

L'ampleur des révisions successives de la croissance trimestrielle du PIB est proche de celle mesurée dans d'autres pays (*tableau 2*). Ainsi, en Espagne, sur la période 1994-2013, les révisions de la croissance du PIB atteignent en moyenne 0,22 point entre la

première estimation et celle publiée trois ans plus tard. Au Royaume-Uni, sur la même période, cet écart atteint 0,23 point en moyenne. Aux États-Unis, l'écart moyen entre la première estimation (à 30 jours) et l'estimation trois ans plus tard est de 0,28 point. En Allemagne, l'écart entre la première estimation à 60 jours et l'estimation trois ans plus tard est de 0,32. La France se situe ainsi dans le bas de la fourchette en matière de révision⁵. ■

5. Zwiijnenburg, J. (2015), « Revisions of quarterly GDP in selected OECD countries », *OECD Statistics Brief* n°22.

Tableau 2 : Estimation de la croissance trimestrielle du PIB : écart moyen et écart moyen absolu pour différents pays de l'OCDE entre 1994 et 2013

	Écart moyen		Écart moyen absolu	
	entre la première estimation et l'estimation 5 mois plus tard	entre la première estimation et l'estimation 3 ans plus tard	entre la première estimation et l'estimation 5 mois plus tard	entre la première estimation et l'estimation 3 ans plus tard
Canada	0,01	0,05	0,08	0,21
Espagne	0,00	0,07	0,08	0,22
France	-0,02	0,02	0,10	0,23
Italie	0,02	0,04	0,09	0,23
Royaume-Uni	0,02	0,05	0,13	0,23
États-Unis	0,01	-0,07	0,14	0,28
Suisse	0,00	0,08	0,14	0,30
Allemagne	0,04	0,02	0,10	0,32
Australie	0,04	0,11	0,15	0,34
Belgique	0,03	0,07	0,13	0,37
Pays-Bas	-0,01	0,10	0,19	0,39
Moyenne	0,02	0,06	0,18	0,40
Corée du Sud	0,00	0,07	0,23	0,49
Nouvelle-Zélande	0,01	0,11	0,18	0,49
Portugal	-0,01	0,01	0,19	0,55
Japon	-0,02	0,10	0,29	0,57
Finlande	0,05	0,13	0,34	0,59
Danemark	0,16	0,09	0,34	0,63
Norvège	-0,03	-0,01	0,32	0,71

Lecture : les pays sont classés selon l'écart moyen absolu entre la première estimation et l'estimation trois ans plus tard.

Source : Zwiijnenburg (2015)

Production

Au troisième trimestre 2015, le PIB a rebondi en France, s'élevant de 0,3 % après une forte croissance au premier trimestre et une stagnation au deuxième trimestre. La production totale de biens et de services s'est également redressée (+0,4 %, après -0,1 %). L'activité a accéléré dans presque toutes les branches.

Au quatrième trimestre, le climat des affaires s'améliore encore en France et passe au-dessus de sa moyenne de long terme : en novembre, il se situe à 102. L'amélioration est commune aux différents secteurs, à l'exception du bâtiment dans lequel le climat reste dégradé.

En conséquence, la production de biens et de services continuerait d'augmenter au quatrième trimestre, à un rythme cependant légèrement moins rapide (+0,2 %) : en effet, elle ralentirait dans les services, affectés par les craintes suscitées par les attentats, et dans l'énergie, en raison de températures douces. En revanche, la production manufacturière continuerait de progresser et l'activité de la construction se stabiliserait après deux ans de recul. Au premier semestre 2016, la production accélérerait légèrement (+0,4 % par trimestre), du fait d'un rebond dans l'énergie-eau-déchets, puis d'une embellie progressive dans les services.

La production de biens et services resterait dynamique d'ici juin 2016

Au troisième trimestre 2015, la production de biens et services a rebondi (+0,4 %) après avoir quasiment stagné au deuxième trimestre (-0,1 %). Depuis, le climat des affaires s'est encore amélioré : en novembre, il se situe à 102, au-dessus de sa moyenne de longue période (100), et huit points au-dessus de son niveau de janvier. L'amélioration est commune à la plupart des secteurs (*graphique 1*) : seul le climat des affaires dans le bâtiment reste dégradé (91), bien en dessous de son niveau de long terme.

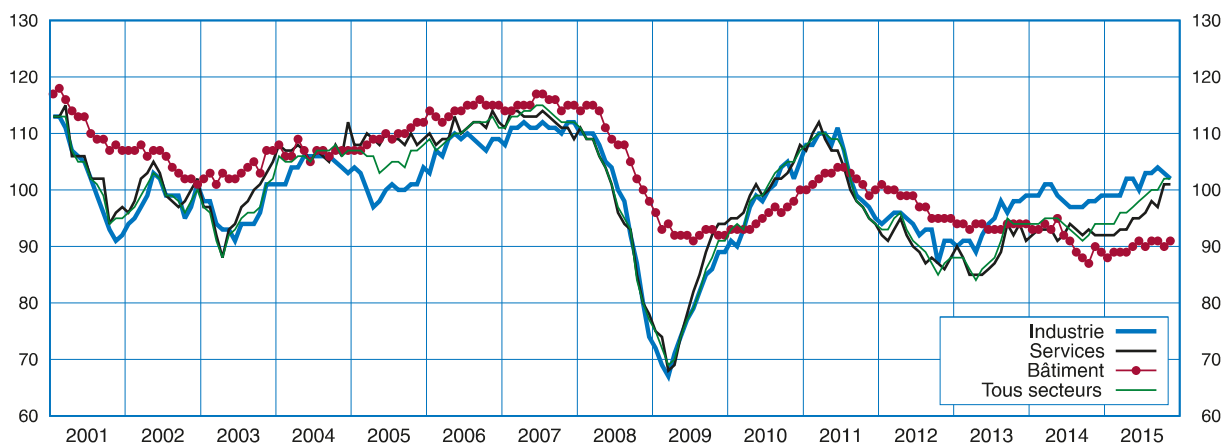
Aussi, la production d'ensemble continuerait d'augmenter au quatrième trimestre, sur un rythme cependant un peu ralenti (+0,2 %) : en effet, elle ralentirait dans les services et se replierait dans l'énergie, même si elle s'améliorerait dans l'industrie manufacturière et la construction. Au premier semestre 2016, l'activité accélérerait à nouveau légèrement (+0,4 % par trimestre), grâce à un regain d'activité dans les services et un rebond dans l'énergie-eau-déchets.

En moyenne sur l'année, la production de biens et services progresserait plus en 2015 (+1,3 %) qu'en 2014 (+0,7 %) ; mi-2016, l'acquis de croissance pour l'année 2016 serait de +1,0 %.

Services marchands hors commerce : l'activité ralentirait nettement au quatrième trimestre

Au troisième trimestre 2015, la production de services marchands hors commerce a accéléré (+0,6 % après +0,3 %). L'activité a rebondi dans les transports (+0,8 % après 0,0 %) et dans les

1 – Climat des affaires : tous secteurs, dans l'industrie, les services et le bâtiment



Source : Insee

Conjoncture française

activités spécialisées (+0,6 % après +0,1 %). En revanche, elle a légèrement ralenti dans l'hébergement-restauration (+0,1 % après +0,2 %). Le rythme de croissance est resté proche de celui du trimestre précédent dans l'information-communication (+0,8 % après +0,7 %) et a stagné dans les activités financières (+0,6 %), les activités immobilières (+0,3 %) et les autres activités de services (+0,4 %).

Ce regain de dynamisme va de pair avec une nette amélioration du climat conjoncturel dans ce secteur depuis l'été 2015 : en octobre et novembre, le climat s'est établi légèrement au-dessus de sa moyenne de long terme (100), à son plus haut niveau depuis août 2011, alors qu'il stagnait entre 91 et 94 depuis septembre 2013.

Au quatrième trimestre 2015, l'activité dans les services marchands hors commerce ralentirait nettement, sous l'effet de la forte baisse de la fréquentation dans le secteur de l'hébergement-restauration et du transport, après les attentats du 13 novembre (+0,3 % après +0,6 % au troisième trimestre ; cf. *éclairage de la fiche Consommation*). Les effets s'estomperaient sans contrecoup, l'activité accélérerait ensuite au premier semestre 2016 (+0,5 % au premier trimestre puis +0,6 % au deuxième trimestre).

Sur l'ensemble de l'année 2015, la production de services marchands hors commerce augmenterait de 1,8 %, une hausse supérieure à celle de 2014 (+1,1 %). Mi-2016, l'acquis de croissance pour l'année serait déjà de +1,5 %.

L'activité commerciale resterait dynamique mais ralentirait au quatrième trimestre

Au troisième trimestre 2015, l'activité commerciale a accéléré (+0,7 % après +0,2 % au deuxième trimestre), portée notamment par la consommation des ménages en produits manufacturés (+0,7 % après +0,3 %).

Depuis janvier 2015, le climat des affaires dans le commerce de détail est supérieur à son niveau moyen ; celui dans le commerce de gros a dépassé sa moyenne en mai. Dans les deux secteurs, les perspectives générales d'activité sont – avant les attentats du 13 novembre en France – encore optimistes. Cet optimisme pourrait être affaibli par les conséquences potentielles de ces attentats sur le commerce de détail. Au quatrième trimestre 2015, l'activité commerciale ralentirait légèrement (+0,4 %), en raison d'un recul attendu de la consommation des ménages en biens manufacturés (-0,2 %) et malgré un rebond des exportations de ces produits (+0,6 % après -1,0 %). Au premier semestre 2016, l'activité commerciale accélérerait modérément (+0,6 % au premier trimestre puis +0,5 % au deuxième trimestre). Au total, l'acquis de croissance de la production dans le commerce à la fin du premier semestre 2016 s'établirait à +1,8 % après une croissance qui atteindrait +2,6 % en 2015.

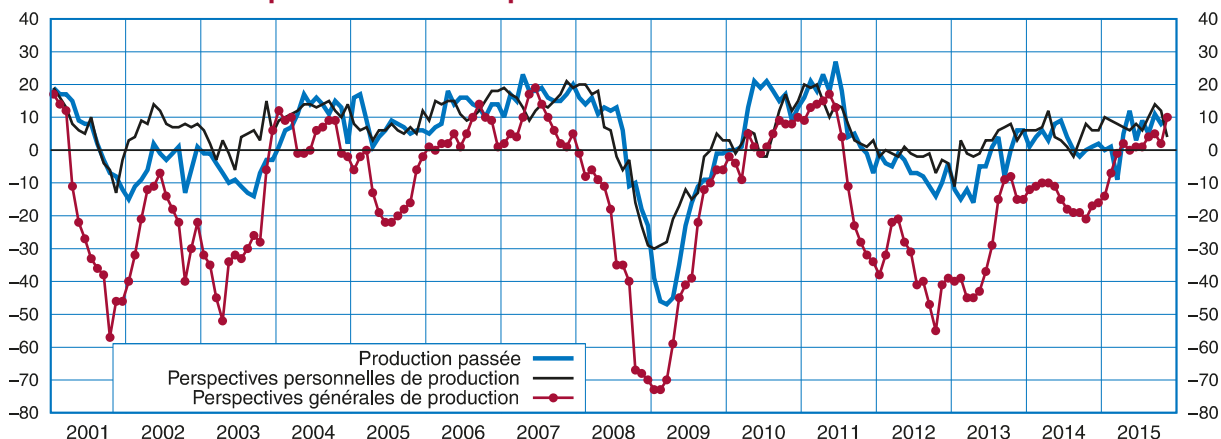
Services principalement non marchands : la progression de l'activité resterait modérée

La progression de l'activité principalement non marchande est restée inchangée au troisième trimestre 2015 (+0,3 %). La croissance conserverait ce rythme en prévision (+0,3 % par trimestre jusqu'au deuxième trimestre 2016). Au total sur l'année, la production croîtrait de 1,2 % en 2015 dans ces branches, après +1,3 % en 2014. Mi-2016, l'acquis de croissance serait de +0,9 %.

Après un à-coup fin 2015, la production d'énergie se stabiliserait d'ici juin 2016

Au troisième trimestre 2015, la production d'énergie a légèrement progressé (+0,4 %), après un repli marqué au trimestre précédent (-1,7 %). Au quatrième trimestre, elle reculerait à nouveau (-0,7 %), conséquence de la douceur des températures en novembre, avant de se redresser

2 – Opinion relative à la production dans l'industrie manufacturière



Source : Insee

au premier semestre 2016 sous l'hypothèse d'un retour à des températures de saison (+0,5 % puis +0,3 % aux premier et deuxième trimestres). Sur l'année 2015, la production d'énergie rebondirait, en augmentant de 1,5 %, après -3,5 % en 2014. Mi-2016, l'acquis de croissance pour l'année 2016 serait de -0,1 %.

Après un rebond durant l'été, la production manufacturière progresserait de nouveau

Au troisième trimestre 2015, la production manufacturière a légèrement augmenté (+0,3 %) après un recul marqué au deuxième trimestre (-0,6 %). La production s'est surtout accrue dans les branches des matériels de transports (+0,5 %) et des « autres industries » (+0,4 %), hausses en partie compensées par une baisse dans la branche des biens d'équipement (-0,5 %).

Au quatrième trimestre 2015, l'activité manufacturière augmenterait encore quasiment sur le même rythme (+0,4 %). En effet, dans l'enquête de conjoncture auprès des industriels de novembre, le solde d'opinion sur les perspectives générales de production a bondi (*graphique 2*) pour atteindre son plus haut niveau depuis juin 2011, et celui sur la production passée – déjà au-dessus de sa moyenne – s'est encore amélioré. De plus, l'acquis de croissance au quatrième trimestre de l'indice de la production industrielle est favorable fin octobre (+0,2 %). La production manufacturière conserverait quasiment ce rythme au premier semestre 2016 (+0,3 % par trimestre). En effet, le solde d'opinion des industriels sur leurs perspectives personnelles de production reste encore favorablement orienté fin 2015.

Sur l'ensemble de l'année 2015, la production manufacturière progresserait de 1,3 % (après +0,3 % en 2014). L'acquis de croissance pour 2016 s'établirait à +0,8 % à l'issue du deuxième trimestre.

Dans la construction, l'activité se stabiliserait dès le quatrième trimestre 2015

Au troisième trimestre 2015, dans la construction, la production a continué de baisser (-0,8 %, après -0,9 % au deuxième trimestre), l'activité ayant de nouveau reculé dans le bâtiment comme dans les travaux publics.

Dans les travaux publics d'une part, l'opinion des entrepreneurs concernant l'activité prévue s'améliore depuis juillet 2015, même si l'activité est toujours jugée inférieure à la normale (*graphique 3*). D'autre part, bien que les entrepreneurs du bâtiment fassent état d'une activité encore fortement dégradée, le climat s'est légèrement amélioré depuis janvier dans les entreprises de plus de 20 salariés, et plus encore dans l'artisanat. Par ailleurs, le nombre de permis de construire de logements, tant collectifs qu'individuels, augmente à nouveau depuis le deuxième trimestre et le nombre de mises en chantier de logements individuels a commencé à se redresser au troisième trimestre. L'opinion des promoteurs concernant la demande de logements neufs et les perspectives de mises en chantier confirment cette amélioration. Compte tenu des délais entre permis de construire, mises en chantier et production de logement, la production dans la construction se stabiliserait au quatrième trimestre puis au premier semestre 2016, après huit trimestres consécutifs de recul.

Sur l'ensemble de l'année 2015, la production dans le secteur de la construction baisserait de façon marquée : -2,9 %, après -2,2 % en 2014. Mi-2016, l'acquis de croissance pour l'année 2016 serait de -0,8 %. ■

Production par branche au prix de l'année précédente chaînés

variations T/T-1 (en %), données CJO-CVS

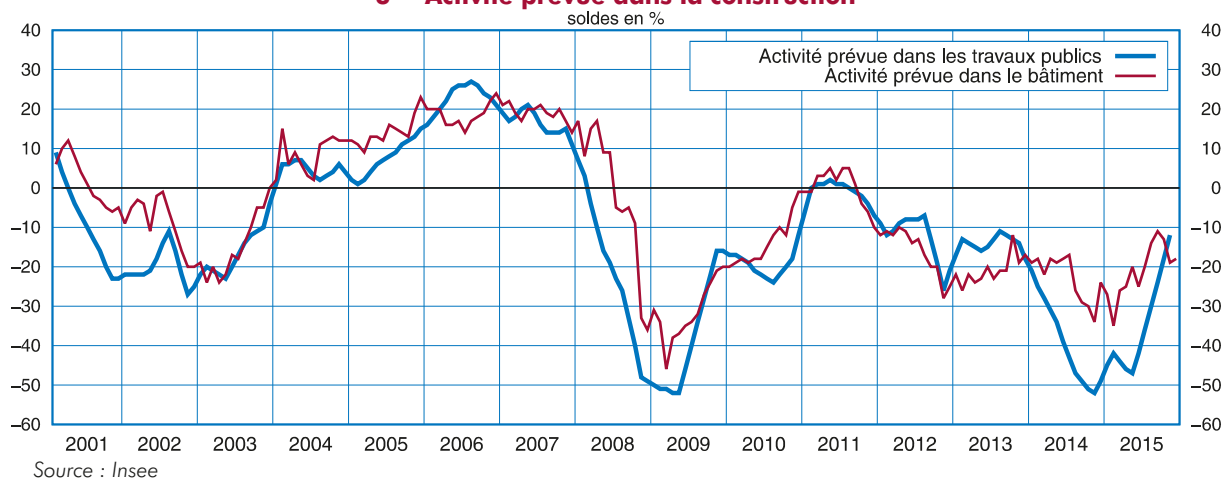
	Variations trimestrielles										Variations annuelles		
	2014				2015				2016		2014	2015	2016 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Agriculture (2 %)	1,9	1,5	0,9	-0,3	-0,7	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,2	5,4	-0,8	-0,9
Branches manufacturières (20 %)	0,2	-0,6	0,7	-0,1	1,3	-0,6	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	1,3	0,8
Énergie, eau, déchets (4 %)	-2,5	1,1	1,3	-2,5	3,9	-1,7	0,4	-0,7	0,5	0,3	-3,5	1,5	-0,1
Construction (8 %)	-0,9	-1,3	-0,7	-0,6	-0,6	-0,9	-0,8	0,0	-0,1	0,0	-2,2	-2,9	-0,8
Commerce (10 %)	0,0	0,1	0,8	0,4	1,3	0,2	0,7	0,4	0,6	0,5	1,4	2,6	1,8
Services marchands hors commerce (41 %)	0,3	0,1	0,4	0,4	0,7	0,3	0,6	0,3	0,5	0,6	1,1	1,8	1,5
Services non marchands (15 %)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,3	1,2	0,9
Total (100 %)	0,1	0,0	0,4	0,1	0,8	-0,1	0,4	0,2	0,4	0,4	0,7	1,3	1,0

Prévision

Pondérations construites à partir de la production annuelle en valeur, en 2010.

Source : Insee

3 – Activité prévue dans la construction



Environnement international de la France

Au troisième trimestre 2015, l'activité est restée dynamique dans les économies avancées (+0,5 % après +0,5 %). Dans les pays émergents, la conjoncture est restée dégradée, notamment en Chine où l'activité conserve un rythme faible au regard de la moyenne des années 2000. Le commerce mondial a toutefois rebondi après deux trimestres de baisse, soutenu par une reprise des importations en Asie.

Dans les économies émergentes, l'activité continuerait de tourner au ralenti : l'activité russe peinerait à augmenter, tandis que la croissance chinoise se stabiliserait à son plus bas niveau depuis 1990.

Dans les pays avancés, le niveau élevé des climats des affaires permet d'anticiper une croissance allant d'ici la fin du premier semestre 2016. L'activité serait notamment soutenue par une consommation des ménages de nouveau dynamique.

Le commerce mondial retrouverait un peu de tonus, mais croîtrait sensiblement moins vite d'ici mi-2016 que sa moyenne de longue période.

dans la crise, et la Russie. Cependant, après quatre trimestres de contraction, l'économie russe semble se stabiliser. Avec une inflation élevée et une demande intérieure anémiée, la reprise serait néanmoins poussive.

Au troisième trimestre, l'activité chinoise a conservé un rythme (+1,8 %) plus faible que dans les années 2000 (+2,5 % en moyenne par trimestre). Le bureau national des statistiques chinois (NBSC) a affiché un glissement annuel du PIB inférieur à 7 % pour la première fois depuis 2009. Au quatrième trimestre, l'activité ralentirait à nouveau, avant de se stabiliser au premier semestre, à son plus faible rythme depuis 1990.

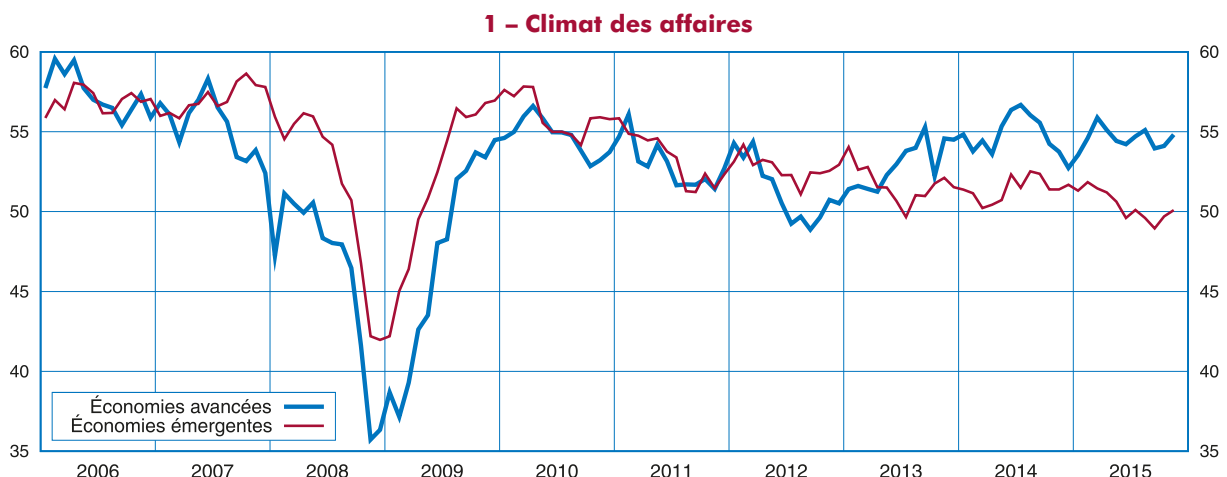
Face à la morosité d'ensemble, quelques pays émergents ont bien résisté. En Inde notamment, la prépondérance du secteur tertiaire sur le secteur industriel a limité l'exposition au ralentissement du commerce mondial : au troisième trimestre, l'activité a progressé de 7,4 % en glissement annuel. Les pays d'Europe centrale et orientale profitent de la reprise de la zone euro, malgré les tensions géopolitiques en Ukraine et la contraction de l'économie russe (cf. *éclaircissement de la fiche Économies émergentes*).

La divergence des politiques monétaires de la BCE et de la Fed s'amplifie

Dans les pays avancés, les banques centrales font face à des situations contrastées. Aux États-Unis, avec un taux de chômage proche de son niveau structurel (*graphique 2*) et des perspectives

La situation resterait dégradée dans les pays émergents

Le climat des affaires reste détérioré dans les pays émergents (*graphique 1*). La baisse des prix des matières premières continue de pénaliser les grands exportateurs comme le Brésil, qui s'enfonce



Source : Markit

d'inflation encourageantes, la Réserve fédérale (Fed) est en voie de relever ses taux directeurs.

À l'inverse, l'inflation de la zone euro reste étale (*graphique 3*). En conséquence, la Banque centrale européenne (BCE) a amplifié sa politique accommodante en augmentant la durée du programme d'achat de titres et en abaissant un de ses taux directeurs. Cette divergence des politiques monétaires de la Fed et de la BCE maintiendrait l'euro à son plus bas niveau vis-à-vis du dollar depuis 2003.

Le climat des affaires reste bien orienté dans les économies avancées

Dans ce contexte international, les principales économies avancées semblent relativement résilientes. La croissance y est restée dynamique (+0,5 % après +0,5 %) malgré un ralentissement aux États-Unis et une légère inflexion dans la zone euro : la demande intérieure n'a pas faibli, mais les exportations se sont contractées, notamment à destination des pays émergents. La contribution du commerce extérieur a ainsi été négative dans la quasi-totalité des grandes économies avancées.

Le climat conjoncturel reste à un niveau élevé en novembre 2015 dans la plupart des pays avancés. Au total, l'activité dans les économies avancées se maintiendrait à +0,5 % par trimestre jusqu'à mi-2016. Sur l'ensemble de l'année 2015, la croissance s'établirait à +1,9 %, après +1,8 % en 2014 et +1,2 % en 2013.

La consommation privée, moteur des économies avancées

Aux États-Unis, le dynamisme de la consommation des ménages porterait l'activité économique, qui se situerait sur son rythme de long terme (+0,6 % par trimestre). L'appréciation du dollar continuerait de peser sur les exportations, tandis que les importations accéléreraient sous l'effet de la bonne tenue de la demande intérieure. Au

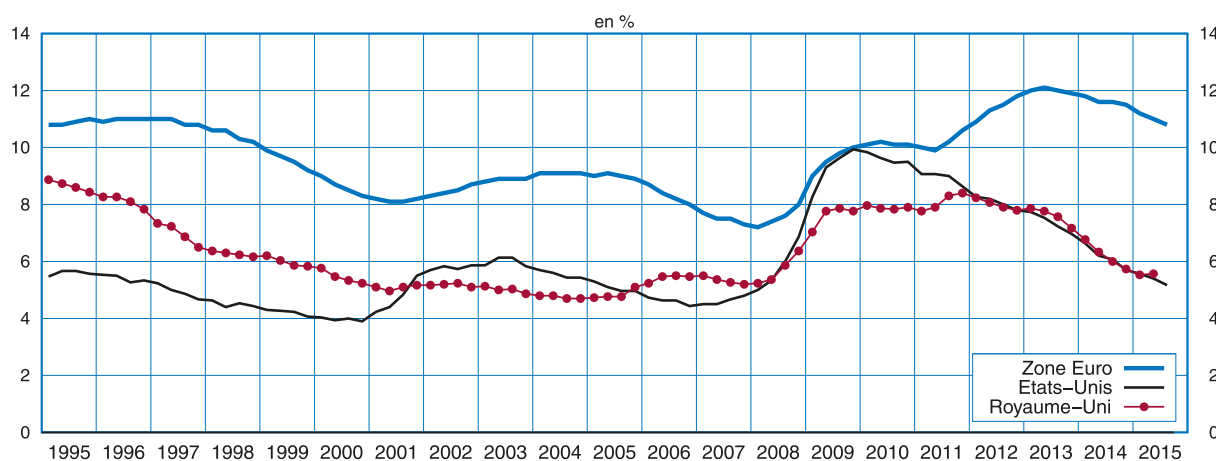
Royaume-Uni, la consommation privée ralentirait légèrement, mais resterait soutenue. Elle serait notamment portée par l'amélioration du pouvoir d'achat permise par l'accélération des salaires et la faiblesse de l'inflation.

Dans la zone euro, la progressive reprise de l'emploi permettrait un regain de pouvoir d'achat des ménages. En Espagne notamment, le chômage demeure élevé mais baisse à un rythme soutenu. Les salaires, qui repartent progressivement dans un contexte de faible inflation, contribueraient également à la hausse du pouvoir d'achat des ménages. Au total, les rythmes de croissance des principaux pays de la zone euro se rapprocheraient progressivement, signe d'une diffusion plus homogène de la reprise dans la zone. En revanche, les échanges extérieurs contribueraient peu à la croissance de la zone euro. L'effet positif de la dépréciation de l'euro sur les exportations serait globalement compensé par le dynamisme des importations lié à la vigueur de la demande intérieure.

Le commerce mondial retrouve un peu de tonus, mais croîtrait sensiblement moins vite que sa moyenne de longue période

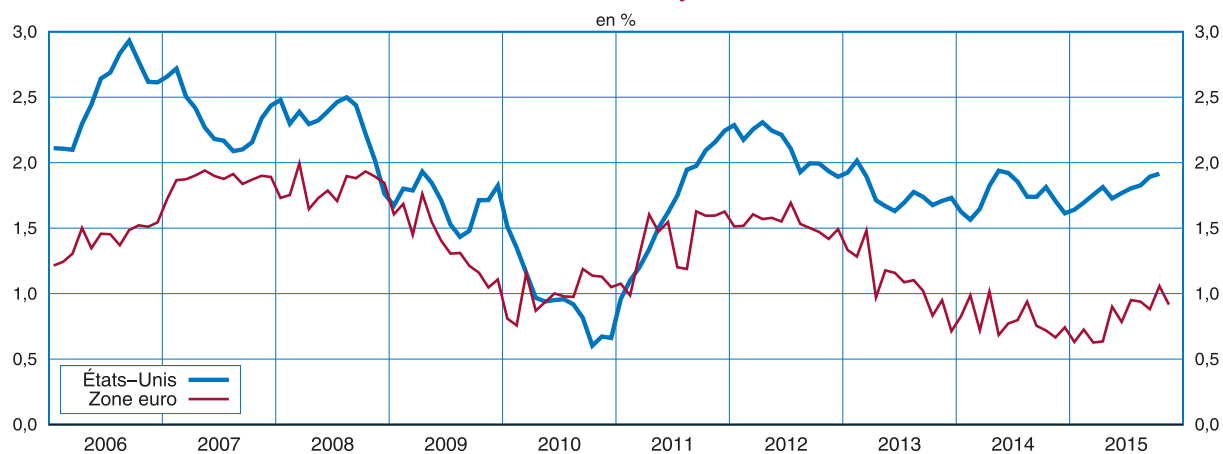
Après deux trimestres de recul, le commerce mondial a rebondi au troisième trimestre 2015, en Asie émergente notamment. Avec des importations des pays avancés qui resteraient solides, le commerce mondial conserverait une progression relativement dynamique d'ici mi-2016. Les importations des pays émergents retrouveraient une progression en ligne avec l'activité, notamment en Russie et en Chine. Au total sur l'année 2015, les importations des pays avancés progresseraient de 3,7 % après +3,1 % en 2014. Dans ce contexte, la demande mondiale adressée à la France progresserait de 1,0 % par trimestre d'ici à la fin du premier semestre 2016. ■

2 - Taux de chômage



Sources : BEA, Eurostat, ONS

3 – Inflation sous-jacente



Synthèse du scénario international

	2015				2016		2014	2015	2016 (acquis)
	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
PIB des économies avancées	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,8	1,9	2,0
Commerce mondial	-0,8	-1,0	1,1	1,0	1,0	1,0	3,3	1,2	2,8
Importations des économies avancées	1,8	-1,2	1,5	1,3	1,2	1,2	3,1	3,7	3,6
Importations des économies émergentes	-4,4	-1,0	1,8	0,7	0,8	0,8	3,7	-2,1	2,6
Demande mondiale adressée à la France	0,5	-0,2	1,5	1,0	1,0	1,0	4,0	3,2	3,3

Prévision

Lecture : Les données d'importations, d'exportations et de commerce mondial concernent les seuls biens.

Sources : Instituts statistiques nationaux, Centraal PlanBureau, Fonds monétaire international, prévisions Insee

Échanges extérieurs

Après s'être contractées au troisième trimestre 2015 (−0,6 %), les exportations françaises se redresseraient au quatrième trimestre (+0,7 %), notamment celles en produits manufacturés. Elles resteraient dynamiques au premier semestre 2016 (+1,0 % en moyenne), en ligne avec la demande mondiale adressée à la France. Les importations, après avoir nettement accéléré au troisième trimestre (+1,7 %), ralentiraient au quatrième trimestre (+0,6 %). Ensuite, elles retrouveraient un rythme de progression plus soutenu (+1,0 % par trimestre au premier semestre 2016), dans le sillage de la demande intérieure.

Au total, après une contribution négative au troisième trimestre 2015 (−0,7 point), les échanges extérieurs seraient neutres fin 2015 et au premier semestre 2016. En moyenne annuelle, les échanges extérieurs grèveraient légèrement la croissance de 2015 (−0,1 point), nettement moins qu'en 2014 (−0,5 point).

Le commerce mondial retrouverait de l'élan d'ici mi-2016

Au troisième trimestre 2015, le commerce mondial a accéléré (+1,1 %). Il avait reculé au cours des deux trimestres précédents (−1,0 % en moyenne), reflétant le trou d'air des échanges des économies émergentes, notamment en Asie. Au quatrième trimestre, les flux d'échanges des économies émergentes retrouveraient une progression plus cohérente avec celle de leur demande intérieure et le commerce mondial progresserait de 1,0 %. Au premier semestre 2016, il continuerait de progresser sur un rythme (+1,0 % par trimestre) en deçà de sa moyenne d'avant crise (+1,5 % par trimestre entre 2000 et 2007). En effet, les importations des pays avancés conserveraient leur dynamisme mais l'activité et la demande des économies émergentes resteraient en retrait par rapport au rythme moyen des années 2000.

La demande mondiale adressée à la France a été résiliente face au repli marqué du commerce mondial (*graphique 1*), grâce aux économies avancées, principaux partenaires de la France. Avec la reprise du commerce mondial, la demande extérieure adressée à la France progresserait de 1,0 % par trimestre fin 2015 et au premier semestre 2016.

Prévision de croissance des échanges extérieurs

	Variations trimestrielles						Variations annuelles		
	2015				2016		2014	2015	2016 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Exportations									
Ensemble des biens et services	1,5	1,9	−0,6	0,7	0,9	1,0	2,4	5,5	2,3
Produits manufacturés (69 %) *	1,2	2,2	−1,0	0,6	1,0	1,1	1,8	5,0	2,3
Importations									
Ensemble des biens et services	1,9	0,5	1,7	0,6	1,0	1,0	3,9	5,6	3,1
Produits manufacturés (68 %) *	1,4	1,2	2,0	0,6	1,2	1,2	3,7	5,2	3,9
Contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB	−0,2	0,4	−0,7	0,0	0,0	0,0	−0,5	−0,1	−0,3

Prévision

* Part des exportations (respectivement, importations) de produits manufacturés dans les exportations (respectivement, importations) totales, en 2014

Source : Insee

Les exportations rebondiraient au quatrième trimestre 2015

Au troisième trimestre 2015, les exportations totales de la France ont baissé (-0,6 %) après quatre trimestres très dynamiques. Ce repli est d'abord le fait des exportations de produits manufacturés (-1,0 % après +2,2 %), en particulier d'un contrecoup de ventes élevées de matériel de transport au deuxième trimestre (-5,5 % après +8,5 %). Les ventes de biens d'équipement se sont également contractées (-0,2 % après +0,9 %) et les ventes d'autres produits manufacturés ont ralenti (0,0 % après +0,6 %).

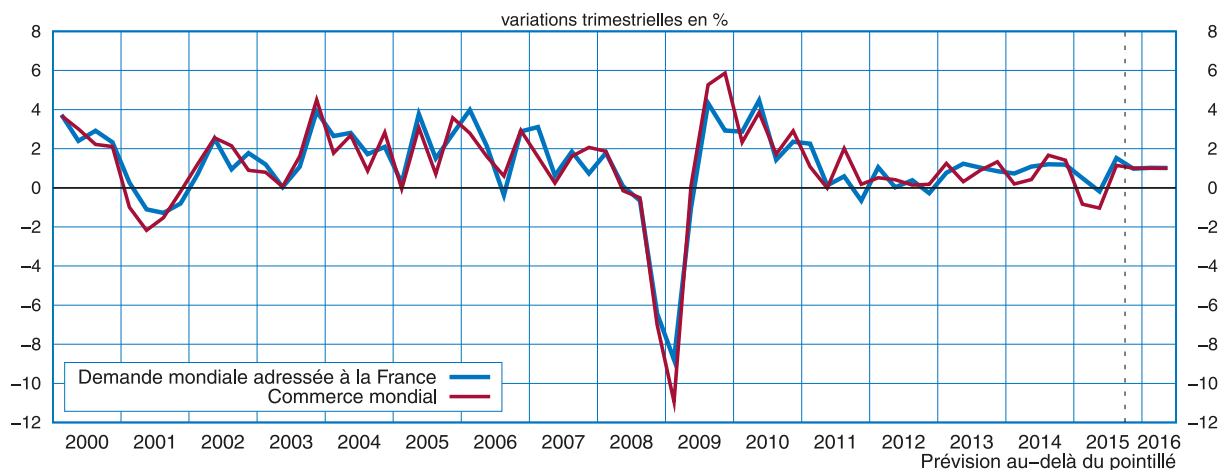
Au quatrième trimestre, les exportations manufacturières rebondiraient (+0,6 %), progressant un peu moins que la demande mondiale adressée à la France. Les ventes se redresseraient pour l'ensemble des produits manufacturés, notamment pour les exportations aéronautiques et navales. En revanche, le tourisme

pâtirait des conséquences des attentats du 13 novembre. Enfin les exportations de services seraient un peu plus soutenues (+0,9 %), quoique sur un rythme légèrement inférieur à leur tendance.

Au premier semestre 2016, la demande mondiale adressée à la France serait de nouveau majoritairement soutenue par les pays avancés (*graphique 2*). Les exportations manufacturières accélèreraient légèrement par rapport au quatrième trimestre 2015, en s'accroissant de 1,0 % en moyenne par trimestre (*graphique 3*). Les services conserveraient leur rythme de fin 2015 (+0,9 % par trimestre). Au total, les exportations progresseraient de 0,9 % au premier trimestre 2016, puis de 1,0 % au deuxième trimestre 2016.

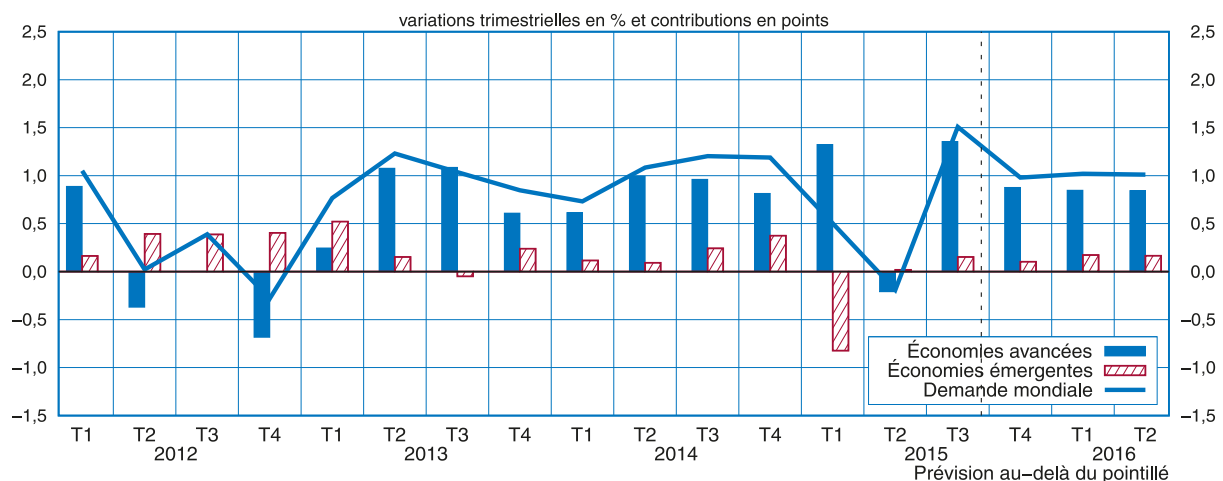
En moyenne annuelle, les exportations accélèreraient nettement en 2015 (+5,5 % après +2,4 % en 2014). L'acquis de croissance pour 2016 serait de +2,3 % à l'issue du premier semestre.

