

NOTE DE CONJONCTURE

LA REPRISE SE DIFFUSE DANS LA ZONE EURO

JUIN 2015





NOTE DE CONJONCTURE

Juin 2015

© Insee 2015

■ Directeur de la publication
Jean-Luc Tavernier

■ Rédacteurs en chef
Vladimir Passeron
Laurent Clavel
Jocelyn Boussard
Élodie Lalande

■ Contributeurs
Vincent Alhenc-Gelas
Franck Arnaud
David Audenaert
José Bardaji
Anne-Juliette Bessonne
Stéphane Boucher
Clément Bortoli
Guillaume Chanteloup
Charles-Marie Chevalier
Véronique Cordey
Jeanne-Marie Daussin-Benichou
Vincent Dortet-Bernadet
Violaine Faubert
Yannick Fendrich
Aurélien Fortin
Charles-Julien Giraud
Morgane Glotain
Julie Goussen
Jorick Guillaneuf
Yaëlle Hauseux
Bertrand Marc
Kevin Milin
Allaoui Mirghane
Éric Monnet
Pierre-Damien Olive
Michaël Orand
Cécile Phan
Julien Pramit
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 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
Jacqueline Courbet
Denise Maury-Duprey

■ Secrétariat
Nathalie Champion

Rédaction achevée le 11 juin 2015

LA REPRISE SE DIFFUSE DANS LA ZONE EURO

DOSSIERS

- Le prix du foncier n'aurait pas d'effet direct sur l'investissement en actifs productifs 21
- Malgré la reprise du pouvoir d'achat, la construction de logements continuerait de baisser en 2015 39

VUE D'ENSEMBLE 7

CONJONCTURE FRANÇAISE

- Retour sur la précédente prévision 55
- Production 57
- Environnement international de la France 62
- Échanges extérieurs 65
- Emploi 69
- Chômage 72
- Prix à la consommation 74
- Salaires 77
- Revenus des ménages 79
- Consommation et investissement des ménages 82
- Résultats des entreprises 85
- Investissement des entreprises et stocks 87

DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

- Pétrole et matières premières 93
- Marchés financiers 96
- Zone euro 99
- Allemagne 101
- Italie 102
- Espagne 104
- Royaume-Uni 105
- États-Unis 106
- Japon 110
- Économies émergentes 111

- Quelle croissance du PIB stabilise le chômage en France ? 15
- Le découplage entre l'industrie et les services dans les enquêtes de conjoncture ne devrait pas perdurer 60
- L'amélioration du climat des affaires dans l'industrie depuis fin 2014 résulte des entreprises exportatrices 67
- La mesure d'amortissement exceptionnel soutiendrait l'investissement des entreprises en biens d'équipement 90
- Le « Jobs Act », une loi pour réformer le marché du travail italien 103
- Comment expliquer la faiblesse des salaires réels dans les pays anglo-saxons, malgré la forte baisse du chômage ? 107

COMPTES DES PAYS 113

COMPTE ASSOCIÉ DE LA FRANCE 117

La reprise se diffuse dans la zone euro

***E**n 2015, l'année a commencé par un coup de froid inattendu hors de la zone euro : l'activité américaine s'est à nouveau repliée, la croissance britannique a déçu et, surtout, les échanges mondiaux se sont fortement contractés. Pourtant, les économies avancées sortiraient rapidement de ce trou d'air. D'abord, parce que l'activité de la zone euro a conservé son rythme de croissance de fin d'année, accélérant un peu plus vivement qu'attendu en France, en Espagne et en Italie, et ce malgré un infléchissement en Allemagne. Ensuite, parce que les fondamentaux de la croissance des pays avancés semblent maintenant plus solides, comme l'atteste la bonne orientation du climat des affaires ; de ce fait, les économies anglo-saxonnes rebondiraient au deuxième trimestre. Enfin, parce que le commerce mondial se redresserait dès le printemps. Seul le ralentissement persistant des économies émergentes, notamment en Chine, au Brésil et en Russie, assombrit le tableau globalement dégagé des perspectives de croissance.*

Ainsi, même si des rebonds récents ont corrigé la forte dépréciation de l'euro et la baisse du prix du pétrole, leurs cours respectifs restent mi-2015 largement inférieurs à leurs niveaux de mi-2014. Les baisses passées continuent donc de se diffuser dans les économies de la zone euro, via une accélération du pouvoir d'achat et de la consommation des ménages d'une part, un surcroît d'exportations d'autre part. Dans ce contexte globalement porteur, l'économie française a été dynamique au premier trimestre (+0,6 %), même si la hausse résulte pour partie d'éléments ponctuels : un rebond de la production d'énergie, par simple retour à la normale des dépenses de chauffage, et une hausse exceptionnelle de la production manufacturière. Au deuxième trimestre, ces facteurs s'estomperaient et l'activité ralentirait. Mais le rythme de croissance du PIB resterait plus élevé (+0,3 %) qu'en moyenne depuis le printemps 2011 (+0,1 % par trimestre). Tout en ralentissant, la consommation des ménages serait de nouveau le principal facteur de cette hausse, soutenue par les hausses récentes de pouvoir d'achat.

Au second semestre, les dépenses des entreprises accéléreraient à leur tour. Les perspectives de demande sont en hausse, comme l'indique l'amélioration du climat des affaires dans quasiment

tous les secteurs. Les conditions de financement internes s'améliorent avec la hausse de leur taux de marge, grâce à la baisse du cours du pétrole, à la montée en charge du CICE et au démarrage du Pacte de responsabilité. De plus, en menant une politique monétaire très accommodante, la Banque centrale européenne facilite l'accès au crédit. En conséquence, les chefs d'entreprises se déclarent nettement plus enclins qu'en début d'année à hausser le rythme de leurs dépenses d'investissement, dans l'industrie comme à présent dans les services. En revanche, l'investissement des ménages en logements ne serait toujours pas sorti de l'ornière, et continuerait de peser sur la croissance.

Au total, la hausse du PIB se maintiendrait à +0,3 % au troisième trimestre, puis s'élèverait un peu en fin d'année (+0,4 %). Ainsi, au quatrième trimestre 2015, le PIB augmenterait de 1,6 % par rapport à son niveau de fin 2014. En moyenne sur l'année, la croissance serait de +1,2 % (après +0,2 % en 2014), soit la plus forte hausse depuis 2011.

L'accélération de l'activité et les politiques d'enrichissement de la croissance en emplois stimuleraient l'emploi, qui serait fin 2015 rehaussé de 114 000 postes par rapport à fin 2014. La hausse au second semestre permettrait même une stabilisation du chômage en France, à 10,4 % de la population active en fin d'année, voire une baisse si la population active est de nouveau moindre que prévu.

Le principal aléa de ce scénario porte sur les dépenses des entreprises pour lesquelles une nette accélération est attendue au second semestre : si l'utilisation des capacités de production ne s'intensifie pas, ce scénario sera invalidé ; à l'inverse, le mécanisme de suramortissement récemment mis en place pourrait inciter plus encore que prévu les entrepreneurs à anticiper leurs décisions d'achats. Des incertitudes portent par ailleurs sur l'environnement international : d'une part, le ralentissement des économies émergentes pourrait à nouveau surprendre ; d'autre part, le scénario retenu suppose qu'un accord entre la Grèce et ses créditeurs permettra de préserver la stabilité de l'Union monétaire mais, dans le cas contraire, les perspectives des économies de la zone euro seraient plus sombres.

