



NOTE DE CONJONCTURE

Mars 2015

© Insee 2015

Cette Note est dédiée
à la mémoire
d'Edmond Malinvaud

- Directeur de la publication
Jean-Luc Tavernier
- Rédacteurs en chef
Vladimir Passeron
Laurent Clavel
Aurélien Fortin
Bertrand Marc
- Contributeurs
Vincent Alhenc-Gelas
Franck Arnaud
José Bardaji
Anne-Juliette Bessonne
Stéphane Boucher
Clément Bortoli
Jocelyn Boussard
Guillaume Chanteloup
Stéphanie Combes
Véronique Cordey
Jeanne-Marie Daussin-Benichou
Vincent Dortet-Bernadet
Yannick Fendrich
Charles-Julien Giraud
Morgane Glotain
Yaëlle Gorin
Julie Goussen
Jorick Guillaneuf
Elodie Lalande
Quentin Laffeter
Thomas Laurent
Kevin Milin
Allaoui Mirghane
Pierre-Damien Olive
Mathilde Pak
Cécile Phan
Julien Pramil
Alain Quartier La Tente
Sophie Renaud
Catherine Renne
Sébastien Riou
Marie Sala
Anne-Marie Stolaroff-Textier
Camille Sutter

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

ISSN 0766-6268

Impression d'après documents fournis
JOUVE - PARIS

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

- Secrétariat
Nathalie Champion

Rédaction achevée le 26 mars 2015

UN PEU DE CARBURANT POUR LA CONSOMMATION ET POUR LES MARGES

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

DOSSIERS

- De nouvelles avancées dans l'utilisation des enquêtes de conjoncture de l'Insee pour le diagnostic conjoncturel 21
- Apports de Google Trends pour prévoir la conjoncture française : des pistes limitées. 43

CONJONCTURE FRANÇAISE

- Retour sur la précédente prévision 59
- Production 61
- Environnement international de la France 64
- Échanges extérieurs 67
- Emploi 72
- Chômage 77
- Prix à la consommation 79
- Salaires 82
- Revenus des ménages 84
- Consommation et investissement des ménages 88
- Résultats des entreprises 91
- Investissement des entreprises et stocks 93

DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

- Pétrole et matières premières 99
- Marchés financiers 102
- Zone euro 107
- Allemagne 110
- Italie 113
- Espagne 114
- Royaume-Uni 117
- États-Unis 118
- Japon 121
- Économies émergentes 122

- La dépréciation de l'euro et la chute du cours du pétrole soutiennent l'activité en France début 2015. 16
- Quelles conséquences de la forte appréciation du franc suisse début 2015 ? 70
- Les contrats aidés en 2014 75
- L'assouplissement quantitatif de la BCE soutiendrait la reprise à l'œuvre en zone euro 105
- L'aléa grec pour l'économie française et la zone euro 109
- La productivité allemande redémarrerait au premier semestre 2015. 111
- L'investissement des entreprises est à l'origine de la reprise espagnole 115
- La stagnation du taux de pénétration des importations américaines depuis 2011 tient à la baisse des importations de produits pétroliers 119

COMPTES DES PAYS	125
-------------------------------	-----

COMPTE ASSOCIÉ DE LA FRANCE	129
--	-----

Un peu de carburant pour la consommation et pour les marges

La fin d'année 2014 a été conforme aux attentes : les économies avancées ont gagné en dynamisme, alors que les pays émergents ont continué de ralentir. Au premier semestre 2015, la croissance diminuerait encore dans ces derniers : l'économie chinoise notamment ralentirait de nouveau alors que le Brésil et la Russie seraient en récession. Dans les économies avancées en revanche, la croissance se consoliderait. Elle resterait robuste dans les pays anglo-saxons et elle accélérerait lentement dans la zone euro : +0,4 % par trimestre après +0,3 % fin 2014.

De fait, les économies de la zone euro bénéficient de la conjonction de vents favorables, dont en premier lieu la chute du cours du pétrole. Le contre-choc pétrolier à l'œuvre depuis l'été 2014 soutient le pouvoir d'achat des ménages et leur consommation. Celle-ci est en outre stimulée par le ralentissement des prélèvements fiscaux qui pèsent désormais moins sur la dynamique de leurs revenus. De plus, les exportations de la zone bénéficient d'une dépréciation substantielle de l'euro qui, face au dollar, est tombé mi-mars à son plus bas niveau depuis 2003. Les enquêtes de conjoncture montrent toutefois que les différentes économies européennes ne bénéficieraient pas de la même manière de ces facteurs favorables, en particulier en ce qui concerne le comportement d'investissement des entreprises. En Allemagne, la croissance resterait soutenue car l'instauration du salaire minimum en début d'année stimulerait à court terme la consommation, et l'investissement productif serait entraîné par les perspectives de demande. Le dynamisme de l'Espagne se confirmerait, porté à la fois par la consommation et par l'investissement des entreprises. À l'inverse, le redémarrage en Italie serait très lent, après trois années de baisse d'activité.

La croissance de l'économie française se situerait dans la moyenne de la zone, avec des composantes de demande contrastées. Comme leurs voisins européens, les ménages consommeraient à un rythme plus soutenu, atteignant +1,5 % sur un an mi-2015, dans le sillage de leur pouvoir d'achat. En revanche, les enquêtes de conjoncture font état d'un attentisme persistant des entreprises, leurs

perspectives ne semblant qu'à peine portées par les vents nouveaux : le climat des affaires n'a que légèrement progressé depuis novembre et reste encore inférieur à sa moyenne de long terme. Dès lors, les entreprises ne seraient guère enclines à accélérer leurs dépenses d'investissement qui stagneraient, bien qu'elles bénéficient aujourd'hui de conditions de financement favorables : avec la montée en charge du CICE et le démarrage du Pacte de responsabilité, leur taux de marge remonterait sensiblement au premier semestre, atteignant un plus haut depuis début 2011. L'investissement des ménages continuerait quant à lui de reculer.

Au total, le PIB accélérerait à +0,4 % au premier trimestre 2015, du fait d'un rebond ponctuel de la production d'énergie après un automne doux, puis progresserait au deuxième trimestre de 0,3 %. Sur un an, la hausse de l'activité atteindrait +1,1 % mi-2015, le rythme le plus haut depuis fin 2011.

Le regain d'activité et les politiques d'enrichissement de la croissance en emplois ne suffiraient pas à enrayer la baisse de l'emploi marchand, qui serait toutefois moins accentuée début 2015 qu'en 2014. L'emploi total progresserait légèrement (+20 000 sur le semestre, après -17 000 le semestre précédent), de nouveau porté par les contrats aidés dans le secteur public. Comme la population active croît encore nettement, le chômage continuerait d'augmenter, son taux passant de 10,4 % fin 2014 à 10,6 % mi-2015.

Ce scénario est soumis à plusieurs aléas. En particulier, les fluctuations récentes du prix du pétrole montrent que le marché est encore à la recherche de son prix d'équilibre. Que le Brent baisse à nouveau ou se renchérisse, et les effets escomptés seront renforcés ou limités. Par ailleurs, le décalage actuel entre la perception des agents, notamment des entreprises, et l'effet attendu des vents favorables qui soufflent sur l'économie française, est source d'incertitude. S'il se réduit « par le haut », avec une embellie du climat des affaires, l'activité et l'investissement pourraient alors surprendre favorablement, tandis que s'il se réduit « par le bas », la croissance tarderait une nouvelle fois à décoller.