1 – Demande mondiale adressée à la France et commerce mondial



Sources : Insee, DG Trésor, Centraal PlanBureau

2 – Demande mondiale adressée à la France et contributions des principaux partenaires



Sources : Insee, DG Trésor

Conjoncture française

Les importations ralentiraient au quatrième trimestre 2015

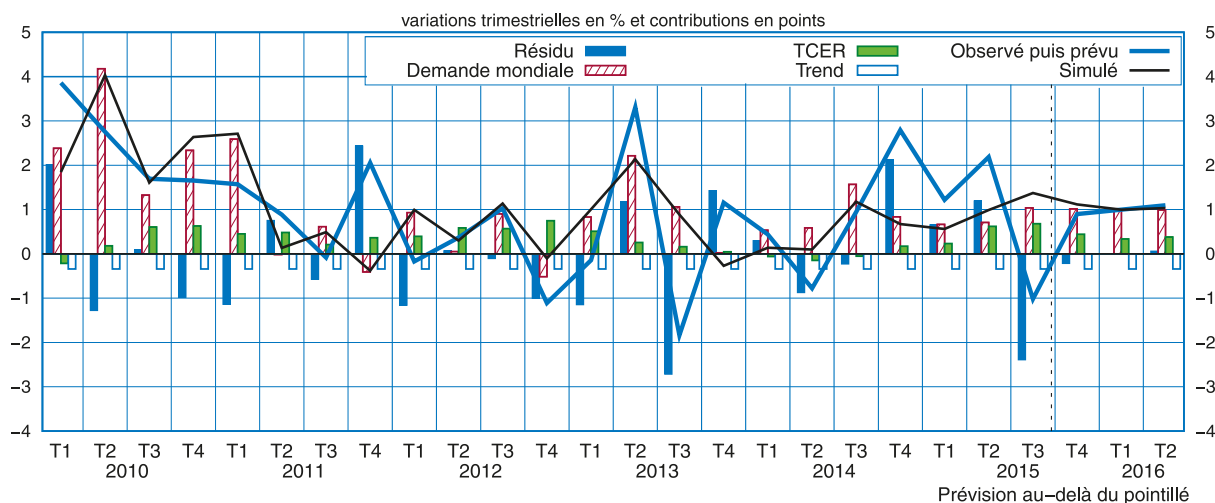
Au troisième trimestre 2015, les importations françaises ont fortement accéléré (+1,7 % après +0,5 %). Ce dynamisme provient essentiellement des achats de produits manufacturés (+2,0 % après +1,2 %), en particulier de produits de cokéfaction et raffinage (+11,7 % après +8,1 %), mais aussi de biens d'équipement (+1,3 % après +0,6%) et d'autres produits manufacturés (+1,2 % après -0,1 %).

Au quatrième trimestre, les importations de produits manufacturés ralentiraient (+0,6 %). En particulier, les achats de produits raffinés, très soutenus depuis deux trimestres, se replieraient par contrecoup, à la faveur d'une reprise de la production dans les raffineries françaises et d'une baisse de la consommation.

Au premier semestre 2016, les importations manufacturières accéléreraient à nouveau (+1,2 % par trimestre), dans le sillage de la demande intérieure. Au total, elles progresseraient de 1,0 % par trimestre au premier semestre 2016. En moyenne annuelle, les importations aussi accéléreraient nettement : +5,6 % en 2015 après +3,9 % en 2014. L'acquis de croissance pour l'année 2016 serait de +3,1 % à l'issue du premier semestre.

Au total, les échanges extérieurs auraient une contribution à la croissance du PIB légèrement négative en 2015 (-0,1 point), moindre cependant qu'en 2014 (-0,5 point). Pour l'acquis de croissance de 2016 à mi-année, la contribution du commerce extérieur resterait négative (-0,3 point). ■

3 – Équation d'exportations (biens manufacturés) et contributions économétriques



Lecture - TCER : taux de change effectif réel
Source : Insee

Emploi

L'emploi marchand non agricole se redresse progressivement depuis l'automne 2014 (+90 000 en moyenne par trimestre. Il accélérerait d'ici la mi-2016, porté par une activité un peu plus dynamique. De plus, il bénéficierait encore des effets d'enrichissement de la croissance en emplois généré par le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi et par le Pacte de responsabilité et de solidarité. Au total, 46 000 emplois marchands seraient créés en 2015, puis 35 000 durant la première moitié de 2016. Dans les secteurs non marchands, l'emploi ne faiblirait pas début 2016 (+21 000 au premier semestre, après +16 000 au second semestre 2015).

Au total, 197 000 emplois seraient créés en 2015 et 73 000 au premier semestre 2016.

L'emploi marchand continuerait d'augmenter au premier semestre 2016

Après trois années consécutives de baisse, l'emploi marchand non agricole augmenterait en 2015 (+46 000). Il accélérerait légèrement entre le second semestre 2015 (+24 000) et la première moitié de 2016 (+35 000).

En 2014, l'emploi dans les secteurs marchands non agricoles a diminué de 63 000. Depuis l'automne 2014, il se redresse toutefois progressivement (+9 000 emplois par trimestre en

moyenne), l'augmentation des effectifs dans le tertiaire ayant plus que compensé le recul de l'emploi dans l'industrie et la construction.

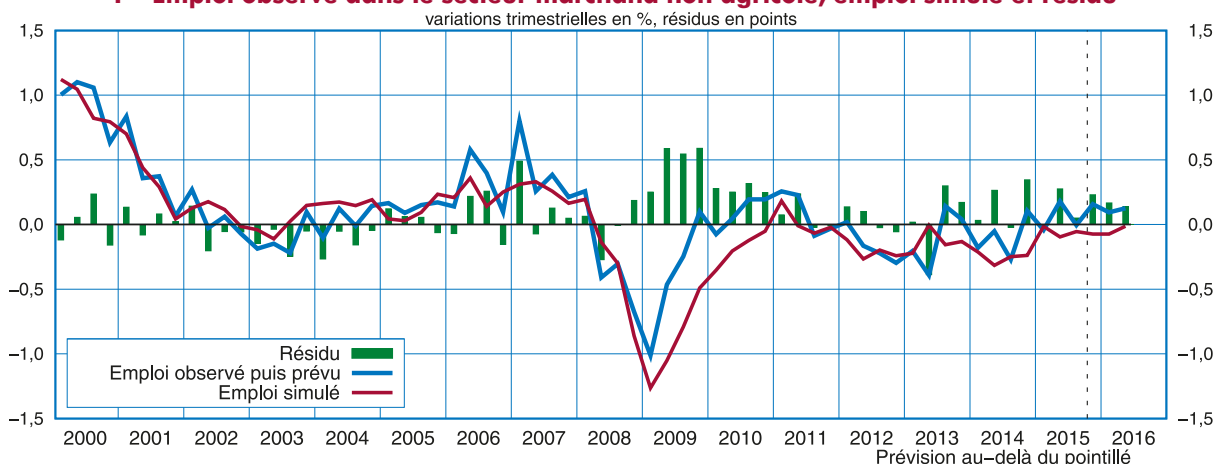
L'emploi dans les secteurs marchands continuerait d'augmenter au premier semestre 2016 (graphique 1). Il bénéficierait d'une activité un peu plus dynamique et des effets d'enrichissement de la croissance en emplois apportés par le crédit d'impôt sur la compétitivité et l'emploi (CICE) et le Pacte de responsabilité et de solidarité (PRS). Toutefois, ces effets seraient un peu moindres au premier semestre 2016 (+25 000) qu'au second semestre 2015 (+40 000) : d'une part, la montée en charge du CICE est terminée ; d'autre part, les nouveaux allègements de cotisations sociales du PRS auraient un effet sur l'emploi moindre parce qu'ils ne sont pas ciblés sur les bas salaires¹ et qu'ils ne seront mis en œuvre qu'à partir du 1^{er} avril 2016.

L'intérim et l'emploi tertiaire hors intérim resteraient croissants

Le rythme des créations d'emploi dans le tertiaire (y compris intérim) se maintiendrait entre le premier et le second semestre 2016 (+61 000 puis +66 000). Il se prolongerait également en première moitié d'année 2016 (+64 000).

1. Après un premier volet d'allègements en 2015 sur les salaires inférieurs à 1,6 Smic, l'extension de la mesure en 2016 portera sur les salaires compris entre 1,6 et 3,5 Smic.

1 – Emploi observé dans le secteur marchand non agricole, emploi simulé et résidu



Lecture : le résidu de l'équation d'emploi est l'écart entre l'emploi observé et l'emploi simulé à partir des évolutions d'emploi et d'activité passées et courantes et des effets des politiques de l'emploi (y compris sur la période récente du CICE et du PRS). Un résidu positif, comme fin 2014, indique que l'emploi observé s'est comporté de façon plus favorable que ne le laissaient attendre les comportements passés. Période d'estimation de l'équation : 1984–2009

Source : Insee

Conjoncture française

Après avoir fortement fluctué autour de la stabilité durant deux ans, l'emploi intérimaire est nettement reparti à la hausse au cours des deuxième et troisième trimestres 2015 (+20 000 puis +16 000, après -11 000 au premier trimestre). Compte tenu de l'amélioration des perspectives d'emploi qu'indiquent les chefs d'entreprises du secteur, cette dynamique se prolongerait dans les prochains trimestres.

L'emploi dans le tertiaire marchand hors intérim a progressé au premier semestre 2015 (+52 000). Après avoir ralenti au troisième trimestre, il accélérerait à nouveau en fin d'année, les chefs d'entreprise restant optimistes sur l'évolution de leurs effectifs. Sur l'ensemble du second semestre, 36 000 emplois seraient ainsi créés dans ce secteur. Ce rythme se maintiendrait en première moitié d'année 2016 (+34 000, **graphiques 2 et 3**) : l'activité serait un peu plus soutenue dans les services mais les effets attendus du CICE et du PRS seraient un peu moins importants que fin 2015.

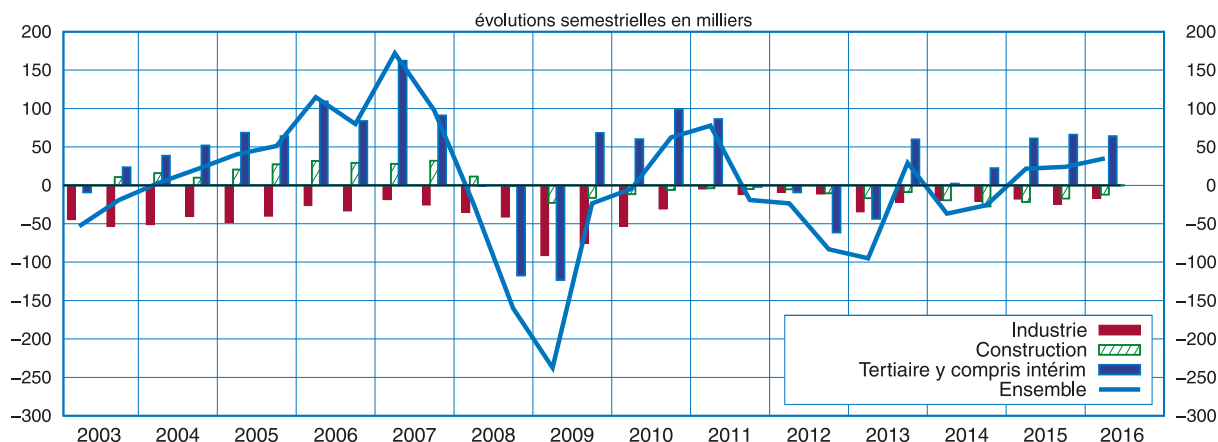
Le recul de l'emploi industriel serait un peu moins accentué

Les pertes nettes d'emplois industriels se sont poursuivies au premier semestre 2015 (-9 000 par trimestre), avant de s'accroître à nouveau au troisième trimestre (-15 000). Les anticipations des industriels en termes d'emploi suggèrent toutefois une moindre baisse des effectifs au quatrième trimestre (-10 000). Au premier semestre 2016, les destructions d'emploi garderaient un rythme similaire (-17 000).

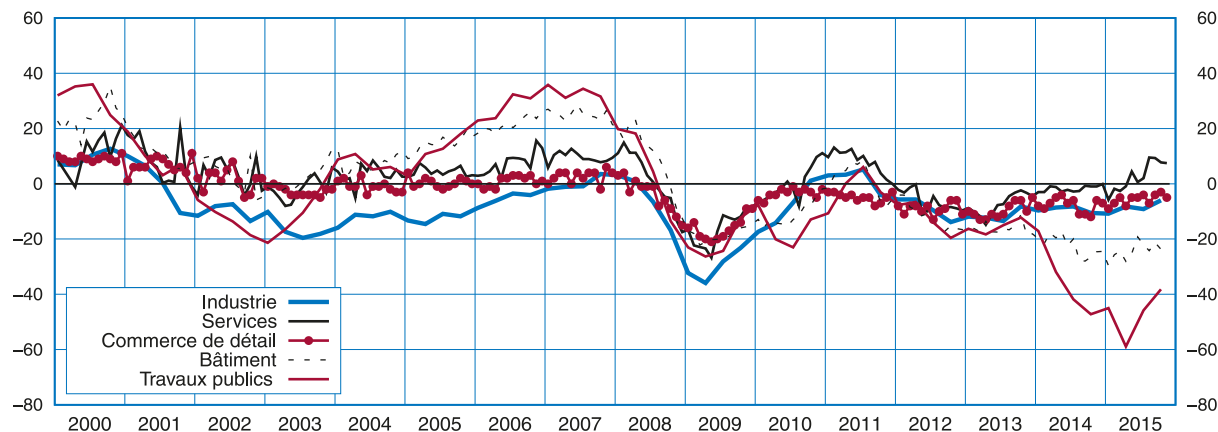
L'emploi dans la construction reculerait moins fortement

L'emploi salarié dans la construction décroît presque continûment depuis fin 2008. Le secteur a perdu 47 000 emplois en 2014 et 22 000 au premier semestre 2015. Au troisième trimestre 2015, 10 000 emplois y ont été détruits. Dans les enquêtes de conjoncture, les perspectives se redressent dans l'artisanat du bâtiment et amorcent une remontée dans les travaux publics. Dans ce contexte, le recul des effectifs serait un peu plus limité en prévision (-7 000 au quatrième trimestre 2015, puis -6 000 par trimestre au premier semestre 2016).

2 – Évolution semestrielle de l'emploi dans les secteurs marchands non agricoles



3 – Soldes d'opinion des chefs d'entreprise sur les effectifs prévus



Les créations d'emploi se maintiendraient

En 2015, l'emploi non marchand progresserait de 48 000 emplois (après +52 000 en 2014), largement porté par les contrats aidés (+22 000, [tableau 2](#)).

Il ne faiblirait pas au premier semestre 2016. D'une part, même si l'enveloppe de contrats aidés fixée en loi de finances a diminué (300 000 environ en France métropolitaine, après un peu plus de 400 000 en 2015), tant pour les CUI-CAE² que pour les emplois d'avenir, les entrées seraient nombreuses au premier semestre 2016. Ainsi, le nombre de bénéficiaires de contrats aidés se stabiliserait quasiment au premier semestre 2016, comme au second semestre 2015. D'autre part, le service civique continuerait de monter en charge. Au total, l'emploi non marchand progresserait de 21 000 au premier semestre 2016, après 16 000 au second semestre 2015.

L'emploi total augmenterait de 73 000 au premier semestre 2016

En 2015, en tenant compte de l'emploi non salarié et des salariés agricoles, l'emploi total augmenterait de 127 000 (après +32 000 en 2014), avec une légère décélération au second semestre (+57 000, après +70 000). Il repartirait sur un rythme plus soutenu début 2016 (+73 000). D'une part, l'emploi marchand accélérerait légèrement : les effets d'enrichissement de la croissance en emplois liés au CICE ainsi qu'au PRS seraient certes un peu moins importants, mais l'activité serait plus soutenue. D'autre part, l'emploi non marchand ne faiblirait pas. ■

2. Depuis juillet 2014, les embauches en ateliers et chantiers d'insertion (ACI) ne sont plus effectuées sous forme de contrat unique d'insertion – contrat d'accompagnement dans l'emploi (CUI-CAE) mais de contrat à durée déterminée d'insertion (CDDI). Néanmoins, de façon à raisonner sur un périmètre constant dans le suivi des emplois aidés, les prévisions de CUI-CAE présentées ici incluent les ACI.

Tableau 1

Évolution de l'emploi

en milliers, CVS

	2015				2016		2015 S1	2015 S2	2016 S1	2014	2015	Niveau fin 2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2						
Secteurs principalement marchands non agricoles (1) dont :	-7	28	-1	25	15	20	22	24	35	-63	46	15 827
Industrie	-9	-9	-15	-10	-9	-8	-18	-25	-17	-40	-42	3 140
Construction	-11	-11	-10	-7	-6	-6	-22	-17	-12	-47	-39	1 350
Intérim	-11	20	16	13	16	14	9	29	30	0	38	541
Tertiaire essentiellement marchand hors intérim	25	28	8	29	14	20	52	36	34	24	89	10 796
Salariés agricoles	2	2	2	2	2	2	3	4	4	7	7	
Tertiaire principalement non marchand	16	16	10	7	13	8	32	16	21	52	48	
Non-salariés	6	6	6	6	6	6	13	13	13	36	25	
EMPLOI TOTAL	17	52	17	41	37	36	70	57	73	32	127	

Prévision

(1) secteurs DE à MN + RU

Source : Insee

Tableau 2

Variation du nombre de bénéficiaires de contrats aidés dans le secteur non marchand

	2015				2016		2015		2016 S1	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	S1	S2			
Emplois d'avenir	3	2	1	1	-1	-4	5	2	-5	30	7
CUI-CAE yc ACI	10	8	2	-5	7	1	18	-3	7	21	15
Total	12	10	3	-4	6	-4	22	-1	2	51	22

Prévision

Note : y compris avenants de reconduction

Champ : France métropolitaine

Sources : Dares, tableau de bord des politiques de l'emploi, calculs Insee

Le CICE est monté en charge en 2015

Depuis 2014, les entreprises sont interrogées chaque trimestre sur l'utilisation du CICE

Le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE), instauré en 2013, est monté en charge en 2015. Cet allègement d'impôt sur les sociétés, qui s'apparente à un allègement de cotisations sociales sur les bas et moyens salaires, s'élevait en 2014 à 4 % des rémunérations que les entreprises avaient versé en 2013 pour les salaires n'excédant pas 2,5 Smic. En 2015, il représente 6 % de la masse salariale versée en 2014 pour les salaires ne dépassant pas 2,5 fois le Smic : à salaire donné, le crédit d'impôt est ainsi relevé de 50 %.

Depuis janvier 2014, de nouvelles questions ont été introduites dans les enquêtes de conjoncture : les entreprises de l'industrie et des services hors transport sont interrogées chaque trimestre sur le montant annuel du CICE dont elles bénéficient, ainsi que sur l'utilisation qu'elles comptent en faire. Il leur est demandé si le CICE leur permet d'augmenter leur niveau d'emploi ou celui des salaires, s'il est utilisé pour baisser leurs prix de vente, quelle part est utilisée pour accroître leur résultat d'exploitation et si celle-ci sera majoritairement affectée à l'investissement. Le champ de l'enquête représente environ 50 % du montant total du CICE crédité aux entreprises en 2014.

En 2015, les entreprises semblent avoir bien intégré le dispositif du CICE. Dès l'enquête d'avril, elles étaient plus de 90 % dans l'industrie et 74 % dans les services à avoir indiqué le montant du CICE dont elles bénéficient cette année. Cette différence entre les entreprises industrielles et de services s'explique par les caractéristiques des enquêtes de conjoncture : dans l'industrie, seules les entreprises de plus de 20 salariés sont interrogées et les répondantes sont plus habituées

à répondre à des questions quantitatives puisqu'elles sont aussi interrogées chaque trimestre sur leur montant d'investissement.

Le CICE représente 1 149 euros par salarié dans l'industrie et 839 euros dans les services

En 2015, le CICE représente en moyenne 1 149 euros par salarié dans l'industrie et 839 euros dans les services, d'après les réponses des entreprises interrogées en octobre 2015 (*tableau 1*). D'un bout de l'échelle à l'autre, le CICE représente 1 235 euros par salarié dans l'automobile alors qu'il s'élève à 538 euros par salarié dans les activités immobilières. Dans les services, plus le chiffre d'affaires de l'entreprise est élevé, plus le montant de CICE par salarié est faible (*tableau 2*). Dans l'industrie, cet effet est nettement moins marqué ; cependant, les entreprises industrielles de grande taille, employant plus de 500 salariés, déclarent percevoir 14 % de moins de CICE par salarié que celles de plus petite taille.

Entre les enquêtes de 2014 et de 2015, environ huit entreprises sur dix ont répondu que le montant de CICE dont elles bénéficient en 2015 serait supérieur à celui de 2014. Pour environ 40 % des entreprises, la hausse serait supérieure ou égale à 50 % – le taux de CICE ayant été relevé de 4 % à 6 % en 2015, ce seuil représente l'effet de la mesure à masse salariale inchangée.

La majorité des entreprises de services annoncent utiliser le CICE pour augmenter leur niveau d'emploi

Dans la majorité des secteurs, les entreprises annoncent se servir plus souvent du CICE pour augmenter l'emploi que pour baisser les prix ou

Tableau 1 – Réponses par secteur d'activité

	Montant de CICE perçu (en €)	Affecté à			Part destinée à accroître le résultat d'exploitation... (en %)	...affectée majoritairement à l'investissement (en %)
		l'emploi (en %)	les salaires (en %)	les prix de vente (en %)		
Services	839	53	42	24	49	60
Hébergement, restauration	997	43	44	18	37	66
Information, communication	921	47	36	18	47	54
Acti. spécialisées, scientifiques et techniques	980	44	39	25	41	55
Act. de services administratifs et de soutien	677	70	47	30	58	60
Activités immobilières	538	24	18	9	60	62
Industrie	1149	37	32	36	53	64
Automobile	1235	26	18	37	64	55
Industrie agro-alimentaire	1214	41	37	36	52	71
Biens d'équipement	1021	41	34	35	47	69
Autres matériels de transports	880	44	39	39	36	59
Autres branches industrielles	1177	37	31	37	54	63

Source : Insee

augmenter les salaires. Cette priorité est plus marquée dans les services. Ainsi, dans les services, 53 % des entreprises indiquent que le CICE permet d'augmenter le niveau d'emploi ; en regard, 42 % d'entre elles déclarent s'en servir pour améliorer les salaires et 24 % pour diminuer les prix¹. Cette hiérarchie des usages du CICE se retrouve dans les sous-secteurs des services, sauf celui de l'hébergement-restauration où les entreprises indiquent l'utiliser autant pour augmenter les salaires que l'emploi. Les entreprises des services administratifs et de soutien seraient particulièrement nombreuses à utiliser le dispositif pour augmenter leur emploi ou les salaires qu'elles versent, alors que le CICE y représente un montant par salarié inférieur à la moyenne des services. Plus l'entreprise a un chiffre d'affaires élevé et plus elle répond utiliser le CICE pour baisser ses prix.

Dans l'industrie, le CICE sert à augmenter l'emploi comme à baisser les prix

Dans l'industrie, les entreprises indiquent quasiment autant utiliser le CICE pour augmenter leur niveau d'emploi (37 %) que pour réduire leurs prix de vente (36 %). Dans les secteurs des autres matériels de transport, des biens d'équipement et des industries agroalimentaires, elles seraient plus nombreuses à l'utiliser pour augmenter le niveau d'emploi plutôt que pour baisser leurs prix. Au contraire, 37 % des entreprises de l'automobile se serviraient du CICE pour baisser leurs prix et 26 % l'utiliseraient pour augmenter le niveau d'emploi. Les entreprises industrielles de petite taille répondent plus souvent utiliser le CICE pour accroître leur emploi et pour améliorer les salaires.

Les réponses des entreprises sur leur utilisation du CICE sont assez stables d'une enquête à l'autre et d'une année sur l'autre. En 2015, les entreprises des services sont cependant un peu plus nombreuses qu'en 2014 à déclarer utiliser le CICE pour accroître le niveau d'emploi et moins nombreuses à vouloir baisser

leurs prix de vente (tableau 3). Dans l'industrie, les entreprises répondent plus souvent utiliser le CICE pour accroître les salaires ou pour baisser les prix de vente en 2015 par rapport à 2014.

Augmenter l'emploi grâce au CICE est plutôt le fait d'entreprises dynamiques

Les caractéristiques des entreprises qui jugent utiliser le CICE pour augmenter leur niveau d'emploi sont plutôt des entreprises dynamiques avec une activité récente et des investissements bien orientés. Dans les services, elles ont une opinion positive de leur situation ; dans l'industrie, la demande étrangère qui leur est adressée est en hausse. Dans les services, ce sont plus souvent des grandes entreprises ; en revanche, dans l'industrie, la taille de l'entreprise n'a pas d'influence.

Au contraire, les entreprises qui utilisent le CICE pour baisser leurs prix de vente sont en situation moins favorable. Dans l'industrie, elles risquent plus souvent d'avoir un résultat d'exploitation dégradé au cours du second semestre 2015, des investissements en baisse en 2015, une demande étrangère peu dynamique, et de baisser leurs effectifs au cours des prochains mois. Plus que les autres, elles peuvent répondre que leurs prix de vente ont pesé sur leur résultat d'exploitation. Dans les services, ce sont plus souvent des entreprises de grande taille qui appartiennent à un groupe et qui avaient baissé leur prix de vente dans les derniers mois.

Les entreprises annoncent utiliser le CICE aussi pour investir davantage

En 2015, les entreprises annoncent qu'elles utilisent environ la moitié du CICE pour accroître leur résultat d'exploitation. Cet usage n'est pas uniforme : environ une entreprise sur trois indique qu'elle emploie l'intégralité du CICE pour améliorer son résultat d'exploitation et autant jugent que cette mesure n'est pas du tout utilisée dans ce but. Les entreprises de l'automobile (64 %), de l'immobilier (60 %) et des services administratifs et de soutien (58 %) y

1. Les réponses des entreprises peuvent être multiples.

Tableau 2 – Réponses par tranche de chiffre d'affaires ou de taille

	Montant de CICE perçu (en €)	Affecté à			Part destinée à accroître le résultat d'exploitation... (en %)	...affectée majoritairement à l'investissement (en %)
		l'emploi (en %)	les salaires (en %)	les prix de vente (en %)		
Services	839	53	42	24	49	60
Chiffre d'affaires inférieur à 10 000 k€	985	44	46	17	43	55
De 10 000 à 45 000 k€ de chiffre d'affaires	920	54	34	29	52	55
Chiffre d'affaires supérieur à 45 000 k€	581	66	40	31	56	70
Industrie	1149	37	32	36	53	64
Entreprises 20 à 99 salariés	1218	41	38	35	52	59
Entreprises de 100 à 499 salariés	1226	39	35	40	53	67
Entreprises de 500 salariés et plus	1044	34	26	35	53	66

Source : Insee

consacreraient une part nettement plus forte que celles des autres matériels de transport (36 %) et de l'hébergement-restauration (37 %). Dans les services, cette part augmente significativement avec la taille de l'entreprise.

Lorsqu'elles sont ensuite interrogées sur l'affectation de cette part, un grand nombre d'entreprises indique qu'elles la consacrent majoritairement à l'investissement : 60 % des entreprises dans les services le confirment et 64 % dans l'industrie. Ces chiffres élevés se retrouvent dans quasiment tous les sous-secteurs de l'industrie et des services.

Au fil des enquêtes, la part du CICE destinée à accroître le résultat d'exploitation est assez stable. Cependant, les entreprises ont été de plus en plus nombreuses à répondre utiliser majoritairement cette part pour investir : dans l'industrie, elles sont 64 % en

octobre 2015 alors qu'elles n'étaient que 58 % en juillet 2014. De même, 60 % des entreprises des services interrogées en octobre 2015 pensent affecter majoritairement ce volant de CICE à l'investissement, contre 52 % en juillet 2014.

Les entreprises qui disent allouer la majeure partie du CICE destinée à accroître leur résultat d'exploitation à l'investissement sont plus fréquemment de grandes entreprises. Le plus souvent, si elles déclarent utiliser le CICE pour investir, elles répondent aussi que leurs investissements passés et futurs sont en hausse. Dans l'industrie, il est plus probable que ce soient des entreprises qui déclarent ne pas avoir de difficulté de trésorerie et qui anticipent d'accroître leurs effectifs. Dans les services, ces entreprises ont une probabilité plus importante d'avoir une activité récente dynamique. ■

Tableau 3 – Évolution des réponses lors des différentes occurrences des enquêtes

Enquêtes	Montant du CICE déclaré (par salarié, en €)	Affecté à (en % de OUI)			Part destinée à accroître le résultat d'exploitation... (en %)	...affectée majoritairement à l'investissement (en %)
		l'emploi	les salaires	les prix de vente		
Services						
juillet 2014	653	48	41	32	46	52
octobre 2014	635	48	41	28	48	57
janvier 2015	880	47	45	26	52	54
avril 2015	885	56	47	26	49	54
juillet 2015	884	54	46	25	53	61
octobre 2015	839	53	42	24	49	60
Industrie						
juillet 2014	877	34	26	30	52	58
octobre 2014	908	34	27	33	51	58
janvier 2015	1137	34	33	36	50	61
avril 2015	1174	36	33	38	51	64
juillet 2015	1169	36	31	35	52	65
octobre 2015	1149	37	32	36	53	64

Source : Insee

Chômage

Au troisième trimestre 2015, en France métropolitaine, le nombre de chômeurs s'est accru de 75 000 et le taux de chômage au sens du BIT a augmenté : il a atteint 10,2 % de la population active, après 10,0 % au trimestre précédent. En incluant les départements d'outre-mer, il s'est établi à 10,6 %, après 10,4 % au deuxième trimestre.

Au cours des trimestres suivants, la hausse attendue de l'emploi serait supérieure à la variation de la population active, et le nombre de chômeurs diminuerait à nouveau. Mi-2016, le taux de chômage s'élèverait à 10,4 % (10,0 % en France métropolitaine) et retrouverait ainsi son niveau d'un an plus tôt.

Au troisième trimestre 2015, le taux de chômage a augmenté

Au troisième trimestre 2015, en France métropolitaine, le nombre de chômeurs s'est accru de 75 000 après avoir diminué au premier semestre (-34 000, [tableau](#)). Le taux de chômage s'est ainsi établi à 10,2 % de la population active, soit 0,2 point de plus qu'au trimestre précédent et qu'un an auparavant ([graphique 1](#)).

Le chômage s'est accru dans toutes les tranches d'âge, notamment les jeunes (+29 000). Leur taux de chômage a continuellement augmenté entre fin 2013 et début 2015. Il a ensuite ponctuellement diminué au deuxième trimestre 2015 (-0,4 point), avant de repartir à la hausse au troisième trimestre (+1,0 point, à 24,6 %), principalement chez les hommes (-1,7 point au deuxième trimestre, puis +1,9 point).

Au troisième trimestre 2015, 10,8 % des hommes actifs sont au chômage et 9,7 % des femmes actives. Depuis la mi-2012, cet écart s'accroît. En effet, sur cette période, l'emploi a baissé plus fortement dans l'industrie et la construction ([cf. fiche Emploi](#)), secteurs employant majoritairement des hommes.

Au troisième trimestre, le halo autour du chômage a baissé, surtout chez les 25-49 ans

Au troisième trimestre 2015, la hausse du chômage (+75 000 chômeurs, [graphique 2](#)) s'est accompagnée d'une baisse du nombre de personnes situées dans le halo¹ autour du chômage (-64 000), notamment chez les personnes âgées de 25 à 49 ans (+30 000 chômeurs et -44 000 personnes dans le halo).

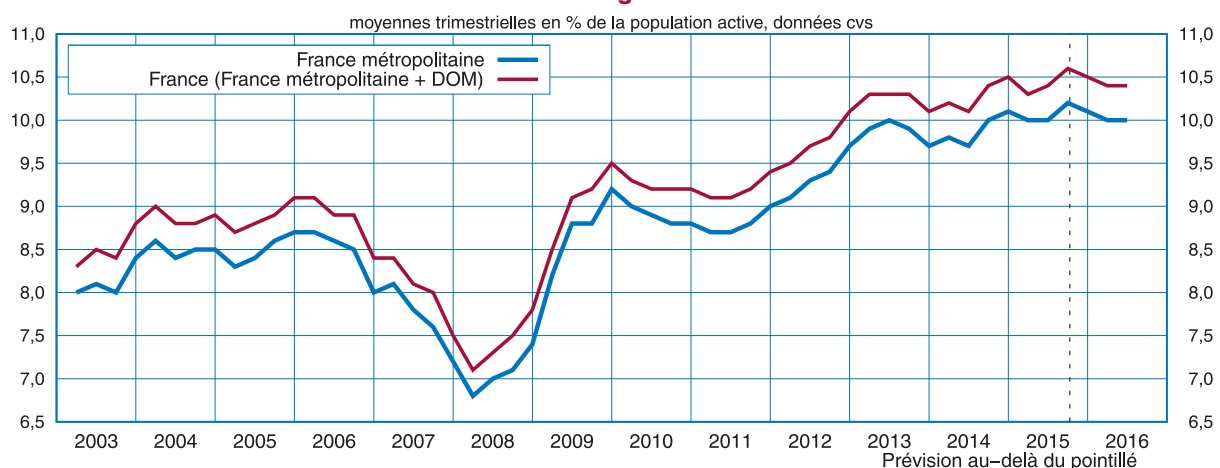
La baisse du halo concerne surtout les chômeurs dits « découragés », c'est-à-dire les personnes souhaitant travailler, disponibles rapidement, mais qui n'ont pas recherché activement d'emploi au cours du mois écoulé.

Le taux de chômage diminuerait d'ici mi-2016

En 2015, la population active augmenterait de nouveau (+129 000 personnes, après 174 000 en 2014), principalement dans la tranche d'âge des 50-64 ans. Cette hausse serait d'abord imputable aux évolutions tendanciennes de la

1. Le halo autour du chômage est composé de personnes inactives au sens du Bureau international du travail (BIT) : il s'agit des personnes qui recherchent un emploi mais qui ne sont pas disponibles et des personnes qui souhaitent travailler mais qui ne recherchent pas d'emploi, qu'elles soient disponibles ou non.

1 - Taux de chômage au sens du BIT

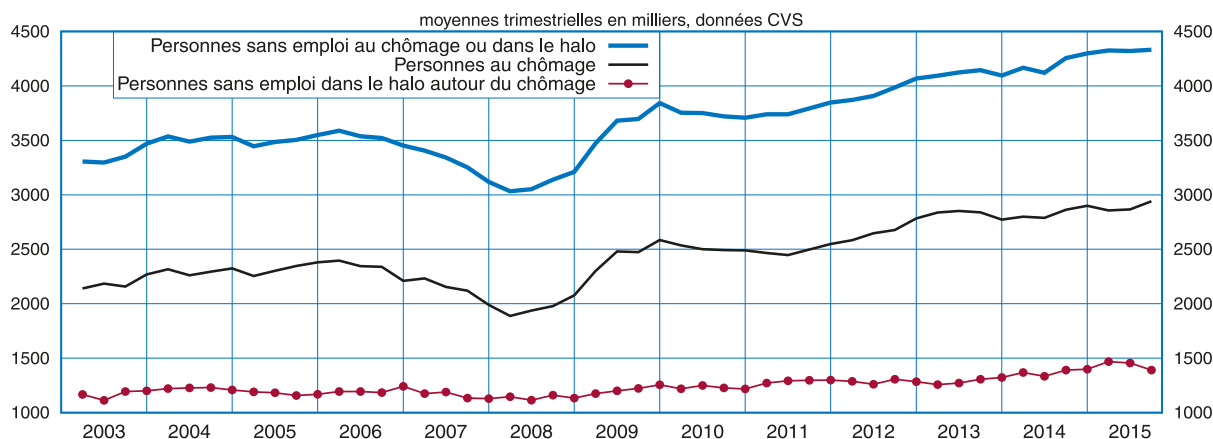


Conjoncture française

population en âge de travailler et des comportements d'activité. Elle serait en outre renforcée par l'effet du recul de l'âge légal de départ à la retraite, qui a été porté à 61 ans et 7 mois mi-2015. Cet accroissement serait limité par les départs à la retraite anticipée, dans le cadre du dispositif spécifique aux carrières longues, rénové en 2012. Ce dispositif aurait un effet similaire en 2016. Durant la première moitié de

l'année 2016, la population active retrouverait sa croissance tendancielle (+51 000). Les créations nettes d'emploi (+75 000) dépasseraient ainsi la progression attendue de la population active. De ce fait, le taux de chômage diminuerait d'ici mi-2016 : il s'établirait à 10,4 % de la population active (10,0 % en France métropolitaine) et retrouverait ainsi son niveau de mi-2015. ■

2 – Personnes sans emploi au chômage au sens du BIT ou dans son halo



Évolutions de la population active, de l'emploi et du chômage en France métropolitaine

	Variations trimestrielles										Variations annuelles			
	2014				2015				2016		2013	2014	2015	2016 S1
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2				
Population des 15-64 ans	-23	-22	-21	-20	-20	-19	-19	-20	-14	-14	-100	-86	-78	-27
Population des 15-59 ans	-12	-12	-14	-15	-16	-16	-15	-15	-5	-5	-72	-52	-61	-10
Population active	61	-7	72	48	-13	44	109	-11	26	25	-8	174	129	51
dont :														
(a) Contribution de la population et du taux d'activité tendanciel	34	34	34	34	32	32	32	32	31	31	120	135	128	61
(b) Effets estimés des politiques publiques	-3	-4	-4	-4	-2	-1	-1	-3	-5	-5	-29	-14	-7	-10
(c) Autres fluctuations de court terme (résidu)	30	-37	42	18	-43	13	78	-40	0	0	-99	53	8	0
Emploi	35	4	-3	11	30	35	35	29	39	36	2	47	128	75
Rappel : Emploi en fin de période (cf. fiche « Emploi »)	-4	13	-19	42	17	52	17	41	37	36	52	32	127	73
Chômage BIT	26	-11	76	37	-43	9	75	-40	-13	-11	-10	127	2	-24
Taux de chômage BIT (%)	Moyenne trimestrielle										Moyenne au dernier trimestre de la période			
France métropolitaine	9,8	9,7	10,0	10,1	10,0	10,0	10,2	10,1	10,0	10,0	9,7	10,1	10,1	10,0
France (y compris Dom)	10,2	10,1	10,4	10,5	10,3	10,4	10,6	10,5	10,4	10,4	10,1	10,5	10,5	10,4

Prévision

Lecture :

– la ligne Emploi présente les variations du nombre de personnes en emploi en moyenne trimestrielle en cohérence avec les autres données du tableau ;

– emploi et chômage ne sont pas estimés sur des champs strictement équivalents : population totale pour l'emploi, population des ménages (hors collectivités) pour le chômage. L'impact de cette différence de champ étant très faible (la population hors ménage représentant moins de 1% de la population active), elle est négligée ici pour l'exercice de prévision du chômage.