Début 2015, les économies avancées comme émergentes ont ralenti

Les économies avancées ont légèrement ralenti au premier trimestre 2015

Au premier trimestre 2015, les économies avancées ont progressé de 0,3 %, en léger ralentissement par rapport au second semestre 2014 (+0,6 % puis +0,5 %). En particulier, l'activité s'est légèrement repliée aux États-Unis (-0,2 % après +0,5 %) sous l'effet d'un hiver rigoureux, et le PIB a ralenti au Royaume-Uni (+0,3 % après +0,5 %). De son côté, l'économie japonaise a nettement accéléré (+1,0 % après +0,3 %), mais sans effacer la forte contraction (-1,7 % puis -0,5 % aux deuxième et troisième trimestres 2014) consécutive à la hausse de TVA du 1^{er} avril 2014.

Les économies émergentes ont de nouveau ralenti

Au premier trimestre 2015, les économies émergentes dans leur ensemble ont de nouveau ralenti. La Chine affiche notamment un nouvel infléchissement de l'activité (+1,3 % après +1,5 % au trimestre précédent). Le PIB s'est contracté au Brésil (-0,2 %) et plus nettement en Russie (-1,9 %), où la demande intérieure a pâti de la flambée des prix et des resserrements monétaires consentis pour enrayer la chute du rouble. À l'inverse, l'économie indienne connaît une embellie et les pays d'Europe centrale ne semblent pas avoir souffert des tensions causées par la crise ukrainienne.

Le PIB de la zone euro a gardé le rythme de croissance atteint fin 2014

Dans la zone euro cependant, la croissance a conservé son rythme de fin d'année au premier trimestre 2015 (+0,4 %, comme prévu dans la *Note de conjoncture* de mars, après +0,4 %), portée notamment par la consommation des ménages (+0,5 % après +0,4 %), malgré la vigueur des importations. L'activité a particulièrement accéléré en France (+0,6 % après 0,0 %) et en Italie (+0,3 % après 0,0 %). La croissance a été de nouveau très forte en Espagne (+0,9 % après +0,7 %), tandis que l'économie allemande a ralenti (+0,3 % après +0,7 %).

En France, l'activité a nettement rebondi au premier trimestre 2015

En France, le PIB a nettement accéléré au premier trimestre

En France, l'activité a nettement accéléré au premier trimestre (+0,6 % après 0,0 %), plus que prévu dans la *Note de conjoncture* de mars 2015 (+0,4 % après +0,1 %). Cette hausse est portée par le dynamisme de la production manufacturière (+1,3 % après +0,1 %) et, dans une moindre mesure, par le rebond attendu de la production d'énergie-eau-déchets (+3,8 % après -2,5 %). En revanche, dans la construction, la production s'est de nouveau nettement repliée (-1,0 % après -0,9 %). La consommation des ménages a vivement accéléré (+0,8 % après +0,1 %), tandis que le commerce extérieur a contribué négativement à la croissance (-0,5 point), trouvant sa contrepartie dans un fort mouvement de stockage (+0,5 point), notamment de matériels de transport.

Les échanges mondiaux et la baisse passée du cours du pétrole soutiendraient l'activité en 2015

Le commerce mondial serait relativement dynamique d'ici la fin de l'année

Le commerce mondial s'est fortement contracté au premier trimestre 2015 (-1,5 % après +1,2 %), dans une proportion inédite depuis la récession mondiale de 2009. Ce recul tient essentiellement aux échanges des pays asiatiques, ainsi qu'aux États-Unis, pour partie sous l'effet de la grève des dockers de la côte ouest. Au deuxième trimestre, le commerce mondial rebondirait par contrecoup (+1,8 %), puis progresserait de 1,3 % au troisième trimestre et de 1,5 % au quatrième, un rythme encore légèrement inférieur à sa progression moyenne d'avant-crise (+1,6 % par trimestre entre 2000 et 2007).

Après une forte chute, le prix du pétrole s'est redressé au premier trimestre

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'à mi-janvier 2015, où il a atteint 47 \$ (39,6 €), son plus bas niveau depuis mars 2009. Au cours du premier trimestre 2015, le prix du pétrole s'est ensuite redressé, avant de fluctuer autour de 65 \$ (59,1 €) depuis fin avril. Ce rebond résulte notamment des

annonces de moindres investissements des grands groupes pétroliers et de la diminution des forages aux États-Unis, signe que le marché recherche encore son prix d'équilibre. Conventionnellement, le prix du baril de pétrole est figé en prévision (65 \$).

Le climat conjoncturel est favorable dans les économies avancées mais reste dégradé pour les pays émergents

Malgré l'à-coup de début d'année, la reprise resterait solide dans les économies avancées

Dans les économies avancées, le climat conjoncturel est bien orienté au deuxième trimestre 2015 et a notamment rebondi aux États-Unis et au Royaume-Uni, malgré l'à-coup défavorable de début d'année (*graphique 1*). Les économies avancées retrouveraient ainsi une croissance plus soutenue dès le deuxième trimestre (+0,5 %) et celle-ci resterait à ce niveau au second semestre (+0,5 % puis +0,6 %). En particulier, l'économie américaine rebondirait (+0,5 % au deuxième trimestre puis +0,6 % par trimestre) grâce à une consommation robuste, soutenue par la baisse du chômage et la bonne tenue du pouvoir d'achat, et à l'investissement des entreprises, dynamisé par des perspectives de demande favorables. Le Royaume-Uni retrouverait aussi un rythme de croissance plus rapide (+0,6 % au deuxième trimestre, puis +0,5 % par trimestre au second semestre), porté par une consommation dynamique, en phase avec la progression attendue du pouvoir d'achat. Au Japon, l'activité progresserait de nouveau (+0,5 % au deuxième trimestre puis +0,6 % par trimestre), à la faveur d'une légère accélération de la demande intérieure.

Les économies émergentes ralentiraient de nouveau

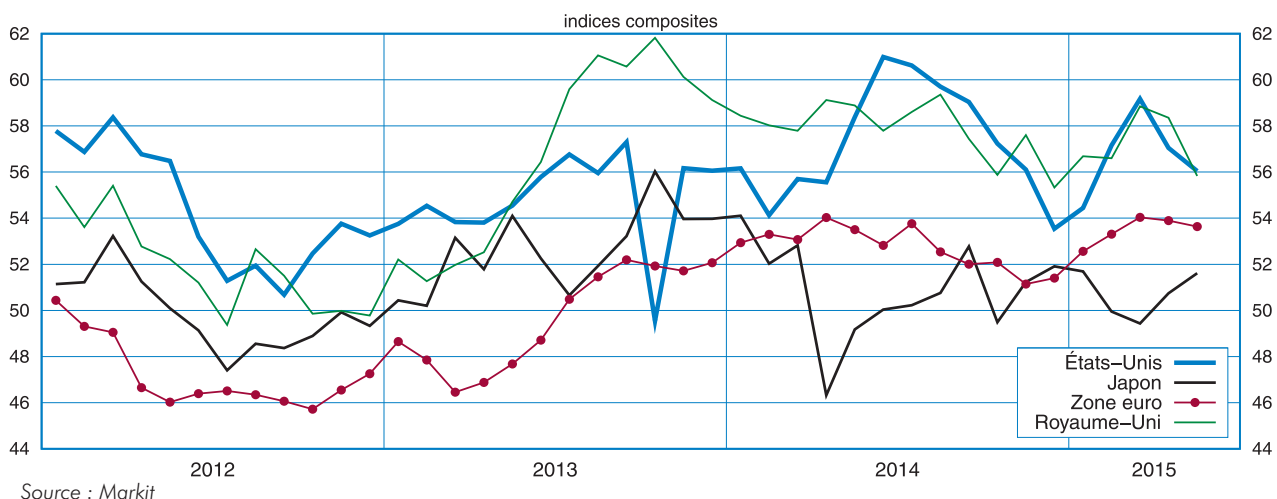
À l'inverse, les enquêtes de conjoncture restent dégradées dans la plupart des grands pays émergents. En Chine, l'activité s'infléchirait de nouveau, notamment parce que l'investissement ralentirait encore : en moyenne annuelle, la croissance serait de nouveau la plus faible depuis 1990. Au Brésil, le climat des affaires est au plus bas depuis 1998 et l'activité se contracterait en moyenne sur l'année. La situation est également très détériorée en Russie, mais la réappréciation du rouble et la baisse de l'inflation ont permis à la banque centrale d'abaisser son taux directeur ; l'amélioration rapide du climat des affaires suggère une sortie de récession avant la fin de l'année. Au total, les importations des pays émergents ralentiraient fortement en 2015 (+1,2 % après +4,0 % en 2014).