Fin 2014, les économies émergentes ont ralenti, les économies avancées ont accéléré

Les économies émergentes ont de nouveau ralenti au quatrième trimestre 2014

Au quatrième trimestre 2014, le climat conjoncturel est resté relativement dégradé dans les grandes économies émergentes. Ainsi, la Chine a de nouveau ralenti (+1,5 % après +1,9 %), de sorte que sa croissance s'affiche à +7,4 % en 2014, au plus bas depuis 1990. De même, la croissance brésilienne a calé, sous les effets conjugués de la baisse des prix des matières premières et des resserrements monétaires passés, tandis que la Russie pâtit de la chute des prix du pétrole et des sanctions économiques et financières.

La croissance des économies avancées est restée soutenue

Au quatrième trimestre 2014, les économies avancées n'ont que légèrement ralenti (+0,5 % après +0,6 %), leur croissance étant un peu plus forte que prévu dans la *Note de conjoncture* de décembre 2014 (+0,4 %). Après deux trimestres de très forte expansion, l'activité a ralenti, tout en restant vigoureuse, aux États-Unis (+0,5 % après +1,2 %) et au Royaume-Uni (+0,5 % après +0,7 %). De son côté, l'économie japonaise a crû modérément (+0,4 %, comme prévu), après deux trimestres de récession consécutive à la hausse de TVA au 1^{er} avril 2014.

Le PIB a modérément accéléré dans la zone euro

Dans la zone euro, le PIB a de nouveau modérément accéléré (+0,3 % après +0,2 %), principalement du fait de l'Allemagne (+0,7 % contre +0,2 % prévu), où la consommation a surpris par sa vigueur, et de l'Espagne (+0,7 % contre +0,6 % prévu). Comme anticipé, la croissance a en revanche été atone en France (+0,1 %) et en Italie (0,0 %). Sur l'ensemble de la zone euro, la consommation des ménages a continué de progresser rapidement (+0,4 %), et l'investissement a rebondi, tant en équipement (+0,2 % après -0,3 %) qu'en construction (+0,4 % après -0,6 %).

En France, l'activité a peu progressé au quatrième trimestre 2014

Comme attendu, l'activité a peu progressé en France fin 2014

Au quatrième trimestre, l'activité n'a que légèrement crû en France (+0,1 % après +0,3 %), comme attendu dans la *Note de conjoncture* de décembre 2014. Son ralentissement tient pour partie au net repli de la production d'énergie (-2,5 % après +1,7 %), sous l'effet de températures douces à l'automne. La production manufacturière a légèrement reculé (-0,1 % après +0,6 %), notamment du fait des matériels de transport (-2,8 %), alors que l'activité a été dynamique dans les biens d'équipement (+1,5 %). La production n'a qu'à peine ralenti dans les services marchands (+0,4 % après +0,5 %) et dans le commerce (+0,5 % après +0,9 %). En revanche, l'activité dans la construction s'est de nouveau fortement contractée (-0,8 % après -1,0 %).

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

Le commerce mondial serait relativement dynamique au premier semestre 2015

Après un rebond au troisième trimestre (+1,9 %), le commerce mondial a ralenti au quatrième trimestre (+1,3 %), du fait notamment des importations des pays émergents (+1,9 % après +3,6 %). Au premier semestre 2015, les premiers indicateurs quantitatifs disponibles et les enquêtes de conjoncture suggèrent que le commerce mondial conserverait le même rythme de croissance (+1,0 % par trimestre), sensiblement inférieur à la progression moyenne d'avant-crise (+1,6 % par trimestre entre 2000 et 2007).

Le prix du pétrole a fortement baissé jusqu'en janvier

La chute du prix du pétrole depuis juin 2014, lorsque le cours du Brent était de 111,8 \$ le baril en moyenne (82,2 €), s'est poursuivie jusqu'en janvier 2015, où il a atteint 48,4 \$ (41,6 €), son plus bas niveau depuis mai 2009. Ce recul tient d'abord au reflux des tensions sur le marché physique, la production mondiale excédant la demande ; il résulterait également d'une révision à la baisse des

anticipations de demande, notamment de la Chine et des pays émergents. Mais le marché recherche un nouveau prix d'équilibre : en février, le cours s'est redressé à 57,9 \$ (51,0 €), notamment après les annonces de diminution des forages aux États-Unis et de moindres investissements des grands groupes pétroliers, avant de se stabiliser autour de 55 \$ (50,8 €) en mars. Conventionnellement, le prix du baril de pétrole est figé en prévision à ce niveau.

Le climat conjoncturel resterait favorable dans les économies avancées au premier semestre 2015

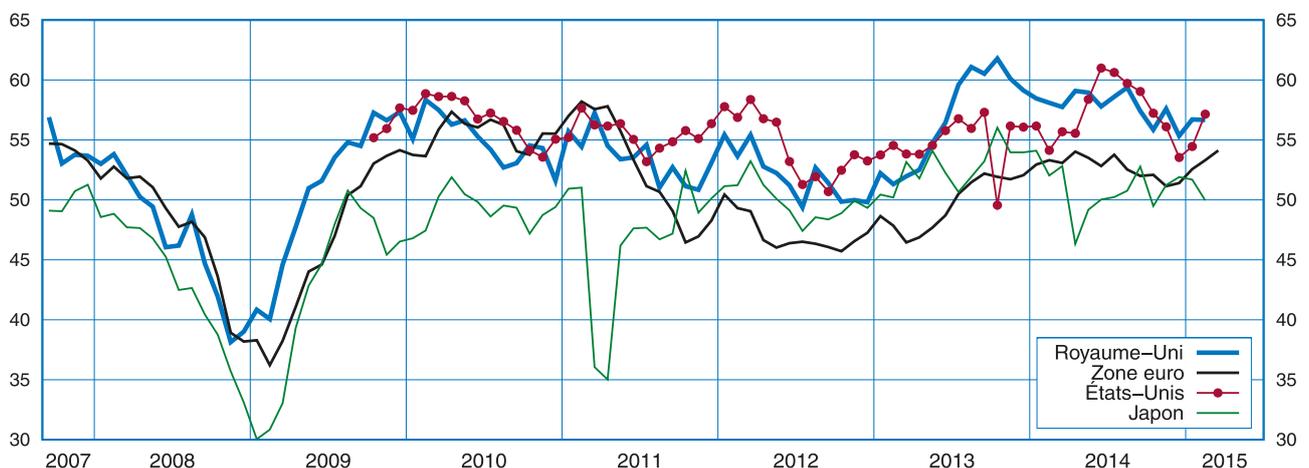
Les économies émergentes ralentiraient de nouveau

Les enquêtes de conjoncture ne signalent pas d'amélioration à court terme dans les pays émergents, où le ralentissement se prolongerait au premier semestre 2015. En Chine, la consommation progresserait modestement et l'investissement continuerait de ralentir, malgré une amorce d'amélioration dans l'immobilier. Pour le Brésil et la Russie, c'est le risque d'entrée en récession qui prédomine : la forte inflation grève le pouvoir d'achat des ménages dont la confiance chute, la baisse des prix des matières premières et le ralentissement des autres pays émergents réduisent les revenus des exportations, enfin les resserrements monétaires successifs pèsent sur l'investissement.