Source : Insee

Prix à la consommation

En novembre 2015, les prix à la consommation sont stables sur un an. L'inflation d'ensemble s'élèverait à peine d'ici mi-2016 (+0,2 %), essentiellement du fait de la moindre baisse du prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente s'est redressée depuis un an, atteignant +0,7 % en novembre 2015 après un point bas à -0,2 % un an plus tôt. Elle serait stable d'ici mi-2016 (+0,7 % en juin 2016), la dépréciation passée de l'euro continuant de soutenir les prix des produits importés, notamment électroniques.

Léger rebond de l'inflation d'ici la fin de l'année

En France comme dans la zone euro, l'inflation est restée très modérée. Le glissement annuel des prix à la consommation n'a pas dépassé +1,0 % depuis l'été 2013 et est désormais quasi nul, du fait du fléchissement du cours du pétrole : en novembre 2015, l'inflation s'est établie à 0,0 % (graphique 1). Elle n'augmenterait que légèrement d'ici la mi-2016, à +0,2 % en juin, du fait des sorties de glissement des baisses des prix de l'énergie du premier semestre 2015.

L'inflation sous-jacente¹ s'est redressée tout au long de 2015. Elle atteint +0,7 % en novembre, contre un recul de 0,2 % un an plus tôt.

En particulier, les produits importés se renchérissent sous l'effet de la dépréciation passée de l'euro.

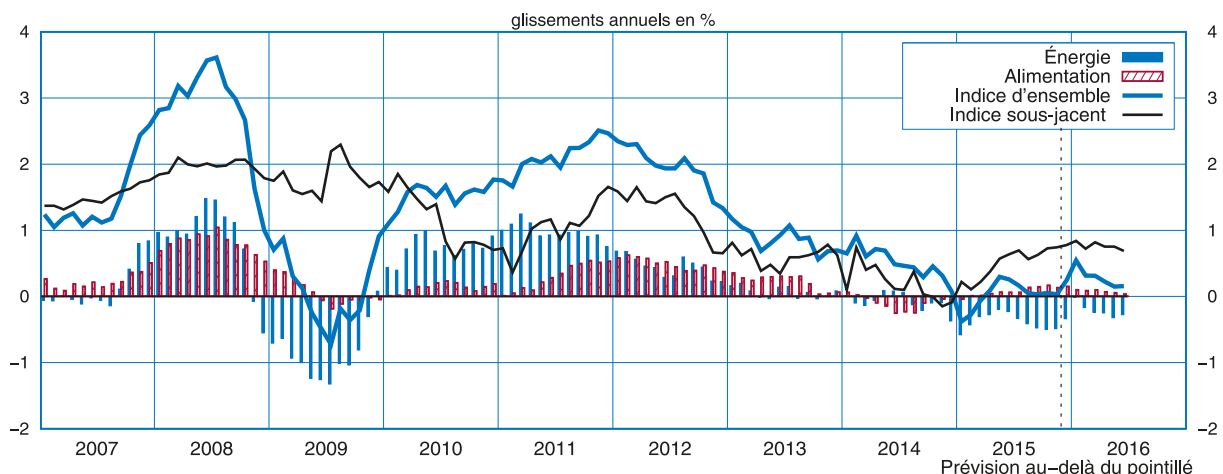
1. L'indicateur d'inflation sous-jacente calculé par l'Insee est estimé en retirant de l'indice d'ensemble les prix de l'énergie, des produits frais, les tarifs publics et en le corrigeant des mesures fiscales et des variations saisonnières.

D'ici juin 2016, l'inflation sous-jacente se stabiliserait (+0,7 % en juin 2016), la faible utilisation des capacités de production et le niveau élevé du chômage continuant, malgré leurs inflexions à l'œuvre, de limiter les pressions inflationnistes. De plus, la diffusion de la baisse passée des cours des matières premières se poursuivrait. À l'inverse, la dépréciation passée de l'euro continuerait de soutenir les prix à la consommation des biens fabriqués, quoique dans une moindre mesure que début 2015. La probabilité que l'inflation sous-jacente soit inférieure à +0,5 % en juin 2016 est estimée à environ 20 % (graphique 2).

Les prix de l'énergie reculeraient moins

En novembre 2015, les prix de l'énergie consommée ont reculé de 6,0 % sur un an, sous l'effet de la baisse du cours du pétrole brut. Ce recul s'atténuerait d'ici mi-2016 : il atteindrait -3,4 % en juin 2016. En effet, sous l'hypothèse conventionnelle d'un prix du baril de Brent stable à 45 \$ (41,7 €) d'ici juin 2016, les sorties de glissement des fortes baisses constatées début 2015 contribueraient à ce moindre recul. D'autres facteurs soutiendraient les prix de l'énergie : l'augmentation des taxes intérieures de consommation sur les produits énergétiques et le gaz naturel en janvier 2016 (encadré), les sorties de glissement des fortes baisses du tarif du gaz au premier semestre 2015 et le renchérissement de l'électricité induit par la revalorisation de la contribution au service public de l'électricité.

1 - Les prix à la consommation en France



Source : Insee

L'inflation alimentaire baisserait

L'inflation alimentaire diminuerait d'ici mi-2016, à +0,2 % en juin 2016, après +0,8 % en novembre 2015, essentiellement du fait du ralentissement des prix des produits frais.

Les conditions météorologiques de l'été et de l'automne 2015 ayant été moins favorables à la production, les prix des produits frais resteraient dynamiques jusqu'en mars 2016, puis ralentiraient au printemps en l'absence de nouveau choc sur l'offre (+1,2 % sur un an en juin après +5,4 % en novembre).

Les prix des produits alimentaires (hors produits frais) seraient quasi stables d'ici juin 2016 (+0,1 %, comme en novembre 2015). Les prix de nombreux produits baisseraient, notamment ceux des viandes, suivant la récente baisse des cotations nationales. En outre, dans un contexte de « guerre des prix » des grandes surfaces, la dépréciation passée de l'euro ne se diffuserait que légèrement aux prix de l'alimentation hors produits frais.

Les prix des produits manufacturés diminueraient de nouveau

Les prix des produits manufacturés diminueraient de 0,6 % sur un an en juin 2016, comme en novembre 2015. Les pressions inflationnistes restent limitées mais la dépréciation passée de l'euro soutiendrait encore les prix à la consommation des biens importés, notamment les produits électroniques ou électroménagers.

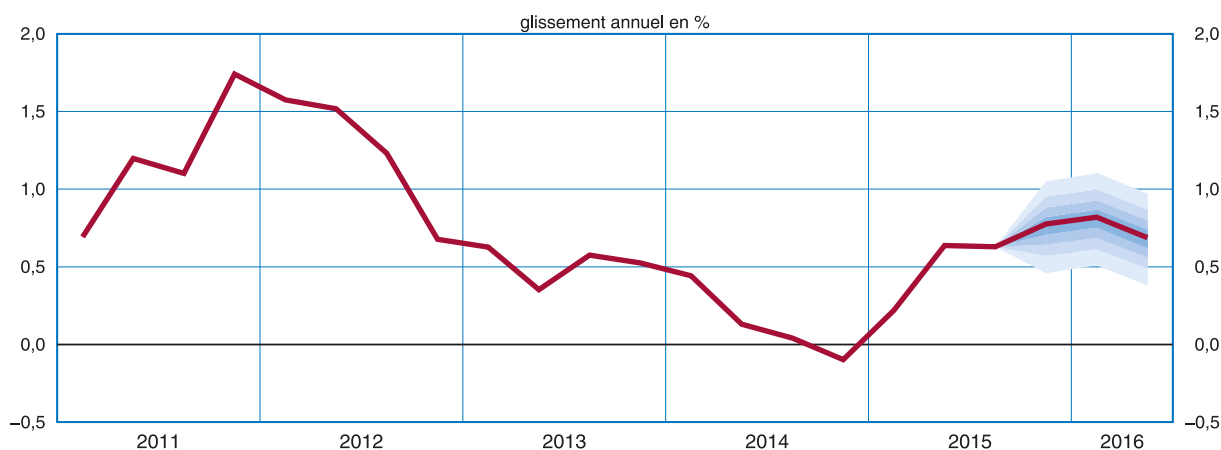
Au-delà des à-coups au mois le mois dus à un impact des soldes de plus en plus important, les prix de l'habillement-chaussures seraient quasi-stables sur un an en juin 2016, après s'être repliés de 0,5 % en novembre 2015. En effet, le coût des matières premières augmente avec la hausse des cours des fibres textiles amorcée fin 2014.

Par ailleurs, les prix des produits de santé continueraient de baisser d'ici mi-2016 : ils diminueraient de 3,7 % sur un an en juin 2016, après 4,1 % en novembre 2015. Cette baisse découle des mesures de modération inscrites dans le projet de loi de financement de la sécurité sociale pour 2016. Elle resterait accentuée par la baisse de prix des lunettes et lentilles, sous l'effet de la loi « Consommation » de 2014.

L'inflation des services serait stable

L'inflation des services serait stable : elle atteindrait +1,2 % sur un an en juin 2016, comme en novembre 2015. Le fléchissement des loyers, indexés avec retard sur l'indice de référence des loyers, ainsi que celui des prix des communications par effets de sorties de glissement des hausses de 2015, seraient en partie compensés par une légère hausse des prix des « autres services », notamment dans les services financiers. ■

2 - Prévision d'inflation sous-jacente pour la France et risques autour de la prévision



Lecture : le graphique des risques retrace, autour de la prévision centrale, 80 % des scénarios probables. La première bande décrit les scénarios les plus probables autour du scénario central, l'ensemble de ces scénarios ayant une probabilité totale de 20 %. 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 40 % ; 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 80 %. Ainsi, en juin 2016, la prévision d'inflation sous-jacente est de +0,7 % avec une probabilité de 60 % qu'elle se situe entre +0,5 % et +0,9 %.

Source : Insee

Tableau

Les prix à la consommation

évolutions en %

Regroupements IPC* (pondérations 2015)	juin 2015		novembre 2015		décembre 2015		juin 2016		Moyennes annuelles	
	ga	cga	ga	cga	ga	cga	ga	cga	2014	2015
Alimentation (16,6 %)	0,4	0,1	0,8	0,1	0,9	0,2	0,2	0,0	-0,6	0,5
Produits frais (2,1 %)	5,2	0,1	5,4	0,1	6,0	0,1	1,2	0,0	-4,1	5,6
Hors produits frais (14,5 %)	-0,3	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,2
Tabac (2,0 %)	0,3	0,0	0,3	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	5,2	0,3
Produits manufacturés (25,8 %)	-0,7	-0,2	-0,6	-0,1	-0,5	-0,1	-0,6	-0,2	-0,9	-0,9
Habillement-chaussures (4,4 %)	-0,5	0,0	-0,5	0,0	-0,5	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,9
Produits santé (4,3 %)	-3,5	-0,2	-4,1	-0,2	-4,0	-0,2	-3,7	-0,2	-2,8	-3,5
Autres produits manufacturés (17,2 %)	0,0	0,0	0,3	0,0	0,3	0,1	-0,1	0,0	-0,6	-0,3
Énergie (8,2 %)	-2,8	-0,2	-6,0	-0,5	-4,2	-0,3	-3,4	-0,3	-0,9	-4,7
Produits pétroliers (4,2 %)	-7,3	-0,3	-11,9	-0,5	-8,6	-0,4	-8,3	-0,3	-4,2	-10,7
Services (47,4 %)	1,3	0,6	1,2	0,6	1,2	0,6	1,2	0,6	1,7	1,2
Loyers-eau (7,7 %)	1,0	0,1	0,8	0,1	0,7	0,1	0,6	0,0	1,5	0,9
Santé (5,7 %)	0,5	0,0	0,2	0,0	0,4	0,0	0,4	0,0	0,3	0,4
Transports-communications (5,1 %)	1,5	0,1	0,2	0,0	0,6	0,0	-0,1	0,0	1,1	1,1
Autres services (29,0 %)	1,5	0,4	1,6	0,5	1,6	0,4	1,7	0,5	2,2	1,5
Ensemble (100 %)	0,3	0,3	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,5	0,0
Ensemble hors énergie (91,9 %)	0,5	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,5	0,4	0,6	0,5
Ensemble hors tabac (98,0 %)	0,3	0,3	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4	0,0
Inflation « sous-jacente » (60,4%)¹	0,6	0,4	0,7	0,4	0,8	0,5	0,7	0,4	0,2	0,5

Prévision

ga : glissement annuel.

cga : contribution au glissement annuel.

* Indice des prix à la consommation (IPC).

¹ Indice hors tarifs publics et produits à prix volatils, corrigé des mesures fiscales.

Source : Insee

Des mesures fiscales soutiendraient à nouveau le prix de l'énergie en janvier 2016

Au 1^{er} janvier 2016, la taxe intérieure de consommation sur les produits énergétiques (TICPE) augmentera mécaniquement via l'augmentation de la contribution climat énergie (CCE), de 2 centimes par litre pour le gazole et d'environ 1,7 centime par litre d'essence sans plomb (hors TVA). Par ailleurs, selon le projet de loi de finances de 2016, la TICPE augmentera de 1 centime supplémentaire par litre pour le gazole, et diminuera de 1 centime par litre pour l'essence (sans plomb contenant 10 % de bioéthanol), afin de favoriser la « dé-diésélisation » du parc automobile.

Au total, la hausse de la TICPE relèverait de 2,7 % les prix des

produits pétroliers. De même, une hausse de la taxe intérieure de consommation sur le gaz naturel (TICGN) est prévue et contribuerait pour 2,4 % à la hausse du tarif du gaz en janvier.

Le tarif de l'électricité serait également revalorisé en janvier 2016, de 2,1 %. En effet, dans le cadre du projet de loi de finances rectificatif de 2015, une hausse de 3 € du montant unitaire de la contribution au service public de l'électricité – qui atteindrait dès lors 22,50 € – a été proposé pour janvier 2016. Les prix de l'électricité augmenteraient ainsi de 4,0 % sur un an en juin 2016, après + 4,2 % en novembre 2015. ■

Salaires

En 2015, les salaires nominaux dans les branches marchandes augmenteraient quasiment au même rythme qu'en 2014 : +1,6 % en 2015 après +1,6 % en 2014 pour le salaire moyen par tête (SMPT) et +1,2 % en moyenne annuelle après +1,4 % en 2014 pour le salaire mensuel de base (SMB). Du fait de la stabilité des prix en 2014 et 2015, les salaires progresseraient de façon similaire en termes réels et en termes nominaux.

Au premier semestre 2016, le SMPT nominal accélérerait (+0,8 % en glissement semestriel après +0,6 % au second semestre 2015), soutenu par une revalorisation modérée du Smic au 1^{er} janvier 2016 (+0,6 %) et par une légère reprise de l'inflation (+0,2 % au premier semestre 2016 après -0,1 %). En termes réels, les salaires ralentiraient légèrement au premier semestre 2016 : +0,6 % en glissement semestriel pour le SMPT après +0,7 % au second semestre 2015.

Dans les administrations publiques, le SMPT nominal progresserait à un rythme proche de celui de 2015. L'acquis de croissance pour l'année 2016 à mi-année s'élèverait à +0,6 %, après +0,7 % un an plus tôt. Les salaires en termes réels ralentiraient légèrement (+0,4 % d'acquis après +0,6 %).

En 2015, le salaire moyen par tête progresserait comme en 2014

En 2015, le salaire mensuel de base (SMB)¹ dans les branches marchandes non agricoles continuerait de ralentir (+1,2 % en moyenne annuelle après +1,4 % en 2014 et +1,7 % en 2013). En revanche, le salaire moyen par tête (SMPT), qui couvre un champ plus large de rémunérations (primes, intéressement, heures supplémentaires), augmenterait au même rythme qu'en 2014 (+1,6 % en moyenne annuelle), malgré le niveau élevé de chômage qui pèse sur le pouvoir de négociation des salariés.

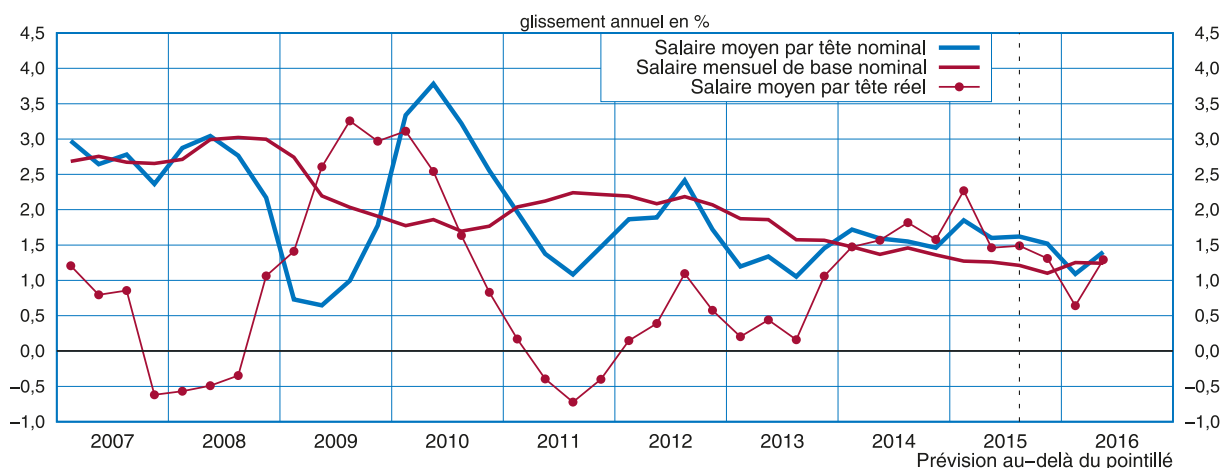
En 2015, comme en 2014, les hausses des salaires seraient identiques en termes nominaux et en termes réels car les prix resteraient stables².

Le ralentissement des salaires nominaux au second semestre compenserait en partie le dynamisme du premier semestre. En effet, le SMPT a accéléré dans les branches marchandes au premier semestre 2015 (+0,9 % en glissement semestriel après +0,7 % au second semestre 2014) du fait de montants élevés de primes distribués au premier trimestre. Au second semestre 2015, le SMPT

1. Pour une définition des termes SMB et SMPT, cf. lexique sur le site insee.fr « Les mots de la conjoncture ».

2. L'inflation est ici mesurée par la variation des prix de la consommation de ménages, donnée par les comptes nationaux trimestriels.

Évolution du salaire moyen par tête (SMPT), nominal et réel et du salaire mensuel de base nominal



ralentirait (+0,6 % en glissement semestriel), retrouvant un rythme plus en phase avec la faible inflation et un niveau de chômage élevé.

Cependant, le pouvoir d'achat du SMPT augmenterait légèrement plus vite au second semestre 2015 qu'au premier semestre (+0,7 % après +0,6 %), du fait de la baisse attendue des prix (-0,1 % en glissement semestriel).

Les salaires nominaux accélèreraient légèrement début 2016

Au 1^{er} janvier 2016, sous l'hypothèse de l'absence de « coup de pouce », le Smic serait un peu moins revalorisé qu'au 1^{er} janvier 2015 (+0,6 % après +0,8 %). Pourtant, le SMPT nominal accélèrerait à nouveau au premier semestre 2016 (+0,8 % après +0,6 %), sous l'effet notamment d'une légère reprise de l'inflation (+0,2 % en glissement semestriel). En termes réels, les salaires ralentiraient à peine (+0,6 % sur le premier semestre 2016 après +0,7 %).

Mi-2016, l'acquis de croissance annuelle du SMPT nominal serait de +1,1 % contre +1,4 % un an plus tôt. En termes réels, le ralentissement serait plus marqué : +0,8 % contre +1,3 % un an plus tôt, du fait d'un acquis de croissance des prix légèrement plus élevé (+0,3 % contre +0,1 % un an plus tôt).

Dans la fonction publique, les salaires ralentiraient légèrement début 2016 après une accélération en 2015

Dans les administrations publiques, le point d'indice est gelé depuis le 1^{er} juillet 2010. Cependant, le dispositif de garantie individuelle du pouvoir d'achat a été reconduit pour 2015 et de nouvelles grilles indiciaires sont entrées en vigueur au 1^{er} janvier 2015, revalorisant l'indice pour les premiers échelons de certaines catégories d'agents de la fonction publique territoriale.

En 2015, le SMPT dans les administrations publiques accélèrerait en termes nominaux comme en termes réels : +0,9 % après +0,2 % en 2014.

Aucune hausse du point d'indice n'est annoncée pour le début de l'année 2016. L'accord sur les « Parcours professionnels, carrières et rémunérations » d'octobre 2015 n'aurait pas d'effet sur l'évolution globale des salaires au premier semestre 2016 car les revalorisations se feront majoritairement en transformant des primes en points d'indice. Mi-2016, l'acquis de croissance annuelle du SMPT serait ainsi de +0,6 % en termes nominaux, contre +0,7 % un an plus tôt. Le pouvoir d'achat des salaires des fonctionnaires ralentirait (+0,4 % d'acquis contre +0,6 % un an plus tôt). ■

Évolution du salaire mensuel de base (SMB) et du salaire moyen par tête (SMPT) dans le secteur marchand non agricole et dans les administrations publiques

Données CVS	Taux de croissance trimestriels						Moyennes annuelles		
	2015				2016		2014	2015	2016 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Salaire mensuel de base (SMB)	0,3	0,3	0,3	0,2	0,4	0,3	1,4	1,2	1,0
Salaire moyen par tête (SMPT) dans le secteur marchand non agricole (SMNA)	0,8	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	1,6	1,6	1,1
Salaire moyen par tête dans les administrations publiques (APU)							0,2	0,9	0,6
Prix de la consommation des ménages (Comptes nationaux trimestriels)	-0,1	0,4	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,3
SMB réel	0,4	-0,1	0,5	0,2	0,3	0,2	1,4	1,2	0,8
SMPT réel (SMNA)	0,9	-0,3	0,5	0,3	0,3	0,3	1,6	1,6	0,8
SMPT réel (APU)							0,2	0,9	0,4

Prévision

Sources : Dares, Insee

Revenus des ménages

En 2015, le pouvoir d'achat du revenu des ménages accélérerait de nouveau : +1,7 % après +1,1 % en 2014. Les prix étant quasi stables, cette accélération résulte du seul revenu des ménages en termes nominaux. Alors que les revenus d'activité restent soutenus, les revenus de la propriété accéléreraient et les prélèvements obligatoires décélèraient, tant les cotisations à la charge des ménages que les impôts sur le revenu. En revanche, les prestations sociales ralentiraient en 2015 (+1,7 % après +2,3 %), notamment les allocations familiales et les retraites, en raison de mesures de maîtrise des dépenses publiques.

Au premier semestre 2016, les prélèvements augmenteraient comme les revenus d'activité, et les prestations accéléreraient, retrouvant leur rythme tendanciel. Au total, le pouvoir d'achat du revenu augmenterait quasiment au même rythme au premier semestre 2016 (+0,6 % en glissement semestriel) qu'au second semestre 2015 (+0,8 %).

Après une accélération début 2015, les revenus d'activité ralentiraient

En 2015, les revenus d'activité reçus par les ménages croîtraient quasiment au même rythme qu'en 2014 (+1,6 % après +1,4 %, *tableau 1*). L'emploi accélérerait modestement dans les branches marchandes non agricoles (0,0 % après -0,2 % en 2014, *graphique 1*), et le salaire moyen par tête augmenterait sur le même rythme (+1,6 %). Au total, la masse salariale reçue par les ménages accélérerait légèrement en 2015 (+1,7 % après +1,6 %). Au premier semestre

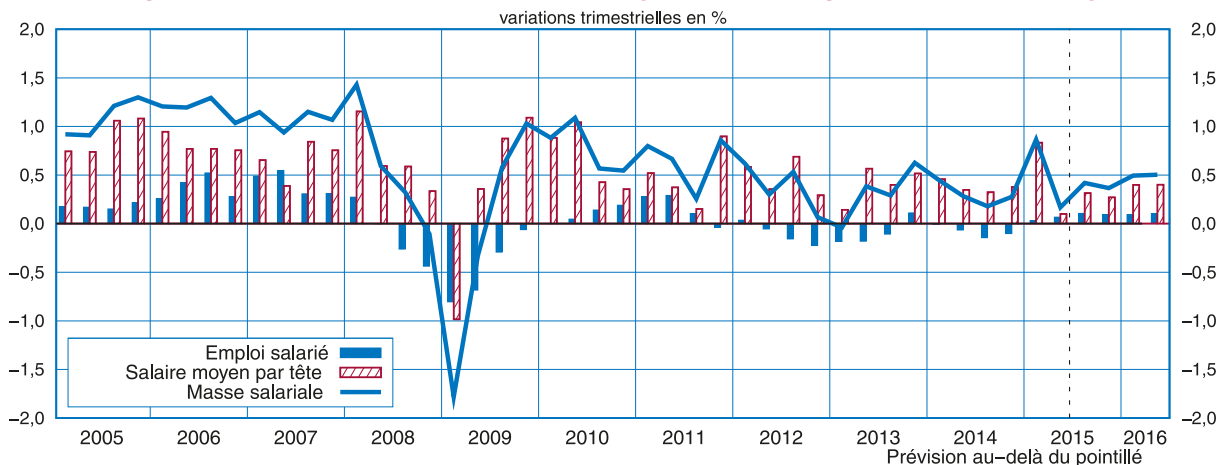
2016, les revenus salariaux augmenteraient au même rythme qu'au second semestre 2015 (+0,8 % en glissement semestriel), salaires et emploi y contribuant de concert. Par ailleurs, le revenu du travail des indépendants accélérerait nettement en 2015, suivant l'amélioration de l'activité dans leurs branches (+0,6 % après -0,3 %). En termes infra-annuels, il accélérerait au second semestre 2015 (+0,7 % en glissement semestriel après +0,4 %) et ralentirait à nouveau au premier semestre 2016 (+0,5 %).

Les revenus nets de la propriété rebondiraient en 2015 (+1,9 %) après un net repli en 2014 (-2,2 %) et l'excédent brut d'exploitation des ménages purs accélérerait (+1,8 % après +0,6 %) : les ménages emprunteurs bénéficieraient notamment de la baisse des taux d'intérêt en 2015, en raison d'importantes renégociations de crédits immobiliers.

Les prestations sociales ralentiraient de nouveau

En 2015, les prestations sociales en espèces augmenteraient moins qu'en 2014 (+1,7 % après +2,3 %, *tableau 3*). En effet, les prestations de sécurité sociale ralentiraient (+1,3 % après +2,3 %). Les prestations familiales baisseraient en moyenne sur l'année, en l'absence de revalorisation au 1^{er} avril et sous l'effet des mesures de maîtrise des dépenses publiques, notamment de la modulation des allocations familiales pour les familles les plus aisées à compter de juillet 2015. Les prestations d'assurance vieillesse contribuent également à ce ralentissement du fait des faibles revalorisations des retraites et du ralentissement des départs en retraite pour

Décomposition de la masse salariale des ménages sur le champ concurrentiel non agricole



Source : Insee

carrières longues induits par l'assouplissement des conditions associées en juillet 2012. En revanche, les prestations d'assistance sociale augmenteraient en 2015 à un rythme comparable à celui de 2014 (+3,5 % après +3,7 %), soutenues par des dépenses de revenu de solidarité active (RSA¹) encore dynamiques.

Les prestations sociales augmenteraient quasiment au même rythme au second semestre 2015 qu'au premier (+0,7 % après +0,5 % en glissement semestriel) puis accéléreraient au premier semestre 2016² (+1,0 %). Cette accélération serait principalement imputable au rebond des prestations familiales qui retrouveraient leur tendance, mais serait limitée par le décalage en 2016 de la revalorisation du RSA (du 1^{er} janvier au 1^{er} avril) et des pensions Agirc-Arrco (du 1^{er} avril au 1^{er} novembre).

Les prélèvements obligatoires, moins dynamiques en 2015 qu'en 2014, accéléreraient légèrement début 2016

Sur l'ensemble de l'année 2015, les prélèvements obligatoires à la charge des ménages ralentiraient (+1,5 % après +2,0 % en 2014). Les cotisations sociales des ménages décéléreraient particulièrement (+1,9 % après +3,0 % en 2014), du fait d'une réduction des cotisations sociales des indépendants à hauteur de 1,0 milliard d'euros mise en œuvre dans le cadre du Pacte de responsabilité et de solidarité, en partie

compensée par diverses mesures de hausse des cotisations salariales (notamment sur les régimes de retraites publics et privés et les cotisations maladie des travailleurs transfrontaliers en Suisse).

Comme chaque année, les mesures d'impôts sur le revenu et le patrimoine décidées pour 2015 affectent le profil trimestriel de l'impôt au second semestre. Principalement, les baisses d'impôt sur le revenu bénéficiant aux ménages modestes (suppression de la première tranche et aménagement de la décote) auraient entraîné une baisse de l'ensemble des impôts sur le revenu et le patrimoine des ménages au troisième trimestre (-1,6 %), avant que ces derniers rebondissent par contrecoup au quatrième trimestre (+3,1 %). Le rebond en fin d'année serait accentué par la hausse des taux de la taxe d'habitation.

Au premier semestre 2016, les impôts seraient quasi stables. En revanche les cotisations des ménages accéléreraient (+1,6 % sur le semestre après +1,1 %) du fait des hausses au 1^{er} janvier de taux pour les cotisations retraites (régime général et fonction publique). Au total, les prélèvements

1. En 2015 comme les deux années précédentes, le barème du RSA a été revalorisé de 2 % au 1^{er} septembre (en sus de la revalorisation du 1^{er} janvier), conformément aux engagements du plan de lutte contre la pauvreté et pour l'inclusion sociale de décembre 2012.

2. En 2016, la prime pour l'emploi et le RSA activité fusionneront en un nouveau dispositif : la prime d'activité. Pour l'ensemble des ménages, et sous l'hypothèse d'un taux de recours de 50 % (retenue par le gouvernement), les montants globaux de prime d'activité sont équivalents en 2016 à ceux du RSA activité et de la prime pour l'emploi.

Tableau 1

Revenu disponible brut des ménages

	2014				2015				2016		2014	2015	2016 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Revenu disponible brut (RDB) (100 %)	0,9	0,3	0,4	-0,1	1,0	0,2	0,6	0,0	0,5	0,4	1,1	1,7	1,2
dont :													
Revenus d'activité (70 %)	0,4	0,3	0,2	0,3	0,7	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	1,4	1,6	1,2
Masse salariale brute (62 %)	0,4	0,4	0,3	0,4	0,7	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	1,6	1,7	1,3
EBE des entrepreneurs individuels ¹ (9 %)	0,2	-0,4	-0,1	0,0	0,7	-0,3	0,4	0,3	0,3	0,2	-0,3	0,6	0,8
Prestations sociales en espèces (34 %)	0,6	0,3	1,0	0,5	0,3	0,2	0,2	0,4	0,5	0,5	2,3	1,7	1,3
EBE des ménages purs (13 %)	0,2	0,1	0,3	0,5	0,6	0,4	0,4	0,6	0,6	0,4	0,6	1,8	1,7
Revenus de la propriété (8 %)	-1,2	-0,3	-0,9	-0,1	0,7	1,2	1,3	0,8	0,1	0,1	-2,2	1,9	1,8
Prélèvements sociaux et fiscaux (-25 %)	-1,8	0,1	0,3	2,1	-0,8	0,5	-0,6	2,0	0,3	0,4	2,0	1,5	1,9
Cotisations des ménages (-11 %)	1,8	0,6	0,5	0,3	0,3	0,6	0,7	0,5	0,9	0,7	3,0	1,9	2,3
Impôts sur le revenu et le patrimoine (y compris CSG et CRDS) (-14 %)	-4,2	-0,3	0,2	3,4	-1,6	0,4	-1,6	3,1	-0,1	0,3	1,4	1,3	1,7
Revenus hors impôts	0,2	0,2	0,4	0,4	0,6	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	1,1	1,7	1,3
Prix de la consommation des ménages (comptes nationaux trimestriels)	0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,4	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,3
Pouvoir d'achat du RDB	0,7	0,4	0,6	0,0	1,1	-0,2	0,8	0,0	0,3	0,3	1,1	1,7	0,9
Pouvoir d'achat par unité de consommation	0,6	0,3	0,5	-0,1	1,0	-0,3	0,7	-0,1	0,2	0,2	0,7	1,3	0,5

Prévision

Note de lecture : Les chiffres entre parenthèses donnent la structure de l'année 2014.

(1) L'excédent brut d'exploitation (EBE) des entrepreneurs individuels est le solde du compte d'exploitation des entreprises individuelles. Il s'agit d'un revenu mixte puisqu'il rémunère le travail effectué par le propriétaire de l'entreprise individuelle, et éventuellement les membres de sa famille, mais contient également le profit réalisé en tant qu'entrepreneur.

Source : Insee

Conjoncture française

obligatoires augmenteraient sur un rythme proche (+0,7 % en glissement semestriel) de celui des revenus avant impôts (+0,8 %).

Après une nette accélération en 2015, la hausse du pouvoir d'achat se stabiliserait quasiment au premier semestre 2016

Au total, le revenu disponible brut (RDB) nominal des ménages accélérerait en 2015 (+1,7 % après +1,1 % en 2014). Les prix à la consommation demeurant quasiment stables, cela se traduirait par une nouvelle accélération de son pouvoir d'achat : +1,7 % après +1,1 % en 2014 et -0,1 % en 2013. Ramené à un niveau individuel pour

tenir compte des évolutions démographiques, le pouvoir d'achat par unité de consommation progresserait de 1,3 %, après +0,7 % en 2014, une progression inédite depuis 2007.

Au premier semestre 2016, le RDB des ménages accélérerait modérément (+0,9 % après +0,7 % en glissement semestriel), essentiellement du fait des prestations sociales. En revanche, avec l'accélération des prix (+0,2 % après -0,1 % au second semestre 2015), le pouvoir d'achat augmenterait quasiment au même rythme au premier semestre 2016 (+0,6 %) qu'au second semestre 2015 (+0,8 %). L'acquis de croissance annuel du pouvoir d'achat atteindrait +0,9 % mi-2016. ■

Tableau 2
De la masse salariale des entreprises non financières à celle reçue par les ménages

	2014				2015				2016		2014	2015	2016 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Entreprises non financières (ENF) (67 %)	0,4	0,3	0,2	0,3	0,9	0,2	0,4	0,4	0,5	0,5	1,5	1,7	1,4
dont : Salaire moyen par tête	0,4	0,3	0,3	0,4	0,8	0,1	0,3	0,2	0,4	0,4	1,6	1,6	1,0
Entreprises financières (4 %)	-0,2	0,3	-0,1	0,7	0,7	0,6	0,8	0,7	0,8	0,7	0,1	2,2	2,4
Administrations publiques (22 %)	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	1,7	1,6	0,9
Ménages hors EI (2 %)	0,0	0,7	0,0	-1,6	-0,5	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,3	-1,1	0,2
Masse salariale brute reçue par les ménages (100 %)	0,4	0,4	0,3	0,4	0,7	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	1,6	1,7	1,3
dont : Secteurs concurrentiels non agricoles	0,4	0,3	0,1	0,3	0,9	0,2	0,4	0,4	0,5	0,5	1,4	1,6	1,4
Prévision													

Note de lecture : Les chiffres entre parenthèses donnent la structure de l'année 2014

Source : Insee

Tableau 3
Les transferts sociaux reçus et versés par les ménages

	2014				2015				2016		2014	2015	2016 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Prestations sociales en espèces reçues par les ménages (100 %)	0,6	0,3	1,0	0,5	0,3	0,2	0,2	0,4	0,5	0,5	2,3	1,7	1,3
Prestations de Sécurité sociale (72 %)	0,5	0,2	1,1	0,5	0,2	0,1	0,1	0,4	0,5	0,4	2,3	1,3	1,2
Autres prestations d'assurance sociale (20 %)	0,5	0,5	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	2,0	2,0	1,3
Prestations d'assistance sociale (8 %)	0,9	1,0	1,2	0,8	0,7	0,9	0,9	0,9	0,5	0,8	3,7	3,5	2,5
Total des prélèvements sociaux	1,4	0,4	0,4	0,3	0,0	0,4	0,6	0,4	0,6	-0,2	2,5	1,1	1,2
Cotisations sociales effectives versées par les ménages (100 %)	1,4	0,3	0,3	0,2	-0,4	0,2	0,5	0,4	0,5	-0,8	2,6	1,0	1,2
dont : Cotisations des employeurs ¹ (63 %)	1,4	0,3	0,3	0,2	-0,4	0,2	0,5	0,4	0,5	-0,8	2,4	0,5	0,5
Cotisations des ménages (37 %)	1,8	0,6	0,5	0,3	0,3	0,6	0,7	0,5	0,9	0,7	3,0	1,9	2,3
Prévision													

Note de lecture : les chiffres entre parenthèses donnent la structure de l'année 2014

(1) Les cotisations employeurs sont à la fois reçues et versées par les ménages en comptabilité nationale : elles n'ont donc pas d'effet sur le revenu disponible brut.

Source : Insee

Consommation et investissement des ménages

Au troisième trimestre 2015, la consommation des ménages a redémarré (+0,3 % après 0,0 %). En particulier, les dépenses en énergie et en habillement ont rebondi et les achats de biens fabriqués ont accéléré. En revanche la consommation de services est demeurée peu allante et les dépenses en produits alimentaires se sont repliées.

Au quatrième trimestre 2015, la consommation se replierait légèrement (-0,1 %) : la consommation de services marchands pâtirait des craintes nées des attentats du 13 novembre et les dépenses d'énergie reculeraient en raison de températures très douces en novembre ; enfin, les achats de biens manufacturés fléchiraient. Au premier semestre 2016, la consommation des ménages rebondirait (+0,5 % au premier trimestre puis +0,4 % au deuxième trimestre). Elle se redresserait progressivement dans les services et rebondirait par contrecoup dans les autres postes. De plus, les dépenses en équipement du logement seraient stimulées par le changement de standard de diffusion télévisuelle début avril et des achats de produits électroniques à l'occasion du prochain Euro 2016.

Le pouvoir d'achat des ménages, qui a nettement accéléré en 2015, ne faiblirait pas d'ici juin. Le trou d'air sur la consommation de

fin d'année se retrouverait donc dans le taux d'épargne qui serait plus élevé mi-2016 (15,4 %) qu'un an plus tôt (15,1 %).

Enfin la hausse des permis de construire depuis le printemps 2015 permet d'envisager une quasi-stabilisation de l'investissement des ménages dès fin 2015, après plus de deux ans de recul ininterrompu.

Au troisième trimestre 2015, la consommation a accéléré, notamment en énergie et en biens fabriqués

Au troisième trimestre 2015, la consommation des ménages a redémarré (+0,3 % après 0,0 %, *tableau*), avec la consommation d'énergie (+1,6 % après -2,1 %), les dépenses en équipement du logement (+2,7 % après 0,0 %) et celles en habillement (+2,3 % après -1,9 %).

La hausse de la consommation énergétique concernait surtout les dépenses pour le chauffage et s'explique notamment par des températures un peu plus froides que la normale saisonnière en septembre.