D'ici fin 2015, la reprise se diffuserait dans la zone euro

Les politiques monétaires pourraient à nouveau diverger

Après six années de stabilité à un taux minimal, la Réserve fédérale relèverait ses taux directeurs avant la fin de l'année, compte tenu des perspectives d'inflation et de l'amélioration régulière du marché du travail. Au Royaume-Uni, malgré une accélération attendue en cours d'année, la faiblesse des revalorisations

1 - Le climat conjoncturel est favorable dans les économies avancées



salariales différerait le resserrement monétaire au-delà de 2015. Au Japon, la politique monétaire resterait très expansionniste. Dans la zone euro, la Banque centrale européenne met en œuvre depuis mars un assouplissement quantitatif, achetant massivement des titres, y compris de dettes publiques. Ces opérations ont mis fin à la baisse de l'inflation anticipée par les marchés et ont tiré à la baisse les taux souverains.

Le marché du crédit s'améliore progressivement dans la zone euro

Après trois années de baisse, les encours de crédit aux sociétés non financières de la zone euro se sont stabilisés en mars 2015. Le désendettement des entreprises en Italie et en Espagne s'atténue début 2015 et la hausse modérée des encours en France et en Allemagne se confirme depuis l'été 2014. Par ailleurs, la forte hétérogénéité des taux d'emprunt bancaires facturés aux entreprises au sein de la zone euro s'est en partie réduite, avec des baisses de taux en Italie puis en Espagne, signe que le marché des capitaux est moins fragmenté. Par anticipation des politiques monétaires de part et d'autre de l'Atlantique, l'euro s'est nettement déprécié, passant de 1,37 \$ en mai 2014 à moins de 1,10 \$ en mars 2015. En prévision, les taux de change bilatéraux sont conventionnellement figés (1,12 dollar, 140 yens et 0,73 livre pour 1 euro).

La reprise se diffuserait dans la zone euro d'ici la fin de l'année

Dans les grands pays de la zone euro, le climat des affaires s'est récemment redressé, particulièrement en Italie, au plus haut depuis 2007, et en Espagne, à un niveau inégalé depuis le début des années 2000. Stimulée par la baisse du prix du pétrole, la demande intérieure resterait soutenue et, grâce également à la dépréciation passée de l'euro, la croissance se maintiendrait au deuxième trimestre (+0,4 %), puis s'élèverait au second semestre (+0,5 % par trimestre). Les rythmes de croissance demeureraient hétérogènes mais les divergences s'estomperaient un peu : l'Espagne (+0,9 % au deuxième trimestre, puis +0,8 % par trimestre au second semestre) et l'Allemagne (+0,5 % par trimestre) demeureraient les principaux moteurs de la zone, tandis que la progression du PIB serait plus modeste en Italie (+0,2 % au deuxième trimestre, puis +0,3 % par trimestre).

La consommation des ménages de la zone euro progresserait solidement

En zone euro, la consommation des ménages conserverait une croissance solide (+0,4 % au deuxième trimestre puis +0,5 % par trimestre), grâce à la forte accélération du pouvoir d'achat des ménages européens en 2015 (+2,1 % en moyenne annuelle, après +0,9 % en 2014). En particulier, la consommation progresserait fortement en Espagne (+1,0 % par trimestre), où l'amélioration du marché du travail est très nette, et en Allemagne (+0,4 % au deuxième trimestre, +0,6 % puis +0,7 % au second semestre), où les revenus bénéficient de l'instauration du salaire minimum.

L'investissement des entreprises accélérerait progressivement en zone euro

L'investissement productif accélérerait progressivement en zone euro d'ici fin 2015 (+0,9 % au deuxième trimestre, puis +1,3 % et +1,5 % au second semestre), soutenu par la reprise de l'activité et l'amélioration des conditions de financement. Dans la construction en revanche, l'investissement resterait peu allant en 2015 (+0,6 % après -0,2 % en 2014).

Les exportations françaises seraient soutenues par la dépréciation passée de l'euro et par le regain de dynamisme de la demande mondiale

Les exportations françaises accéléreraient nettement en 2015

Du fait de la composition géographique des exportations françaises, avec une part limitée de ventes à destination des pays asiatiques, la demande mondiale adressée à la France serait moins heurtée que le commerce mondial au premier semestre 2015 (+1,0 % au deuxième trimestre après +0,8 %). Au second semestre, elle resterait dynamique (+1,2 % par trimestre) et, de concert avec les effets de la dépréciation passée de l'euro, soutiendrait les exportations françaises (+1,4 % puis +1,2 % par trimestre) qui accéléreraient ainsi nettement en 2015 (+5,2 % après +2,4 % en 2014).

L'économie française accélérerait en 2015

Le climat des affaires en France s'améliore de nouveau au printemps

Le climat des affaires en France est resté globalement stable de septembre 2013 à février 2015 autour de 94, un niveau significativement inférieur à sa moyenne de longue période (100). Depuis, le climat des affaires a progressé de 3 points (97 en mai 2015), porté notamment par l'amélioration dans l'industrie, où l'indicateur synthétique atteint 103 en mai, un niveau inédit depuis l'été 2011 (*graphique 2*). Le climat des affaires est également en hausse régulière dans le commerce de détail, à 106 en mai, son plus haut niveau depuis début 2011. Même s'ils se sont récemment améliorés, les indicateurs synthétiques restent en revanche dégradés dans les services (94) et le bâtiment (89).

La production manufacturière accélérerait fortement en 2015

Dans l'industrie manufacturière, la production continuerait d'augmenter au deuxième trimestre, à un rythme certes moins rapide qu'au trimestre précédent (+0,3 % après +1,3 %). Le solde d'opinion relatif aux perspectives de production reste supérieur à sa moyenne de longue période et la production manufacturière croîtrait donc de nouveau au second semestre (+0,3 % puis +0,4 %). Sur l'ensemble de l'année, la production manufacturière accélérerait fortement (+2,0 % après +0,3 % en 2014), atteignant sa plus forte croissance depuis 2011.