La croissance des économies avancées resterait soutenue

Dans les économies avancées, le climat conjoncturel reste favorable début 2015 et s'est même légèrement amélioré en mars (*graphique 1*). L'activité y aurait un rythme de croissance comparable à celui du second semestre 2014 (+0,5 % au premier trimestre puis +0,6 % au deuxième). Aux États-Unis, la croissance resterait solide en dépit d'un ralentissement au premier trimestre dû aux rigueurs de l'hiver (+0,4 % puis +0,7 %), malgré l'appréciation du dollar et grâce à une demande privée robuste : la consommation continuerait de profiter de la baisse du chômage et de la bonne tenue du pouvoir d'achat, et l'investissement resterait dynamique, soutenu par des perspectives de demande favorables. De même, la demande intérieure britannique soutiendrait la croissance qui ne fléchirait pas (+0,5 % par trimestre, comme au quatrième trimestre). L'économie japonaise continuerait de se redresser au premier semestre 2015 (+0,8 % puis +0,6 %), notamment grâce aux soutiens conjugués de l'amélioration du marché du travail, du recul des prix de l'énergie et d'une nouvelle relance budgétaire. Chez les principaux partenaires de la France en zone euro, l'activité serait favorisée par la baisse du prix du pétrole, qui soutient le pouvoir d'achat des ménages, et par la dépréciation du change, qui stimule la compétitivité des entreprises.

1 - Le climat conjoncturel reste favorable dans les économies avancées début 2015



Source : Markit

Au premier semestre 2015, la zone euro continuerait d'accélérer légèrement

La BCE a lancé à son tour un programme d'assouplissement quantitatif

Après la fin des assouplissements quantitatifs, le relèvement des taux directeurs dans les pays anglo-saxons se précise avec le retour confirmé de la croissance. Mais la nouvelle baisse de l'inflation résultant de la chute du cours du pétrole et l'appréciation des monnaies ont de nouveau différé cette perspective et, compte tenu des anticipations d'inflation, la Banque d'Angleterre et la Réserve fédérale maintiendraient inchangés leurs taux d'intérêt et la taille de leur bilan d'ici mi-2015. En zone euro, face à la baisse de l'inflation courante et anticipée, la BCE a commencé à mettre en œuvre début mars un assouplissement quantitatif qui viendrait substantiellement augmenter son bilan, jusqu'à ce qu'il retrouve mi-2016 son niveau de 2012.

L'assouplissement quantitatif devrait stimuler le marché du crédit en zone euro

Dans la zone euro, l'assouplissement quantitatif devrait stimuler le crédit, dont la contraction s'amenuise progressivement dans les pays du Sud. La faiblesse du crédit est en partie due à des facteurs de demande (les agents privés non financiers continuent de se désendetter), mais également aux difficultés de transmission de la politique monétaire accommodante de la BCE. Une part importante des banques européennes continue de se refinancer auprès de la BCE grâce à la liquidité prêtée lors des opérations de refinancement de très long terme, surtout dans les pays périphériques, où les institutions financières restent fragiles. L'anticipation des différentes mesures d'assouplissement de la BCE a aussi entraîné une nette dépréciation de l'euro depuis l'été 2014. L'euro est ainsi passé de 1,37 \$ en mai 2014 à moins de 1,10 \$ en mars 2015. Le taux de change effectif réel aurait en conséquence nettement baissé (pour la France : -3,1 % au premier trimestre 2015, après -0,5 % fin 2014).

L'activité de la zone euro continuerait d'accélérer légèrement

Dans les grands pays de la zone euro, le climat des affaires, tel que retracé par les enquêtes de conjoncture, est revenu à un niveau proche de sa moyenne de longue période, dans l'industrie comme dans les services. Stimulée par la baisse du prix du pétrole et la dépréciation de l'euro, l'activité continuerait d'accélérer légèrement dans la zone euro et sa hausse atteindrait +0,4 % par trimestre au premier semestre 2015. Malgré les facteurs de soutien communs (pétrole, change), la divergence conjoncturelle au sein de la zone persisterait : l'Espagne (+0,7 % par trimestre) et l'Allemagne (+0,6 % puis +0,4 %) croîtraient plus fortement, grâce à une demande interne vigoureuse, tandis que l'Italie renouerait avec une croissance encore très modérée (+0,1 % puis +0,2 %).

La consommation de la zone euro croîtrait à un rythme plus soutenu

La baisse du prix du pétrole stimule le pouvoir d'achat des ménages européens et donc leurs dépenses. La consommation croîtrait ainsi à un rythme plus soutenu en zone euro (+0,7 % puis +0,5 % aux premier et deuxième trimestres 2015 dans l'ensemble de la zone), notamment en Allemagne (+0,9 % puis +0,7 %), grâce au supplément de revenu apporté par l'instauration d'un salaire minimum, et en Espagne (+1,0 % par trimestre), où la reprise de l'emploi est forte.

L'investissement resterait atone dans la zone euro

Malgré ce contexte favorable et l'assouplissement quantitatif de la BCE qui devrait permettre une amélioration progressive des conditions de financement, l'investissement resterait atone dans la zone euro au premier semestre 2015 (0,0 % puis +0,2 %). La baisse de l'investissement en logements neufs a touché à sa fin en Espagne et s'atténuerait en France. En revanche, l'investissement des entreprises progresserait à peine et il continuerait même de reculer en Italie (-1,0 % puis 0,0 %).

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

Les exportations françaises sont renforcées par la dépréciation récente de l'euro

Dans le sillage du dynamisme relatif du commerce mondial, la demande extérieure adressée à la France progresserait de 0,8 % au premier trimestre puis de 1,1 % au deuxième trimestre. Après le fort rebond des exportations aéronautiques fin 2014, les exportations ralentiraient toutefois par contrecoup au premier trimestre 2015 (+0,8 %), avant d'accélérer légèrement (+1,2 % au deuxième trimestre), soutenues par la dépréciation de l'euro (*éclairage*).

L'économie française retrouverait une croissance un peu plus forte au premier semestre 2015

Le climat des affaires en France n'a que légèrement progressé depuis novembre

Après s'être dégradé à l'été 2014, le climat des affaires en France s'était à nouveau amélioré en novembre et avait ainsi retrouvé son niveau du premier semestre 2014. Le climat des affaires en France n'a depuis lors que légèrement progressé, à un niveau (96 en mars 2015) encore inférieur à sa moyenne de longue période (100). Par secteur (*graphique 2*), les indicateurs synthétiques sont proches de leur moyenne de longue période dans l'industrie manufacturière (99 en mars) et au-dessus dans le commerce de détail (104). En revanche, ils sont davantage dégradés dans les services (93) et le bâtiment (89).

La production manufacturière accélérerait modérément au premier semestre

Dans l'industrie manufacturière, les perspectives de production des chefs d'entreprise sont mieux orientées depuis septembre et le solde d'opinion correspondant est revenu au-dessus de sa moyenne de longue période. La production manufacturière devrait donc accélérer au premier trimestre (+0,4 %), comme le confirme l'acquis de croissance de la production industrielle à l'issue du mois de janvier (+0,5 %). La production manufacturière progresserait ensuite quasiment sur le même rythme (+0,3 %), pour répondre notamment à une demande externe en accélération.