En revanche, les dépenses alimentaires se sont repliées (-0,2 % après +0,8 %), et les achats d'automobiles ont fortement ralenti (+0,2 % après deux trimestres dynamiques (+2,2 % au

Dépenses de consommation et investissement des ménages

	Évolutions trimestrielles en %										Évolutions annuelles en %		
	2014				2015				2016		2014	2015	2016 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Dépenses totales de consommation des ménages	-0,4	0,4	0,4	0,2	0,8	0,0	0,3	-0,1	0,5	0,4	0,6	1,4	0,8
Solde touristique	-11,9	-14,3	-28,2	-16,4	10,0	11,0	21,6	-5,0	0,0	0,0	-40,6	-10,1	8,2
Services	0,1	0,1	0,2	0,1	0,3	0,2	0,2	0,0	0,2	0,3	0,7	0,8	0,6
Biens	-1,2	0,6	0,2	0,1	1,5	-0,1	0,7	-0,2	0,7	0,4	-0,2	2,0	1,1
dont													
Alimentaire (AZ-C1)	-1,0	0,5	0,0	0,3	0,2	0,8	-0,2	-0,3	0,5	0,3	0,2	0,9	0,6
Produits agricoles (AZ)	-0,4	1,7	-1,7	-1,3	-0,7	0,7	-1,5	-0,3	0,5	0,3	2,0	-2,4	0,0
Produits agroalimentaires (C1)	-1,2	0,3	0,3	0,6	0,3	0,8	0,1	-0,3	0,5	0,3	-0,2	1,5	0,8
Énergie (DE-C2)	-4,7	2,2	0,4	-1,6	3,9	-2,1	1,6	-1,8	0,3	-0,1	-5,7	2,2	-0,9
Énergie, eau, déchets (DE)	-7,1	3,3	1,0	-4,0	8,3	-4,0	1,5	-0,8	0,5	0,0	-8,9	3,9	-0,4
Cokéfaction et raffinage (C2)	-2,0	1,1	-0,3	0,9	-0,7	0,2	1,7	-3,0	0,0	-0,2	-2,1	0,3	-1,6
Produits fabriqués (C3 à C5)	0,2	-0,1	0,4	0,7	1,7	-0,1	1,0	0,5	1,0	0,7	1,8	2,9	2,4
Produits manufacturés (C1 à C5)	-0,6	0,2	0,3	0,7	0,9	0,3	0,7	-0,2	0,7	0,5	0,6	2,1	1,4
Investissement des ménages	-1,9	-1,4	-1,0	-0,4	-0,8	-1,1	-0,5	-0,1	0,0	0,0	-5,3	-3,0	-0,6

Prévision

Source : Insee

Conjoncture française

premier trimestre puis +1,9 % au deuxième). La consommation de services est demeurée peu allante (+0,2 %, comme au trimestre précédent).

Au quatrième trimestre 2015, la consommation traverserait un nouveau trou d'air

La consommation totale des ménages se replierait au quatrième trimestre 2015 : -0,1 % après +0,3 % (graphique 1).

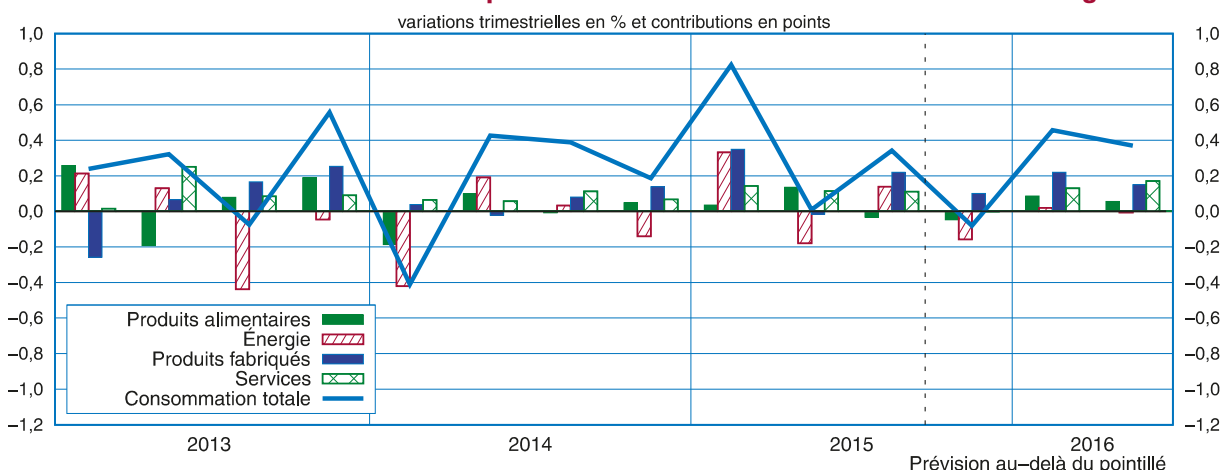
La consommation globale de services stagnerait (0,0 % après +0,2 %) notamment en raison des craintes suscitées par les attentats du 13 novembre en France : les activités liées au tourisme (hébergement-restauration, transport) et celles liées aux loisirs (spectacles notamment)

seraient particulièrement pénalisées en seconde partie de trimestre (*éclairage*).

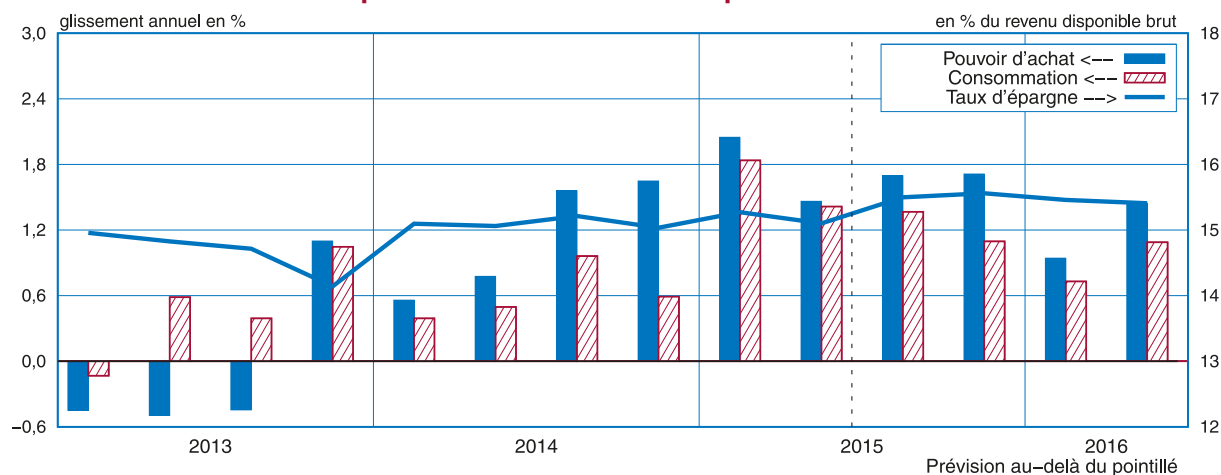
Les dépenses des ménages en énergie se replieraient fortement au quatrième trimestre (-1,8 % après +1,6 %), entraînées par le net recul de la consommation de gaz et électricité (-0,8 % après +1,5 %) dû aux températures supérieures aux moyennes saisonnières en novembre.

En outre, les achats de biens reculeraient en raison d'un net ralentissement de la consommation de produits manufacturés (-0,2 % après +0,7 %), notamment en équipement du logement et en habillement. Le rythme des dépenses en automobiles et celui de la consommation alimentaire resteraient médiocres.

1 - Contributions des différents postes à la consommation trimestrielle des ménages



2 - Taux d'épargne, consommation et pouvoir d'achat du revenu disponible brut



Au premier semestre 2016, la consommation retrouverait du tonus

La consommation des ménages rebondirait au premier trimestre 2016 (+0,5 % après -0,1 %) puis conserverait quasiment ce rythme au deuxième trimestre 2016 (+0,4 %). La consommation de services se redresserait progressivement. Les dépenses d'énergie rebondiraient en début d'année (+0,3 % après -1,8 %), sous l'hypothèse de températures proches des normales saisonnières. Les achats d'habillement se redresseraient également (+1,0 % après -0,4 %). Par ailleurs, après un second semestre 2015 terne, la consommation d'automobile retrouverait du tonus. Enfin, les dépenses en équipement du logement seraient dynamiques au premier semestre (+2,4 % puis +2,5 %) en raison notamment du changement de standard de diffusion télévisuelle¹ et du regain des achats de produits électroniques à l'occasion du prochain Euro 2016.

Mi-2016, le taux d'épargne serait de 15,4 %, plus élevé qu'un an plus tôt

Au total, la consommation des ménages augmenterait en 2015 de 1,4 % en moyenne annuelle, soit légèrement moins que le pouvoir d'achat de leur revenu (+1,7 %). Par conséquent, leur taux d'épargne augmenterait, de 15,1 % en moyenne en 2014 à 15,4 % en 2015 (*graphique 2*). Le profil trimestriel serait heurté, du fait de la chronique des dépenses de chauffage, et parce que les ménages lissent leur consommation par rapport aux fluctuations de leur pouvoir d'achat. Au troisième trimestre 2015, le pouvoir

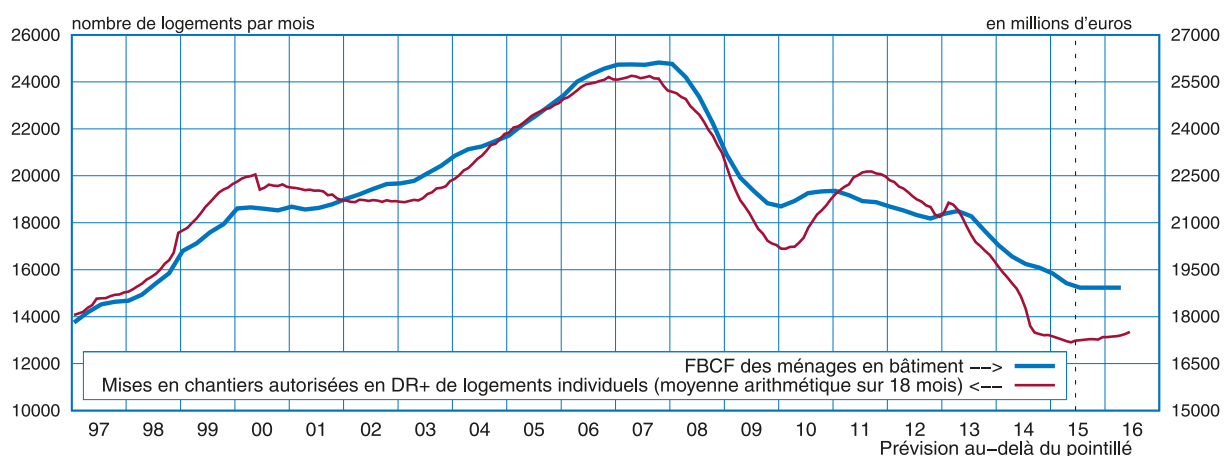
d'achat aurait augmenté nettement plus que la consommation, de sorte que le taux d'épargne aurait atteint 15,5 % (contre 15,1 % au deuxième trimestre). À la fin de l'année, puis au premier semestre 2016, la consommation évoluerait au même rythme que le pouvoir d'achat ; le taux d'épargne des ménages serait donc quasi stable et s'établirait à 15,4 % mi-2016, soit 0,3 point de plus qu'un an plus tôt.

L'investissement des ménages se stabiliserait quasiment dès le quatrième trimestre 2015

Au troisième trimestre 2015, l'investissement des ménages a moins reculé que par le passé (-0,5 % après -1,1 %). Le nombre de mises en chantier autorisées, qui s'était stabilisé début 2015, est reparti à la hausse au printemps et à l'été (*graphique 3*). En supposant que ces tendances se poursuivent, et compte tenu des délais habituels entre autorisations et construction effective, l'investissement des ménages se stabiliserait quasiment dès le quatrième trimestre 2015, après avoir chuté pendant plus de deux années. En moyenne annuelle, l'investissement des ménages baisserait moins fortement en 2015 : -3,0 % (après -5,3 % en 2014). L'acquis de croissance annuelle de l'investissement des ménages s'établirait à -0,6 % mi-2016. ■

¹ Ce changement de standard induit l'obsolescence d'une partie du matériel d'où un renouvellement qui serait d'un ordre de grandeur comparable à celui occasionné par le déploiement de la télévision numérique terrestre en 2010.

3 - Investissement des ménages en bâtiment et mises en chantier



Sources : Insee, SOeS

L'impact des attentats du 13 novembre 2015

Estimer l'impact économique des attentats du 13 novembre 2015 à Paris demande de revenir sur les précédents historiques. Au vu des réactions passées, les dépenses en services seraient plus affectées que celles en biens. La consommation de services marchands pourrait s'infléchir de 0,3 point au quatrième trimestre, soit 0,1 point de PIB.

Anticiper l'effet des attentats sur l'activité est un exercice particulièrement incertain. Il est d'autant plus difficile que les événements dramatiques du 13 novembre 2015 sont encore très récents au moment où la rédaction de cette *Note de conjoncture* s'achève (10 décembre) : très peu d'indicateurs conjoncturels macroéconomiques sont connus, qu'ils soient quantitatifs ou qualitatifs, dans les enquêtes auprès des ménages ou des entreprises.

Étudier les précédents historiques

Pour une première quantification, il faut donc analyser des précédents historiques comparables, qui sont heureusement peu fréquents : identifier les spécificités, comprendre les mécanismes à l'œuvre et les conséquences économiques. Un effet des attentats sur les différents secteurs d'activité peut se déduire en discernant, dans les indicateurs mensuels ou trimestriels, si leur tendance diffère avant et après les attentats ; l'approche est évidemment fruste, puisque d'autres facteurs peuvent être à l'origine des inflexions observées. Le principal canal de ces chocs est celui des craintes quant à la sécurité que de tels actes engendrent, affectant notamment la confiance des ménages résidents ou des touristes étrangers, et les poussant à différer leurs achats. Les secteurs d'activité touchés apparaissent donc être ceux les plus liés à la demande des ménages.

L'onde de choc des attentats du 13 novembre 2015 conduit à supposer que leur impact serait d'ampleur comparable à celui des attentats de l'été 1995 en France. Ces derniers ont été particulièrement meurtriers et anxiogènes, du fait de leur répétition sur

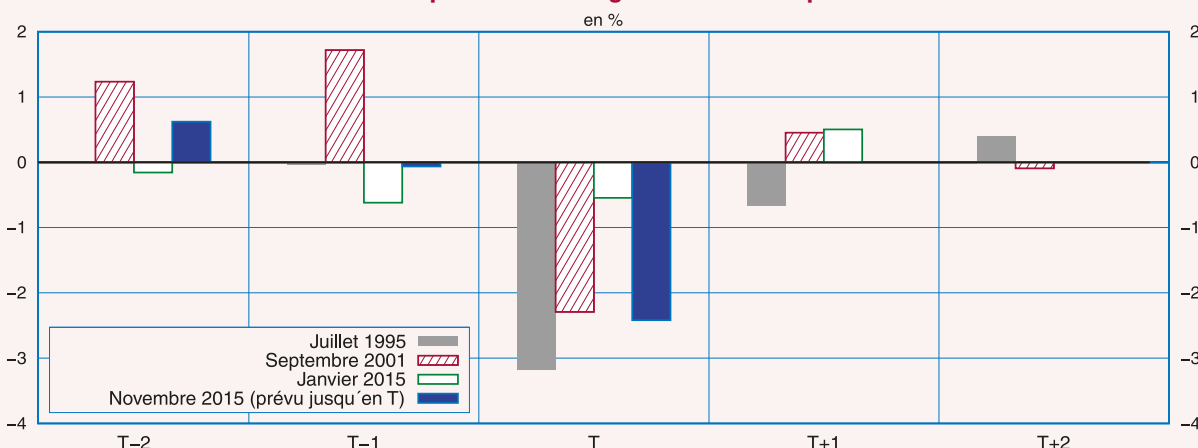
une période relativement longue (de juillet à octobre). Les attentats du 11 septembre 2001 aux États-Unis ont suscité des peurs en France également, par exemple des craintes d'attentats à l'anthrax jusqu'en octobre. Plus récemment, les attentats de janvier 2015 à Paris et en banlieue (à Charlie Hebdo et dans l'Hyper casher) ont ravivé un moment d'autres craintes.

Un impact surtout sur les services, notamment l'hébergement-restauration

Dans ces précédents historiques, l'impact a semble-t-il été plus important sur les dépenses de services que sur celles de biens, probablement parce que l'effet de report y est plus faible. Les dépenses en hébergement-restauration, notamment, se sont repliées de l'ordre de 3 points à l'été 1995 puis après septembre 2001 (*graphique 1*). Si l'impact sur l'hébergement-restauration était de même ampleur – à savoir –3 points à compter de mi-novembre, suivi d'un redressement relativement lent au cours des mois suivants –, l'impact sur les dépenses d'hébergement-restauration serait de –1,5 point par rapport à leur tendance spontanée au quatrième trimestre, et de –1,5 point au premier trimestre 2016 (effet en trimestre « plein » si le niveau d'activité ne se redresse que légèrement). À titre d'illustration, cette baisse de 3 points est compatible avec un recul de l'ordre de 30 % du chiffre d'affaires pendant un mois de l'hébergement-restauration en Île-de-France.

Les résultats sont plus ambigus pour les autres secteurs d'activités. Fin 2015, d'autres secteurs liés au tourisme pourraient être spécifiquement affectés, au moins temporairement. En particulier, les dépenses en services de transports aériens et ferroviaires pourraient ralentir au quatrième trimestre. Les dépenses de loisirs pourraient se replier, notamment en raison des nombreuses annulations d'événements et de concerts à la suite des attentats. Au total, sous ces hypothèses, la consommation de services marchands s'infléchirait de l'ordre de 0,3 point au quatrième trimestre 2015, soit 0,1 point de PIB. Au premier trimestre 2016, ces

1 - Variation des dépenses en hébergement avant et après les attentats



Effets sur trois mois glissants, premier mois : mois de l'attentat

Note : les données sont disponibles de janvier 1995 à septembre 2015.

Source : Insee

effets ne pèseraient plus sur la croissance, mais sans compensation : le retour à des niveaux antérieurs d'activité pourrait, à l'instar des précédents historiques, n'être pas immédiat.

Du côté des biens, l'effet des attentats précédents sur la consommation mensuelle n'apparaît pas nettement, compte tenu de la difficulté à distinguer des inflexions dans les évolutions. Cela pourrait traduire soit l'absence d'effets, soit des compensations d'impacts assez rapides dans les commerces concernés.

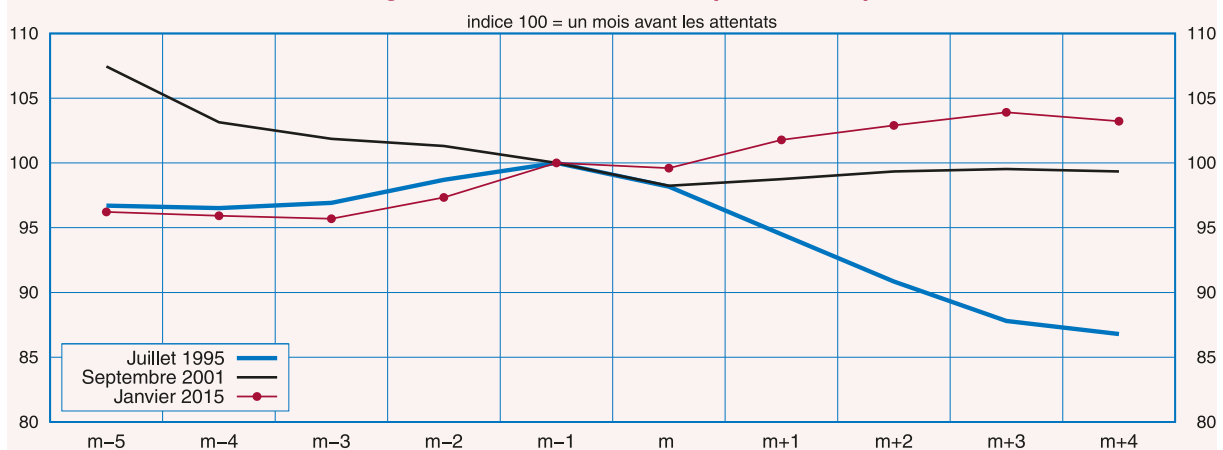
Une analyse confortée par les enquêtes de conjoncture

L'analyse des enquêtes de conjoncture au moment des épisodes précédents semble corroborer celle faite sur les indicateurs quantitatifs. S'agissant de la confiance des ménages dans la situation économique, l'indicateur s'infléchit clairement après le premier mois des attentats, en juillet 95 (*graphique 2*), même si tout ne peut être imputé aux craintes nées des attentats ; à cet effet, s'ajoutent celui de baisse habituelle après les élections nationales et un effet conjoncturel de ralentissement économique. L'inflexion est moins

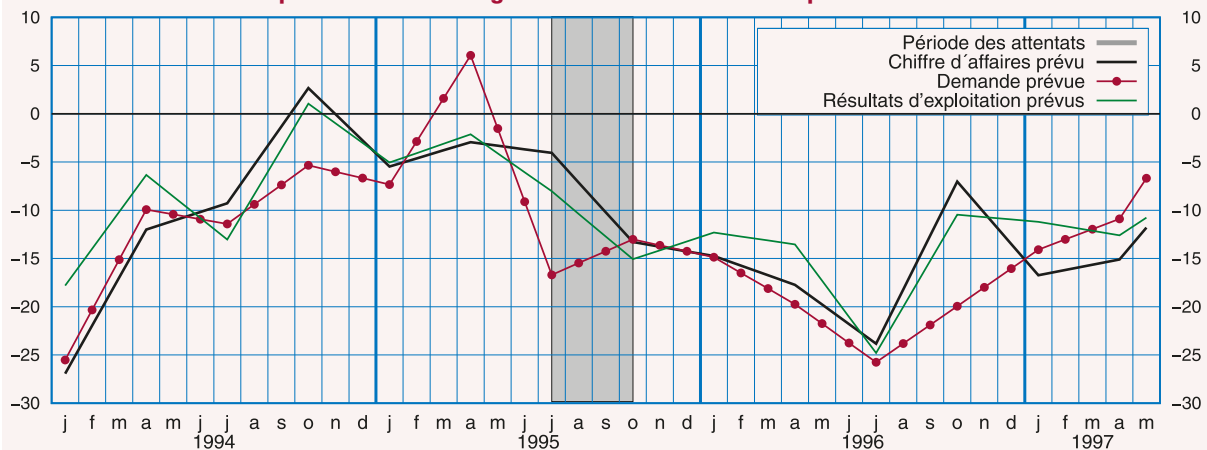
évidente en septembre 2001, le ralentissement étant déjà très important avant les attentats ; de même pour les événements dramatiques de janvier 2015, l'indice de confiance ne semble s'être qu'à peine infléchi. La prochaine enquête sur décembre 2015 qui sera publiée le 6 janvier 2016 permettra de prolonger l'analyse ; en effet, très peu de personnes ont été interrogées après le 13 novembre dans l'enquête de novembre 2015.

S'agissant des enquêtes auprès des entreprises, parmi les soldes d'opinion, c'est celui des perspectives générales d'activité qui réagit le plus, sans forcément une relation directe avec la production de chaque entreprise. Les inflexions de tendance sont peu évidentes dans les secteurs de l'industrie et du commerce mais beaucoup plus nettes dans certains services comme l'hébergement-restauration. Dans ce secteur, le solde d'opinion sur le chiffre d'affaires prévu s'est nettement dégradé à l'été 1995 et n'a augmenté qu'un an plus tard (*graphique 3*). Cependant, il s'agissait alors d'une phase de ralentissement économique, marquée par d'autres événements (importantes grèves en fin d'année) et il est donc difficile de distinguer ce qui relève des seuls attentats. ■

2 - Indicateur des ménages dans la situation économique avant et après certains attentats



3 - Soldes d'opinion dans l'hébergement-restauration avant-après les attentats de 1995



Résultats des entreprises

Fin 2015, le taux de marge des sociétés non financières (SNF) serait nettement plus élevé (31,4 %) que celui atteint fin 2014 (29,7 %). L'ampleur de cette hausse (+1,7 point) serait inédite depuis 1986. Elle est portée par la baisse du prix du pétrole, la montée en charge du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) et la réduction des cotisations sociales employeurs dans le cadre du Pacte de responsabilité et de solidarité (PRS). Le taux de marge des SNF ne retrouverait pas encore son niveau moyen d'avant-crise (32,7 % entre 1988 et 2007). Cependant, l'amélioration serait particulièrement forte dans l'industrie où le taux de marge a déjà retrouvé mi-2015 son niveau moyen d'avant-crise.

Au premier semestre 2016, le taux de marge continuerait d'augmenter, surtout sous l'effet de la montée en charge du PRS à compter d'avril : mi-2016, il s'établirait à 31,8 %, soit son plus haut niveau depuis fin 2008.

Fin 2015, le taux de marge serait nettement supérieur à son niveau de fin 2014

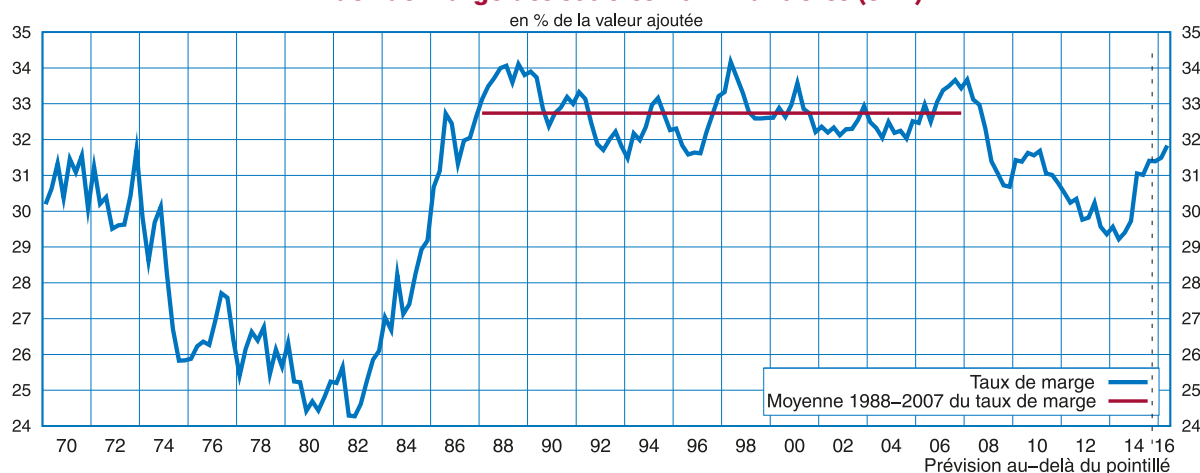
En baisse depuis 2011, le taux de marge des sociétés non financières s'est nettement redressé au premier trimestre 2015, à 31,1 %, soit 1,3 point de plus que son niveau fin 2014 (graphique 1). D'abord, les entreprises ont reçu plus de subventions sur la main-d'œuvre en raison du relèvement du taux de CICE, passé de 4 % à 6 % de la masse salariale des salariés dont les salaires n'excèdent pas 2,5 Smic, ce qui a contribué ex ante

à la hausse du taux de marge à hauteur de +0,7 point. En outre, les allègements de cotisations sociales patronales ont augmenté dans le cadre du Pacte de responsabilité et de solidarité (PRS), cet effet l'emportant sur celui des hausses de certains taux de cotisation : la diminution des contributions employeurs a ainsi rehaussé le taux de marge de 0,2 point. Enfin, la baisse du prix du pétrole a continué à soutenir le taux de marge au premier trimestre, les « termes de l'échange » contribuant pour +0,5 point. Dans le même temps, la croissance des salaires réels (contribution de -0,6 point) a été en partie compensée par des gains de productivité comparables (contribution de +0,5 point). Au deuxième trimestre, le taux de marge des sociétés non financières est resté quasiment stable, à 31,0 %. L'amélioration du taux de marge au premier semestre est très marquée dans l'industrie, où il a retrouvé son niveau moyen d'avant-crise alors qu'elle est plus modérée dans les services (graphique 2).

Le taux de marge continuerait d'augmenter, jusqu'à 31,8 % au deuxième trimestre 2016

Au troisième trimestre 2015, le taux de marge augmenterait encore de 0,4 point, à la faveur, surtout, d'une nouvelle baisse du prix du pétrole. En revanche, le salaire réel par tête augmenterait légèrement plus vite que la productivité. Le taux de marge atteindrait ainsi 31,4 % au troisième trimestre puis se stabiliserait au quatrième trimestre.

1 - Taux de marge des sociétés non financières (SNF)

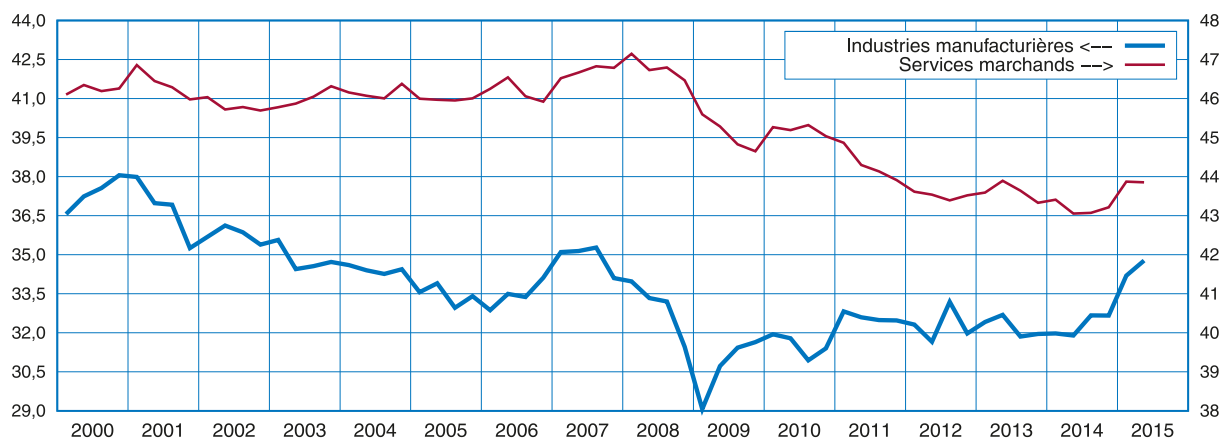


Au total, sur l'ensemble de l'année 2015, le taux de marge s'établirait à 31,2 %, soit son plus haut niveau depuis 2010.

Au premier semestre 2016, salaire réel par tête et productivité progresseraient de concert et se compenseraient quasiment. En outre, plusieurs mesures nouvelles relatives aux cotisations employeurs devraient affecter le taux de marge des entreprises dans cette période. D'une part, les cotisations retraites vont augmenter au 1^{er} janvier 2016,

tandis que les allègements généraux seront étendus à la même date. Ces mesures se compenseraient globalement, si bien que les cotisations des employeurs n'auraient pas d'incidence sur la variation du taux de marge au premier trimestre 2016. D'autre part, les cotisations famille baisseront à nouveau au 1^{er} avril, dans le cadre de la montée en charge du PRS, ce qui contribuerait pour +0,3 point à la hausse du taux de marge. Au total, le taux de marge serait porté à 31,8 % à la mi-2016, ce qui serait son plus haut niveau depuis fin 2008. ■

2 - Taux de marge dans l'industrie et dans les services marchands



Source : Insee, comptes trimestriels

Décomposition du taux de marge des sociétés non financières (SNF)

en % et en points

	2014				2015				2016		2014	2015	2016 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Taux de marge (en niveau)¹	29,6	29,2	29,4	29,7	31,1	31,0	31,4	31,4	31,5	31,8	29,5	31,2	31,7
Variation du taux de marge	0,2	-0,3	0,2	0,3	1,3	0,0	0,4	0,0	0,1	0,3	-0,3	1,7	0,5
Contributions à la variation du taux de marge													
des gains de productivité	-0,1	-0,2	0,2	0,0	0,5	-0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,1	0,7	0,4
du salaire par tête réel	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,6	0,2	-0,3	-0,1	-0,2	-0,2	-1,1	-1,1	-0,5
du taux de cotisation employeur	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,1	0,3	0,2
du ratio du prix de la valeur ajoutée et du prix de la consommation	-0,1	0,1	0,3	0,5	0,5	-0,2	0,5	0,0	0,0	0,0	0,1	1,2	0,3
d'autres facteurs	0,8	0,0	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,7	0,7	0,1

Prévision

(1) Le taux de marge TM mesure la part de la valeur ajoutée qui rémunère le capital. Sa variation se décompose de façon comptable entre :

- les évolutions de la productivité (Y/L), avec Y la valeur ajoutée et L l'emploi, et du ratio du prix de la valeur ajoutée au prix de la consommation, ou termes de l'échange (Pva/Pc), qui jouent positivement ;

- les évolutions du salaire moyen par tête réel (SMPT/Pc) et du taux de cotisation employeur (W/SMPT, où W représente le coût du travail par tête), qui jouent négativement.

- d'autres facteurs : il s'agit notamment des impôts sur la production nets des subventions, dont le CICE¹.

Cette décomposition est synthétisée dans l'équation :

$$TM = \frac{EBE}{VA} \approx 1 - \frac{W \cdot L}{Y \cdot P_{va}} + \text{autres facteurs} = 1 - \frac{L}{Y} \cdot \frac{W}{SMPT} \cdot \frac{SMPT}{P_c} \cdot \frac{P_c}{P_{va}} + \text{autres facteurs}$$

(1) Le CICE réduit l'impôt sur les sociétés, mais la comptabilité nationale l'enregistre comme une subvention aux entreprises, comme le recommande le Système européen des comptes dans sa dernière version (SEC2010).

Source : Insee

Investissement des entreprises et stocks

L'investissement des entreprises a légèrement accéléré au troisième trimestre 2015 (+0,7 % après +0,5 %). Leurs dépenses en produits manufacturés ont été nettement plus dynamiques (+0,9 % après +0,1 %) et celles en services sont restées soutenues (+1,0 % après +1,1 %). Par ailleurs, leur investissement en construction est resté stable (0,0 % après +0,1 %).

L'investissement s'accroîtrait un peu plus vite au quatrième trimestre 2015 (+0,8 %) et au premier trimestre 2016 (+0,9 %), soutenu notamment par les effets de la mesure de suramortissement, avant de ralentir légèrement au deuxième trimestre (+0,8 %). En moyenne sur l'année, l'investissement augmenterait de 2,0 % en 2015, comme en 2014. L'acquis à mi-année pour 2016 serait déjà plus élevé, à +2,6 %.

Les variations de stocks ont contribué à hauteur de +0,7 point à la croissance du PIB au troisième trimestre 2015 (après -0,4 point au trimestre précédent), notamment du fait des matériels de transports (+0,4 point après -0,3 point). Au quatrième trimestre, la contribution des variations de stocks serait nulle. Au total, sur l'année 2015, le comportement de stockage des entreprises contribuerait pour +0,2 point à la croissance annuelle du PIB, comme en 2014. Elle redeviendrait neutre au premier semestre 2016.

Au troisième trimestre 2015, l'investissement des entreprises a accéléré

Au troisième trimestre 2015 l'investissement des entreprises non financières (ENF) a augmenté à un rythme plus soutenu qu'au deuxième trimestre (+0,7 % après +0,5 %, [tableau 1](#)). Par produit, les dépenses en produits manufacturés ont nettement accéléré (+0,9 % après +0,1 %). En particulier, les dépenses en biens d'équipement sont restées dynamiques (+2,2 % après +1,9 %) et les achats en matériels de transports ont cessé de baisser (+0,1 % après -1,6 %). Les dépenses d'investissement en services sont restées soutenues (+1,0 % après +1,1 %), celles en information-communication (+0,7 % après +0,6 %) comme celles en services aux entreprises (+1,5 % après +1,7 %). En revanche, les dépenses en construction ont stagné (0,0 % après +0,1 %). Les investissements en valeur ayant progressé quasiment comme la valeur ajoutée, le taux d'investissement des ENF est quasi stable depuis début 2015.

L'investissement accélérerait un peu au cours des prochains trimestres

Pour le quatrième trimestre 2015, les enquêtes de conjoncture fournissent des indications mitigées s'agissant de l'investissement des ENF. Dans l'enquête d'octobre, l'indicateur de révision des investissements dans l'industrie manufacturière

Tableau 1

Investissement des entreprises non financières (ENF)

	Variations trimestrielles										Variations annuelles		
	2014				2015				2016		2014	2015	2016 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Produits manufacturés (43 %)	-0,5	-0,1	0,8	-0,5	1,0	0,1	0,9	1,2	1,3	1,0	2,3	1,8	3,4
Construction (28 %)	0,5	0,0	0,1	0,3	0,0	0,1	0,0	0,3	0,0	0,0	3,0	0,4	0,3
Autres (29 %)	-0,2	0,6	0,1	0,5	1,1	1,1	1,0	0,9	1,1	1,1	1,1	3,3	3,4
Ensemble des ENF (100 %)	-0,1	0,2	0,4	0,1	0,8	0,5	0,7	0,8	0,9	0,8	2,0	2,0	2,6

Prévision
Source : Insee

redevient négatif pour la première fois depuis deux ans. Au contraire, les soldes d'opinion sur l'investissement passé et sur les perspectives d'investissement des entrepreneurs des services sont bien orientés et restent au-dessus de leur moyenne de long terme. Les conditions de financement continuent de favoriser l'investissement. D'une part, le taux de marge des entreprises continuerait d'augmenter, ce qui leur permettrait d'autofinancer plus largement leurs achats : ainsi, le taux d'autofinancement des SNF dépasserait 90 % mi-2016, au plus haut depuis 2007 (*graphique 1*). D'autre part, les taux d'intérêt réels resteraient encore très bas d'ici mi-2016 et les conditions de crédit s'assouplissent. Ensuite, les goulots de production, mesurés par la part d'entreprises déclarant opérer à 100 % de leurs capacités, atteignent 29 % en octobre, au plus haut depuis 2008, ce qui favoriserait l'investissement de capacité (*graphique 2*). De même, le taux d'utilisation des capacités de

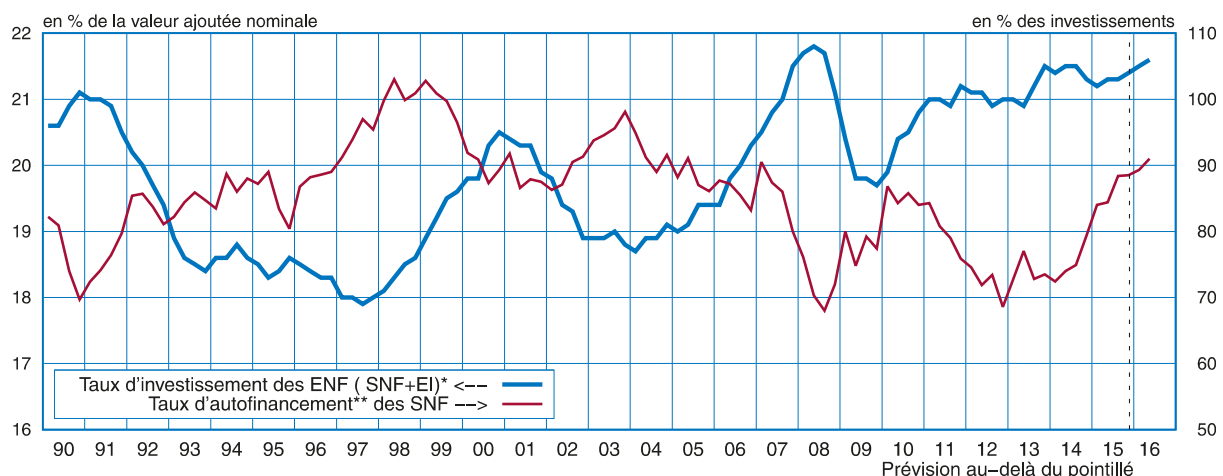
production dans l'industrie est à son plus haut depuis 2011, même s'il n'a pas rejoint son niveau de 2008.