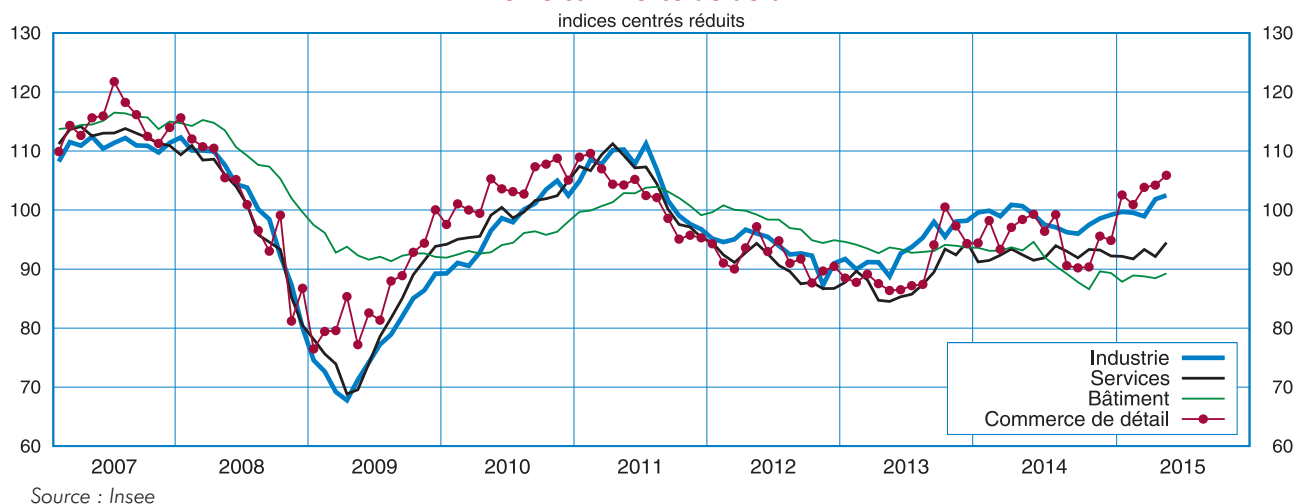
Les autres branches de l'économie française évolueraient en ordre dispersé

Selon les chefs d'entreprise interrogés en mai, le climat conjoncturel dans les services est un peu mieux orienté depuis le début de l'année et l'activité accélérerait d'ici fin 2015 (+0,4 % au deuxième trimestre, +0,5 % puis +0,6 % au second semestre). Après le fort rebond du premier trimestre 2015 (+3,8 %), la production énergétique baisserait légèrement au deuxième trimestre (-0,8 %), puis progresserait modérément au second semestre (+0,4 % puis +0,5 %). Enfin, après une nouvelle forte baisse au deuxième trimestre (-0,7 %), le recul de l'activité dans la construction s'atténuerait au second semestre (-0,4 % puis -0,2 %).

La croissance française atteindrait +1,2 % en 2015

Au total, la croissance du PIB resterait relativement soutenue d'ici fin 2015 (+0,3 % aux deuxième et troisième trimestres, puis +0,4 % au quatrième). Elle atteindrait +1,2 % en moyenne sur l'ensemble de l'année, et +1,6 % sur un an fin 2015. Cette nette accélération du PIB, après trois années très ternes (+0,4 % par an en moyenne), serait portée par l'industrie manufacturière (+2,0 % après +0,3 % en 2014), le rebond de l'énergie (+2,6 % après -3,5 %) et les services marchands (+1,6 % après +1,1 %). En termes de demande, c'est principalement l'accélération du pouvoir d'achat des ménages et, partant, de leur consommation qui sous-tendrait ce regain de croissance au cours de l'année (*graphique 3*). Le PIB ne retrouverait toutefois pas la croissance de 2010 (+1,9 %) et 2011 (+2,1 %), essentiellement du fait d'un redémarrage encore modeste de l'investissement des entreprises (+1,0 % en 2015 contre +4,0 % en moyenne en 2010 et 2011) et du fort recul de celui des ménages (-4,7 % en 2015 contre +1,5 % en 2010 et +1,0 % en 2011).

2 - Le climat des affaires est de nouveau nettement mieux orienté dans l'industrie et le commerce de détail



L'emploi marchand accélérerait et le chômage se stabiliserait au second semestre 2015

Le CICE et le Pacte de responsabilité soutiendraient l'emploi marchand en 2015

Encore soutenu par les emplois aidés, l'emploi total accélérerait nettement en 2015

Le chômage se stabiliserait au second semestre 2015

Après une quasi-stabilisation au premier trimestre, l'emploi marchand se redresserait dès le deuxième trimestre puis accélérerait au second semestre. Au total, il augmenterait de 41 000 postes en 2015 (après -45 000 en 2014), porté par une activité mieux orientée et 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.

En 2014, l'emploi dans le secteur non marchand a nettement progressé (+67 000), en grande partie du fait des contrats aidés. Il en serait de même en 2015 : +53 000, dont +24 000 contrats aidés. En tenant compte de l'emploi non salarié, l'emploi total progresserait de 114 000 postes en 2015 (après +41 000 en 2014), avec une nette accélération au second semestre (+71 000, après +43 000 au premier semestre) portée par le secteur marchand.

Au premier trimestre 2015, le taux de chômage au sens du BIT a légèrement baissé, à 10,3 % de la population active en moyenne (10,0 % en France métropolitaine), du fait notamment de la baisse du nombre de chômeurs âgés. Au deuxième trimestre 2015, les créations d'emplois seraient encore trop ténues pour absorber la hausse de la population active ; en revanche, la hausse attendue de l'emploi au second semestre serait suffisante pour stabiliser le chômage à 10,4 %, son niveau de mi-2015 et de fin 2014 (*graphique 4*). Le chômage pourrait même baisser si le découragement des chômeurs seniors perdure.

L'inflation resterait faible d'ici fin 2015

L'inflation se redresserait mais resterait faible d'ici fin 2015

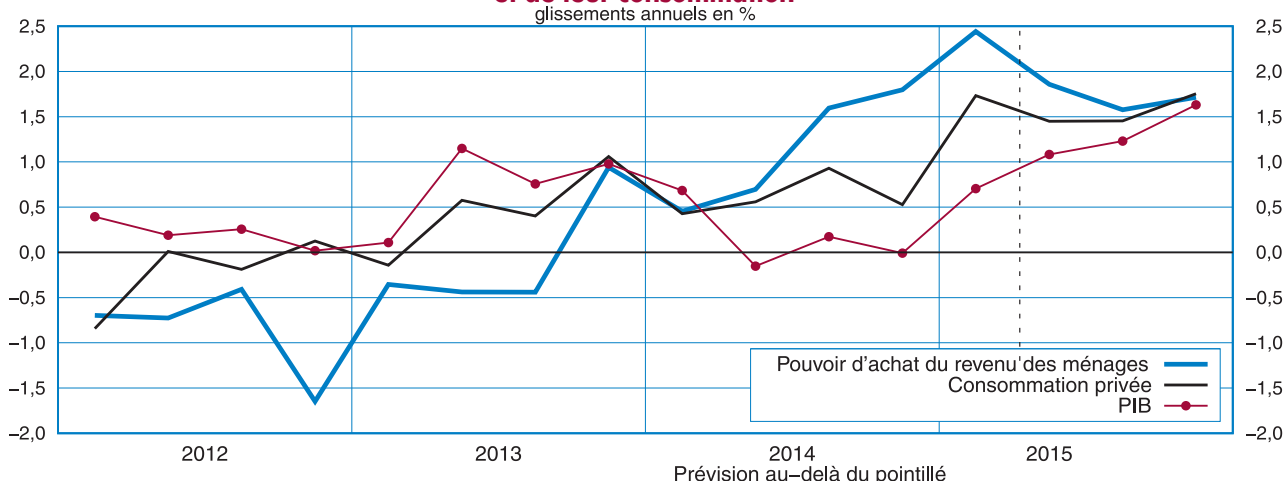
Après trois mois de recul des prix sur un an, l'inflation d'ensemble est redevenue légèrement positive en avril et mai (+0,1 % puis +0,3 % en glissement annuel). Elle se redresserait de nouveau d'ici fin 2015, à +0,6 % en décembre, essentiellement du fait du renchérissement de l'énergie (*graphique 5*). L'inflation « sous-jacente », en baisse quasi continue depuis mi-2012, s'est également redressée, à +0,6 % en mai, pour partie sous l'effet de la dépréciation passée de l'euro sur les produits importés. L'inflation « sous-jacente » resterait modérée d'ici fin 2015 (+0,4 % en décembre 2015), la faible utilisation des capacités de production et le niveau élevé du chômage limitant les pressions inflationnistes.