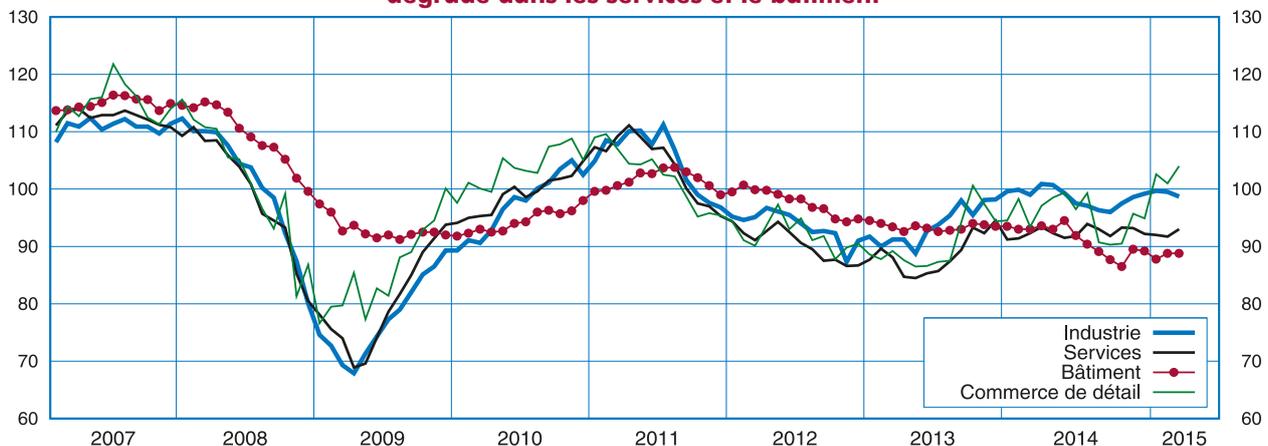
L'économie française accélérerait un peu au premier semestre 2015

Selon les chefs d'entreprises dans les services interrogés en mars, le climat reste encore relativement morose et l'activité dans les services marchands progresserait au premier semestre sur un rythme proche de sa moyenne depuis 2010 (+0,4 % par trimestre en moyenne). Après un fort recul au quatrième trimestre 2014 (-2,5 %), la clémence des températures à l'automne ayant réduit les dépenses de chauffage, la production énergétique rebondirait nettement au premier trimestre (+2,9 %), avant de retrouver un rythme plus proche de sa tendance au deuxième trimestre (+0,6 %). Enfin, le recul de l'activité dans la construction s'atténuerait à peine au premier semestre 2015 (-0,7 % puis -0,6 % après -0,8 % fin 2014) : l'investissement en logement neuf reculerait moins au premier semestre 2015 qu'en 2014, mais la poursuite de la baisse des permis de construire de bâtiments non résidentiels ne laisse pas attendre de franche amélioration.

L'acquis de croissance annuelle atteindrait +0,8 % mi-2015

Au total, le PIB accélérerait nettement au premier trimestre 2015 (+0,4 % après +0,1 %). Le regain de croissance serait porté par le rebond de la production d'énergie (contribution de +0,2 point à l'accélération). Cet effet s'estompant au deuxième trimestre, l'activité ralentirait, mais retrouverait un rythme plus élevé (+0,3 %) qu'en moyenne depuis le printemps 2011 (+0,1 %). Mi-2015, l'acquis de croissance annuelle du PIB serait déjà de +0,8 %, après trois années très ternes (+0,4 %).

2 - Le climat des affaires est proche de sa moyenne dans l'industrie et le commerce de détail, plus dégradé dans les services et le bâtiment



Source : Insee

L'emploi total progresserait et le chômage augmenterait légèrement au premier semestre 2015

Le CICE et le Pacte de responsabilité soutiendraient l'emploi marchand au premier semestre 2015

Après un fort repli au trimestre précédent, l'emploi intérimaire a rebondi au quatrième trimestre 2014 (+24 000 postes après -22 000), permettant une quasi-stabilisation de l'emploi marchand (-1 000 postes) malgré de nouveaux reculs dans l'industrie et la construction. L'emploi marchand reculerait à nouveau au premier semestre (-13 000 postes) : la légère accélération de l'activité et le soutien apporté par les effets cumulés du Pacte de responsabilité et de solidarité et de la montée en charge du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi permettraient un moindre recul qu'au second semestre 2014 (-61 000 postes).

L'emploi total repartirait légèrement à la hausse au premier semestre 2015 du fait des emplois aidés

En 2014, l'emploi dans le secteur non marchand a nettement progressé (+65 000), en grande partie du fait des contrats aidés (+49 000), dont le nombre de bénéficiaires a crû sur l'ensemble de l'année. Il en serait de même au premier semestre 2015 : l'emploi non marchand augmenterait de 23 000, dont 20 000 contrats aidés. Ainsi, l'emploi total repartirait à la hausse au premier semestre 2015 (+20 000 emplois, après -17 000 au second semestre 2014), l'accélération résultant essentiellement du moindre recul de l'emploi marchand.

Le taux de chômage atteindrait 10,6 % mi-2015

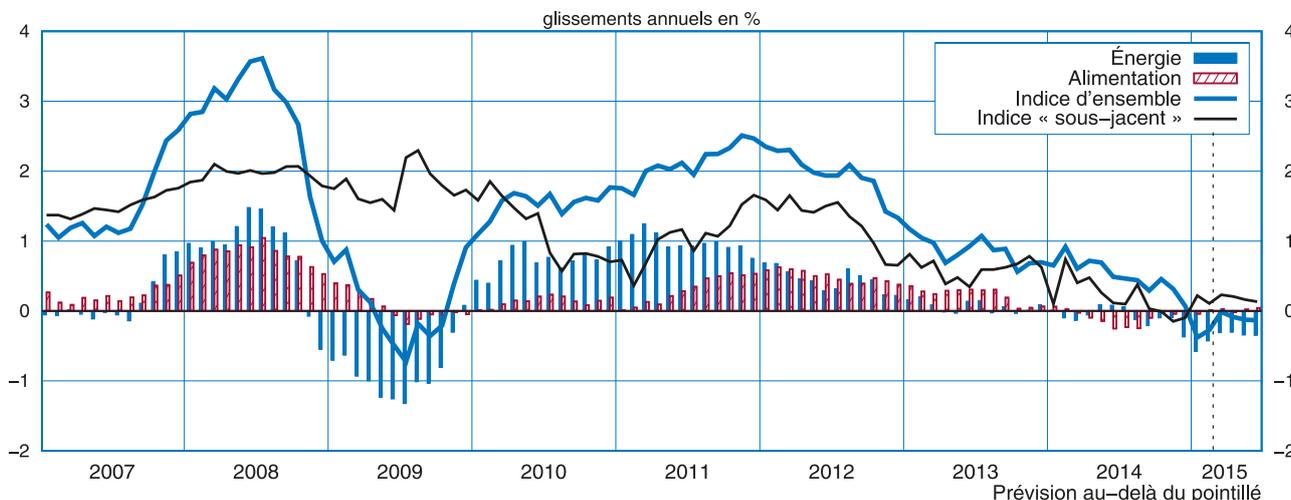
Au quatrième trimestre 2014, le taux de chômage s'est établi à 10,4 % de la population active en moyenne (10,0 % en France métropolitaine), après 10,3 % au trimestre précédent. Au premier semestre 2015, la légère hausse attendue de l'emploi ne suffirait pas à absorber la progression de la population active et le nombre de chômeurs croîtrait légèrement. Le taux de chômage augmenterait de nouveau et pourrait atteindre 10,6 % mi-2015.