Au total, l'investissement des ENF accélérerait en prévision : +0,8 % au quatrième trimestre 2015 puis +0,9 % et +0,8 % aux deux premiers trimestres de l'année 2016. En moyenne sur l'année 2015, l'investissement des ENF progresserait de 2,0 %, comme en 2014. L'acquis à mi-année pour 2016 serait déjà de +2,6 %. Le taux d'investissement des ENF augmenterait lentement pour atteindre 21,6 % mi-2016 (contre 21,3 % un an plus tôt).

Les dépenses en produits manufacturés continueraient de croître

Après la nette accélération du troisième trimestre 2015 (+0,9 % après +0,1 %), l'investissement des ENF en produits manufacturés continuerait d'accélérer au quatrième trimestre (+1,2 %). En

1 - Taux d'investissement et taux d'autofinancement

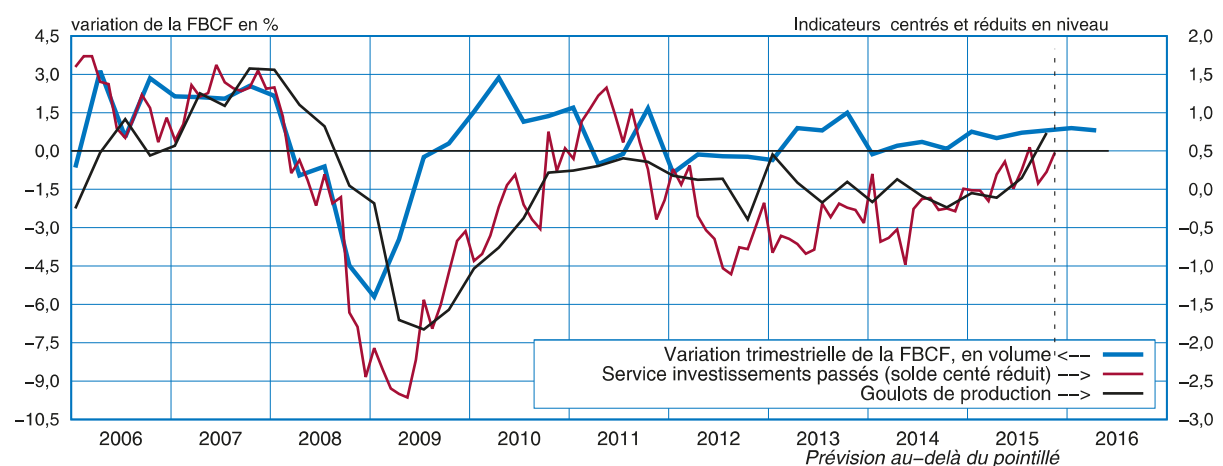


* Entreprises non financières (ENF) = sociétés non financières (SNF) et entreprises individuelles (EI)

** Le taux d'autofinancement est le ratio de l'épargne des sociétés non financières rapportée à leurs investissements.

Source : Insee, comptes trimestriels

2 - Opinion sur les investissements passés dans les services et goulots de production dans l'industrie



Sources : Insee, enquête mensuelle de conjoncture dans les services et l'industrie, Comptes trimestriels

Conjoncture française

effet la hausse des immatriculations jusqu'en novembre suggère que l'investissement en automobiles serait plus dynamique au dernier trimestre 2015. De plus, les dépenses en biens d'équipement continueraient de bénéficier de la mesure de suramortissement pour certains biens d'équipement (*éclairage*). Cette mesure se prolonge jusqu'au 15 avril 2016 : ses effets devraient être plus importants sur la croissance du premier trimestre. L'investissement en biens manufacturés accélérerait ainsi au premier trimestre (+1,3 %) avant de ralentir au deuxième (+1,0 %).

L'investissement en construction progresserait avant de se stabiliser

En prévision, les dépenses en construction progresseraient au quatrième trimestre 2015 (+0,3 %) avant de se stabiliser au premier semestre 2016. Les indicateurs conjoncturels sont moins dégradés : les carnets de commande en bâtiment non résidentiel et le solde d'opinion sur l'activité prévue dans l'entretien hors logement se sont nettement redressés par rapport au début de l'année 2015 ; par ailleurs, le solde d'opinion sur l'activité prévue par les chefs d'entreprises en travaux publics s'est franchement amélioré en octobre.

Les investissements en services continueraient de progresser à un rythme soutenu

Les investissements en services continueraient de progresser à un rythme proche de leur tendance des années récentes : +0,9 % au quatrième

trimestre 2015, puis +1,1 % aux deux premiers trimestres 2016. En regard, les soldes relatifs à l'activité dans les services aux entreprises ont retrouvé voire dépassé leur moyenne de longue période.

La contribution des variations de stocks redeviendrait neutre sur la croissance

Les variations de stocks ont fortement contribué à la croissance du PIB au troisième trimestre 2015 (+0,7 point), après une contribution négative au deuxième trimestre 2015 (-0,4 point ; *tableau 2*). Ce profil résulte principalement des variations de stocks en matériels de transport (contribution de +0,4 point après -0,3 point). Toutefois, pour les matériels de transport tels que les avions, les navires, les trains, etc., les variations de stocks reflètent plus le décalage existant entre la mesure de la production (à l'avancement) et celle des échanges extérieurs (à la livraison) qu'un comportement conjoncturel de stockage.

Dans l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie de novembre 2015, le niveau des stocks est jugé quasi stable et légèrement inférieur à la normale, ce qui laisse augurer un comportement de stockage globalement neutre. Les variations de stocks auraient donc une contribution nulle au quatrième trimestre 2015. Sur l'ensemble de l'année, le comportement de stockage contribuerait pour +0,2 point à la croissance du PIB, comme en 2014. La contribution serait ensuite neutre pour chacun des deux premiers trimestres de 2016. ■

Tableau 2

Contribution des variations de stocks à la croissance (en point de PIB)

	Variations trimestrielles										Variations annuelles		
	2014				2015				2016		2014	2015	2016 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Produits agricoles	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0
Produits manufacturés	0,2	0,0	0,2	-0,3	0,2	-0,4	0,7	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3
dont :													
Produits agro-alimentaires	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0						
Cokéfaction et raffinage	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,1	-0,1	0,1						
Biens d'équipement	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	0,0						
Matériel de transport	-0,2	0,0	0,5	-0,6	0,3	-0,3	0,4						
Autres produits industriels	0,2	-0,1	-0,3	0,3	0,0	0,0	0,1						
Énergie, eau, déchets	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres (construction, services)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
TOTAL¹	0,3	0,0	0,1	-0,3	0,3	-0,4	0,7	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2

Prévision

(1) Les variations de stocks sont y compris les acquisitions nettes d'objets de valeur.

Source : Insee

La mesure d'amortissement exceptionnel soutient l'investissement manufacturier

La mesure de suramortissement est un dispositif temporaire visant à encourager l'investissement des entreprises. Il s'agit d'un avantage fiscal sur l'investissement productif : lors du calcul de leur résultat à déclarer dans le cadre de l'impôt, les entreprises pourront appliquer un suramortissement de 140 % aux investissements de biens d'équipement effectués entre le 15 avril 2015 et le 14 avril 2016¹.

Concrètement, la réduction de l'assiette fiscale se fait en utilisant le mécanisme de l'amortissement fiscal. La mesure de suramortissement permet d'augmenter de 40 % le montant des équipements qui sont à déduire de l'assiette fiscale, cette déduction exceptionnelle est répartie suivant le mode linéaire. Si une entreprise imposée au taux normal de l'impôt sur les sociétés (33,33 %) achète une machine outil pour 100 000 €, elle peut réduire son impôt de 46 667 € sur l'ensemble de la durée de vie du bien, contre 33 333 € sans le dispositif de suramortissement. Sur l'ensemble de la durée de vie d'un bien et en négligeant les phénomènes d'actualisation, le suramortissement correspond à une baisse de coût de 20 % pour les entreprises imposées au taux normal de l'impôt sur les sociétés (33,33 %), et de 7,1 % pour celles intégralement imposées au taux réduit (15 %).

Les investissements potentiellement concernés par la mesure représenteraient environ 25 milliards d'euros de dépenses annuelles

La mesure de suramortissement concerne principalement les achats de machines utilisées par les entreprises pour les opérations industrielles de fabrication, de transformation et de manutention, qui s'élevaient à environ 21,2 milliards d'euros en 2013. Le champ d'application de la mesure comprend également les installations productrices de vapeur, chaleur ou énergie, les appareils d'épuration de l'eau et d'assainissement de l'atmosphère, ainsi que le matériel utilisé pour la R&D. L'ensemble des investissements concernés par la mesure représenterait ainsi un champ d'environ 25 milliards d'euros, soit 15 % de l'investissement des entreprises hors construction.

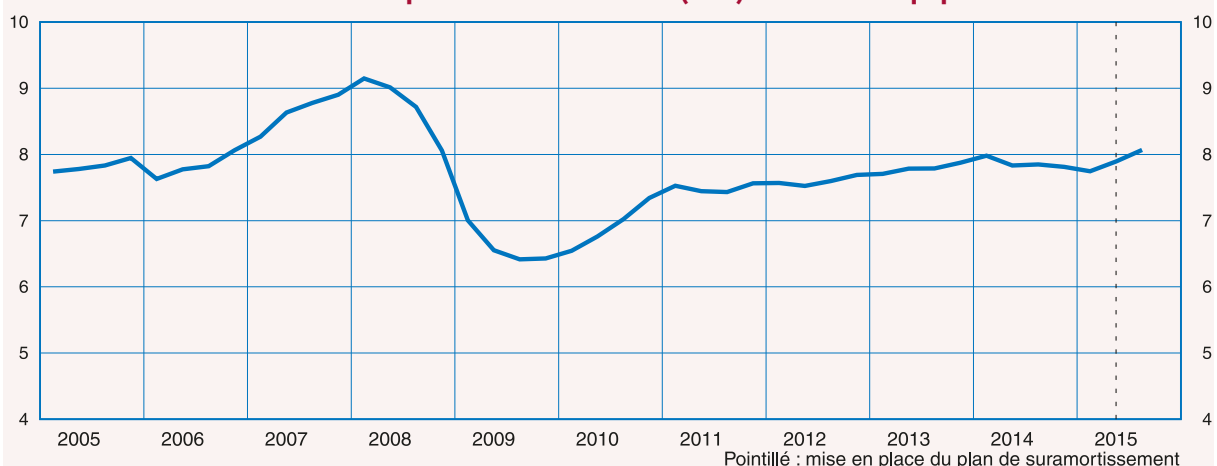
Les achats de biens d'équipement ont été plutôt dynamiques depuis le printemps 2015

Le champ de la mesure de suramortissement correspond principalement à une partie des investissements en biens d'équipement. Ils ont été plutôt dynamiques depuis l'annonce de la mesure : +1,9 % au deuxième trimestre 2015 et +2,2 % au troisième (graphique 1) ; il faut remonter au premier trimestre 2011 pour trouver une progression plus rapide.

Dans le détail, les indices de chiffre d'affaires du commerce de gros semblent indiquer que parmi tous les achats en biens d'équipement, les plus concernés a priori par la mesure de suramortissement ont été plus dynamiques (graphique 2). En effet, au troisième trimestre 2015, l'indice du chiffre d'affaires du commerce de gros en autres équipements industriels a augmenté de 2,7 % par rapport à son niveau du premier trimestre 2015, alors que depuis 2012 la hausse sur deux trimestres avait été au plus de +2,5 %. De plus, ce dynamisme est dû à la forte progression des ventes de machines-outils (+6,1 %) et de fournitures et équipements industriels divers (+5,4 %) qui sont particulièrement concernés par le suramortissement. Dans le même temps, les produits majoritairement non éligibles au suramortissement ont moins progressé. Ainsi, le chiffre d'affaires du commerce de gros d'équipements de l'information et de la communication n'a augmenté que de 1,1 % et celui du commerce de gros de mobilier de bureau a même diminué de 0,9 %.

Ces évolutions sont confirmées par l'enquête de conjoncture dans le commerce de gros. Par rapport au début de l'année, les soldes d'opinion des grossistes sur leurs intentions de commande et leurs ventes passées ont baissé pour les biens d'équipement de l'information et de la communication alors qu'ils ont progressé pour les autres équipements industriels, qui sont aussi plus souvent éligibles à la mesure de suramortissement.

1 - FBCF des entreprises non financières (ENF) en biens d'équipement



Source : Insee, comptes trimestriels

Selon l'enquête de conjoncture sur les investissements dans l'industrie, les entreprises ont revu leur investissement à la baisse entre avril et octobre. Toutefois, à l'évolution des soldes d'opinions sur l'activité et la demande donnée, les entreprises ont plutôt eu tendance à revoir à la hausse leur investissement. Ce résultat semble indiquer que des éléments extérieurs à l'évolution de l'activité économique telle que la mise en place du mécanisme de suramortissement ont pu inciter les entreprises à investir davantage. De fait, plus d'entreprises ont déclaré le facteur « autres » (dont aides fiscales) comme motif influençant positivement leur décision d'investissement : en octobre 2015 le solde d'opinion correspondant (+31) s'approche de son plus haut niveau depuis que la série existe (1991), il dépasse de 8 points sa moyenne de longue période.

Le suramortissement n'explique qu'en partie le dynamisme de l'investissement manufacturier

L'effet global de la mesure peut toutefois être diminué par de possibles effets de substitution entre les différents types d'investissements. En particulier, les entreprises peuvent avoir choisi de devancer leurs achats en biens d'équipement éligibles au suramortissement (afin de bénéficier de la mesure) en diminuant les investissements en autres biens.

Enfin, le suramortissement ne peut expliquer qu'une partie du dynamisme de l'investissement manufacturier. En particulier, le nombre relativement élevé d'immatriculations de véhicules lourds et de véhicules utilitaires légers entre septembre et novembre 2015 n'est pas lié au suramortissement puisque le matériel roulant est pour l'essentiel exclu du champ de la mesure.

La mesure de suramortissement rehausserait l'investissement en produits manufacturés de l'ordre de 0,2 à 0,4 point par trimestre

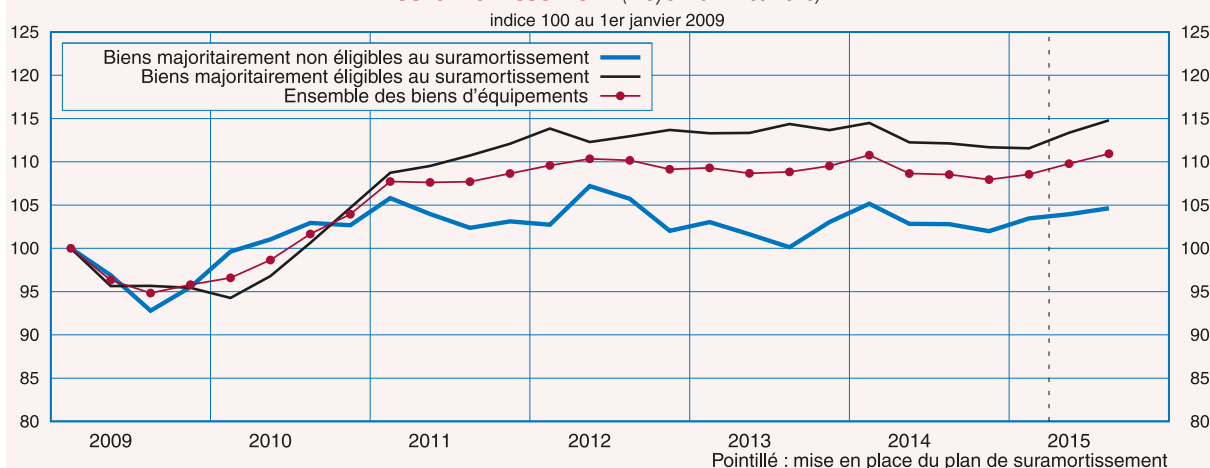
La prévision de la *Note de conjoncture* de juin intégrait un effet imputable à la mesure de suramortissement de 0,2 point au troisième trimestre 2015, puis de 0,4 point au quatrième sur l'investissement en produits manufacturés. La croissance du troisième trimestre ne semble pas infirmer ces effets. La prévision de cette *Note* maintient donc ces hypothèses et intègre en outre un effet de 0,4 point au premier trimestre 2016 puis de 0,2 point pour le deuxième trimestre 2016.

Le caractère temporaire de la mesure constitue un aléa haussier pour l'estimation des effets à court terme : les entreprises pourraient augmenter plus amplement que retenu leurs achats en biens d'équipement afin de pouvoir bénéficier de la mesure. À titre d'illustration, en anticipant le renchérissement des camions neufs, du fait du passage à une nouvelle norme technique au 1^{er} janvier 2014 (« euro 6 »), l'investissement des entreprises en matériels de transports avait très fortement augmenté au quatrième trimestre 2013 (+7,0 %). Cela illustre la sensibilité potentielle des entreprises à des mesures modifiant avec certitude le prix de leurs achats.

À l'inverse, il est possible que ce dispositif soit prolongé au-delà d'avril 2016, comme certains parlementaires l'ont proposé ; l'effet serait alors plus diffus dans le temps. ■

1. « La mesure d'amortissement exceptionnel soutiendrait l'investissement des entreprises en biens d'équipement », *Note de conjoncture*, juin 2015, p. 90.

2 - Indices de chiffre d'affaires du commerce de gros en autres biens d'équipement éligibles au suramortissement (moyenne trimestrielle)



Lecture : L'indice du chiffre d'affaires du commerce de gros de l'ensemble des biens d'équipements a augmenté de 2,2 % entre le premier et le troisième trimestre 2015, il correspond à l'agrégat des biens majoritairement non éligibles au suramortissement (+1,1 %) et des biens majoritairement éligibles au suramortissement (+2,9 %). Les biens majoritairement non éligibles au suramortissement comprennent les équipements de l'information et de la communication, le mobilier de bureau et les autres machines et équipements de bureau. Les équipements majoritairement éligibles au suramortissement comprennent le matériel agricole, les machines outils, les machines pour l'extraction, la construction et le génie civil, les machines pour l'industrie textile et l'habillement, le matériel électrique et les équipements industriels divers.

Source : Insee, indices de chiffre d'affaires dans le commerce de gros

Développements Internationaux



Pétrole et matières premières

La production américaine de pétrole à l'épreuve de la baisse des cours

Au troisième trimestre 2015, le prix du pétrole de la mer du Nord a oscillé entre 45 \$ et 50 \$ le baril de Brent, dans un contexte d'excédent d'offre. En novembre, le cours fluctue autour de 45 \$.

Selon les données de l'Agence internationale de l'énergie (AIE), l'offre et la demande se sont nettement rapprochées au troisième trimestre et cette convergence se poursuivrait jusqu'à mi-2016. La production marquerait le pas aux États-Unis, conséquence d'une baisse du nombre des nouveaux forages. L'offre demeurerait toutefois excédentaire jusqu'à mi-2016, alors que les stocks de brut sont déjà très importants, notamment aux États-Unis.

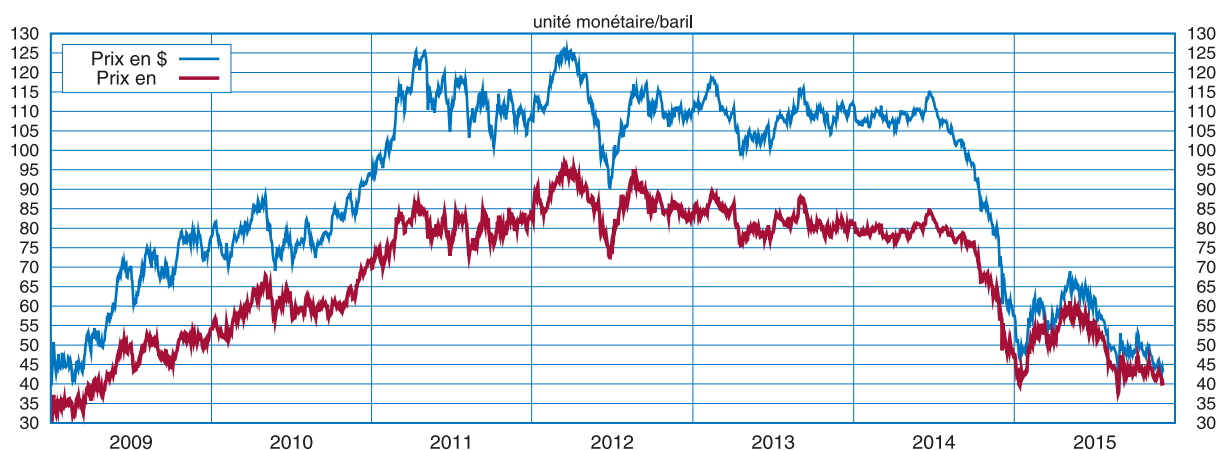
L'hypothèse conventionnelle d'un cours de pétrole stable à 45 \$ d'ici mi-2016 est soumise à deux aléas principaux. Premièrement, la résistance du secteur américain à la faiblesse des cours est incertaine. Le scénario retenu comprend un léger recul de la production américaine mais elle pourrait finir par s'ajuster nettement à la baisse, suivant la chute du nombre de forages. Deuxièmement, la production de l'Iran pourrait augmenter significativement d'ici mi-2016 avec la fin de l'embargo, conduisant à une hausse plutôt qu'à une stabilisation de la production de l'OPEP dans son ensemble.

Depuis début 2015, le cours du pétrole est bien plus bas que l'an dernier

Au premier semestre 2015, le cours du pétrole (Brent) a fluctué entre 45 \$ et 65 \$ (*graphique 1*). Au troisième trimestre 2015, le cours a baissé d'un palier, oscillant entre 45 \$ et 50 \$. En novembre et début décembre, il fluctue autour de ce bas de fourchette. Un nouvel équilibre des prix se dessine alors que des incertitudes pèsent sur la demande et que le marché physique demeure excédentaire. Les stocks de brut continuent ainsi de gonfler, notamment aux États-Unis.

Au niveau mondial, l'écart entre l'offre et la demande de pétrole s'est réduit aux deuxième et troisième trimestres 2015. Tout en restant à un haut niveau, la production américaine a amorcé une baisse au deuxième trimestre 2015, partiellement compensée par une hausse au troisième trimestre : avec un pétrole à moins de 50 \$ le baril, la rentabilité des nouveaux puits américains n'est pas assurée et entraîne la chute du nombre de nouveaux forages (*graphique 2*). À l'inverse, la production de l'OPEP a continué de progresser jusqu'au troisième trimestre 2015, notamment en Arabie Saoudite et en Irak.

1 - Prix du Brent en € et en \$



Source : Macrobond

Développements internationaux

Le déséquilibre se résorberait un peu d'ici mi-2016

L'offre mondiale marquerait le pas au cours des prochains trimestres. Elle s'établirait à 96,2 millions de barils par jour (Mbpj) mi-2016, soit 0,2 Mbpj de moins que son niveau de l'été 2015 (données corrigées des variations saisonnières, *graphique 3*). D'une part, l'offre américaine s'infléchirait à nouveau. D'autre part, l'offre de l'OPEP ne progresserait que modérément au quatrième trimestre 2015 puis au premier semestre 2016 : l'Irak, notamment, ne pourrait soutenir à court terme le rythme de production atteint à l'été.

Selon les prévisions de l'AIE, la demande croîtrait faiblement au quatrième trimestre 2015, du fait des pays de l'OCDE. Elle se redresserait plus nettement au premier semestre 2016, surtout du fait d'un rebond attendu de la demande en Chine. Ainsi, l'offre et la demande continueraient de se rapprocher.

Incertitudes sur l'offre en 2016

Par convention, le cours du baril de pétrole brut est maintenu en prévision à 45 \$, près de son niveau moyen de novembre. Les aléas sur le prix sont forts : à la hausse si la production américaine baisse plus que prévu et à la baisse si la production iranienne se redresse plus rapidement qu'anticipé.

De son côté, la production américaine a diminué au deuxième trimestre 2015 et elle baisserait à nouveau d'ici le deuxième trimestre 2016. Mais

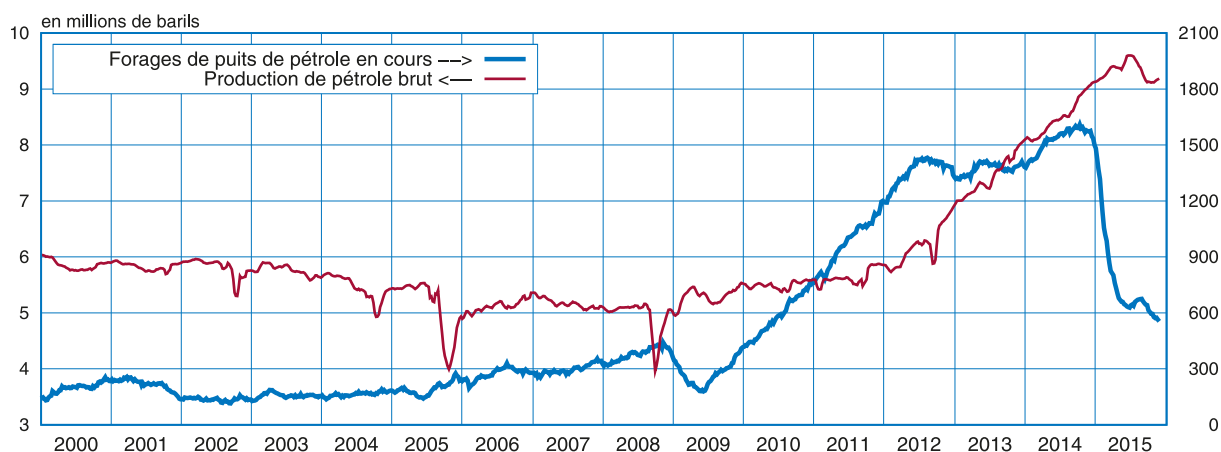
l'ampleur du recul paraît encore modérée au vu de la chute récente du nombre de forages. L'augmentation de la productivité des puits et la bonne couverture financière des exploitants a permis de maintenir la production. Néanmoins, le seuil de rentabilité à court terme des forages américains non conventionnels se situe autour de 70 \$ le baril. Les États-Unis pourraient jouer leur rôle de producteur marginal en abaissant plus fortement encore leur production d'ici mi-2016. L'excédent d'offre se résorberait alors davantage.

À l'inverse, avec la levée de l'embargo convenue dans le cadre des accords sur le nucléaire de juillet 2015, la production iranienne pourrait augmenter bien plus que prévu et atteindre 3,6 Mbpj dès mars 2016 (contre 2,9 Mbpj en octobre 2015) ; dans ce cas, le marché resterait largement excédentaire.

La baisse des prix des matières premières industrielles est plus marquée que celle des matières premières agricoles

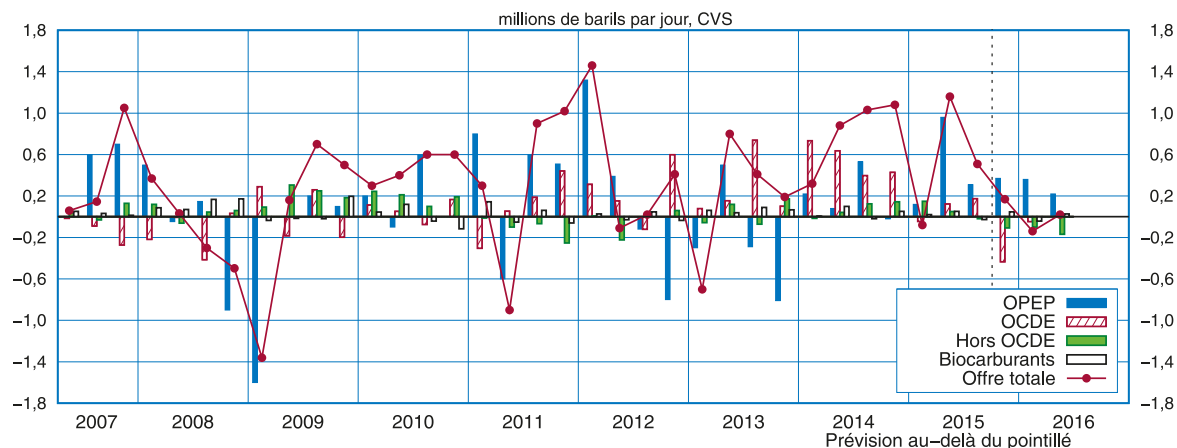
Au troisième trimestre 2015, les prix en euros des matières premières hors énergie continuent de baisser : -6,5 % après -1,4 % au deuxième trimestre (*graphique 4*). Les prix des matières premières industrielles diminuent fortement (-10,1 %) : les prix baissent de 12,8 % pour les métaux non ferreux et de 8,8 % pour les métaux ferreux. La baisse est moins marquée pour les matières agro-industrielles (-5,0 %). Le prix des matières premières alimentaires a reculé de 1,2 %.

2 - Production de pétrole et forages aux États-Unis



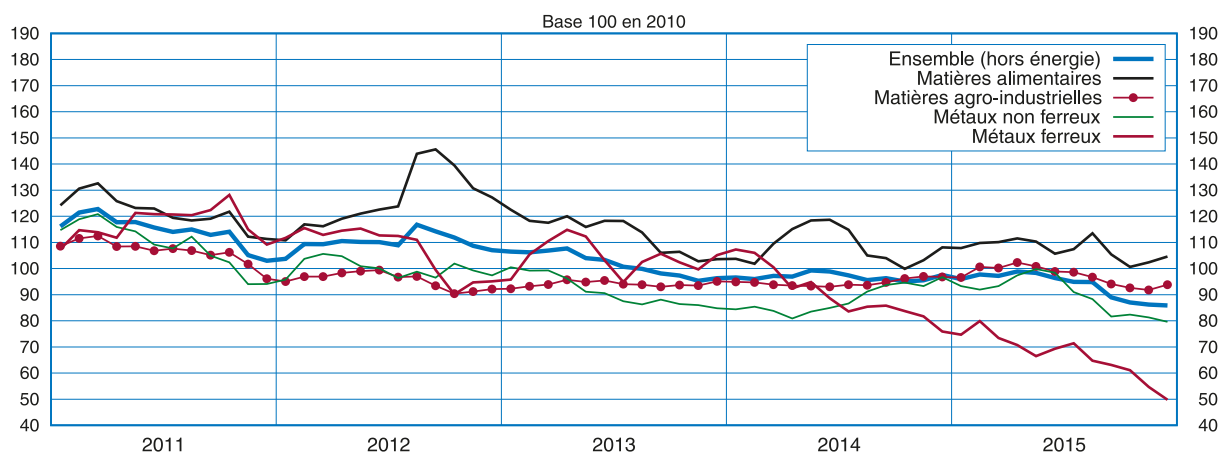
Sources : Agence internationale de l'énergie, Baker Hughes

3 - Principaux contributeurs à la variation de l'offre mondiale de pétrole



Source : Agence internationale de l'énergie

4 - Indice des prix des matières premières en euros



Source : HWWI

Marchés financiers

Divergence des politiques monétaires, convergence des taux en Europe

La divergence des politiques monétaires de la Réserve fédérale américaine (Fed) et de la Banque centrale européenne (BCE) s'accroîtrait au cours des prochains mois. La Fed amorcerait un léger resserrement de sa politique monétaire en relevant son taux directeur d'ici le deuxième trimestre 2016. Cette décision s'appuierait sur un marché du travail dynamique et une perspective d'inflation proche de sa cible de 2 %. De son côté, la BCE a annoncé une amplification de son programme d'assouplissement quantitatif lors de la réunion du Conseil des gouverneurs du 3 décembre. Cette divergence contribuerait à maintenir l'euro proche de son plus bas niveau vis-à-vis du dollar depuis 2003, autour de 1,08 dollar pour 1 euro.

Dans la zone euro, la fragmentation financière continue de se réduire tant sur le crédit aux entreprises que sur les taux souverains. Le marché du crédit en zone euro renoue avec la croissance après plusieurs années de recul, notamment en Italie et en Espagne. En parallèle, les taux d'emprunt bancaires des entreprises diminuent et, de plus, convergent. Les taux souverains des pays de la zone euro restent relativement bas depuis début 2015. Depuis l'été, le taux d'emprunt à 10 ans de la France est quasi stable autour de 1 %.

La Fed relèverait ses taux directeurs avec modération

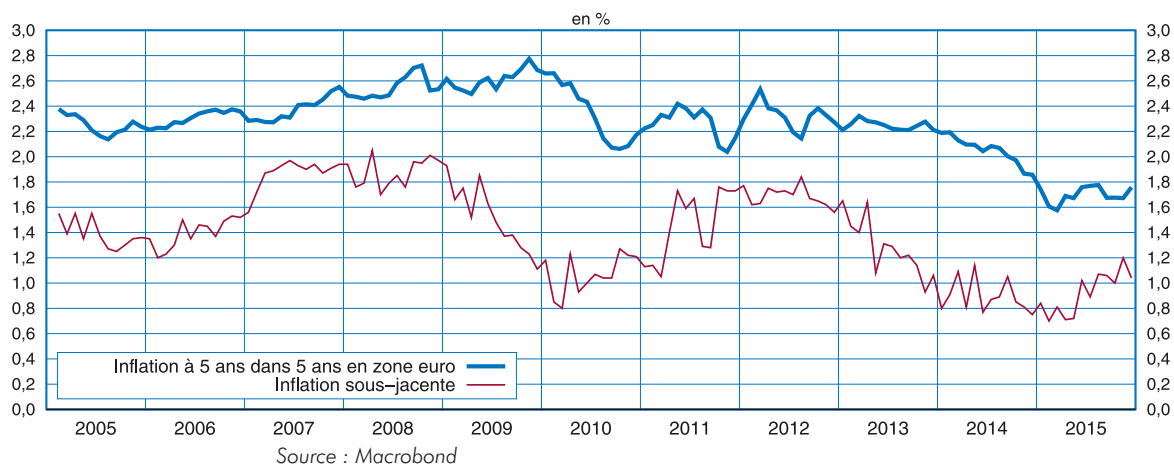
La Fed relèverait ses taux directeurs de 0,25 % à 0,50 % d'ici juin 2016. Cette hausse, quantitativement modeste, serait la première depuis 2008. Elle se justifie par la bonne santé du marché du travail américain – en octobre, le chômage est à 5,0 % – et les perspectives à court terme d'inflation. En effet, même si l'inflation courante reste faible sous l'effet de la chute des prix du pétrole, cet effet ne serait que transitoire : l'inflation sous-jacente, qui exclut les prix de l'énergie, est proche de la cible d'inflation de 2 % de la Fed.

Face à une inflation qui reste faible, la BCE amplifie son programme d'assouplissement quantitatif

Dans la zone euro, la faible inflation a mené la BCE à amplifier sa politique d'assouplissement monétaire. En effet, depuis le début de l'année, l'inflation est quasi nulle tandis que l'inflation sous-jacente fluctue en dessous de 1 %. Les anticipations d'inflation à moyen terme mesurées sur les marchés financiers se maintiennent entre 1,6 % et 1,8 %, et sont inférieures à la cible de 2 % de la BCE (*graphique 1*).

Ce nouvel assouplissement s'est concrétisé par une extension du programme d'achat de titres au-delà du terme prévu (mars 2017 au lieu de septembre 2016). Un nouvel abaissement du taux

1 - Anticipations d'inflation dans la zone euro



Développements internationaux

de facilité de dépôt, déjà en territoire négatif, a également été décidé.

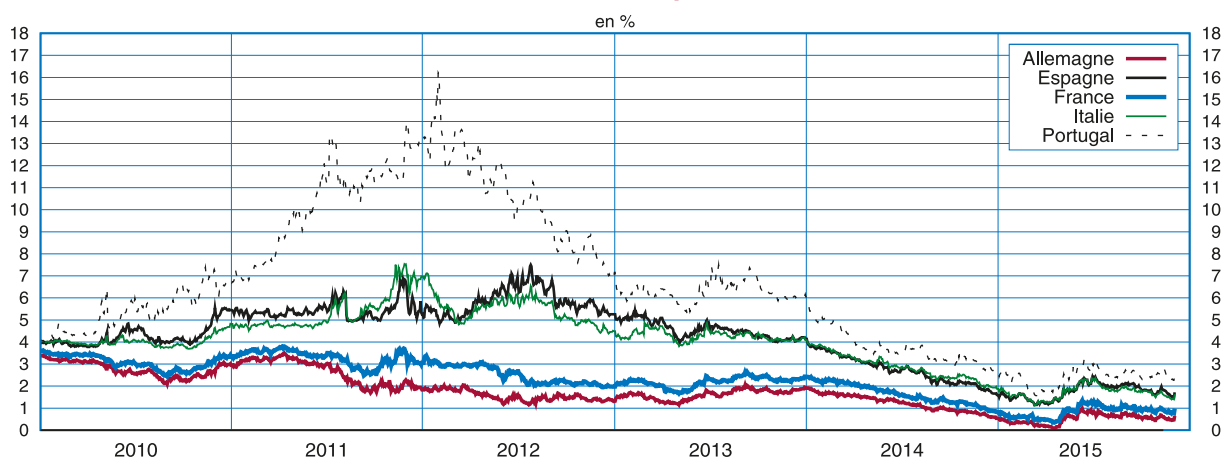
Les écarts de taux souverains se stabilisent

Les écarts de taux entre les dettes souveraines de la zone euro, hors Grèce, sont globalement stables depuis début 2015 (*graphique 2*). Le coût de financement de la Grèce reste largement supérieur à celui des autres pays de la zone, se situant environ 7 points au-dessus du taux allemand ; cependant, il s'est réduit au troisième trimestre 2015. Les taux allemand et français sont remontés à partir de mai après un creux en avril. Depuis l'été, ils sont quasi stables, autour de 0,5 % pour le taux souverain allemand à 10 ans et de 1,0 % pour le taux souverain français.