Le pouvoir d'achat progresserait fortement en 2015

Les salaires nominaux ralentiraient en 2015, dans le sillage de l'inflation

Au premier trimestre 2015, alors que les salaires de base ont continué de s'ajuster avec retard à l'inflation, le salaire moyen par tête (SMPT) en termes nominaux, qui tient compte des primes et heures supplémentaires, aurait

3 - Le PIB accélérerait nettement en 2015 grâce à l'accélération du pouvoir d'achat des ménages et de leur consommation



accéléralé dans les branches marchandes (+0,8 % après +0,3 %). Il stagnerait par contrecoup au deuxième trimestre (soit +0,8 % sur le semestre, après +0,6 % en seconde partie d'année 2014). Au second semestre 2015, dans le sillage du léger regain d'inflation de début d'année, le SMPT progresserait de 0,6 %. Au total, les salaires nominaux ralentiraient légèrement en 2015 (+1,4 % après +1,6 % en 2014).

Le pouvoir d'achat des ménages accélérerait fortement en 2015

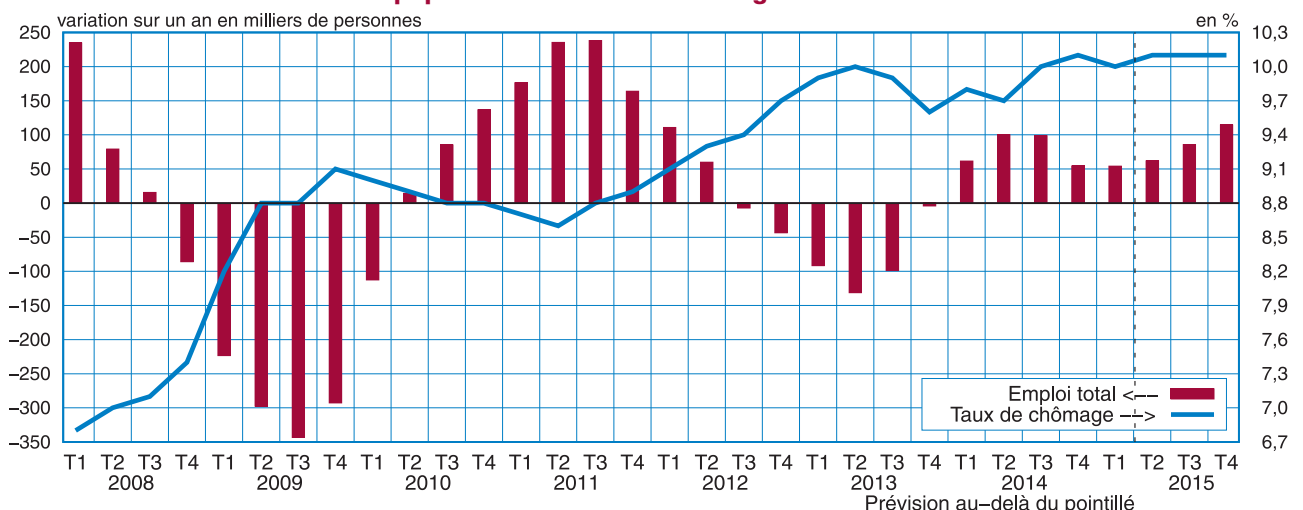
En 2015, le pouvoir d'achat du revenu des ménages continuerait d'accélérer, s'accroissant de 1,9 % (après +1,1 % en 2014 et -0,1 % en 2013), ce qui constituerait sa plus forte hausse depuis 2007. Il serait notamment porté par la moindre progression des prélèvements obligatoires (+1,2 % après +2,0 %) et le redressement des revenus de la propriété (+0,9 % après -2,2 %), notamment des dividendes.

La consommation des ménages accélérerait nettement en 2015

La croissance de la consommation des ménages resterait relativement soutenue d'ici fin 2015

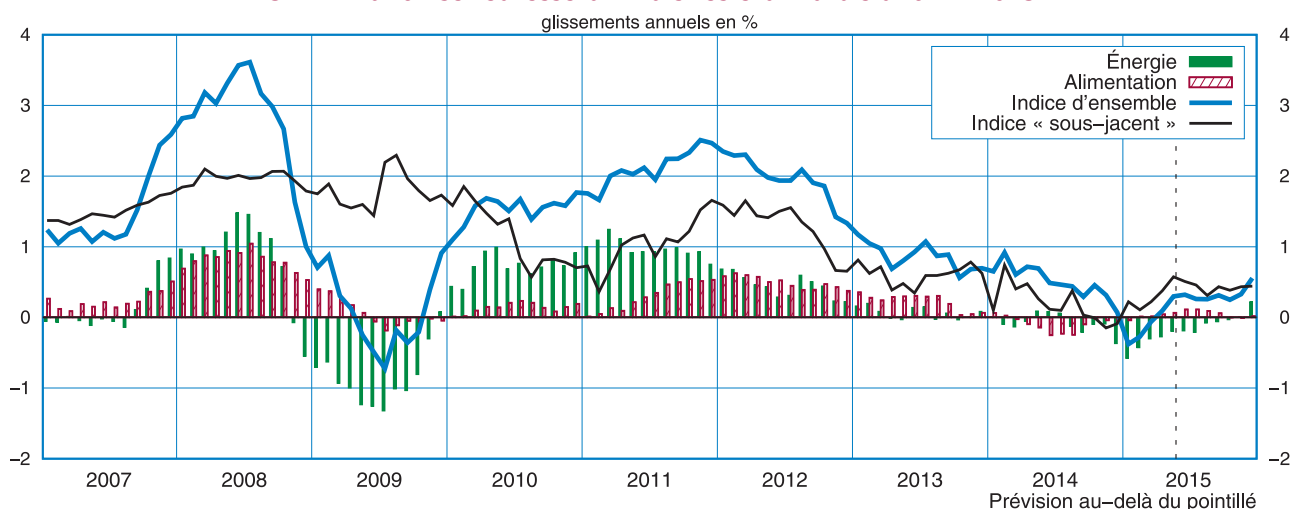
Après un premier trimestre 2015 de fort rebond (+0,8 %), du fait du retour à la normale des dépenses de chauffage mais aussi de la vigueur des achats de biens fabriqués, la consommation des ménages ralentirait au deuxième trimestre (+0,2 %), avec notamment un contrecoup en énergie (-3,0 % après +8,4 %). La consommation accélérerait ensuite progressivement au second semestre

4 - Au second semestre 2015, la hausse attendue de l'emploi permettrait d'absorber la hausse de la population active et le chômage se stabiliserait



Source : Insee

5 - L'inflation se redresserait mais resterait faible d'ici fin 2015



Source : Insee

(+0,3 % puis +0,4 %), portée par les gains de pouvoir d'achat. Sur l'ensemble de l'année, la consommation des ménages accélérerait nettement (+1,6 % après +0,6 %).