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

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

En janvier et février 2015, l'inflation d'ensemble est négative en glissement annuel pour la première fois depuis 2009 (-0,4 % et -0,3 % respectivement). Elle resterait très faible d'ici mi-2015, à -0,1 % en juin 2015 (*graphique 3*). En particulier, sous l'hypothèse d'un prix du baril de Brent stable à 55 \$ (50,8 €), le glissement annuel des prix de l'énergie resterait très négatif, à -4,3 % en juin 2015. L'inflation « sous-jacente » resterait très modérée : l'indicateur d'inflation sous-jacente calculé par l'Insee, qui exclut les produits volatils et l'impact mécanique des modifications de fiscalité indirecte, aurait une croissance quasi nulle en glissement annuel en juin 2015 (+0,1 %), alors que l'impact de la hausse de TVA du 1^{er} janvier 2014 et de sa diffusion aurait quasiment disparu.

3 - L'inflation resterait négative et l'inflation sous-jacente très faible d'ici mi-2015



Source : Insee

Le pouvoir d'achat accélérerait d'ici mi-2015, soutenu par la désinflation

Les salaires ralentiraient au premier semestre 2015

Le salaire moyen par tête (SMPT) dans les branches marchandes a été légèrement plus dynamique en 2014 (+1,7 %) qu'en 2013 (+1,5 %). En rythme infra-annuel, il a toutefois ralenti en cours d'année : +0,6 % au second semestre après +0,8 % au premier. Sous l'effet de la baisse passée de l'inflation, d'une revalorisation modérée du Smic au 1^{er} janvier 2015 (+0,8 %, soit 0,3 point de moins qu'en 2014), et d'un chômage en hausse, les salaires nominaux ralentiraient de nouveau au premier semestre 2015 (+0,3 %). En termes réels, les salaires ralentiraient également (+0,3 % au premier semestre 2015, après +0,8 % au second semestre 2014).

Le pouvoir d'achat des ménages accélérerait, soutenu par la désinflation

Après avoir stagné en 2013, le pouvoir d'achat du revenu des ménages s'est nettement redressé en 2014 (+1,1 % en moyenne annuelle), du fait de l'accélération des revenus d'activité (+1,3 % après +0,9 %) et surtout du moindre dynamisme des prélèvements obligatoires (+2,1 % après +4,2 %). Au premier semestre 2015, il accélérerait de nouveau (+1,6 % en glissement annuel mi-2015 contre +0,7 % un an plus tôt), du fait notamment de la forte baisse de l'inflation (*graphique 4*).

La consommation des ménages accélérerait nettement au premier semestre 2015

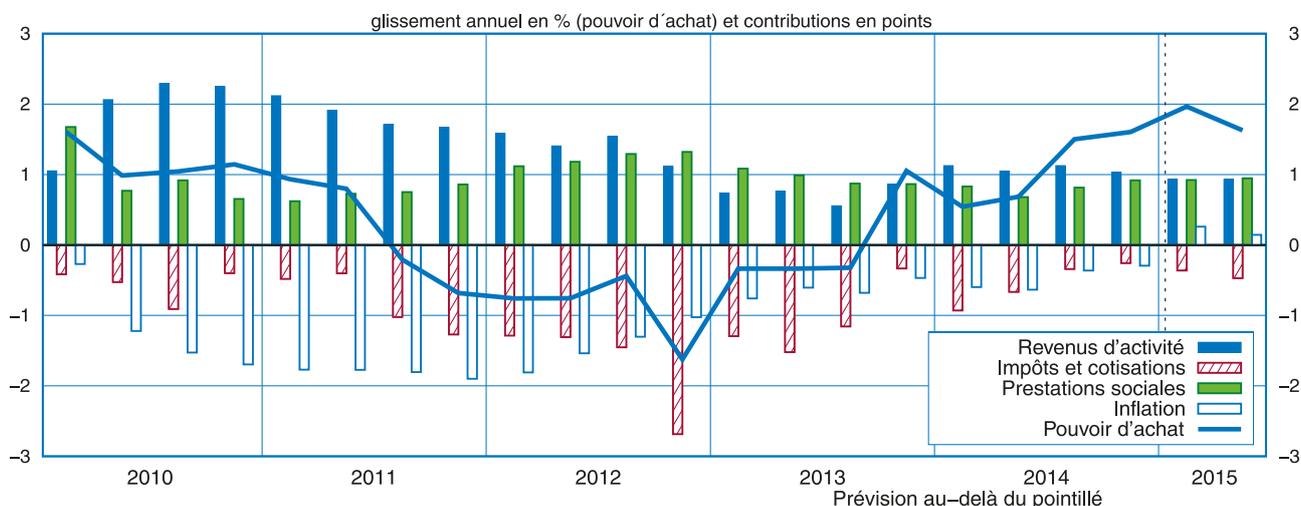
La consommation des ménages augmenterait fortement au premier trimestre

Après un quatrième trimestre 2014 en ralentissement (+0,2 %), du fait d'un net recul des dépenses de chauffage occasionné par un automne très doux, la consommation des ménages rebondirait au premier trimestre 2015 (+0,6 %) avec le retour à la normale des dépenses d'énergie. Les premières informations quantitatives indiquent par ailleurs que les achats de produits manufacturés resteraient dynamiques (+0,5 % après +0,6 %).

Au premier semestre 2015, la consommation resterait soutenue par le dynamisme du pouvoir d'achat

Au deuxième trimestre, les effets du climat sur la consommation s'estomperaient et la consommation ralentirait. Elle conserverait néanmoins un rythme dynamique (+0,3 %) relativement à sa tendance des dernières années (0,0 % en moyenne trimestrielle entre 2011 et 2014), en raison de l'accélération du pouvoir d'achat des ménages. En lissant dans le temps ce surplus de pouvoir d'achat, les ménages augmenteraient légèrement leur taux d'épargne, à 15,6 % mi-2015 contre 15,4 % un an plus tôt.

4 - Le pouvoir d'achat des ménages accélérerait, soutenu par la désinflation



Source : Insee

L'investissement des entreprises serait quasi stable

Le recul de l'investissement des ménages s'atténuerait un peu

Le taux de marge des entreprises se redresserait nettement au premier semestre 2015 mais leur investissement resterait quasi stable

Après une stabilisation courant 2014, le nombre de permis de construire a diminué à nouveau en fin d'année, tant pour les logements individuels que collectifs. Par ailleurs, les dépenses d'entretien-amélioration des logements conserveraient une tendance baissière. Au total, l'investissement des ménages reculerait un peu moins au premier semestre 2015 (-1,0 % par trimestre) qu'au second semestre 2014 (-1,6 % puis -1,5 %).