Dans la zone euro, le crédit repart, les taux privés convergent

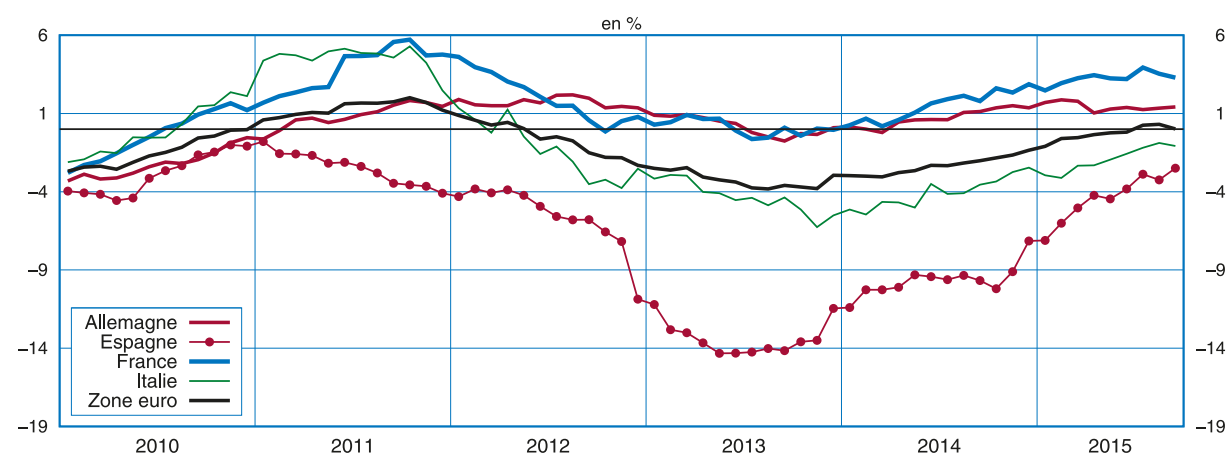
Dans la zone euro, les encours de crédit aux entreprises croissent à nouveau légèrement fin 2015, après plusieurs années de diminution (*graphique 3*). En France, le crédit continue d'augmenter (+3,3 % au deuxième trimestre et +3,6 % au troisième trimestre 2015). En Italie et en Espagne, si les tendances perdurent, les encours de crédit pourraient à nouveau progresser début 2016. La reprise des volumes du marché du crédit s'accompagne d'une baisse des taux d'intérêt dans ces deux pays. De fait, les coûts d'emprunt des entreprises des pays périphériques continuent de converger vers ceux des pays du cœur de la zone (*graphique 4*).

2 - Taux souverains européens à 10 ans



Source : Banque centrale européenne

3 - Croissance annuelle de l'encours de crédit aux sociétés non financières dans la zone euro



Source : Banque centrale européenne

Développements internationaux

Sur les marchés boursiers, les turbulences de l'été se sont résorbées

Depuis septembre, la bourse de Shanghai s'est stabilisée à un niveau proche de celui du début d'année, après avoir fortement décroché durant l'été. L'indice de référence des bourses des pays émergents, le « MSCI EM », a été directement touché par les turbulences chinoises : en octobre, l'indice MSCI en dollars se situe 10 % en dessous de son niveau de janvier 2015, même si cette diminution s'explique en partie par la dépréciation des monnaies des pays émergents vis-à-vis du dollar.

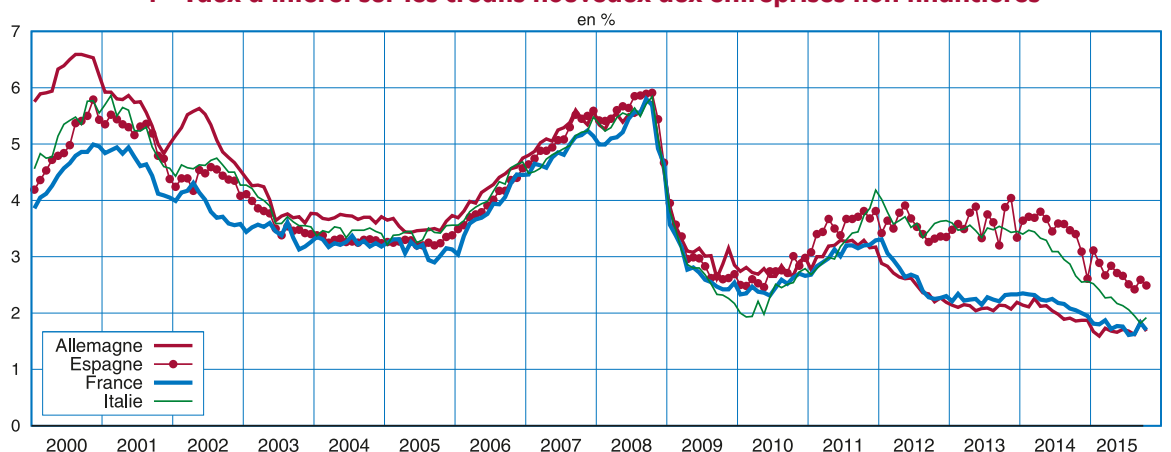
Dans les pays avancés, les bourses sont globalement orientées à la hausse après avoir été affectées par les turbulences sur les marchés émergents durant l'été. Ce regain s'accompagne d'une moindre volatilité des indices boursiers.

La stabilité de l'euro est étroitement liée aux annonces des politiques monétaires

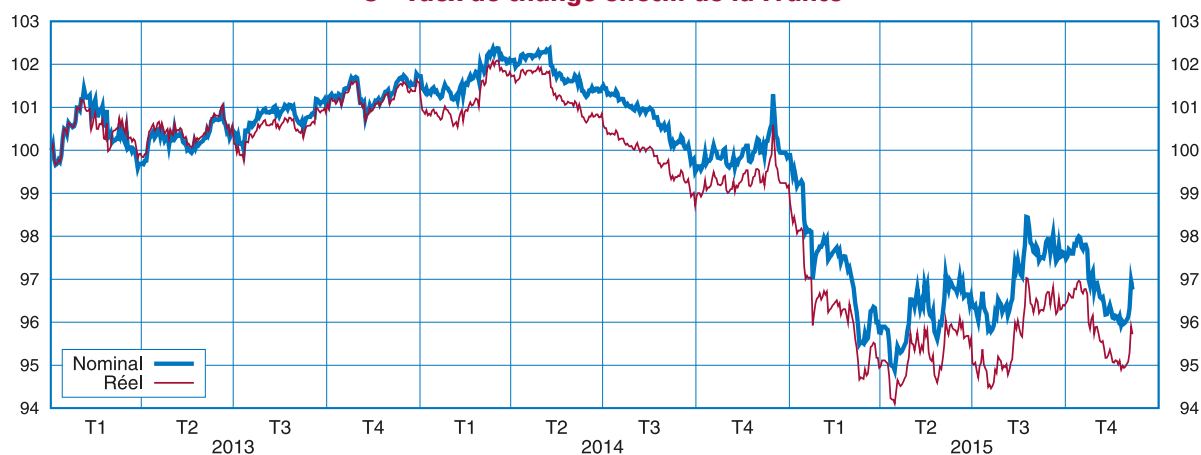
Depuis que la BCE a mis en œuvre sa politique d'assouplissement quantitatif, l'euro s'est quasiment stabilisé face au dollar : il fluctue depuis lors entre 1,05 et 1,15 dollar. Par ailleurs, le taux de change effectif réel de la France a légèrement progressé au troisième trimestre 2015 du fait de la dépréciation du rouble russe et du yuan chinois (*graphique 5*).

Le relèvement des taux américains (s'il se confirme), combiné à l'amplification de l'assouplissement quantitatif décidé par la BCE le 3 décembre 2015, conduirait à maintenir l'euro proche de son plus bas niveau depuis 2003. Dans cette *Note de conjoncture*, l'hypothèse conventionnelle de stabilité des taux de change d'ici mi-2016 se traduit par des taux de 1,08 dollar, 0,72 livre sterling et 133 yens pour 1 euro. Sous ces hypothèses, le taux de change effectif se replierait légèrement au quatrième trimestre. ■

4 - Taux d'intérêt sur les crédits nouveaux aux entreprises non financières



5 - Taux de change effectif de la France



Zone Euro

Une croissance plus homogène au sein de la zone

Au troisième trimestre 2015, l'activité a légèrement ralenti dans la zone euro (+0,3 % après +0,4 %), du fait notamment des économies allemande (+0,3 % après +0,4 %), italienne (+0,2 % après +0,3 %) et espagnole (+0,8 % après +1,0 %).

L'activité accélérerait légèrement d'ici le deuxième trimestre 2016 (+0,4 % par trimestre), dans le sillage d'une demande intérieure stimulée par la progressive reprise de l'emploi et de l'investissement.

En moyenne sur l'année, la croissance atteindrait +1,5 % en 2015, après +0,9 % en 2014. L'accélération est largement acquise en 2015 pour la France, l'Italie et l'Espagne. Elle est notamment portée par le regain de pouvoir d'achat des ménages et, partant, par leur consommation, mais également par le redémarrage de l'investissement en Italie. L'Allemagne, quant à elle, conserverait quasiment le dynamisme retrouvé en 2014 (+1,5 % après +1,6 %). Mi-2016, l'acquis de croissance pour la zone euro serait de +1,2 %.

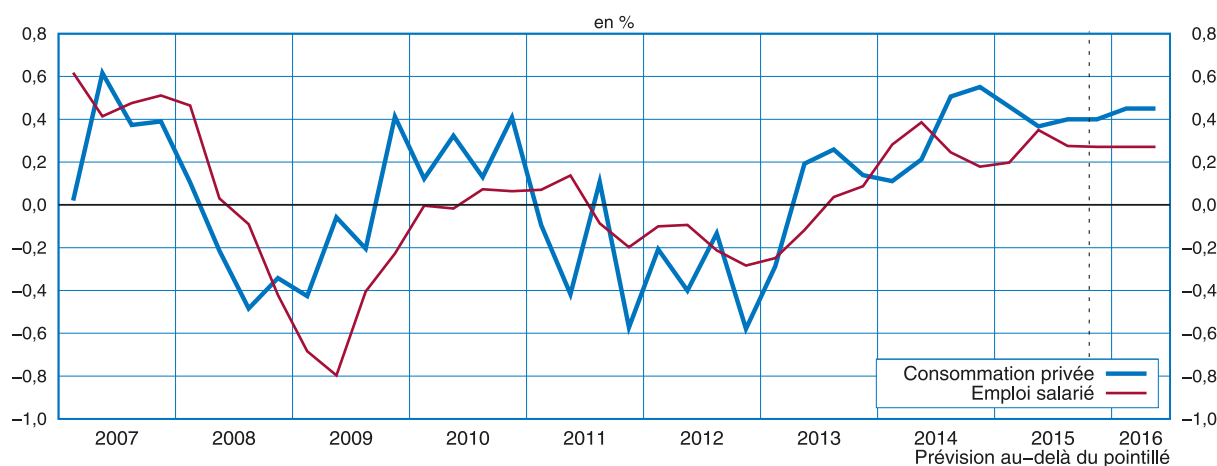
Au troisième trimestre 2015, l'activité a légèrement ralenti

Dans la zone euro, la reprise a légèrement fléchi au troisième trimestre 2015, l'activité croissant de 0,3 % après +0,4 % au deuxième trimestre. À l'exception de la France – où des facteurs temporaires avaient conduit à une stagnation de l'activité au deuxième trimestre – l'activité des principaux pays de la zone euro a légèrement ralenti au troisième trimestre, notamment en Italie (+0,2 % après +0,3 %), en Allemagne (+0,3 % après +0,4 %) et en Espagne (+0,8 % après +1,0 %). Ce fléchissement est notamment dû à un trou d'air dans les exportations de la zone euro, qui serait temporaire. En outre, en Espagne, la dynamique de rattrapage de l'investissement en équipement s'essouffle.

L'activité accélérerait légèrement, portée par la consommation des ménages

Le climat des affaires reste favorable, et l'activité reprendrait son rythme de début d'année dès le quatrième trimestre 2015 (+0,4 % par trimestre). Elle serait surtout portée par la consommation privée (+0,4 % par trimestre jusqu'à mi-2016), elle-même stimulée par des gains de pouvoir d'achat. D'une part, l'emploi continuerait de progresser à un rythme relativement rapide d'ici le deuxième trimestre 2016 (+0,3 % par trimestre, *graphique 1*), comme depuis plus d'un an.

1 - Emploi salarié et consommation privée



Source : Eurostat

Développements internationaux

De ce fait, le chômage baisserait de nouveau : au deuxième trimestre 2016, le taux de chômage s'établirait à 10,4 % (contre 11,5 % fin 2014). D'autre part, le pouvoir d'achat des ménages serait soutenu par le progressif redressement des salaires, et par la diffusion de la récente baisse des prix du pétrole.

L'investissement repartirait au quatrième trimestre

L'investissement en équipement contribuerait également à l'accélération de la demande intérieure. Après deux trimestres maussades, il progresserait de 1,2 % au quatrième trimestre 2015, puis de 1,0 % par trimestre début 2016. L'investissement se reprendrait en Italie, et resterait encore dynamique en Espagne, bien qu'en ralentissement. Les dispositifs de suramortissement soutiendraient également l'investissement en équipement en France et en Italie.

L'investissement en construction repartirait progressivement : après une stabilité fin 2015, il augmenterait de 0,4 % par trimestre début 2016. Il croîtrait à un rythme soutenu en Espagne, plus modéré en Allemagne, tandis qu'il se stabiliserait en Italie et en France.

Les exportations rebondiraient

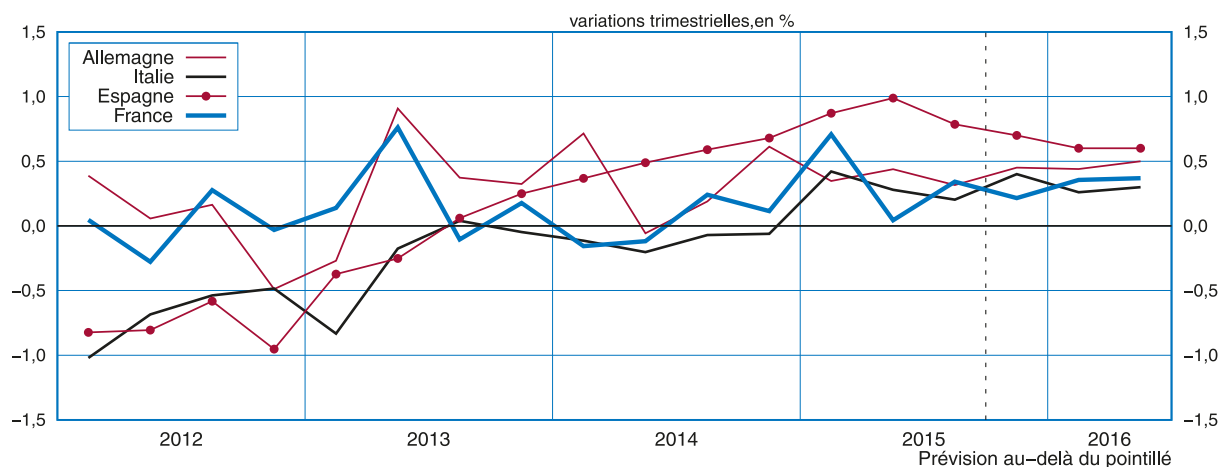
Les exportations de la zone euro rebondiraient au quatrième trimestre 2015 (+1,3 % après +0,2 %). Début 2016, elles continueraient de bénéficier de la dépréciation passée de l'euro et de la hausse de

la demande mondiale, et croîtraient de 1,0 % par trimestre. Les importations accéléreraient au quatrième trimestre (+1,2 % après +0,9 %), puis resteraient vigoureuses au premier semestre 2016 (+1,1 % par trimestre), dans le sillage de la demande intérieure. Ainsi, la contribution des échanges extérieurs à la croissance serait légèrement positive au quatrième trimestre 2015 (+0,1 point), par contrecoup du troisième trimestre, puis deviendrait neutre au premier semestre 2016. Au total sur l'année 2015, les exportations croîtraient de 5,0 % (après +4,1 % en 2014) et les importations augmenteraient de 5,3 % (après +4,5 % en 2014), des progressions qui contrastent avec la hausse plus modeste du commerce mondial, attendue à +1,2 %.

La divergence conjoncturelle se réduit entre pays de la zone euro

Avec la fin de la dynamique de rattrapage en Espagne (+0,7 % au quatrième trimestre 2015 puis +0,6 % par trimestre début 2016), les rythmes de croissance des principaux pays de la zone euro se rapprocheraient progressivement, signe d'une diffusion plus homogène de la reprise en zone euro (*graphique 2* et *encadré*). En particulier, l'économie italienne croîtrait à une allure comparable (entre +0,3 % et +0,4 % par trimestre) à celle attendue en France (+0,2 % au quatrième trimestre puis +0,4 % par trimestre) comme en Allemagne (+0,4 % fin 2015 et début 2016 puis +0,5 % au deuxième trimestre 2016). ■

2 - Croissance du PIB en zone euro



Source : Eurostat

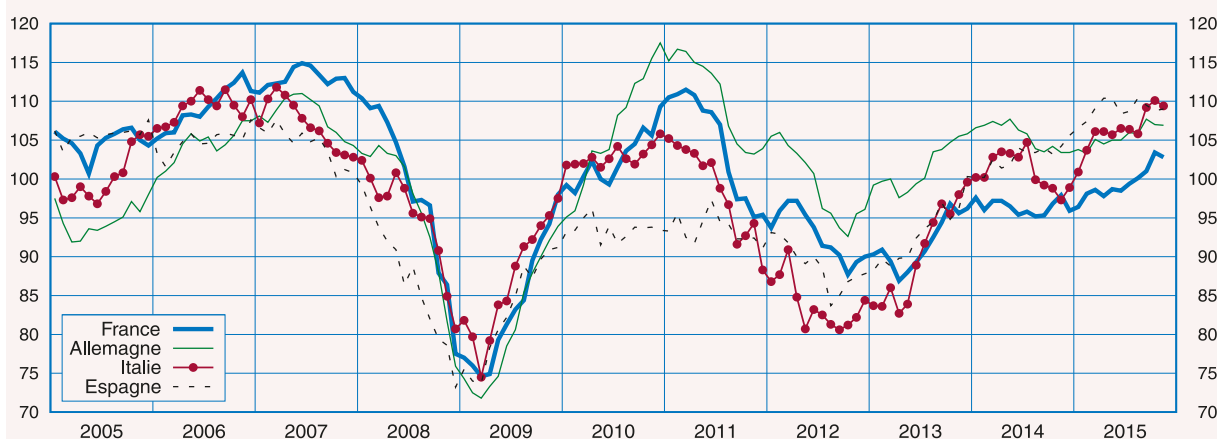
Des écarts de climat des affaires aux différentiels de croissance

Les climats des affaires estimés et publiés par la Commission européenne (DG ECFIN) sont homogénéisés. Cette standardisation porte sur la moyenne et l'écart-type de longue période de chacun des pays. Elle permet de comparer la conjoncture relative à plusieurs pays (*graphique 1*). Néanmoins, les écarts ne peuvent pas s'interpréter directement comme des différentiels de croissance d'activité telle que mesurée dans les comptes nationaux. D'une part, la croissance de longue période n'est pas identique entre les pays. Ainsi, selon Rioust de Largentaye et al.¹, la référence à 100 des climats des affaires correspond depuis 2000 à une croissance trimestrielle moyenne de +0,4 % en Allemagne, de +0,3 % en France et de +0,1 % en Italie. D'autre part, le lien entre le climat des affaires et l'activité n'est pas nécessairement stable

dans le temps. Ainsi, en Allemagne, l'activité est relativement décevante étant donné le climat des affaires depuis trois ans (*graphique 2*), ce qui reflète probablement le net affaiblissement de sa croissance potentielle du fait de ses évolutions démographiques. Au total, bien que le climat des affaires soit plus faible en France que dans les autres principaux pays de la zone euro, la croissance de l'économie française leur serait comparable, le potentiel de l'économie y étant légèrement plus élevé, du fait notamment de sa démographie. ■

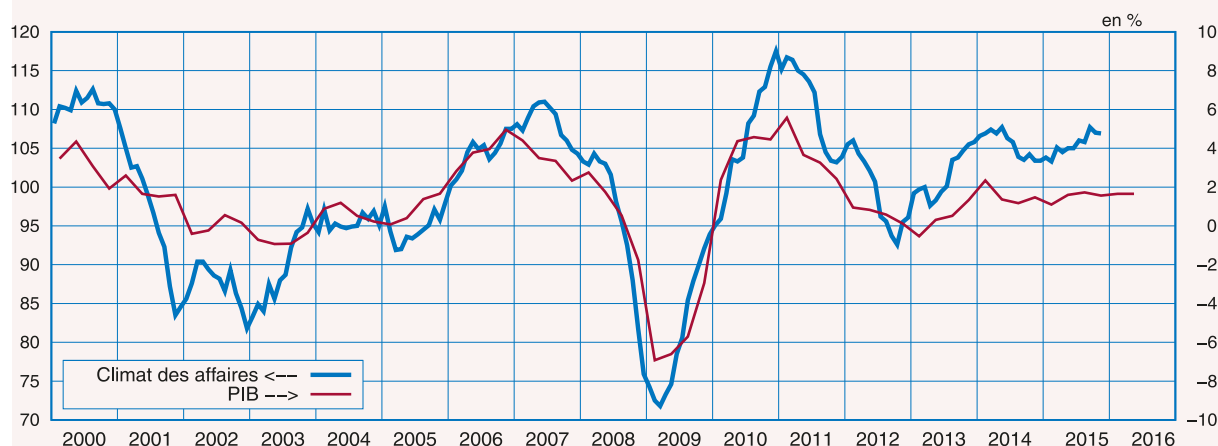
1. T. Rioust de Largentaye et D. Roucher, « Comment traduire les climats des affaires en termes de croissance ? », *Trésor-Eco* n°151, août 2015.

1 - Climat des affaires dans la zone euro



Source : Commission européenne (DG ECFIN)

2 - Climat et évolution du PIB en Allemagne



Source : Destatis, Commission européenne

Allemagne

L'Allemagne consomme, enfin

Malgré le repli de l'investissement et le ralentissement des exportations, l'activité allemande a résisté au troisième trimestre 2015 (+0,3 % après +0,4 %) grâce au dynamisme de la consommation des ménages et de la consommation publique. En prévision, l'activité accélérerait progressivement (+0,4 % au quatrième trimestre 2015 et au premier trimestre 2016 puis +0,5 % au deuxième trimestre 2016), de nouveau portée par la consommation. En moyenne annuelle, la croissance du PIB serait de +1,5 % en 2015 après +1,6 % en 2014. L'acquis de croissance pour 2016 à l'issue du premier semestre serait de +1,4 %.

La consommation accélère

L'activité allemande, après avoir progressé de 0,3 % au troisième trimestre 2015, continuerait de croître au rythme de +0,4 % au quatrième trimestre 2015 et au premier trimestre 2016 puis accélérerait légèrement au deuxième trimestre 2016 (+0,5 %), de nouveau portée par la consommation, privée et publique.

La consommation des ménages a fortement accéléré au troisième trimestre 2015 (+0,6 % après +0,1 %), encouragée par la faiblesse du taux de chômage (4,5 %) ainsi que par les gains de pouvoir d'achat dus à la baisse des prix de l'énergie et à l'instauration du salaire minimum (*éclairage*). Par ailleurs, la consommation publique a également accéléré à l'été (+1,3 % après +0,7 %).

Au quatrième trimestre, la confiance des consommateurs se maintient à un niveau élevé, les immatriculations et les ventes au détail restent favorablement orientées. La consommation des ménages demeurerait donc dynamique (+0,5 %). Elle continuerait sur ce rythme au premier semestre

2016, stimulée par les gains de pouvoir d'achat, notamment des salaires. La consommation publique resterait également soutenue (*graphique*), sous l'effet des dépenses nécessaires à l'accueil de nombreux réfugiés sur le territoire allemand (900 000 personnes en 2015 et 600 000 en 2016 d'après les instituts de conjoncture allemands).

Une reprise de l'investissement en vue

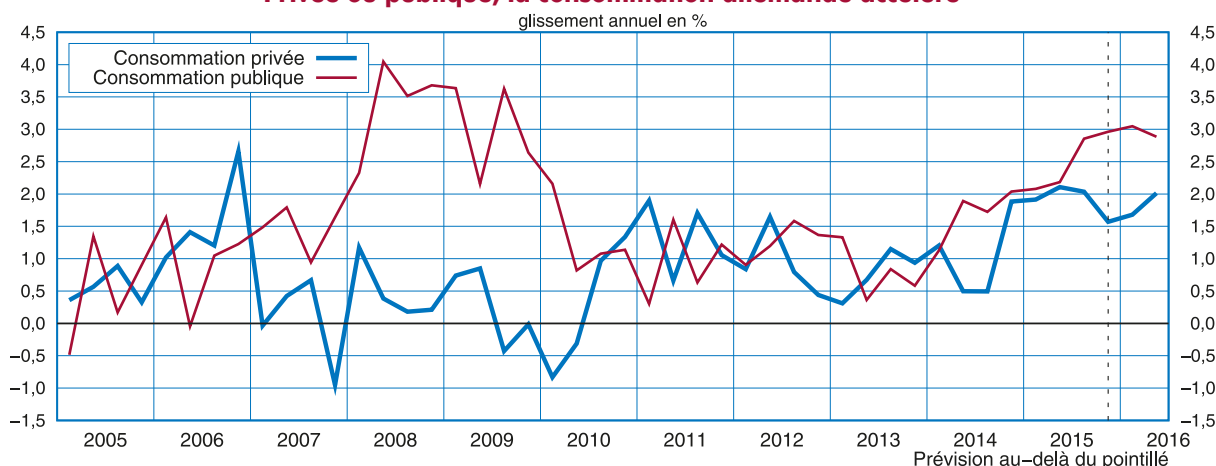
En revanche, l'investissement a de nouveau reculé au troisième trimestre (-0,3 % après -0,4 %), que ce soit en biens d'équipement (-0,8 % après +0,5 %) ou en construction (-0,3 % après -1,3 %). Toutefois, avec un taux d'utilisation des capacités de production élevé et des carnets de commandes relativement bien garnis, les entreprises hausseraient à nouveau leurs dépenses d'ici mi-2016 (+1,2 % au quatrième trimestre puis +0,7 % par trimestre). L'investissement dans la construction serait stable au dernier trimestre 2015 puis rebondirait au premier semestre 2016 (+0,6 % par trimestre).

Les exportations retrouveraient du tonus

Au troisième trimestre 2015, alors que les importations ont accéléré (+1,1 % après +0,5 %), les exportations ont marqué le pas (+0,2 % après +1,8 %). Ainsi, les échanges extérieurs ont contribué négativement à la croissance (-0,3 point).

Au quatrième trimestre, les exportations retrouveraient du tonus (+1,0 %), en réponse à la demande mondiale adressée à l'Allemagne et resteraient dynamiques au premier semestre 2016 (+1,1 % par trimestre). Les importations progresseraient sur un rythme comparable, et la contribution du commerce extérieur serait neutre d'ici mi-2016. ■

Privée ou publique, la consommation allemande accélère



Le salaire minimum allemand : un effet plus diffus qu'attendu

Dans la *Note de conjoncture* de décembre 2014¹, les effets de l'instauration d'un salaire minimum à 8,50 € de l'heure en Allemagne au 1^{er} janvier 2015 étaient anticipés à partir notamment des hypothèses des principaux instituts de conjoncture allemands. Le scénario retenu était celui d'une forte croissance des salaires dès le premier trimestre 2015, avant un retour à un rythme tendanciel à partir du deuxième trimestre 2015.

La hausse des salaires a été plus progressive que prévu

Les données publiées depuis lors dans les comptes trimestriels allemands mettent en évidence une croissance du salaire par tête moins forte qu'attendu au premier trimestre, puis plus forte au deuxième trimestre. Au premier trimestre 2015 en effet, le salaire par tête a faiblement accéléré (+0,8 % après +0,7 %) alors qu'une hausse de 1,4 % était attendue, dont +1,1 point imputable à l'instauration du salaire minimum. Au deuxième trimestre, en revanche, les salaires ont accéléré, augmentant nettement plus que leur tendance (+1,2 % contre +0,3 % en moyenne avant 2015).

Il semble ainsi que l'effet de l'instauration du salaire minimum soit plus diffus qu'attendu. D'une part, les branches qui avaient jusqu'en 2014 des salaires minimaux négociés inférieurs ont deux ans pour s'aligner et, selon les conventions collectives, l'entrée en vigueur du salaire minimum varie entre le 1^{er} janvier 2015 et le 1^{er} janvier 2017. Certaines branches ont donc choisi de rehausser graduellement les salaires minimaux, ce qui lisse d'autant l'augmentation générale des salaires sur la période. À titre d'exemple, le salaire minimum dans les agences d'intérim d'Allemagne de l'Est a augmenté à 8,20 € de l'heure au 1^{er} avril 2015 et n'augmentera à 8,50 € qu'au 1^{er} juin 2016.

1. « L'instauration d'un salaire minimum en Allemagne », *Note de conjoncture*, décembre 2014, p. 109.

D'autre part, certaines entreprises auraient anticipé l'instauration du salaire minimum en augmentant les salaires avant le 1^{er} janvier 2015, l'estimation du quatrième trimestre 2014 (+0,7 %) s'avérant bien plus dynamique que sa tendance.

La hausse des bas salaires aurait été en partie compensée par le ralentissement des plus hauts salaires au premier trimestre

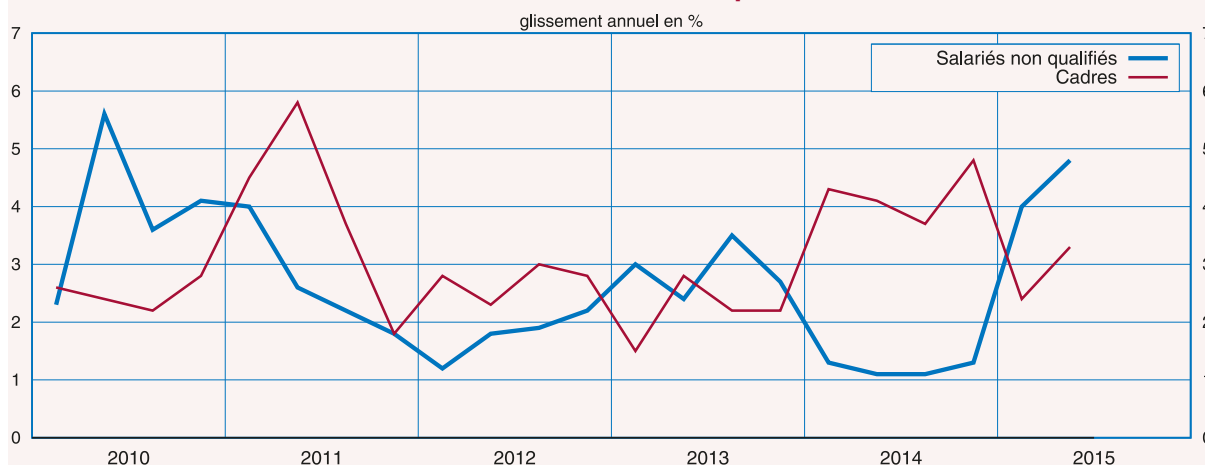
L'enquête sur les salaires par tête publiée par Destatis suggère par ailleurs une autre explication : la rémunération des salariés non qualifiés a nettement augmenté au premier trimestre 2015, conformément à ce qui était attendu au titre du salaire minimum (*graphique*). En corollaire, la hausse est marquée pour les salariés de l'ex-RDA ou des titulaires d'un emploi atypique. Mais ces effets à la hausse semblent avoir été en partie compensés par un ralentissement des salaires dans les autres catégories, a priori moins concernées par le salaire minimum, notamment les cadres.

Au deuxième trimestre 2015 et en glissement annuel, les salaires accélèrent pour toutes les catégories mais le différentiel de dynamique est conservé : le salaire des employés les moins qualifiés augmente de nouveau plus vite que celui des cadres. Il en est de même pour l'écart de dynamique entre salariés de l'Est et de l'Ouest, ou entre titulaires d'emplois atypiques ou à plein temps ; notamment, le niveau de salaire des « minijobbers » est 25 % plus élevé qu'un an plus tôt.

Les salaires augmenteraient vigoureusement d'ici mi-2016

Au total, l'effet de l'instauration d'un salaire minimum semble se diffuser plus progressivement sur les salaires allemands que prévu initialement et les entreprises ont en partie compensé sur les autres catégories de salariés. Compte tenu de ces éléments, les salaires resteraient dynamiques à l'horizon de la prévision (+0,7 % par trimestre jusqu'à mi-2016). ■

Évolution des salaires selon la profession



Italie

Le Jobs Act dynamise l'emploi

Au troisième trimestre 2015, l'activité italienne a de nouveau crû (+0,2 % après +0,3 %), confirmant la reprise amorcée depuis le début de l'année. La consommation des ménages a confirmé son regain de vigueur, mais l'investissement en équipement et les exportations ont trébuché. Au quatrième trimestre, l'activité accélérerait légèrement (+0,4 %), soutenue par la demande intérieure. En 2015, la hausse de l'activité atteindrait ainsi +0,7 %, après trois années de récession. L'emploi augmenterait de 0,8 %, dopé par l'incitation fiscale décidée dans le Jobs Act. Au premier semestre 2016 l'activité ralentirait légèrement (+0,3 % par trimestre).

L'emploi dopé au Jobs Act

En 2015, le PIB italien croîtrait de 0,7 %, après trois années de récession. Cette reprise de l'activité est aussi celle de l'emploi. Depuis le printemps, l'emploi salarié progresse (+0,2 % au troisième trimestre après +0,5 %), soutenu par les effets du Jobs Act (graphique). Ce dispositif exonère l'employeur du paiement des cotisations pendant trois ans pour toute nouvelle embauche en CDI en 2015, dans la limite de 8 060 euros par an (cf. Note de conjoncture de juin 2015, p. 103) : ainsi, en plus des créations nettes d'emploi, la proportion de CDI dans les embauches est en forte hausse. Le pouvoir d'achat des ménages augmente d'autant plus que l'inflation est faible, notamment sa composante énergétique. En conséquence, la consommation des ménages a accéléré : +0,4 % aux deuxième et troisième trimestres, après plusieurs années de quasi-stagnation. Au total, l'activité augmenterait de 0,4 % au quatrième trimestre 2015 puis se modérerait légèrement début 2016, les effets du Jobs Act s'essouffant (+0,3 % par trimestre) : le

dispositif serait prolongé, mais dans une version nettement moins incitative.

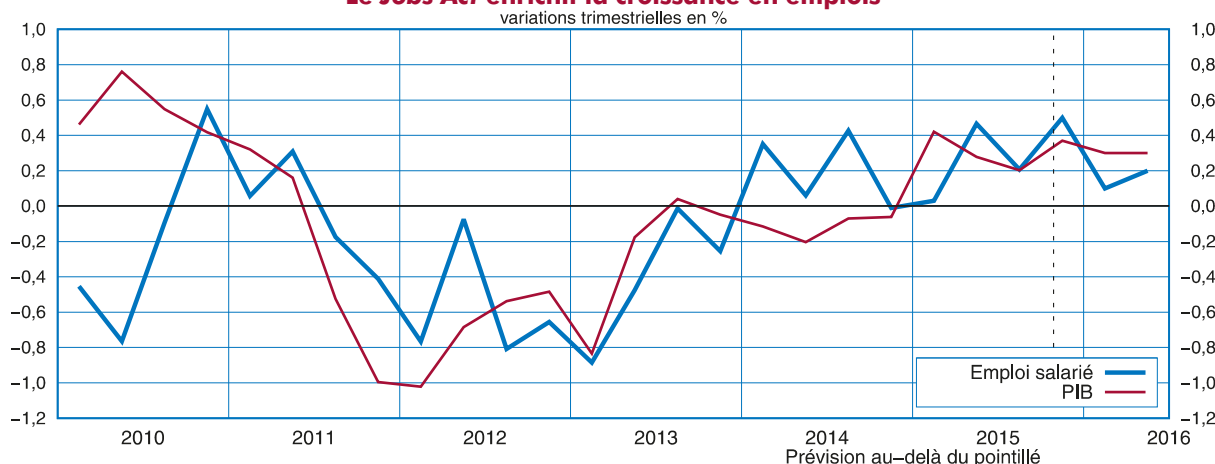
L'investissement en équipement a fléchi, celui en construction se stabilise

L'investissement en équipement s'est infléchi (-0,6 % au troisième trimestre) après son vif redémarrage depuis l'automne 2014. Il rebondirait au quatrième trimestre (+0,9 %), stimulé par une demande accrue et de meilleures conditions de financement. En moyenne annuelle, il progresserait de 3,7 % en 2015 (après -2,9 % en 2014). Au premier semestre 2016, il resterait dynamique, porté par un dispositif de suramortissement similaire à celui mis en œuvre en France. Dans la construction, le climat se redresse et le recul de l'investissement s'atténuerait d'ici mi-2016. Ainsi, l'investissement en construction baisserait nettement moins en 2015 (-1,0 %) qu'en 2014 (-4,8 %), amortissant la chute entamée en 2008. Mi-2016, son acquis de croissance annuel atteindrait -0,3 %.

Les exportations ont trébuché au troisième trimestre

Marquées par un trou d'air dans les échanges extérieurs de la zone euro, les exportations italiennes ont baissé au troisième trimestre (-0,8 % après +1,3 %). Les importations ont augmenté pour le septième trimestre consécutif (+0,5 %) et le commerce extérieur a pesé sur la croissance. Au quatrième trimestre, importations et exportations augmenteraient quasiment au même rythme (+1,0 %), comme au premier semestre 2016 (+0,8 % par trimestre), proche de celui de la demande mondiale adressée à l'Italie. Au total, le commerce extérieur contribuerait négativement à la croissance en 2015 (-0,3 point), pour la première fois depuis 2009. ■

Le Jobs Act enrichit la croissance en emplois



Sources : Istat

Espagne

L'activité ralentit mais reste solide

En Espagne, le PIB a légèrement ralenti au troisième trimestre 2015 (+0,8 %), encore porté par une demande intérieure vigoureuse mais pénalisé par la contribution négative du commerce extérieur. Pour les prochains trimestres, le ralentissement de l'activité se poursuivrait du fait cette fois de la demande intérieure (+0,7 % au quatrième trimestre, puis +0,6 % par trimestre au premier semestre 2016). Au total, la croissance sur l'ensemble de l'année 2015 atteindrait +3,1 %, et l'acquis de croissance pour 2016 serait fin juin de +2,2 %.

L'industrie marque un peu le pas

Au troisième trimestre 2015, l'activité espagnole a légèrement ralenti (+0,8 % après +1,0 %) : la demande intérieure est restée vigoureuse mais le commerce extérieur a contribué négativement à l'activité. Les enquêtes de conjoncture nationales demeurent bien orientées ; en revanche, les indices PMI baissent, surtout dans l'industrie, suggérant que l'activité y marque le pas (*graphique*). Malgré le redémarrage du bâtiment, l'activité globale ralentirait légèrement d'ici mi-2016 : +0,7 % au quatrième trimestre, puis +0,6 % par trimestre au premier semestre 2016.

Le pouvoir d'achat des ménages resterait dynamique

Au quatrième trimestre 2015, la consommation des ménages resterait soutenue par les gains de pouvoir d'achat, en raison de fortes créations d'emplois, d'une inflation basse, et d'une légère accélération des salaires. Ces derniers seraient notamment dynamisés dans la fonction publique par les restitutions par acomptes d'une prime retirée en 2012. La consommation publique est

dynamique en 2015, année d'élections locales et nationales, mais ralentirait début 2016 pour contenir le déficit budgétaire. D'ici mi-2016, le taux d'épargne retrouverait son niveau moyen d'avant-crise, la baisse du chômage rendant moins nécessaire l'épargne de précaution. En effet, le taux de chômage demeure élevé mais baisse à un rythme soutenu : il atteindrait 20,6 % mi-2016, un niveau inférieur de six points à celui de son pic début 2013.