Fin 2015, le taux d'épargne serait quasi stable sur un an

Si la vigueur du pouvoir d'achat des ménages a soutenu leur consommation au premier trimestre, elle aurait également alimenté leur épargne (hausse du taux de 0,5 point). D'ici la fin de l'année, les ménages lissant dans le temps les fluctuations de leur pouvoir d'achat, le taux d'épargne diminuerait progressivement : fin 2015, il retomberait ainsi à 15,1 %, comme un an plus tôt.

En 2015, l'investissement des ménages reculerait fortement, celui des entreprises accélérerait progressivement

L'investissement des ménages reculerait de nouveau fortement en 2015

Après une stabilisation courant 2014, le nombre de permis de construire a baissé en fin d'année et début 2015, notamment pour les logements individuels. L'investissement des ménages reculerait ainsi de nouveau fortement au deuxième trimestre 2015 (-1,2 % après -1,4 %), puis, à la faveur d'un redressement des ventes des promoteurs, la baisse s'atténuerait au second semestre (-1,0 % puis -0,6 %).

L'investissement des entreprises accélérerait au second semestre 2015

De nombreuses conditions sont désormais favorables au redémarrage de l'investissement des entreprises : les perspectives de demandes interne et externe sont plus favorables, le taux de marge remonterait nettement grâce au CICE, au Pacte de responsabilité et à la baisse du cours du pétrole, enfin les conditions de financement externes se sont encore assouplies. Ces améliorations se traduisent progressivement dans les enquêtes de conjoncture : les perspectives d'investissement dans l'industrie manufacturière sont rehaussées et les soldes d'opinion sur l'investissement des entrepreneurs des services sont depuis avril au-dessus de leur moyenne de long terme. Ainsi, l'investissement des entreprises accélérerait légèrement au deuxième trimestre (+0,3 %), les capacités d'utilisation étant encore peu intensément utilisées, puis plus nettement au second semestre (+0,6 % puis +0,8 %).

Aléas : confiance des entreprises et environnement international

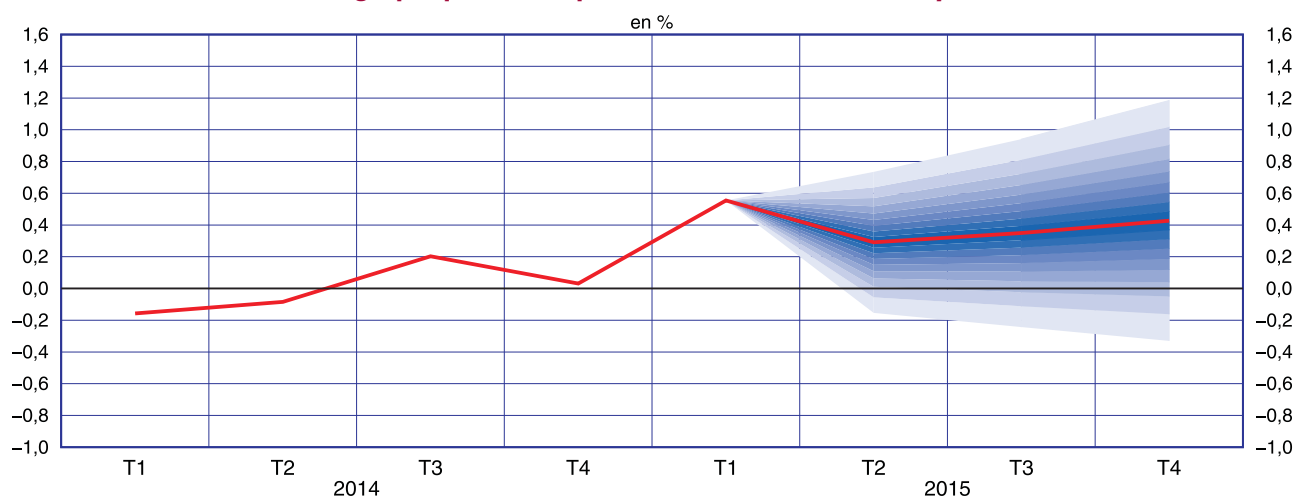
Confiance des entreprises

Dans le scénario retenu, l'investissement des entreprises françaises accélérerait, d'abord modérément au deuxième trimestre puis plus nettement au second semestre. De nombreux facteurs favorables sont réunis depuis début 2015 et les enquêtes de conjoncture en témoignent plus récemment. Pour autant, les tensions sur l'appareil productif restent limitées, comme le signale le faible niveau du taux d'utilisation des capacités ; l'accélération de l'investissement pourrait ainsi être plus poussive. À l'inverse, les mesures récentes visant à augmenter le rythme de certaines dépenses d'investissement, via la possibilité d'un suramortissement de 40 %, peuvent conduire à une accélération encore plus importante que celle qui a été prévue.

Environnement international

Dans le scénario retenu, les économies émergentes ralentiraient de nouveau, mais sans dégradation brutale. Le cas échéant, l'impact sur les économies avancées pourrait être important, notamment compte tenu de la progression du poids des émergents dans les échanges mondiaux depuis les années 1990. À l'inverse, le ralentissement des émergents pourrait réduire les anticipations de demande mondiale de pétrole et, partant, le cours du Brent, ce qui serait favorable aux économies avancées. Enfin, le scénario retenu suppose que, quelle que soit l'issue des négociations entre la Grèce et ses créanciers, la stabilité de l'Union monétaire ne serait pas altérée. Dans le cas contraire, les perspectives de la zone euro seraient moins favorables. ■

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 dans les comptes trimestriels pour le deuxième trimestre 2015 a 50 % de chances d'être compris entre +0,1 % (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 +0,7 %. Au troisième trimestre 2015, l'intervalle de confiance à 90 % est [-0,2 % ; +1,0 %].

Source : Insee

Quelle croissance du PIB stabilise le chômage en France ?

En moyenne sur longue période, la croissance de l'activité qui stabilise le chômage est estimée à environ +1,6 % par an

En moyenne sur longue période, la productivité du travail s'accroît chaque année : la valeur ajoutée doit donc progresser davantage que les gains tendanciels de productivité pour que l'emploi augmente. Dans l'équation utilisée pour prévoir l'emploi marchand non agricole dans les *Notes de conjoncture*, les gains de productivité tendanciels sont estimés, hors effets des politiques de l'emploi (emplois aidés, politiques d'allègement de cotisations sociales et réduction du temps de travail), à environ +1,6 % par an depuis le début des années 90 (Argouarc'h et al., 2010). Cependant, depuis la crise de 2008-2009, l'emploi observé est régulièrement plus dynamique que ses déterminants de long terme, d'environ 0,1 point par trimestre. Ceci indique que, sur la période récente, la tendance des gains de productivité apparente dans le secteur marchand non agricole ne serait que de +1,2 % par an. De plus, les gains de productivité annuels observés sur l'ensemble de l'emploi (y compris emplois non salariés et non marchands) sont inférieurs d'environ 0,1 point à ceux du seul secteur marchand non agricole (Lequien et Montaut, 2014). Ainsi, hors effet de cycle, et hors politique d'enrichissement de croissance en emplois, une croissance annuelle du PIB de +1,1 % serait nécessaire pour stabiliser l'emploi total.