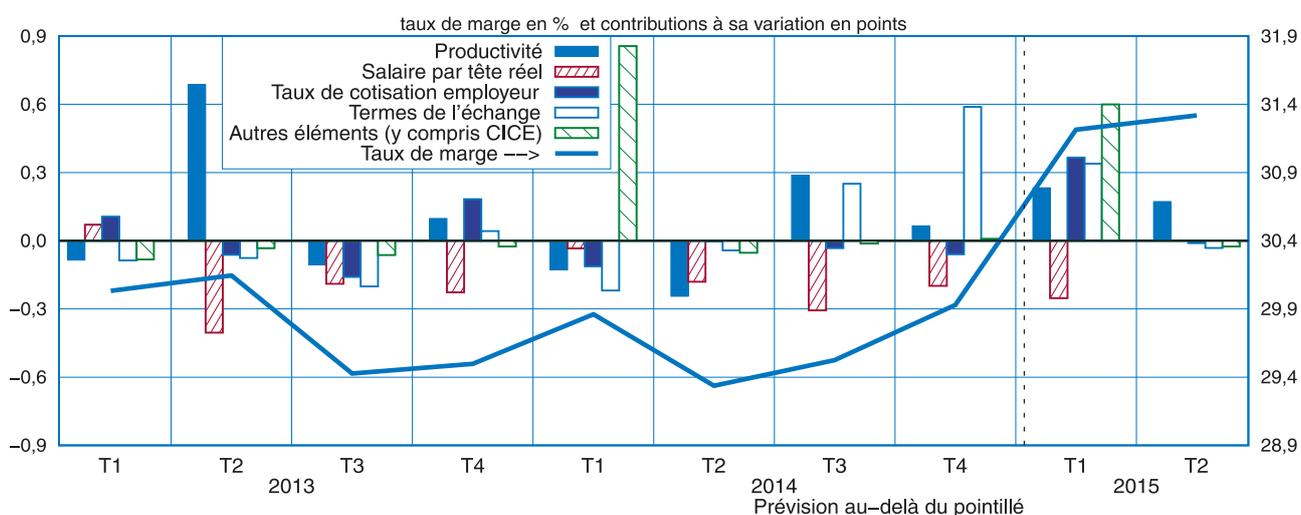
Beaucoup de conditions sont désormais réunies pour que l'investissement des entreprises accélère. D'abord leur taux de marge se redresserait très nettement au premier semestre (graphique 5), grâce à la conjonction de trois facteurs jouant dès le premier trimestre : la montée en charge du CICE, la mise en œuvre du Pacte de responsabilité et de solidarité et la poursuite de l'amélioration des termes de l'échange du fait de la baisse des prix des produits pétroliers. Ensuite, les entreprises bénéficient de conditions de financement bien plus accommodantes que les années passées. Enfin, les perspectives de demande interne et externe sont désormais plus favorables. Pourtant, les enquêtes de conjoncture, notamment dans les services, indiquent que les chefs d'entreprises resteraient encore attentistes et ne seraient guère enclins à accélérer franchement leur investissement. Celui-ci serait quasi stable au premier semestre 2015 ; le nouveau recul de l'investissement en construction (-0,4 % par trimestre) compenserait globalement la légère augmentation des autres dépenses.

Aléas : prix du pétrole et confiance

Prix du pétrole

Dans le scénario retenu, le cours du pétrole est figé en prévision à son niveau récent (55 \$), ce qui permet à la consommation des ménages de bénéficier pleinement de la baisse enregistrée depuis un an. Pour autant, dans un contexte d'offre supérieure à la demande et de stocks déjà importants, la baisse des prix du pétrole, interrompue fin janvier, pourrait reprendre. Dans ce cas, elle viendrait soutenir encore plus le pouvoir d'achat des ménages et la situation financière des entreprises. À l'inverse, un renouvellement des tensions géopolitiques (par exemple autour du programme nucléaire iranien) ou une nouvelle révision à la baisse des anticipations d'offre pourraient conduire à une nouvelle correction à la hausse.

5 - Le taux de marge des sociétés non financières se redresserait très nettement début 2015



Confiance des ménages et climat des affaires

Dans le scénario retenu, la consommation des ménages accélérerait en France, comme chez ses partenaires européens, grâce notamment au surplus de pouvoir d'achat offert par la baisse des prix énergétiques. Début 2015, les ménages français se disent ainsi un peu plus confiants dans la situation économique, à un niveau toutefois largement inférieur à sa moyenne de longue période. En revanche, l'investissement des entreprises françaises resterait atone au premier semestre 2015, alors que de nombreux facteurs de soutien sont aujourd'hui réunis pour une plus franche accélération. Il y a donc un décalage entre la perception des agents, et notamment des entreprises, et la nette bouffée d'oxygène apportée par la baisse des prix du pétrole, la dépréciation du taux de change et le caractère plus accommodant du *policy mix* en zone euro. Ce décalage pourrait se réduire « par le haut », s'il traduit une forte prudence face aux premiers signes d'amélioration de la demande : la croissance pourrait alors progressivement gagner en dynamisme et se révéler plus forte que prévu. Ce décalage pourrait également se réduire « par le bas », s'il traduit des difficultés structurelles empêchant les entreprises françaises de bénéficier pleinement de cet environnement favorable : la croissance en serait bridée et risquerait alors à nouveau de décevoir.■

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



Note de lecture : le graphique des risques retrace, autour de la prévision centrale (en trait rouge), 90 % des scénarios probables. La première bande, la plus foncée, décrit les scénarios les plus probables autour du scénario central, l'ensemble de ces scénarios ayant une probabilité totale de 10 %. La deuxième, un peu moins foncée, se décline en deux sous-bandes immédiatement au-dessus et 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 par les comptes trimestriels pour le premier trimestre 2015 a 50 % de chances d'être compris entre 0,2 % (bas de la cinquième bande en partant du bas) et +0,5 % (limite supérieure de la cinquième bande en partant du haut) et 90 % de chances d'être compris entre -0,1 % et +0,8 %. Au deuxième trimestre 2015, l'intervalle de confiance à 90 % est [-0,3 % ; +0,9 %].
Source : Insee

La dépréciation de l'euro et la chute du cours du pétrole soutiennent l'activité en France début 2015

Dans la *Note de conjoncture* de décembre 2014, l'effet cumulé de la baisse du taux de change et du prix du pétrole au second semestre 2014 avait été estimé à 0,4 point de croissance du PIB supplémentaire entre le quatrième trimestre 2014 et le deuxième trimestre 2015, dont 0,3 point sur les deux premiers trimestres de 2015.

Cette évaluation doit être actualisée en raison de l'évolution du prix du pétrole et du taux de change par rapport aux hypothèses retenues en décembre. Ainsi le prix du pétrole effectivement observé a été plus faible que celui retenu pour la prévision de décembre : 76,8 \$ par baril au quatrième trimestre 2014 au lieu de 79,5 \$ par baril ; 55,1 \$ en moyenne au premier trimestre 2015 au lieu de 70 \$ dans la *Note* de décembre 2014. Pour le deuxième trimestre, l'hypothèse retenue est de 55 \$ par baril au lieu de 70 \$. De son côté, la baisse du taux de change effectif réel a été moindre (-0,6 %) qu'anticipé au quatrième trimestre (-1,7 %), pour partie du fait de la forte dépréciation du rouble et, dans une moindre mesure, de celle du yen. Mais au premier trimestre 2015, l'euro s'est de nouveau déprécié face au dollar (à 1,13 dollar en moyenne, soit une baisse de 9,6 %), ce qui s'est traduit par une baisse substantielle du taux de change effectif réel (-3,1 %). Pour le deuxième trimestre, le taux de change est figé à un niveau plus faible que dans la précédente *Note* ; notamment vis-à-vis du dollar, il est figé à 1,08 dollar pour 1 euro en prévision, contre 1,23 dollar pour 1 euro précédemment.