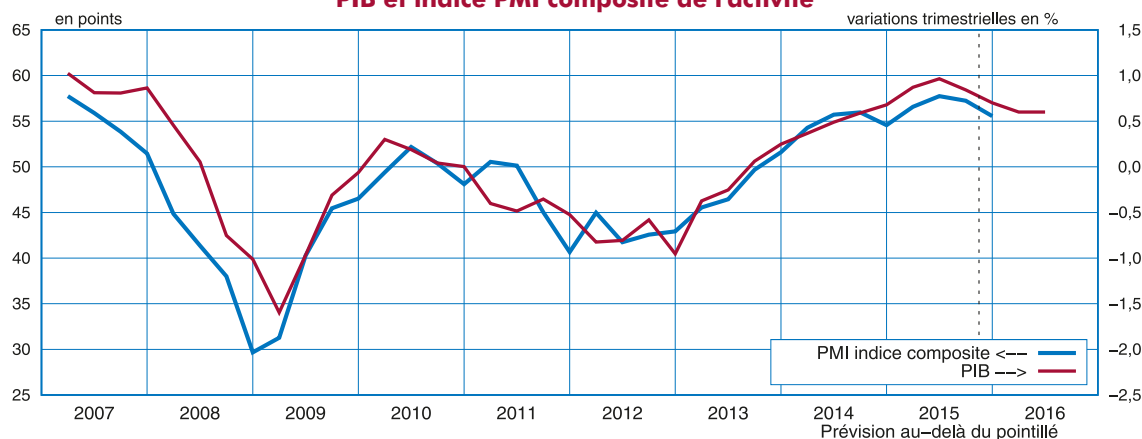
L'investissement continuerait de croître vigoureusement

Au quatrième trimestre 2015, l'investissement en biens d'équipement continuerait de croître rapidement (+2,7 %), dans un contexte de tensions sur les capacités de production et de marges des entreprises encore très élevées (*cf. dossier de cette Note*). Il ralentirait début 2016, la dynamique de rattrapage s'essouffant. L'investissement en construction continuerait de se redresser : les permis de construire ont vivement augmenté depuis début 2015, même si leur nombre reste bien inférieur au niveau d'avant-crise. Cependant, l'investissement public en construction ralentirait après les élections de 2015.

Les importations ralentiraient

En fin d'année 2015, le commerce extérieur pèserait encore légèrement sur la croissance espagnole car les importations resteraient soutenues pour répondre à la demande intérieure. Au premier semestre 2016, le ralentissement de la demande intérieure, notamment de l'investissement en équipement, freinerait les importations et la balance commerciale redeviendrait neutre sur la croissance. ■

PIB et indice PMI composite de l'activité



Source : INE, Markit

Royaume-Uni

Le marché du travail se tend

Au Royaume-Uni, l'activité a ralenti au troisième trimestre 2015 (+0,5 % après +0,7 %). D'ici la mi-2016, l'activité croîtrait moins rapidement qu'en début d'année 2015 (+0,6 % fin 2015 puis +0,5 % par trimestre au premier semestre 2016) du fait du ralentissement de la demande intérieure. En effet, moins d'emplois seraient créés, ce qui limiterait la baisse du chômage ; le taux d'épargne des ménages, qui a atteint un plus bas niveau début 2015, ne baisserait donc quasiment plus à l'horizon de la prévision. En 2015, la croissance britannique atteindrait +2,4 %, et l'acquis de croissance pour 2016 s'élèverait à +1,7 % fin juin.

Le climat des affaires s'altère mais reste favorable

Au troisième trimestre 2015, la croissance britannique a baissé (+0,5 % après +0,7 % au deuxième trimestre) du fait du recul de l'activité dans la construction et du ralentissement de l'industrie extractive. Selon les enquêtes Markit auprès des directeurs d'achat, le climat des affaires s'améliore en octobre et en novembre après s'être nettement dégradé en septembre. En revanche, les indices d'activité de la Confederation of British Industry baissent en novembre, tout en restant à des niveaux élevés. Ces indicateurs suggèrent que le PIB croîtrait de 0,6 % au quatrième trimestre, portant la croissance annuelle à +2,4 % en 2015 après +2,9 % en 2014. Au premier semestre 2016, l'activité ralentirait légèrement (+0,5 % par trimestre) du fait de la décélération de la consommation des ménages, et l'acquis de croissance pour 2016 atteindrait +1,7 % à mi-année.

La moindre baisse du chômage freinerait la consommation

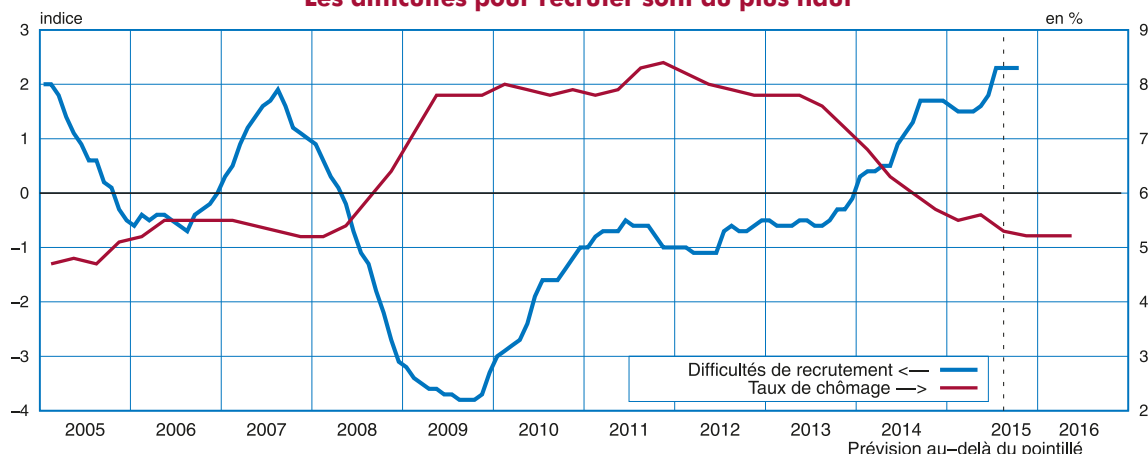
Au quatrième trimestre 2015, la consommation croîtrait de nouveau vigoureusement (+0,7 %, après +0,8 % au troisième trimestre) grâce au dynamisme du pouvoir d'achat des ménages, porté par la hausse des salaires et la faiblesse des prix, et aux effets de richesse générés par la hausse des prix dans l'immobilier. En outre, la tenue de la Coupe du monde de rugby aurait entraîné un surcroît de dépenses. Au premier semestre 2016, la consommation ralentirait légèrement (+0,6 % par trimestre). En effet, les tensions sur le marché du travail (*graphique*) alimenteraient certes une accélération des salaires mais limiteraient les créations d'emplois et la baisse du chômage ; de ce fait, le taux d'épargne, qui a atteint 4,0 % début 2015, soit son plus bas niveau depuis 1963, ne baisserait quasiment plus d'ici mi-2016.

À l'horizon de la prévision, l'investissement ralentirait dans le sillage de l'activité et du relâchement des contraintes de capacité des entreprises, notamment dans l'industrie.

La contribution du commerce extérieur à l'activité serait faiblement négative

D'ici juin 2016, les exportations croîtraient moins rapidement que la demande mondiale adressée au Royaume-Uni (+0,6 % par trimestre), reflétant les pertes tendanciellées de parts de marché et la dépréciation passée de la livre. Les importations augmenteraient légèrement plus vite (+0,7 % par trimestre) dans le sillage de la demande intérieure. Sous l'hypothèse d'un taux de change stable, la contribution du commerce extérieur à l'activité serait faiblement négative d'ici mi-2016. ■

Les difficultés pour recruter sont au plus haut



Sources : Banque d'Angleterre, ONS

États-Unis

Près du plein emploi

Aux États-Unis, l'activité a nettement décéléré au troisième trimestre (+0,5 % après +1,0 %), de nouveau portée par la consommation des ménages et l'investissement privé mais freinée par des exportations atones.

Dès le quatrième trimestre, le PIB accélérerait légèrement avec la demande intérieure (+0,6 % par trimestre), portant à +2,5 % la croissance en moyenne annuelle en 2015, et à +2,0 % l'acquis de croissance à mi-année en 2016.

L'industrie pâtit d'un dollar fort

Après un rebond au printemps 2015 (+1,0 %), le PIB a nettement décéléré à l'été (+0,5 %). La demande intérieure est restée dynamique, notamment la consommation des ménages (+0,8 %) et l'investissement privé (+0,8 %), alors que les exportations ont continué de pâtir de l'appréciation du dollar (+0,2 %). Le climat conjoncturel est nettement plus favorable dans les services que dans l'industrie, plus exposée à la baisse de compétitivité induite (*graphique*).

L'activité accélérerait légèrement d'ici mi-2016, sur un rythme proche de sa moyenne de long terme (+0,6 % par trimestre). Elle bénéficierait des mêmes ressorts : dynamisme de la demande intérieure mais relative atonie des exportations.

Un marché du travail proche du plein emploi

Le rythme des créations d'emploi qu'engendre la croissance reste soutenu. Le marché du travail frôle le plein emploi : en octobre 2015, le taux de chômage s'établit à 5,0 %, quasiment au niveau d'équilibre estimé par la Fed (4,9 %), après avoir baissé continûment depuis début 2010. Son niveau favorise

les salaires qui accéléreraient de nouveau. Par ailleurs, l'inflation resterait contenue, l'appréciation du dollar et la baisse des matières premières continuant de se diffuser dans l'économie.

Ainsi, le pouvoir d'achat du revenu des ménages continuerait de croître au rythme de +0,8 % au quatrième trimestre puis de +0,7 % par trimestre jusqu'au deuxième trimestre 2016, soutenant la consommation qui augmenterait au même rythme.

L'investissement retrouve des couleurs

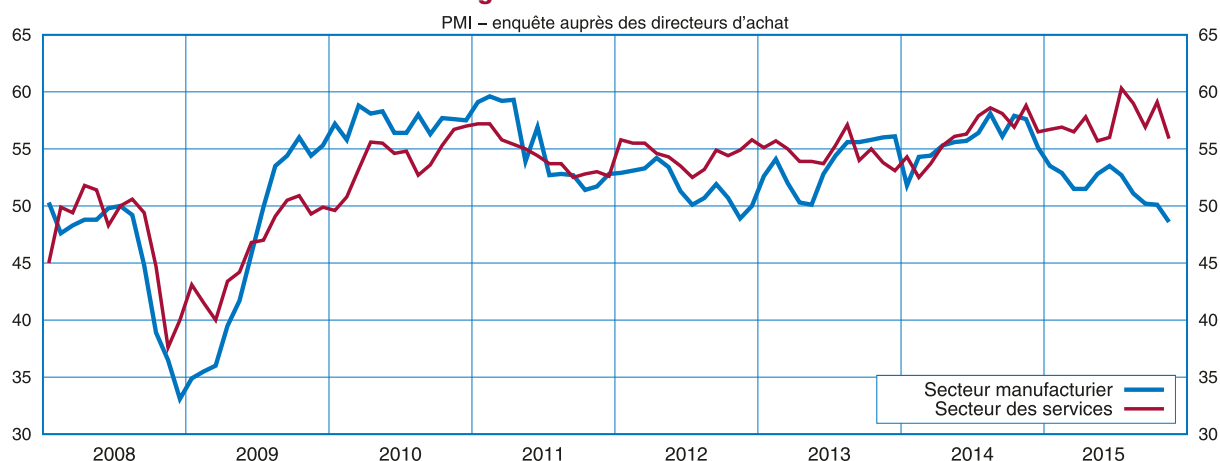
Après un trou d'air fin 2014 et début 2015, l'investissement des entreprises s'est ressaisi au printemps (+1,0 %) et à l'été (+0,6 %). Il croîtrait au rythme de +1,0 % à partir du quatrième trimestre 2015. Sur l'ensemble de l'année 2015, l'investissement ralentirait nettement (+3,2 % après +6,2 % en 2014) essentiellement du fait de son effondrement dans le secteur pétrolier.

L'investissement résidentiel continuerait d'accélérer sous l'effet d'une hausse des mises en chantier et d'une baisse des taux d'intérêt sur les nouveaux crédits immobiliers ; en moyenne sur l'année, il augmenterait de 8,6 % en 2015 (après +1,8 % en 2014).

Le commerce extérieur continuerait de peser sur la croissance

Malgré la reprise du commerce mondial, les exportations continueraient d'être pénalisées par l'appréciation passée du dollar d'ici mi-2016, alors que les importations accéléreraient dans le sillage de la demande intérieure. Au total, le solde extérieur contribuerait de nouveau négativement à la croissance au premier semestre 2016, après avoir grevé de 0,7 point la croissance annuelle en 2015. ■

Le climat des affaires diverge entre l'industrie manufacturière et les services



Source : ISM

Japon

Prix et salaires redémarrent timidement

Au troisième trimestre 2015, l'activité japonaise a rebondi (+0,3 % après -0,1 %) soutenue par le dynamisme de la demande intérieure hors stocks et le commerce extérieur. Pour la fin de l'année, les enquêtes de conjoncture restent favorablement orientées, notamment dans l'industrie. L'activité nippone croîtrait à un rythme modéré au quatrième trimestre 2015 (+0,2 %) puis accélérerait légèrement au premier semestre 2016 (+0,3 % par trimestre), portée par la consommation des ménages et le dynamisme retrouvé des exportations.

La production industrielle rebondirait

La production industrielle a fortement reculé au printemps 2015 (-1,4 %) et à l'été (-1,2 %). Cependant, les indicateurs conjoncturels suggèrent que la production industrielle rebondirait au quatrième trimestre 2015. Soutenu par les commandes intérieures, l'indice des directeurs d'achats (PMI) du secteur manufacturier a notamment continué de s'élever (52,6 en novembre après 52,4 en octobre et 51,0 en septembre, *graphique*). De plus, l'indice de production industrielle a augmenté de 1,4 % en octobre de sorte que l'acquis pour le quatrième trimestre est nettement positif (+1,8 %) ; pour novembre et décembre, les industriels interrogés par le METI envisagent une stabilisation de leur activité.

Après avoir rebondi au troisième trimestre 2015 (+0,6 % après -1,3 %), l'investissement productif ralentirait au quatrième trimestre 2015 (+0,3 %) puis progresserait au premier semestre 2016 (+0,4 % puis +0,5 % par trimestre) : cette reprise

serait très graduelle, les capacités de production restant peu sollicitées et les commandes de machines étant inférieures à leur niveau de début 2015, malgré un léger rebond en septembre.

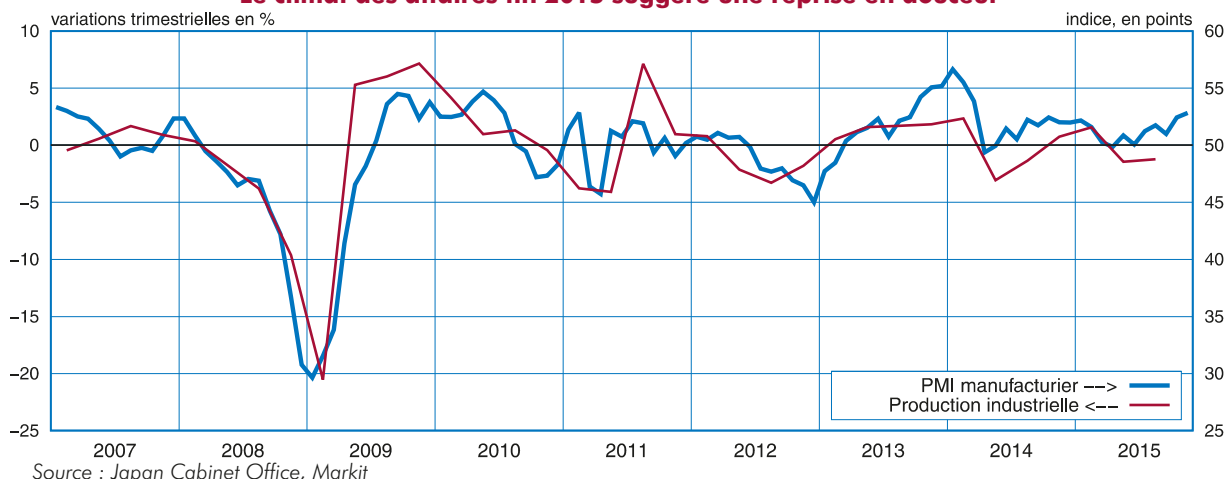
Les prix et les salaires redémarrent timidement

En octobre 2015, l'inflation a été faible (+0,3 %), du fait de la chute des prix du pétrole. En revanche, l'inflation sous-jacente s'est établie à +0,8 %, un niveau nettement supérieur à ce qui prévalait avant le début des Abenomics. En effet, l'emploi est resté relativement dynamique au troisième trimestre (+0,4 % après +0,2 %) et le taux de chômage s'est stabilisé à un niveau très bas (3,4 %). Le rapport entre l'offre et la demande d'emplois est à son plus haut niveau depuis 1992. Cette tension sur la main-d'œuvre stimule les salaires : au troisième trimestre 2015, les salaires de base ont crû de 0,2 % par rapport au trimestre précédent. D'ici mi-2016, ils continueraient d'augmenter légèrement, favorisant la consommation des ménages : +0,3 % au quatrième trimestre puis +0,4 % par trimestre au premier semestre 2016.

Les échanges extérieurs se redressent de concert

Les exportations ont rebondi au troisième trimestre après un trou d'air au premier semestre. D'ici mi-2016, elles progresseraient de nouveau, portées par le timide redémarrage des échanges asiatiques, notamment des importations chinoises. Les importations augmenteraient dans le sillage de la demande intérieure, de sorte que la contribution du commerce extérieur à la croissance serait neutre d'ici mi-2016. ■

Le climat des affaires fin 2015 suggère une reprise en douceur



Économies émergentes

Ralentissement d'ensemble, les divergences s'accroissent

En 2015, l'activité des économies émergentes a continué d'augmenter sur un rythme modeste, inférieur à celui des deux dernières décennies. Les divergences s'accroissent, notamment entre les pays exportateurs, pénalisés par la baisse des prix de matières premières, et les pays importateurs qui en bénéficient.

En Chine, le ralentissement économique se poursuit en 2015. Cependant, la croissance se stabiliserait au premier semestre 2016, soutenue par la consommation. Les importations retrouveraient un rythme plus en ligne avec l'activité. Au Brésil, la crise s'aggrave rapidement dans un contexte de tensions politiques et de détérioration des finances publiques. La demande intérieure et la production industrielle chutent et la banque centrale ne parvient pas à endiguer l'accélération continue des prix. Après un fort recul au premier semestre, l'économie russe s'est stabilisée à l'été. Néanmoins, la demande intérieure reste dégradée et le chemin de la reprise risque d'être long.

De leur côté, les pays d'Europe centrale et orientale semblent avoir échappé à la crise géopolitique en Ukraine. Ils conserveraient une croissance particulièrement dynamique, bénéficiant notamment de la lente mais solide reprise dans la zone euro.

Au total, les importations des économies émergentes, qui avaient reculé début 2015, rebondiraient légèrement d'ici mi-2016, sous l'effet de la stabilisation russe et du redressement des importations chinoises.

Chine : la croissance se stabiliserait

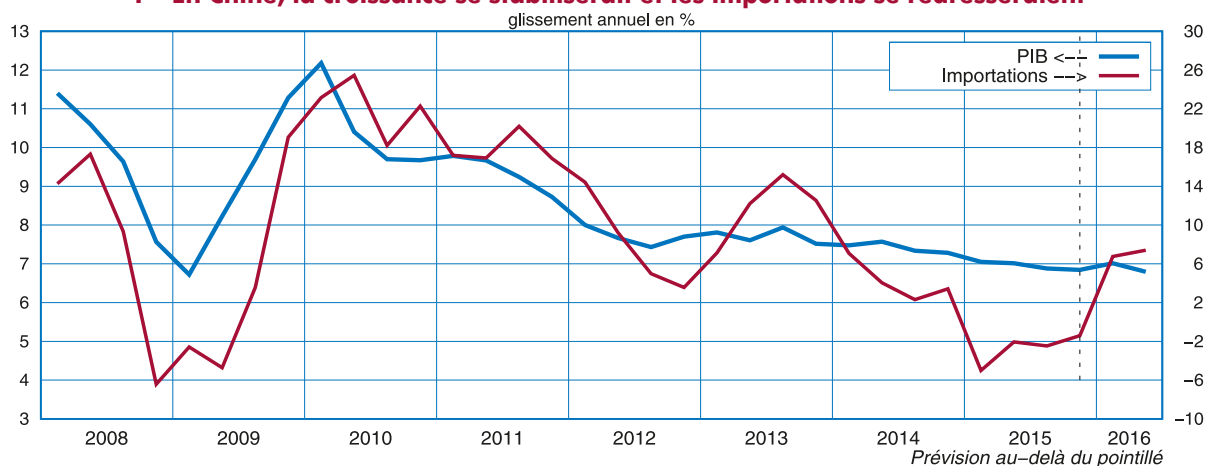
En Chine, l'activité totale ralentirait à nouveau légèrement au quatrième trimestre 2015 avant de se stabiliser au rythme de +1,6 % par trimestre durant la première moitié de l'année 2016 (*graphique 1*). En moyenne annuelle, après +6,9 % en 2015, soit la plus faible croissance depuis 1990, l'acquis de croissance à l'issue du deuxième trimestre pour 2016 atteindrait +5,4 %.

Cette stabilisation serait en grande partie portée par la consommation. En effet, un regain de dynamisme semble s'esquisser : après plusieurs mois de baisse, les immatriculations automobiles augmentent fortement depuis août ; les ventes au détail accélèrent légèrement et la confiance des ménages, tout en restant en dessous de sa moyenne de long terme, a cessé de se dégrader depuis juin.

De son côté, l'investissement des entreprises ralentit depuis le début de l'année 2015, en particulier dans l'immobilier d'entreprise. Néanmoins, l'accélération des prix de l'immobilier depuis le printemps et la hausse du nombre de transactions entraîneraient une normalisation progressive du marché, dans le contexte d'une politique monétaire graduellement plus accommodante.

Les exportations chinoises se redresseraient à partir du troisième trimestre, grâce à la dévaluation du yuan opérée en août 2015 et à une légère reprise de la demande mondiale adressée à la Chine. Après avoir chuté début 2015, les importations se redresseraient d'ici mi-2016 avec la demande

1 - En Chine, la croissance se stabiliserait et les importations se redresseraient



Développements internationaux

intérieure et les exportations, dont le contenu en importations reste significatif.

Le Brésil s'enfonce dans la crise

La situation du Brésil continue de se dégrader rapidement et le PIB s'est contracté au cours des trois premiers trimestres. Le réal s'est fortement déprécié au cours de l'été et l'inflation ne cesse d'augmenter malgré les hausses de taux directeur décidées par la banque centrale. Parallèlement, les finances publiques se détériorent du fait du tarissement des recettes et de l'augmentation rapide du service de la dette.

Dans ce contexte, la demande intérieure s'effondre avec la baisse des salaires réels, la vive montée du chômage et la crise de confiance qui affecte à la fois les ménages et les entrepreneurs.

Côté offre, en octobre, la production industrielle a diminué de 11,4 % sur un an (*graphique 2*) et les climats des affaires sectoriels restent très inférieurs à leur seuil d'expansion.

Au quatrième trimestre 2015, le PIB continuerait donc de reculer, moins vite cependant qu'au troisième trimestre (-0,7 % après -1,7 %). En moyenne sur l'année, la récession atteindrait -3,6 % en 2015. L'activité resterait dégradée d'ici mi-2016.

Fragile stabilisation en Russie

En Russie, l'activité a fortement diminué au cours du premier semestre 2015 (-3,6 % en glissement semestriel) en raison de la forte baisse des cours des matières premières, de la crise du rouble et des sanctions économiques réciproques après la crise russo-ukrainienne. Néanmoins, au troisième trimestre, le PIB a cessé de baisser (+0,1 %). En

particulier, la production industrielle est repartie après la forte baisse de début d'année. Le marché du travail confirme sa résilience : le taux de chômage atteint 5,5 % en novembre. En outre, le rouble se réapprécie légèrement depuis la fin août. Cependant, le chemin de la reprise risque d'être long. Les prix ont encore augmenté rapidement (+15,0 % en novembre) et la banque centrale a cessé de baisser son taux directeur. La demande intérieure reste déprimée et le climat des affaires fluctue autour de son seuil d'expansion depuis l'été.

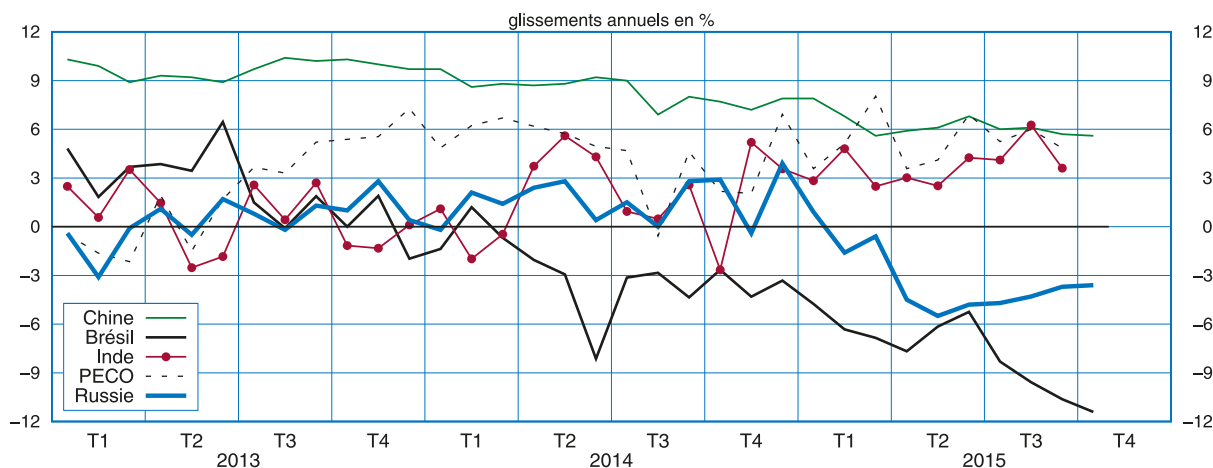
Au quatrième trimestre 2015, la croissance resterait donc anémique (+0,1 %), achevant une année en sévère récession (-3,5 % en 2015). Début 2016, la reprise resterait pousive.

Les PECO et l'Inde confirment leur dynamisme

De leur côté, les pays d'Europe centrale et orientale confirment leur dynamisme et leur résilience à l'égard de la crise russo-ukrainienne (*éclairage*). Les enquêtes de conjoncture restent bien orientées malgré un léger ralentissement de la production industrielle au troisième trimestre 2015. Dans l'ensemble, la croissance des PECO resterait soutenue au quatrième trimestre, bien qu'en léger ralentissement (+0,7 % après +0,9 %), ce qui porterait leur croissance moyenne sur l'année à +3,6 % en 2015.

De plus, en Inde, la prépondérance du secteur tertiaire sur le secteur industriel continuerait à limiter l'exposition au ralentissement du commerce mondial et l'activité resterait dynamique, après une croissance de 7,4 % au troisième trimestre en glissement annuel. ■

2 - Les rythmes de production industrielle divergent entre les pays émergents



Sources : Instituts statistiques nationaux

Les économies des pays d'Europe centrale et orientale ont été résilientes face à la crise russo-ukrainienne

Malgré la proximité géographique, les liens historiques et la taille du marché intérieur russe, la valeur des exportations des PECO vers l'ex-URSS est faible. Au-delà des échanges comptabilisés entre ces deux régions, des effets de second tour liés à la fragmentation des chaînes de valeurs existent mais n'ont eu qu'un effet limité sur les exportations des PECO. Enfin, la crise russo-ukrainienne n'a entraîné de tension ni sur les investissements directs étrangers (IDE), ni sur les monnaies et les taux souverains. Au total, ces pays sont aujourd'hui bien plus dépendants de l'Union européenne, et notamment de l'Allemagne, que de la Russie.

Depuis mars 2014, l'Union européenne (UE) et les États-Unis ont mis en place des sanctions économiques et financières à l'encontre de la Russie en raison des tensions géopolitiques en Ukraine. En août 2014, la Russie a décrété un embargo sur l'importation de certains produits agricoles. Fin 2015, ces mesures de rétorsion économique sont encore en vigueur. La fuite des capitaux qui s'en est suivie, et la chute parallèle des prix des matières premières ont généré une crise majeure du rouble, qui a perdu la moitié de sa valeur vis-à-vis du dollar américain entre l'été et la fin de l'année 2014. Le pouvoir d'achat des ménages russes s'est effrité avec l'accélération des prix et l'activité s'est fortement contractée entre le troisième trimestre 2014 et le deuxième trimestre 2015, provoquant un effondrement des importations accentué par les restrictions liées à l'embargo. Mi-2015, l'activité avait chuté sur un an de 4,5 % en Russie et de 14,7 % en Ukraine ; les importations se sont repliées encore plus fortement, de près d'un tiers de leur volume sur un an.

Malgré la crise économique touchant ces deux pays, l'activité des pays d'Europe centrale et orientale (PECO¹), qui sont géographiquement proches, n'a pas

montré de signe de ralentissement. Le PIB et la production industrielle sont restés dynamiques en 2014 et jusqu'au troisième trimestre 2015 (*graphique 1*), de nouveau tirés par des exportations soutenues en 2014 (+7,1 % sur l'année) et au premier trimestre 2015 (+3,0 %) alors même que les importations de la Russie se sont effondrées (-22,7 % au premier trimestre 2015 en variation trimestrielle). Au deuxième trimestre 2015, les exportations des PECO ont certes ralenti (+0,4 %) mais leur dépendance à l'Union européenne, et notamment à l'Allemagne, a permis de limiter l'ampleur de cette inflexion.

Seules 5 % des exportations des PECO sont destinées aux anciens pays de l'URSS

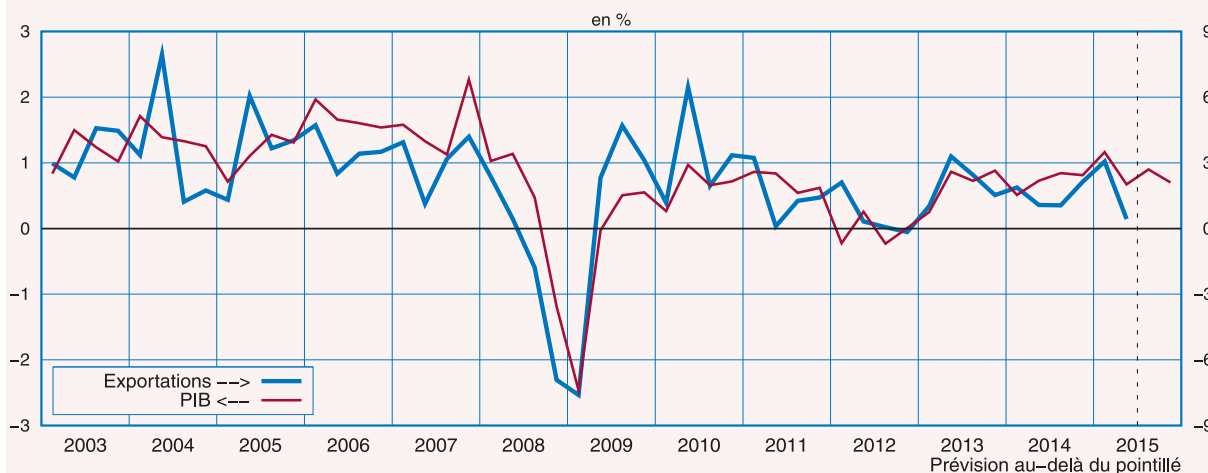
La part de la valeur des exportations des PECO en direction des pays de l'ex-URSS est relativement faible² et concerne en grande majorité la Russie et l'Ukraine. Alors qu'elle atteignait 10,3 % avant la crise économique russe de 1998, cette part est tombée à moins de 5 % entre 1999 et 2003 (*Tableau 1*). Entre 2004 et la récession de 2008, période de forte expansion de la demande russe, elle a progressé pour atteindre 8,6 %. Depuis 2013, la part des exportations vers les anciens pays de l'URSS a de nouveau chuté jusqu'à atteindre 5,2 % au premier semestre 2015.

Les PECO envoient la majorité de leurs exportations vers l'Union européenne (hors PECO) et l'Amérique du Nord : 80 % des exportations début 2015 dont 33 % vers la seule Allemagne. Cette part est en augmentation depuis 2013, pour moitié due à l'Allemagne, après avoir reculé entre 2004 et 2013.

1. Les pays étudiés ici sont au nombre de six (Pologne, République tchèque, Slovaquie, Hongrie, Roumanie et Bulgarie) et correspondent aux anciens pays du Pacte de Varsovie, hors URSS et RDA, aujourd'hui membres de l'Union européenne.

2. Les données utilisées sont les exportations douanières de biens en valeur diffusées par le FMI.

1- PIB et exportations des PECO agrégés



Sources : Instituts statistiques nationaux, calculs Insee

Développements internationaux

Début 2015 environ 19 % des exportations des PECO se font à l'intérieur de ce groupe de pays. Cette part a fortement augmenté entre 2004 et 2013, passant de 13,5 % à 18,8 % de la valeur totale des exportations (2004 marquant l'entrée de la Pologne, de la République tchèque, de la Slovaquie et de la Hongrie dans l'UE), puis s'est stabilisée sur les dernières années.

Par produit, les véhicules roulants représentent le premier poste d'exportation des PECO et ces ventes sont orientées vers l'Allemagne (19 % contre 15 % vers l'ensemble du monde). La seule branche d'activité sensiblement plus exposée à la Russie (comme principal importateur de l'ex-URSS) est celle de la chimie : 8 % des exportations de produits chimiques sont à destination de la Russie, contre 5 % pour l'ensemble des exportations. Pour les autres postes, la composition sectorielle des exportations vers la Russie diffère peu de celle des ventes totales.

La demande mondiale adressée aux PECO a résisté à la crise russo-ukrainienne

Du fait de cette orientation des exportations, la demande mondiale adressée aux PECO³ est restée croissante depuis le début de la crise russo-ukrainienne (*graphique 2*) : elle a progressé en 2014 (+2,9 % après +2,4 % en 2013) et progresserait de nouveau en 2015 (+2,4 %). Ainsi, malgré l'effondrement des importations russes, la demande mondiale adressée aux PECO s'est stabilisée au premier trimestre 2015 : la contribution négative des importations russes (-0,9 point) a été compensée par le dynamisme des importations de l'Union européenne (+1,2 point). Elles progresseraient ensuite en raison du dynamisme des importations européennes.

En tenant compte des échanges au sein des PECO, la situation est plus contrastée. D'un côté, en Pologne, République tchèque, Hongrie et Slovaquie, la demande mondiale a continué de croître (+1,0 % en moyenne) car la contraction russe au premier trimestre 2015 a été plus que compensée par la contribution positive des échanges avec l'Union européenne et les autres PECO. De l'autre côté, la demande mondiale a nettement ralenti en Roumanie et s'est contractée en Bulgarie du fait d'une composition de leur exportations plus défavorable, avec une moindre importance des échanges avec l'Allemagne et les autres PECO et des ventes plus tournées vers la Turquie et le Moyen-Orient. Toutefois, leur exposition à la Russie est comparable à celle des pays d'Europe centrale.

L'effet de second tour de la récession russe sur les PECO apparaît faible bien que non négligeable

Malgré une exposition directe relativement faible si l'on s'en tient à la composition des exportations, il est possible que la dépendance des PECO à la Russie soit plus importante en tenant compte d'éventuels effets de second tour. Notamment, le découpage transfrontalier des chaînes de valeur et le commerce d'assemblage pourraient amplifier la mesure de la dépendance des PECO à la demande intérieure russe.

3. Les échanges intra-PECO ont été neutralisés dans le calcul de la demande mondiale

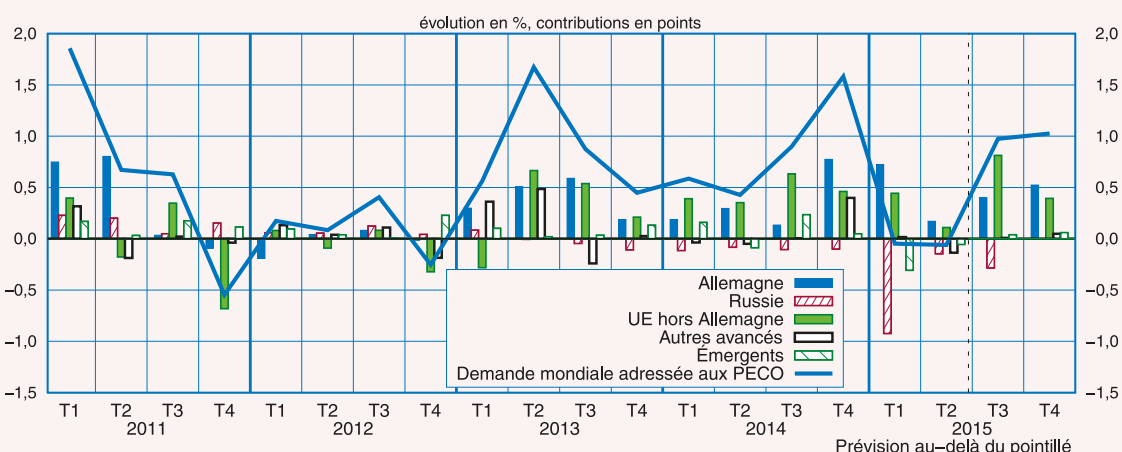
Part des exportations des PECO (%)

	1996	2000	2004	2008	2013	2014	S1 2015
UE hors PECO et Amérique du Nord		84,3	83,7	77,8	76,7	78,7	80,0
Ex-URSS	10,3	4,4	4,8	8,6	8,4	6,8	5,2
- Dont Russie	5,9	2,0	2,4	4,6	4,5	3,7	2,7
- Dont Ukraine	2,7	1,3	1,6	2,6	2,3	1,6	1,3

Note : Les PECO sont ici pris comme un ensemble et les échanges intra-PECO sont neutralisés.

Source : FMI, calculs Insee

2 - Demande mondiale adressée aux pays d'Europe centrale et orientale



Sources : Instituts statistiques nationaux, calculs Insee

Pour approximer la part des exportations des PECO destinée à satisfaire la demande russe via un partenaire commercial (P), on multiplie la part des exportations des PECO vers (P) par la part de la Russie dans les exportations de (P). On multiplie une dernière fois ce produit par la part du *processing trade* dans les importations de (P), que l'on approxime ici par le taux d'ouverture. La somme de cette opération sur l'ensemble des partenaires commerciaux des PECO fournit une estimation de la part indirecte recherchée. Cette part apparaît également modeste : en 2014, la part indirecte de la demande russe atteint environ 3 % des exportations des PECO, contre 4 % pour la part directe. En tenant compte de cet effet, la contribution de la demande intérieure russe à la demande mondiale adressée aux PECO en 2015 passerait de -1,3 point à -2,3 points.