Cependant, une croissance supérieure est nécessaire pour stabiliser le chômage, en raison de l'augmentation de la population active, c'est-à-dire d'un nombre plus important d'arrivées que de départs sur le marché du travail chaque année. Le scénario retenu dans cette *Note de conjoncture* repose sur une hausse tendancielle de la population active d'environ 130 000 personnes en 2015, soit +0,5 point d'emploi total. Hors effet de cycle et hors politique spécifique de l'emploi, la croissance du PIB qui stabilise le chômage est donc de l'ordre de +1,6 %. Cette estimation est toutefois à prendre avec précaution, étant données les incertitudes habituellement liées à ce type d'évaluation (voir par exemple Chantrel et al. 2014).

À court terme, en phase d'accélération de l'activité, l'effet du cycle de productivité limite les créations nettes d'emplois ...

En période de retournement conjoncturel, l'emploi réagit généralement avec retard à l'activité : c'est le cycle de productivité. Ainsi, lors de l'entrée en récession fin 2008, les entreprises françaises n'ont pas immédiatement répercuté la baisse de demande en réduisant leurs effectifs ; elles ont d'abord laissé leur productivité baisser. À l'inverse, en phase d'accélération de l'activité, on observe en général une accélération transitoire de la productivité. Ainsi, toutes choses égales par ailleurs, la stabilisation du chômage nécessite une croissance supérieure à +1,6 % en phase de reprise.

... tandis que les politiques publiques en faveur de l'emploi permettent de diminuer la croissance nécessaire pour stabiliser le chômage

Les allègements du coût du travail permis par le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) et le Pacte de responsabilité et de solidarité (PRS) enrichissent la croissance en emplois : les effets cumulés en 2015 sont estimés à environ 20 000 créations supplémentaires d'emplois par trimestre en 2015 (éclairage « En 2015, le CICE monte en charge et le PRS est mis en œuvre », *Note de conjoncture* de décembre 2014). Ainsi, les effets du CICE et du PRS en 2015 permettraient d'abaisser de 0,5 point la croissance annuelle nécessaire pour stabiliser le chômage.

De même, les politiques de soutien à l'emploi ciblé dans les branches non marchandes permettent de diminuer encore ce seuil. Fin 2015 le nombre de bénéficiaires de ces types d'emplois augmenterait de 24 000 sur un an, enrichissant la croissance du PIB en emplois de 0,1 point supplémentaire.

Les fluctuations de la population active peuvent être importantes à court terme

Certains effets de court terme, notamment l'impact des réformes successives des retraites, affectent également la population active. Par exemple, le recul de l'âge d'ouverture des droits à la retraite, à 61 ans et 2 mois depuis début 2014, a provoqué une hausse du

taux d'activité des 50-64 ans d'environ 1,8 point entre fin 2013 et fin 2014. Cette hausse va se poursuivre avec les décalages prévus de l'âge d'ouverture des droits. En revanche, la rénovation du dispositif spécifique aux carrières longues diminue le taux d'activité des 51-64 ans. En prévision, ces différentes réformes sur la population active sont considérées de manière tendancielle : or, cet effet peut connaître en réalité des à-coups, complexifiant à court terme la relation entre activité et chômage. Enfin, le haut niveau du chômage peut conduire à un effet de flexion qui réduit la progression de la population active, les chômeurs « découragés » ne cherchant plus « activement » du travail.

Au total, le chômage se stabiliserait au second semestre 2015, avec une croissance entre +1,0 % et +1,5 % en rythme annuel

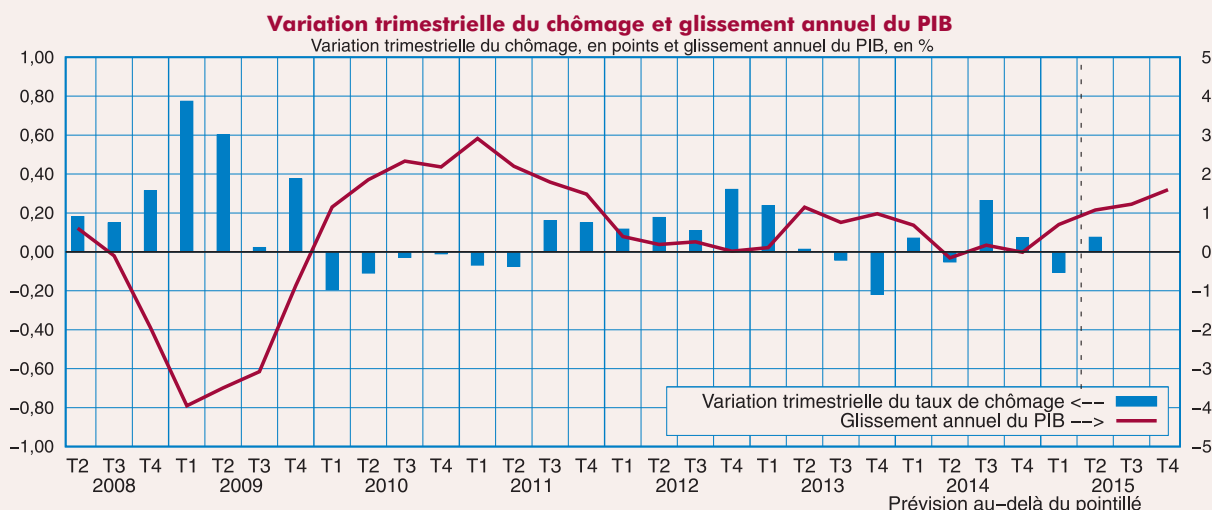
Après le rebond de la croissance observée au premier trimestre 2015 (+0,6 % après 0,0 %), une progression du PIB relativement plus soutenue qu'en moyenne les trois dernières années a été retenue : +0,3 % aux deuxième et troisième trimestres 2015, puis +0,4 % au quatrième trimestre, soit un rythme de croissance annualisée entre +1,0 % et +1,5 %. En prenant en compte l'ensemble des effets décrits ci-dessus, cette progression de l'activité permettrait de stabiliser le taux de chômage au second semestre, à 10,1 % pour la France métropolitaine et 10,4 % pour l'ensemble du pays (*graphique*). ■

Bibliographie

Argouarc'h J., Debauche É., Leblanc P. et Ourliac B. (2010), « Comment expliquer les évolutions de l'emploi depuis le début de la crise ? », *Note de conjoncture*, Insee, décembre.

Chantrel É., Sutter C., Lequien L. et Montaut A. (2014), « Quel potentiel de rebond de l'économie française », *Note de conjoncture*, Insee, mars.

Lequien M. et Montaut A. (2014), « Croissance potentielle en France et en zone euro : un tour d'horizon des méthodes d'estimation », *Document de travail* n° G 2014/09, Insee, juillet.