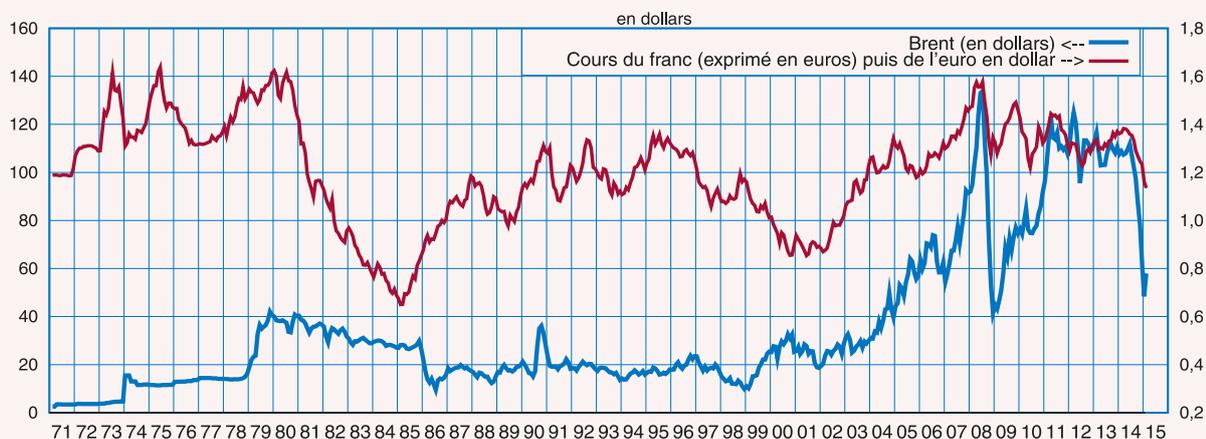
La baisse des prix du pétrole et la dépréciation de l'euro auraient donc un effet au total un peu plus favorable dans l'exercice actuel que dans la précédente *Note*, même si une partie des effets jouera au-delà de l'horizon de cette prévision. L'effet cumulé de ces deux chocs favorables est à présent estimé à 0,4 point de croissance du PIB supplémentaire sur les deux premiers trimestres de 2015.

Une baisse simultanée du prix du pétrole et du taux de change inédite pour la zone euro

Entre juin 2014 et février 2015, le baril de pétrole en dollars a chuté de 48 %, passant de 111,8 \$ par baril en moyenne à 57,9 \$, après avoir atteint un point bas en janvier à 48,4 \$. Dans le même temps, l'euro s'est fortement déprécié contre la plupart des autres devises, notamment vis-à-vis du dollar (de 1,36 \$ par € à 1,13 \$ par €, soit une baisse de 16,5 %) ; sur la période, le taux de change effectif réel (TCER) a baissé de 4,8 %. Cette baisse simultanée du prix du pétrole et du taux de change est inédite depuis la création de la monnaie unique (*graphiques 1 et 2*).

Sur plus longue période, si l'on excepte l'importante chute du cours du pétrole qui a accompagné la grande récession au second semestre 2008, la précédente forte baisse du prix du baril de Brent remonte aux années 1985 et 1986. Ce premier « contre-choc pétrolier » avait été provoqué par la forte augmentation de la production saoudienne. Le cours du Brent était alors passé de 29,8 \$ par baril en moyenne en novembre 1985 à 9,6 \$ en juillet 1986, soit une baisse de 68 %. Pour autant, le contre-choc pétrolier actuel se situe dans un contexte différent pour plusieurs raisons. D'abord, la part de la consommation des ménages consacrée à l'énergie a diminué (9 % en 2013 contre 11 % en 1985, en valeur), ce qui réduit l'impact favorable de la baisse du prix du pétrole sur le pouvoir d'achat. De même, la dépendance énergétique de la France vis-à-vis du pétrole a diminué, ce qui réduit là encore l'impact favorable d'une telle baisse sur l'économie : en effet, la part du pétrole dans la consommation des ménages en énergie est passé de 71 % en 1985 à 62 % en 2013. Par ailleurs, la conjonction des « chocs » était différente : le contre-choc de 1986 s'est accompagné d'une forte appréciation du franc par rapport au dollar, amplifiant son effet sur le pouvoir d'achat des ménages, mais en amortissant l'impact favorable sur le PIB : en effet, les exportateurs français ont perdu des parts de marché, la chute du dollar ayant favorisé la compétitivité des États-Unis mais aussi des nombreux pays émergents dont la devise était à l'époque arrimée au dollar.

1 - Évolution du cours du Brent et du taux de change depuis 1971



Sources : FMI, Réserve fédérale

Les baisses de l'euro et du prix du pétrole depuis l'été rehausseraient la croissance française de l'ordre de 0,4 point au premier semestre 2015

Pour un pays importateur de pétrole comme la France, une baisse prononcée du prix du baril entraîne à court terme une baisse de l'inflation, ce qui permet d'augmenter la consommation des ménages via la hausse de leur pouvoir d'achat (effets de « premier tour »). Ainsi, la différence d'inflation énergétique entre le deuxième trimestre 2014 et le premier trimestre 2015 contribuerait à hauteur de 0,4 point au surcroît de pouvoir d'achat des ménages entre ces deux mêmes trimestres (+1,3 point, graphique 3). À titre de comparaison, le ralentissement des impôts et cotisations a contribué à hauteur de 0,8 point à la progression du revenu entre les troisièmes trimestres de 2013 et de 2014.

Le surplus de pouvoir d'achat dû à la baisse du prix du pétrole se transmet progressivement à la consommation et, de là, au PIB. La baisse des prix du pétrole se diffuse également aux prix de production via les consommations intermédiaires, et aux salaires via la boucle prix-salaires (effets de « second tour ») ; au passage, elle accroît les marges des entreprises via l'amélioration des termes de l'échange. Des effets extérieurs s'ajoutent à ces mécanismes intérieurs : les pays exportateurs de pétrole souffrent d'une diminution de leurs ressources et la demande qu'ils

adressent à la France diminue. À l'inverse, le surcroît d'activité dans les autres pays importateurs bénéficiant de la baisse du prix du pétrole les conduit à augmenter leurs importations. Compte tenu de la structure du commerce extérieur de la France, ce second effet l'emporte : les exportations françaises augmentent en volume, entraînées par une demande mondiale plus dynamique. Au total, l'effet de la baisse du prix du pétrole est estimé à environ 0,3 point de croissance du PIB supplémentaire au premier semestre 2015. Cependant, les effets positifs de la baisse du pétrole sur la demande mondiale adressée à la France seront amoindris par le nouveau ralentissement de plusieurs pays émergents, notamment la Chine, la Russie et le Brésil.