La Russie représente une part infime des flux d'investissement direct à destination des PECO

Les investissements directs à l'étranger (IDE) désignent les investissements par lesquels une entité non résidente acquiert un intérêt durable dans une entité résidente d'une économie donnée. Par convention, une relation d'investissement direct est établie dès lors qu'un investisseur étranger acquiert au moins 10 % du capital social de l'entreprise investie. D'après les données bilatérales de la CNUCED⁴, les PECO accueillent une part assez faible des investissements

directs à l'étranger (2 % des flux d'investissements directs mondiaux en 2014). Les données bilatérales de la CNUCED suggèrent un lien ténu des PECO avec la Russie, tant en stock qu'en flux : seuls 1 % des flux entrants proviennent de la Russie. Parallèlement, les flux en provenance de l'Union européenne sont la principale source d'IDE vers les PECO (86 % en moyenne sur la période 2001-2012, dont 21 % pour l'Allemagne).

Les monnaies et les taux souverains des PECO ne semblent pas non plus avoir été affectés

Outre la Slovaquie (qui a adopté la monnaie unique) et la Bulgarie (qui a choisi un taux de change fixe vis-à-vis de l'euro), les monnaies des PECO sont restées relativement stables par rapport à l'euro depuis le début de l'année 2014. *De facto*, au second semestre 2014, les monnaies des PECO se sont nettement dépréciées vis-à-vis du dollar dans le sillage de la dépréciation de l'euro, ce qui a soutenu leurs exportations.

De plus, les taux souverains réels ont baissé dans l'ensemble depuis le début de l'année 2014, confirmant l'absence de tension particulière sur les dettes souveraines des PECO.■

4. Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement, les dernières données bilatérales portent sur 2012.

Compte associé de la France



Biens et services : équilibre ressources-emplois aux prix de l'année précédente chaînés

niveaux (en milliards d'euros) et variations T/T-1 (en %)

données CJO-CVS

	2014				2015				2016		2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Produit intérieur brut	515,2	514,6	515,8	516,4	520,1	520,3	522,1	523,1	525,0	526,9	2062	2086	
en évolution	-0,2	-0,1	0,2	0,1	0,7	0,0	0,3	0,2	0,4	0,4	0,2	1,1	1,0
Importations	155,2	156,4	158,7	161,5	164,7	165,4	168,2	169,2	170,8	172,5	631,9	667,4	
en évolution	0,9	0,8	1,5	1,8	1,9	0,5	1,7	0,6	1,0	1,0	3,9	5,6	3,1
Total des ressources	1116	1117	1124	1127	1139	1139	1145	1148,7	1154	1160	4484	4571	
en évolution	0,1	0,1	0,6	0,3	1,0	0,0	0,6	0,3	0,5	0,5	1,0	2,0	1,4
Dépenses de consommation des ménages	272,3	273,5	274,6	275,1	277,3	277,4	278,3	278,1	279,4	280,4	1095	1111	
en évolution	-0,4	0,4	0,4	0,2	0,8	0,0	0,3	-0,1	0,5	0,4	0,6	1,4	0,8
Dépenses de consommation des administrations*	135,6	136,2	136,8	137,5	137,9	138,4	138,9	139,4	139,9	140,4	546,1	554,5	
en évolution	0,3	0,4	0,5	0,5	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,4	1,6	1,6	1,2
dont Dépenses individualisables des APU	81,6	81,9	82,5	82,9	83,1	83,4	83,7	84,0	84,4	84,7	328,8	334,2	
en évolution	0,5	0,5	0,6	0,5	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,9	1,6	1,3
Dépenses collectives des APU	43,8	43,9	44,0	44,2	44,4	44,5	44,7	44,8	44,9	45,1	175,9	178,4	
en évolution	0,0	0,2	0,2	0,5	0,5	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,8	1,4	1,0
Formation brute de capital fixe (FBCF)	111,7	111,1	110,6	110,4	110,6	110,4	110,6	111,1	111,6	112,0	443,7	442,7	
en évolution	-0,7	-0,6	-0,4	-0,2	0,2	-0,1	0,1	0,5	0,4	0,4	-1,2	-0,2	1,1
dont Entreprises non financières (ENF)	62,1	62,3	62,5	62,5	63,0	63,3	63,8	64,3	64,9	65,4	249,4	254,4	
en évolution	-0,1	0,2	0,4	0,1	0,8	0,5	0,7	0,8	0,9	0,8	2,0	2,0	2,6
Ménages	25,1	24,8	24,5	24,4	24,2	24,0	23,8	23,8	23,8	23,8	98,8	95,8	
en évolution	-1,9	-1,4	-1,0	-0,4	-0,8	-1,1	-0,5	-0,1	0,0	0,0	-5,3	-3,0	-0,6
Administrations publiques	19,5	19,0	18,5	18,3	18,3	18,1	17,9	17,9	17,9	17,8	75,2	72,3	
en évolution	-2,1	-2,7	-2,5	-1,0	-0,3	-0,8	-1,0	0,0	-0,4	-0,5	-6,9	-3,9	-1,4
Exportations	146,8	146,6	148,5	152,5	154,8	157,7	156,8	157,9	159,4	160,9	594,4	627,3	
en évolution	0,3	-0,2	1,3	2,7	1,5	1,9	-0,6	0,7	0,9	1,0	2,4	5,5	2,3
Contributions (en point)													
Demande intérieure hors stocks**	-0,3	0,2	0,2	0,2	0,6	0,1	0,3	0,2	0,4	0,4	0,5	1,1	1,0
Variations de stocks**	0,3	0,0	0,1	-0,3	0,3	-0,4	0,7	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2
Commerce extérieur	-0,2	-0,3	-0,1	0,2	-0,2	0,4	-0,7	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,1	-0,3

Prévision

* Dépenses de consommation des administrations publiques (APU) et des institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM)

** Les variations de stocks comprennent les acquisitions nettes d'objets de valeur.

Produits manufacturés : équilibre ressources-emplois aux prix de l'année précédente chaînés

variations T/T-1 (en %)

données CJO-CVS

	2014				2015				2016		2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Production branche	0,2	-0,6	0,7	-0,1	1,3	-0,6	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	1,3	0,8
dont Valeur ajoutée	-0,7	-0,9	0,2	0,0	0,7	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	-0,7	0,9	0,8
Consommation intermédiaire	0,5	-0,5	1,0	-0,1	1,6	-0,9	0,3	0,4	0,3	0,3	0,6	1,4	0,8
Importations	0,9	0,4	1,0	1,4	1,4	1,2	2,0	0,6	1,2	1,2	3,7	5,2	3,9
Impôts nets des subventions	-0,3	-0,1	0,5	0,2	1,2	0,2	1,1	0,1	0,5	0,3	-0,3	2,3	1,4
Marges commerciales et de transport	0,2	-0,3	0,7	0,6	1,0	0,0	1,2	0,5	0,6	0,5	1,1	2,5	1,9
Total des ressources	0,3	-0,2	0,8	0,5	1,3	0,1	1,0	0,4	0,6	0,6	1,4	2,7	1,9
Emplois intermédiaires	0,1	-0,1	0,5	-0,2	0,8	-0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,9	1,0	0,8
Dépenses de consommation des ménages	-0,6	0,2	0,3	0,7	0,9	0,3	0,7	-0,2	0,7	0,5	0,6	2,1	1,4
Dépenses individualisables des APU*	0,6	2,4	2,8	2,3	0,2	0,5	0,9	1,3	1,0	1,0	6,0	5,1	3,4
Formation brute de capital fixe (FBCF)	0,1	0,0	0,2	-0,5	1,0	-0,1	0,8	1,1	0,8	0,5	1,3	1,4	2,3
dont Entreprises non financières (ENF)	-0,5	-0,1	0,8	-0,5	1,0	0,1	0,9	1,2	1,3	1,0	2,3	1,8	3,4
Autres	3,6	0,7	-3,7	0,0	1,3	-1,5	0,4	0,2	-2,4	-3,1	-4,2	-1,3	-4,8
Contributions des variations de stocks** à la production manufacturière	0,7	-0,1	0,5	-0,8	0,7	-1,0	2,0	0,2	0,0	0,0	0,4	0,6	0,9
Exportations	0,4	-0,8	0,9	2,8	1,2	2,2	-1,0	0,6	1,0	1,1	1,8	5,0	2,3
Demande intérieure hors stocks**	-0,1	0,1	0,5	0,2	0,9	0,0	0,5	0,2	0,5	0,4	1,0	1,5	1,2

Prévision

* Administrations publiques

** Les variations de stocks comprennent les acquisitions nettes d'objets de valeur.

Biens et services : équilibre ressources-emplois, indices de prix chaînés

variations T/T-1 (en %)

données CJO-CVS

	2014				2015				2016		2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Produit intérieur brut	0,3	0,1	0,1	0,4	0,4	0,2	0,4	0,1	0,2	0,1	0,6	1,2	0,6
Importations	-1,0	-0,9	-0,1	-0,8	-1,6	0,6	-1,5	-0,5	0,0	-0,1	-2,4	-2,8	-1,1
Total des ressources	-0,1	-0,3	-0,1	-0,2	-0,4	0,4	-0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,5	-0,6	0,0
Dépenses de consommation des ménages	0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,4	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,3
Dépenses de consommation des APU*	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Formation brute de capital fixe (FBCF)	0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
dont Entreprises non financières (ENF)	-0,2	-0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,1
Ménages	1,3	-0,2	0,6	-0,1	0,2	-0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	1,4	0,4	0,2
Exportations	-0,3	-0,3	0,2	0,0	-0,2	0,8	-0,5	-0,2	0,1	0,0	-0,9	0,2	-0,1
Demande intérieure finale hors stocks**	0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2

Prévision

* Administrations publiques

** Les variations de stocks comprennent les acquisitions nettes d'objets de valeur

Produits manufacturés : équilibre ressources-emplois, indices de prix chaînés

variations T/T-1 (en %)

données CJO-CVS

	2014				2015				2016		2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Production branche	-0,4	-0,2	0,0	-1,0	-1,3	0,9	-0,9	-0,2	-0,2	0,0	-1,2	-1,9	-0,6
dont : Valeur ajoutée	-0,1	0,8	0,9	-0,1	0,4	0,5	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,1	1,5	0,1
Consommation intermédiaire	-0,5	-0,6	-0,3	-1,3	-2,0	1,1	-1,4	-0,3	-0,2	0,0	-1,8	-3,2	-0,9
Importations	-0,9	-0,5	0,0	-0,7	-0,6	0,6	-1,4	-0,4	-0,3	-0,2	-2,1	-1,7	-1,2
Total des ressources	-0,4	-0,2	-0,1	-0,7	-0,8	0,7	-1,0	-0,3	-0,2	0,0	-1,2	-1,4	-0,7
Emplois intermédiaires	-0,5	-0,5	-0,2	-1,5	-1,5	0,6	-1,6	-0,4	-0,3	0,0	-1,8	-3,4	-1,4
Dépenses de consommation des ménages	-0,1	0,0	-0,5	-0,7	-0,9	0,8	-0,9	-0,1	-0,1	0,0	-0,7	-1,5	-0,5
Dépenses individualisables des APU*	-0,9	-0,6	-0,3	-0,6	-1,2	-1,3	-1,5	-0,6	-0,9	-1,2	-3,0	-3,8	-3,3
Formation brute de capital fixe (FBCF)	-0,5	-0,5	0,1	0,1	0,5	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,0	-1,1	0,7	0,0
dont Entreprises non financières (ENF)	-0,4	-0,4	0,2	0,1	0,5	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,9	0,8	0,0
APU*	0,0	-0,3	-0,3	0,3	0,6	0,6	0,0	-0,1	0,0	0,0	-1,1	1,0	0,1
Exportations	-0,4	-0,1	0,3	-0,1	-0,4	1,3	-1,0	-0,4	-0,1	-0,1	-0,8	0,1	-0,6
Demande intérieure hors stocks**	-0,3	-0,3	-0,3	-1,0	-1,1	0,6	-1,2	-0,3	-0,2	-0,1	-1,4	-2,3	-1,0

Prévision

* Administrations publiques

** Les variations de stocks comprennent les acquisitions nettes d'objets de valeur

Production par branche aux prix de l'année précédente chaînés

variations T/T-1 (en %)

données CJO-CVS

	2014				2015				2016		2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Agriculture	1,9	1,5	0,9	-0,3	-0,7	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,2	5,4	-0,8	-0,9
Branches manufacturières	0,2	-0,6	0,7	-0,1	1,3	-0,6	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	1,3	0,8
Énergie, eau, déchets	-2,5	1,1	1,3	-2,5	3,9	-1,7	0,4	-0,7	0,5	0,3	-3,5	1,5	-0,1
Construction	-0,9	-1,3	-0,7	-0,6	-0,6	-0,9	-0,8	0,0	-0,1	0,0	-2,2	-2,9	-0,8
Commerce	0,0	0,1	0,8	0,4	1,3	0,2	0,7	0,4	0,6	0,5	1,4	2,6	1,8
Services marchands hors commerce	0,3	0,1	0,4	0,4	0,7	0,3	0,6	0,3	0,5	0,6	1,1	1,8	1,5
Services non marchands	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,3	1,2	0,9
Total	0,1	0,0	0,4	0,1	0,8	-0,1	0,4	0,2	0,4	0,4	0,7	1,3	1,0

Prévision

Formation brute de capital fixe des entreprises non financières aux prix de l'année précédente chaînés

variations T/T-1 (en %)

données CJO-CVS

	2014				2015				2016		2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Produits manufacturés	-0,5	-0,1	0,8	-0,5	1,0	0,1	0,9	1,2	1,3	1,0	2,3	1,8	3,4
Construction	0,5	0,0	0,1	0,3	0,0	0,1	0,0	0,3	0,0	0,0	3,0	0,4	0,3
Autres	-0,2	0,6	0,1	0,5	1,1	1,1	1,0	0,9	1,1	1,1	1,1	3,3	3,4
Total	-0,1	0,2	0,4	0,1	0,8	0,5	0,7	0,8	0,9	0,8	2,0	2,0	2,6

Prévision

Variations de stocks aux prix de l'année précédente chaînés

contributions à la croissance du PIB

données CJO-CVS

	2014				2015				2016		2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Produits agricoles	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0
Produits manufacturés	0,2	0,0	0,2	-0,3	0,2	-0,4	0,7	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3
Énergie, eau, déchets	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Construction	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total	0,3	0,0	0,1	-0,3	0,3	-0,4	0,7	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2

Prévision

Importations CAF aux prix de l'année précédente chaînés

variations T/T-1 (en %)

données CJO-CVS

	2014				2015				2016		2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Produits agricoles	2,3	-0,2	-1,7	1,6	0,2	1,0	3,3	-2,5	0,5	0,5	2,0	2,3	0,8
Produits manufacturés	0,9	0,4	1,0	1,4	1,4	1,2	2,0	0,6	1,2	1,2	3,7	5,2	3,9
Énergie, eau, déchets	0,6	-0,3	-0,1	2,4	7,8	-7,4	0,7	1,7	0,0	0,0	-4,5	4,3	-0,3
Total des biens	0,9	0,3	0,8	1,5	2,0	0,3	1,9	0,6	1,1	1,1	2,7	5,1	3,4
Total des services	0,2	2,7	3,8	3,7	2,6	1,0	1,1	0,8	0,8	0,8	7,7	9,7	2,8
Total*	0,9	0,8	1,5	1,8	1,9	0,5	1,7	0,6	1,0	1,0	3,9	5,6	3,1

Prévision

* y compris consommation des résidents hors du territoire français

Exportations FAB aux prix de l'année précédente chaînés

variations T/T-1 (en %)

données CJO-CVS

	2014				2015				2016		2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Produits agricoles	0,4	-1,0	2,7	6,8	0,3	5,2	-3,5	0,9	0,5	0,5	1,4	9,0	1,0
Produits manufacturés	0,4	-0,8	0,9	2,8	1,2	2,2	-1,0	0,6	1,0	1,1	1,8	5,0	2,3
Énergie, eau, déchets	0,6	11,0	9,3	-6,4	-7,4	0,2	-4,9	7,0	1,0	0,0	15,4	-6,2	3,6
Total des biens	0,4	-0,5	1,2	2,7	1,0	2,3	-1,2	0,7	1,0	1,1	2,1	4,8	2,3
Total des services	0,0	1,6	3,0	4,3	4,0	0,7	0,7	0,9	0,9	0,9	5,0	10,5	2,8
Total*	0,3	-0,2	1,3	2,7	1,5	1,9	-0,6	0,7	0,9	1,0	2,4	5,5	2,3

Prévision

* y compris consommation des non-résidents sur le territoire français

Dépenses de consommation des ménages aux prix de l'année précédente chaînés

variations T/T-1 (en %)

données CJO-CVS

	2014				2015				2016		2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Produits agricoles	-0,4	1,7	-1,7	-1,3	-0,7	0,7	-1,5	-0,3	0,5	0,3	2,0	-2,4	0,0
Produits manufacturés	-0,6	0,2	0,3	0,7	0,9	0,3	0,7	-0,2	0,7	0,5	0,6	2,1	1,4
Énergie, eau, déchets	-7,1	3,3	1,0	-4,0	8,3	-4,0	1,5	-0,8	0,5	0,0	-8,9	3,9	-0,4
Commerce	-2,4	-0,5	1,1	-2,1	0,6	1,0	-0,7	-0,3	0,0	0,0	-2,0	-0,3	-0,3
Services marchands hors commerce	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,0	0,2	0,3	0,7	0,8	0,6
Services non marchands	0,3	0,4	0,3	0,1	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4	0,5	1,6	1,1	1,3
Correction territoriale	-11,9	-14,3	-28,2	-16,4	10,0	11,0	21,6	-5,0	0,0	0,0	-40,6	-10,1	8,2
Dépenses totales de consommation des ménages	-0,4	0,4	0,4	0,2	0,8	0,0	0,3	-0,1	0,5	0,4	0,6	1,4	0,8
Consommation effective totale des ménages	-0,2	0,4	0,4	0,3	0,7	0,1	0,4	0,0	0,4	0,4	0,9	1,5	1,0

Prévision

Compte d'exploitation des entreprises non financières

variations T/T-1 (en %)

données CJO-CVS

	2014				2015				2016		2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Valeur ajoutée	-0,1	-0,2	0,4	0,6	1,4	0,1	0,9	0,3	0,5	0,5	0,2	2,6	1,6
Subventions	49,3	-0,3	-0,1	0,0	23,7	0,1	0,1	0,0	3,2	0,0	47,1	23,7	3,3
Total des ressources	0,6	-0,2	0,4	0,6	1,9	0,1	0,9	0,3	0,6	0,5	0,9	3,1	1,6
Rémunérations des salariés	0,7	0,3	0,2	0,2	0,5	0,2	0,4	0,4	0,5	0,1	1,7	1,3	1,1
dont Masse salariale brute	0,4	0,3	0,2	0,3	0,9	0,2	0,4	0,4	0,5	0,5	1,5	1,7	1,4
Cotisations sociales employeurs	1,6	0,2	0,2	0,1	-0,5	0,1	0,5	0,4	0,5	-1,3	2,2	0,1	0,1
Impôts liés à la production	0,8	0,4	0,4	-0,1	-1,4	0,6	-0,2	-0,2	0,9	-0,6	2,5	-0,9	0,4
Total des charges	0,7	0,3	0,2	0,2	0,4	0,2	0,4	0,3	0,5	0,0	1,8	1,1	1,0
Excédent brut d'exploitation	0,5	-1,1	0,8	1,3	4,6	0,0	1,8	0,2	0,7	1,3	-0,5	6,8	2,7
dont Entreprises individuelles (EI)	0,2	-0,5	0,0	0,0	0,8	-0,2	0,5	0,3	0,3	0,2	-0,3	0,8	0,8
Sociétés non financières (SNF)	0,6	-1,4	1,1	1,8	6,0	0,0	2,3	0,1	0,9	1,6	-0,6	9,0	3,4

Prévision

Compte de revenu des sociétés non financières

variations T/T-1 (en %)

données CJO-CVS

	2014				2015				2016		2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Valeur ajoutée	-0,1	-0,2	0,5	0,7	1,5	0,2	1,0	0,3	0,5	0,5	0,3	2,9	1,7
Subventions	53,7	-0,2	0,0	0,1	24,9	0,1	0,1	0,0	3,5	0,0	52,2	25,0	3,6
Total des ressources	0,7	-0,2	0,5	0,7	2,0	0,2	1,0	0,3	0,6	0,5	1,1	3,4	1,7
Rémunérations des salariés	0,7	0,3	0,2	0,2	0,5	0,2	0,4	0,4	0,5	0,1	1,7	1,3	1,1
Impôts	7,2	-5,9	2,8	-4,5	5,7	-1,4	-2,7	0,0	0,2	-0,7	2,4	-0,5	-2,1
dont Impôts liés à la production	0,7	0,4	0,4	-0,1	-1,4	0,6	-0,2	-0,2	0,9	-0,6	2,5	-0,8	0,4
Impôts sur les sociétés	17,3	-14,3	6,4	-10,9	17,3	-4,0	-6,4	0,4	-0,9	-0,9	2,4	0,0	-5,7
Intérêts dividendes nets	-3,0	-2,9	-3,1	-1,2	0,2	-0,8	-2,2	-2,5	-1,2	-0,7	-13,0	-5,3	-4,8
Autres charges nettes	1,3	0,7	0,1	-0,5	-1,2	-0,7	-1,5	-1,7	0,1	0,0	2,3	-3,0	-2,1
Total des charges	1,2	-0,7	0,2	-0,6	0,8	-0,3	-0,1	0,1	0,3	-0,1	0,6	0,0	0,2
Revenu disponible brut	-1,8	2,2	1,6	5,9	6,6	1,2	5,5	1,0	1,8	2,7	3,3	17,3	7,7

Prévision

Décomposition du taux de marge des sociétés non financières

données CJO-CVS

	2014				2015				2016		2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Taux de marge (en %)	29,6	29,2	29,4	29,7	31,1	31,0	31,4	31,4	31,5	31,8	29,5	31,2	31,7
Variation du taux de marge	0,2	-0,3	0,2	0,3	1,3	0,0	0,4	0,0	0,1	0,3	-0,3	1,7	0,5
Contributions à la variation du taux de marge													
Productivité (+)	-0,1	-0,2	0,2	0,0	0,5	-0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,1	0,7	0,4
Salaire par tête réel (-)	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,6	0,2	-0,3	-0,1	-0,2	-0,2	-1,1	-1,1	-0,5
Taux de cotisation employeur (-)	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,1	0,3	0,2
Ratio prix de VA / prix de consommation (+)	-0,1	0,1	0,3	0,5	0,5	-0,2	0,5	0,0	0,0	0,0	0,1	1,2	0,3
Autres éléments	0,8	0,0	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,7	0,7	0,1

Prévision

Ratios des comptes des sociétés non financières

en %

données CJO-CVS

	2014				2015				2016		2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Charges salariales / valeur ajoutée (VA)	67,1	67,4	67,2	66,9	66,3	66,3	66,0	66,0	66,0	65,7	67,2	66,2	65,8
Impôts liés à la production / VA	5,7	5,7	5,7	5,7	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,4	5,7	5,5	5,4
Taux de marge (EBE* / VA)	29,6	29,2	29,4	29,7	31,1	31,0	31,4	31,4	31,5	31,8	29,5	31,2	31,7
Taux d'investissement (FBCF** / VA)	23,1	23,2	23,2	23,0	22,8	23,0	22,9	23,0	23,1	23,2	23,1	22,9	23,2
Taux d'épargne (épargne / VA)	16,7	17,2	17,4	18,3	19,2	19,4	20,3	20,4	20,6	21,1	17,4	19,8	21,0
Pression fiscale***	20,4	17,7	18,3	15,9	17,2	16,4	14,9	14,8	14,4	14,0	18,0	15,8	14,1
Taux d'autofinancement (Épargne / FBCF)	72,4	74,0	74,9	79,4	84,0	84,4	88,4	88,5	89,3	91,0	75,2	86,3	90,6

Prévision

*Excédent brut d'exploitation

**Formation brute de capital fixe

***Impôts sur le revenu/revenu disponible avant impôts

Compte de revenu des ménages

variations T/T-1 (en %)

données CJO-CVS

	2014				2015				2016		2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Excédent brut d'exploitation (EBE)	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,6	0,1	0,4	0,5	0,5	0,3	0,3	1,3	1,3
dont Entreprises individuelles (EI)	0,2	-0,4	-0,1	0,0	0,7	-0,3	0,4	0,3	0,3	0,2	-0,3	0,6	0,8
Ménages hors EI	0,2	0,1	0,3	0,5	0,6	0,4	0,4	0,6	0,6	0,4	0,6	1,8	1,7
Masse salariale brute	0,4	0,4	0,3	0,4	0,7	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	1,6	1,7	1,3
Intérêts et dividendes nets	-1,2	-0,3	-0,9	-0,1	0,7	1,2	1,3	0,8	0,1	0,1	-2,2	1,9	1,8
Prestations sociales en espèces	0,6	0,3	1,0	0,5	0,3	0,2	0,2	0,4	0,5	0,5	2,3	1,7	1,3
Autres ressources nettes	2,1	-2,9	-8,2	-14,6	-23,8	-20,8	12,3	0,0	0,0	0,0	6,0	-42,9	-0,4
Total des ressources	0,3	0,2	0,4	0,4	0,6	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	1,3	1,7	1,4
Impôts sur le revenu et le patrimoine	-4,2	-0,3	0,2	3,4	-1,6	0,4	-1,6	3,1	-0,1	0,3	1,4	1,3	1,7
Cotisations à la charge des ménages	1,8	0,6	0,5	0,3	0,3	0,6	0,7	0,5	0,9	0,7	3,0	1,9	2,3
Total des charges	-1,8	0,1	0,3	2,1	-0,8	0,5	-0,6	2,0	0,3	0,4	2,0	1,5	1,9
Revenu disponible brut nominal (RDB)	0,9	0,3	0,4	-0,1	1,0	0,2	0,6	0,0	0,5	0,4	1,1	1,7	1,2
Prix de la consommation	0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,4	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,3
Pouvoir d'achat du revenu disponible brut (RDB)	0,7	0,4	0,6	0,0	1,1	-0,2	0,8	0,0	0,3	0,3	1,1	1,7	0,9
Transferts sociaux en nature	0,5	0,5	0,7	0,5	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	2,1	1,8	1,5
Revenu disponible ajusté nominal	0,8	0,3	0,5	0,1	0,8	0,3	0,6	0,1	0,5	0,4	1,3	1,7	1,2

Prévision

Ratios des comptes des ménages

en %

données CJO-CVS

	2014				2015				2016		2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Taux d'épargne	15,1	15,1	15,2	15,0	15,3	15,1	15,5	15,6	15,5	15,4	15,1	15,4	15,4
Taux d'épargne financière*	5,9	6,0	6,2	6,0	6,4	6,3	6,8	6,9	6,8	6,7	6,0	6,6	6,8
Poids des impôts et cotisations sociales **	21,0	21,0	21,0	21,3	21,0	21,1	20,9	21,2	21,2	21,2	21,1	21,1	21,2
Salaires bruts / revenu disponible brut (RDB)	62,0	62,0	62,0	62,2	62,0	62,0	61,9	62,1	62,1	62,1	62,0	62,0	62,1
Prestations sociales en espèces / RDB	34,7	34,7	34,9	35,2	34,9	34,9	34,7	34,9	34,9	34,9	34,9	34,9	34,9

Prévision

* Capacité de financement / revenu disponible brut (RDB)

** Impôts et cotisations sociales / revenu disponible brut (RDB) avant impôts et cotisations sociales

Comptes des pays



Zone Euro	Variations trimestrielles en %										Variations annuelles en %		
	2014				2015				2016		2014	2015	2016 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES													
PIB	0,2	0,1	0,3	0,4	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,9	1,5	1,2
Consommation privée (56 %)	0,0	0,2	0,4	0,5	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,8	1,7	1,4
Investissement (20 %)	0,4	-0,5	0,4	0,6	1,5	0,1	0,0	0,5	0,6	0,6	1,3	2,2	1,4
Consommation publique (21 %)	0,2	0,2	0,3	0,2	0,5	0,3	0,6	0,2	0,2	0,2	0,8	1,4	0,9
Exportations (44 %)	0,8	1,0	1,6	1,2	1,3	1,6	0,2	1,3	1,0	1,0	4,1	5,0	3,3
Importations (40 %)	1,2	1,1	1,5	1,2	1,9	0,9	0,9	1,2	1,1	1,1	4,5	5,3	3,5
Contributions :													
Demande intérieure hors stocks	0,1	0,0	0,4	0,5	0,7	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,9	1,7	1,2
Variations de stocks	0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,1	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0
Commerce extérieur	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,2	0,4	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0

Inflation de la zone euro

variations en %, contributions en points

	T3 2015		T4 2015		T1 2016		T2 2016		Moyennes annuelles	
Secteurs (poids dans l'indice en 2014)	ga	cga.	ga	cga.	ga	cga	ga	cga	2014	2015
Ensemble (100,0 %)	-0,2		0,0		0,7		0,5		0,3	-0,2
Alimentation (incl. alcools et tabac) (19,6 %)	1,2	0,1	1,7	0,2	1,7	0,4	1,6	0,3	0,4	1,1
Énergie (10,6 %)	-7,3	-1,2	-8,3	-1,3	-3,9	-0,5	-5,0	-0,6	-1,9	-7,1
Inflation sous-jacente (69,8 %)	0,9	0,9	1,1	1,1	1,2	0,8	1,2	0,8	0,8	0,9

France (21 %) ¹	Variations trimestrielles en %										Variations annuelles en %		
	2014				2015				2016		2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES													
PIB	-0,2	-0,1	0,2	0,1	0,7	0,0	0,3	0,2	0,4	0,4	0,2	1,1	1,0
Consommation privée (53 %)	-0,4	0,4	0,4	0,2	0,8	0,0	0,3	-0,1	0,5	0,4	0,6	1,4	0,8
Investissement (22 %)	-0,7	-0,6	-0,4	-0,2	0,2	-0,1	0,1	0,5	0,4	0,4	-1,2	-0,2	1,1
Consommation publique (26 %)	0,3	0,4	0,5	0,5	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,4	1,6	1,6	1,2
Exportations (28 %)	0,3	-0,2	1,3	2,7	1,5	1,9	-0,6	0,7	0,9	1,0	2,4	5,5	2,3
Importations (30 %)	0,9	0,8	1,5	1,8	1,9	0,5	1,7	0,6	1,0	1,0	3,9	5,6	3,1
Contributions													
Demande intérieure hors stocks	-0,3	0,2	0,2	0,2	0,6	0,1	0,3	0,2	0,4	0,4	0,5	1,1	1,0
Variations de stocks	0,3	0,0	0,1	-0,3	0,3	-0,4	0,7	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2
Commerce extérieur	-0,2	-0,3	-0,1	0,2	-0,2	0,4	-0,7	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,1	-0,3

Prévision

Notes : Les % entre parenthèses représentent le poids dans le PIB.

ga : glissement annuel

cga : contributions au glissement annuel de l'indice d'ensemble

1. Part dans le PIB de la zone euro en 2014

Sources : Eurostat, prévisions Insee

Allemagne (29 %) ¹	Variations trimestrielles en %										Variations annuelles en %		
	2014				2015				2016		2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES													
PIB	0,7	-0,1	0,2	0,6	0,3	0,4	0,3	0,4	0,4	0,5	1,6	1,5	1,4
Consommation privée (55 %)	0,3	-0,1	0,6	1,0	0,4	0,1	0,6	0,5	0,5	0,5	1,0	1,9	1,5
Investissement (20 %)	2,4	-1,5	-0,7	1,3	1,7	-0,4	-0,3	0,5	0,6	0,7	3,5	1,5	1,2
Consommation publique (19 %)	0,4	0,6	0,6	0,5	0,4	0,7	1,3	0,8	0,5	0,5	1,7	2,6	2,2
Exportations (45 %)	0,4	0,4	1,5	1,4	1,5	1,8	0,2	1,0	1,1	1,1	3,9	5,2	3,2
Importations (39 %)	0,6	0,9	0,4	2,3	2,1	0,5	1,1	1,2	1,2	1,2	3,7	5,5	3,8
Contributions													
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,7	-0,2	0,3	0,9	0,6	0,1	0,5	0,5	0,5	0,5	1,6	1,8	1,5
<i>Variations de stocks</i>	0,0	0,3	-0,7	0,0	-0,2	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,6	-0,1
<i>Commerce extérieur</i>	0,0	-0,2	0,5	-0,3	-0,1	0,6	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0

Italie (16 %) ¹	Variations trimestrielles en %										Variations annuelles en %		
	2014				2015				2016		2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES													
PIB	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,4	0,3	0,2	0,4	0,3	0,3	-0,4	0,7	1,0
Consommation privée (60 %)	0,2	0,1	0,0	0,2	0,1	0,4	0,4	0,4	0,2	0,3	0,4	0,9	1,0
Investissement (17 %)	-1,5	-0,7	-0,9	0,1	1,2	-0,1	-0,4	0,3	0,4	0,5	-3,4	0,5	0,8
Consommation publique (20 %)	-0,2	-0,7	0,5	0,5	0,0	-0,4	0,3	0,1	0,0	-0,1	-0,7	0,3	0,0
Exportations (29 %)	0,4	1,3	0,7	1,9	1,0	1,3	-0,8	1,0	0,8	0,8	2,8	4,0	2,1
Importations (26 %)	0,5	0,9	1,2	0,4	2,5	1,6	0,5	1,0	0,8	0,8	2,7	5,5	2,8
Contributions													
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	-0,2	-0,2	0,0	0,2	0,3	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2	-0,5	0,7	0,8
<i>Variations de stocks</i>	0,1	-0,2	0,1	-0,7	0,5	0,2	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3
<i>Commerce extérieur</i>	0,0	0,1	-0,1	0,4	-0,4	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,3	-0,1

Espagne (10 %) ¹	Variations trimestrielles en %										Variations annuelles en %		
	2014				2015				2016		2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES													
PIB	0,4	0,5	0,6	0,7	0,9	1,0	0,8	0,7	0,6	0,6	1,4	3,1	2,2
Consommation privée (58 %)	0,0	0,5	0,5	0,8	0,7	0,9	1,0	0,8	0,6	0,6	1,2	3,0	2,4
Investissement (19 %)	0,4	2,1	0,9	1,4	1,5	2,4	1,1	1,3	1,3	1,3	3,5	6,3	4,4
Consommation publique (20 %)	0,0	-0,2	0,0	-0,3	1,7	0,7	0,9	0,0	0,1	0,1	0,0	2,4	0,8
Exportations (32 %)	1,6	1,2	3,3	0,2	1,1	1,4	2,8	1,3	1,3	1,3	5,1	6,1	5,0
Importations (29 %)	1,8	1,7	3,3	-0,2	2,2	1,6	4,0	1,7	1,5	1,5	6,4	7,9	6,4
Contributions													
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,1	0,6	0,5	0,7	1,0	1,1	1,0	0,7	0,6	0,6	1,3	3,5	2,4
<i>Variations de stocks</i>	0,3	0,0	0,0	-0,1	0,2	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1
<i>Commerce extérieur</i>	0,0	-0,1	0,1	0,1	-0,3	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,3

Prévision

Note : Les % entre parenthèses représentent le poids dans le PIB en valeur en 2014.

1. Part dans le PIB de la zone euro en 2014

Sources : Eurostat, prévisions Insee

États-Unis	Variations trimestrielles en %										Variations annuelles en %		
	2014				2015				2016		2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES													
PIB	-0,2	1,1	1,1	0,5	0,2	1,0	0,5	0,6	0,6	0,6	2,4	2,5	2,0
Consommation privée (69 %)	0,3	0,9	0,9	1,1	0,4	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	2,7	3,1	2,4
Investissement privé (16 %)	1,5	1,4	1,9	0,6	0,8	1,3	0,8	1,2	1,2	1,2	5,3	4,3	3,8
Dépenses gouvernementales (18 %)	0,0	0,3	0,4	-0,4	0,0	0,6	0,4	0,4	0,5	0,5	-0,6	0,8	1,6
Exportations (14 %)	-1,7	2,4	0,4	1,3	-1,5	1,2	0,2	0,5	0,7	0,8	3,4	1,4	2,1
Importations (17 %)	0,7	2,3	-0,2	2,5	1,7	0,7	0,5	1,3	1,5	1,5	3,8	5,3	4,1
Contributions													
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,4	0,9	1,0	0,8	0,4	0,9	0,7	0,7	0,8	0,8	2,6	3,0	2,5
<i>Variations de stocks</i>	-0,3	0,3	0,0	0,0	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,1
<i>Commerce extérieur</i>	-0,4	-0,1	0,1	-0,2	-0,5	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,7	-0,4

Royaume-Uni	Variations trimestrielles en %										Variations annuelles en %		
	2014				2015				2016		2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES													
PIB	0,6	0,9	0,6	0,8	0,4	0,7	0,5	0,6	0,5	0,5	2,9	2,4	1,7
Consommation privée (62 %)	0,6	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	2,7	3,1	2,2
Investissement (17 %)	2,2	1,4	1,4	-0,5	1,5	1,0	1,3	1,0	0,7	0,7	7,5	3,9	3,0
Consommation publique (23 %)	0,2	1,4	0,1	-0,5	1,1	0,7	0,9	0,1	0,2	0,2	1,9	2,2	1,1
Exportations (29 %)	1,6	2,4	-1,5	3,8	-1,2	1,9	0,9	0,6	0,6	0,6	1,8	3,5	2,4
Importations (31 %)	0,9	-1,8	0,8	2,8	0,6	-2,7	5,5	0,7	0,7	0,7	2,8	3,5	3,9
Contributions													
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	0,8	1,0	0,8	0,2	1,0	0,9	1,0	0,6	0,5	0,5	3,3	3,1	2,1
<i>Variations de stocks</i>	-0,4	-1,3	0,6	0,3	-0,1	-1,6	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	0,1
<i>Commerce extérieur</i>	0,2	1,3	-0,7	0,3	-0,5	1,4	-1,4	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1	-0,5

Japon	Variations trimestrielles en %										Variations annuelles en %		
	2014				2015				2016		2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES													
PIB	1,2	-1,9	-0,7	0,5	1,1	-0,1	0,3	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,7	0,8
Consommation privée (60 %)	2,4	-4,8	0,1	0,4	0,3	-0,6	0,4	0,3	0,4	0,4	-0,8	-0,9	0,9
Investissement (21 %)	2,7	-4,7	-0,9	0,0	1,6	0,2	0,3	0,2	0,0	0,3	1,1	0,2	0,5
Consommation publique (21 %)	-0,1	-0,2	0,2	0,4	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,1	1,1	0,1
Exportations (15 %)	5,8	0,4	1,6	2,9	1,9	-4,3	2,7	1,7	1,7	1,7	8,3	3,4	4,1
Importations (17 %)	6,0	-4,3	1,1	0,8	1,7	-2,6	1,7	1,5	1,6	1,6	7,2	1,0	3,7
Contributions													
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	2,0	-4,0	-0,1	0,3	0,5	-0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,2	-0,2	0,8
<i>Variations de stocks</i>	-0,4	1,1	-0,5	-0,1	0,5	0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,4	0,4
<i>Commerce extérieur</i>	-0,3	1,0	0,1	0,3	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	-0,1

Prévision

Note : Les % entre parenthèses représentent le poids dans le PIB en valeur en 2014.

Sources : BEA, ONS, Japan Cabinet Office, prévisions Insee