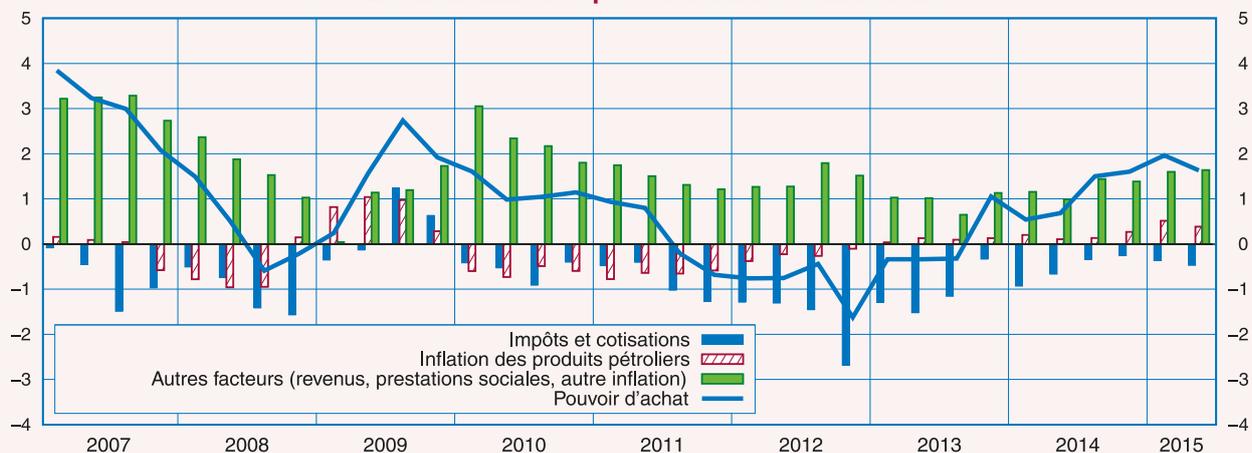
De même, la dépréciation de l'euro contre la plupart des devises, amorcée durant l'été 2014, s'est accentuée au premier trimestre 2015, notamment en lien avec l'annonce puis la mise en place par la BCE de son programme d'assouplissement quantitatif. Cette baisse de l'euro devrait soutenir l'activité à hauteur de 0,1 point de croissance du PIB supplémentaire au premier semestre 2015, toutes choses égales par ailleurs, en raison des mécanismes présentés dans l'encadré « Quels effets des baisses récentes de l'euro et du prix du pétrole ? » de la Note de conjoncture de décembre 2014. Au total, l'effet cumulé de la dépréciation de l'euro et de la baisse du prix du pétrole serait donc d'environ 0,4 point de croissance du PIB supplémentaire au premier semestre 2015. ■

2 - Évolutions du taux de change de l'euro en dollar et du taux de change effectif réel depuis 1999



Sources : Insee, DG Trésor

3 - Glissement annuel du pouvoir d'achat et contributions



Source : Insee

Chiffres-clés : la France et son environnement international

	2013				2014				2015		2013	2014	2015 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Environnement international													
PIB des économies avancées	0,4	0,5	0,7	0,6	0,2	0,4	0,6	0,5	0,5	0,6	1,4	1,8	1,7
PIB de la zone euro	-0,4	0,3	0,2	0,3	0,3	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	-0,4	0,9	1,1
Baril de Brent (en dollars)	112,6	103,5	109,6	109,4	108,1	109,7	103,8	76,8	55,1	55	108,8	99,6	55
Taux de change euro-dollar	1,32	1,31	1,32	1,36	1,37	1,37	1,33	1,25	1,13	1,08	1,33	1,33	1,09
Demande mondiale adressée à la France	0,9	2,5	0,9	0,1	0,8	0,4	1,6	0,6	0,8	1,1	3,1	3,3	3,0
France équilibre ressources-emplois													
PIB													
Imports	-0,1	0,7	-0,1	0,3	-0,1	-0,1	0,3	0,1	0,4	0,3	0,4	0,4	0,8
Dépenses de consommation des ménages	0,4	2,0	1,0	0,2	0,8	0,7	1,7	1,7	0,8	0,8	1,9	3,9	3,8
Dépenses de consommation des APU et des ISBLSM	0,2	0,2	0,0	0,5	-0,3	0,4	0,3	0,2	0,6	0,3	0,3	0,6	1,3
Dépenses de consommation des APU et des ISBLSM	0,5	0,7	0,3	0,5	0,3	0,4	0,6	0,5	0,4	0,5	1,9	1,8	1,6
FBCF totale	-0,4	0,2	0,0	0,1	-0,7	-0,8	-0,6	-0,5	-0,3	-0,3	-0,8	-1,6	-1,4
<i>dont : ENF</i>	-0,8	0,5	0,3	1,2	-0,3	-0,2	0,0	-0,2	0,0	0,1	-0,6	0,7	-0,2
<i>Ménages</i>	-0,2	-0,5	-1,0	-1,7	-1,7	-1,6	-1,6	-1,5	-1,0	-1,0	-3,1	-5,9	-4,0
<i>Administrations publiques</i>	0,3	0,5	0,2	-0,8	-0,8	-1,7	-1,7	-0,1	-0,5	-0,5	1,1	-3,3	-2,2
Exports	0,3	3,1	-0,8	0,9	0,6	0,2	1,0	2,5	0,8	1,2	2,4	2,9	4,1
Contributions (en point)													
Demande intérieure hors stocks*	0,1	0,4	0,1	0,4	-0,2	0,1	0,2	0,1	0,4	0,2	0,5	0,4	0,8
Variations de stocks*	-0,1	0,0	0,4	-0,3	0,3	-0,1	0,4	-0,2	0,0	0,0	-0,2	0,3	-0,1
Commerce extérieur	0,0	0,3	-0,5	0,2	-0,1	-0,2	-0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,1
France - situation des ménages													
Emploi total	-20	-28	23	78	0	27	-41	25	1	19	52	11	
Salariés du secteur marchand non agricole	-32	-49	3	12	-19	6	-60	-1	-18	5	-66	-74	
Taux de chômage BIT France métropolitaine**	9,9	10,0	9,9	9,6	9,7	9,7	9,9	10,0	10,1	10,2	9,6	10,0	
Taux de chômage BIT France (y compris DOM)**	10,3	10,4	10,3	10,1	10,1	10,1	10,3	10,4	10,5	10,6	10,1	10,4	
Indice des prix à la consommation***	1,0	0,9	0,9	0,7	0,6	0,5	0,3	0,1	0,0	-0,1	0,9	0,5	
Inflation « sous-jacente »***	0,6	0,4	0,6	0,5	0,4	0,1	0,0	-0,1	0,2	0,1	0,6	0,2	
Pouvoir d'achat des ménages	1,2	0,3	-0,2	-0,3	0,7	0,5	0,6	-0,2	1,0	0,1	0,0	1,1	1,4

Prévision

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

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

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

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

APU : administrations publiques

ENF : entreprises non financières

ISBLSM : institutions sans but lucratif au service des ménages

PIB : produit intérieur brut

FBCF : formation brute de capital fixe

Chômage BIT : chômage au sens du Bureau International du Travail

Source : Insee