Chiffres-clés : la France et son environnement international

	2013				2014				2015				2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Environnement international															
PIB des économies avancées	0,4	0,5	0,7	0,6	0,2	0,4	0,6	0,5	0,3	0,5	0,6	0,6	1,4	1,8	1,9
PIB de la zone euro	-0,4	0,4	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	-0,3	0,9	1,4
Baril de Brent (en dollars)	113	104	110	109	108	110	104	77	55	63	65	65	108,8	100	62
Taux de change euro-dollar	1,32	1,31	1,32	1,36	1,37	1,37	1,33	1,25	1,13	1,10	1,12	1,12	1,33	1,33	1,12
Demande mondiale adressée à la France	0,8	2,4	1,0	-0,1	0,5	0,5	1,7	0,9	0,8	1,0	1,2	1,2	3,0	3,0	4,1
France équilibre ressources-emplois															
PIB	0,1	0,8	-0,1	0,2	-0,2	-0,1	0,2	0,0	0,6	0,3	0,3	0,4	0,7	0,2	1,2
Importations	0,2	1,8	1,1	0,3	0,7	0,9	1,8	1,5	2,3	0,3	1,0	1,1	1,8	3,9	5,6
Dépenses de consommation des ménages	0,2	0,3	0,0	0,5	-0,4	0,5	0,3	0,1	0,8	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	1,6
Dépenses de consommation des APU et des ISBLSM	0,4	0,6	0,3	0,4	0,3	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	1,6	1,6	1,7
FBCF totale	-0,3	0,4	0,1	0,1	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4	-0,2	-0,1	0,1	0,3	-0,4	-1,2	-0,8
dont : ENF	-0,3	0,9	0,8	1,5	0,0	0,2	0,2	-0,1	0,2	0,3	0,6	0,8	0,8	2,0	1,0
Ménages	0,4	0,1	-0,9	-1,8	-1,6	-1,5	-1,3	-1,1	-1,4	-1,2	-1,0	-0,6	-1,5	-5,3	-4,7
Administrations publiques	0,1	0,1	-0,4	-1,9	-2,3	-2,8	-2,1	-0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	-6,9	-1,4
Exportations	0,0	2,6	-1,2	0,9	0,5	0,2	0,9	2,5	0,9	1,4	1,2	1,2	1,8	2,4	5,2
Contributions (en point)															
Demande intérieure hors stocks*	0,2	0,4	0,1	0,4	-0,3	0,2	0,2	0,1	0,5	0,2	0,3	0,4	0,6	0,5	1,1
Variations de stocks*	0,0	0,2	0,5	-0,4	0,2	-0,1	0,3	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3
Commerce extérieur	0,0	0,2	-0,7	0,2	-0,1	-0,2	-0,3	0,2	-0,5	0,3	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,2
France - situation des ménages															
Emploi total	-24	-25	31	71	-6	34	-31	44	20	23	28	43	53	41	114
Salariés du secteur marchand non agricole	-36	-45	11	4	-27	13	-50	19	-1	7	14	21	-66	-45	41
Taux de chômage BIT France métropolitaine**	10,0	10,0	9,9	9,7	9,8	9,7	10,0	10,1	10,0	10,1	10,1	10,1	9,7	10,1	10,1
Taux de chômage BIT France (y compris DOM)**	10,3	10,3	10,3	10,1	10,2	10,1	10,4	10,4	10,3	10,4	10,4	10,4	10,1	10,4	10,4
Indice des prix à la consommation***	1,0	0,9	0,9	0,7	0,6	0,5	0,3	0,1	-0,1	0,3	0,3	0,6	0,9	0,5	0,2
Inflation « sous-jacente »***	0,6	0,4	0,6	0,5	0,4	0,1	0,0	-0,1	0,2	0,5	0,4	0,4	0,6	0,2	0,4
Pouvoir d'achat des ménages	1,2	0,2	-0,3	-0,2	0,8	0,4	0,6	0,0	1,4	-0,2	0,3	0,1	-0,1	1,1	1,9

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

Dossiers



Le prix du foncier n'aurait pas d'effet direct sur l'investissement en actifs productifs

Yaëlle Hauseux
Bertrand Marc

**Département
de la conjoncture**

David Audenaert
Charles-Marie Chevalier

**Département
des études économiques**

Bien que l'investissement des entreprises françaises ait tardé à se redresser depuis l'épisode récessif de 2008, le taux d'investissement reste aujourd'hui élevé par rapport à sa moyenne de long terme. Cette caractéristique résulte aussi bien du dynamisme de l'investissement en actifs immobiliers, en volume et en valeur, qui a plus que compensé la tendance baissière du taux d'investissement en machines et équipements, que de la faiblesse de la valeur ajoutée depuis six ans. La structure du capital des entreprises françaises s'est ainsi déformée sur l'ensemble de la période, au détriment du capital productif.

Les dépenses d'investissement dépendent principalement de la demande et du coût d'usage du capital. Mais les choix entre actifs reposent aussi sur les prix relatifs, par effet de substitution (par exemple d'un bâtiment par rapport à des machines). En outre, la capacité de financement des entreprises, qui peut être accrue par l'apport d'un collatéral lorsqu'elles ne peuvent autofinancer totalement leur investissement, est aussi susceptible d'intervenir dans leurs décisions de dépenses. Or, durant les années 2000, les prix de l'immobilier, et plus spécifiquement des terrains, ont fortement augmenté en France, ce qui a gonflé le patrimoine des entreprises pouvant servir de garantie pour obtenir des prêts bancaires. Ceci pourrait donc avoir favorisé l'accès au crédit ainsi que les conditions de prêt et, au final, l'investissement. Selon différentes études menées sur données d'entreprise, cet effet positif semble bien être présent.

Au niveau macroéconomique, une modélisation économétrique du comportement de dépenses d'investissement des entreprises françaises renseigne sur l'influence de ces différents facteurs. Sans surprise, la demande reste le principal déterminant de l'investissement en volume, tandis que le coût d'usage pèse sur celui-ci. La mise en évidence d'un effet positif lié à l'apport accru d'un collatéral est plus délicate, dans la mesure où la hausse du prix des terrains s'accompagne de celle des bâtiments. Il est dès lors utile de distinguer les dépenses en machines et équipements, pour lesquelles en théorie les effets de collatéral et de substitution jouent dans le même sens, des dépenses en bâtiments non résidentiels pour lesquelles ces deux effets sont concurrents. Les résultats, en pratique, sont paradoxaux sur les effets de substitution et suggèrent que les banques auraient accordé de façon sélective les crédits sécurisés par un collatéral. Pour les actifs productifs, aucune substitution n'apparaît ; les estimations menées, en outre, ne permettent pas de valider un effet du prix des terrains. Pour les bâtiments, l'apport de collatéral de l'entreprise aurait à l'inverse soutenu l'investissement malgré la hausse de son coût et un effet substitution qui ressort négativement.

Depuis 2013, le prix des terrains a baissé, ce qui a probablement contribué à infléchir les dépenses d'investissement en bâtiments des entreprises. Celui-ci recule même nettement depuis mi-2014 et ne se stabiliserait que fin 2015. En parallèle, l'investissement productif a principalement suivi l'atonie de l'activité ; il accélérerait au cours de l'année 2015, soutenu par des perspectives plus favorables de demande, extérieure comme intérieure.

Le prix du foncier n'aurait pas d'effet direct sur l'investissement en actifs productifs

En France, le taux d'investissement des entreprises reste relativement élevé encore aujourd'hui, en premier lieu grâce au dynamisme des dépenses en bâtiments depuis le début des années 2000

L'investissement reste inférieur à son niveau de 2008 mais le taux d'investissement résiste

L'investissement des entreprises françaises a longtemps tardé à repartir...

Alors que l'investissement tardait à repartir en France depuis 2008, l'année 2014 marque les premiers signes d'amélioration : l'investissement des entreprises non financières (ENF) en volume a accéléré en 2014 (+2,0 % en moyenne annuelle) après une croissance modérée en 2013 (+0,8 %) et un léger recul en 2012 (-0,1 %). Ce regain concerne l'ensemble des produits : +2,3 % en 2014 pour l'investissement en produits manufacturés, +3,0 % pour celui en construction et +1,1 % pour l'investissement en services.

Cependant, ce récent dynamisme n'a pas suffi jusqu'ici à rattraper l'atonie des années précédentes : en 2014, l'investissement en volume des ENF reste encore inférieur à son niveau de 2008, illustrant que la récession de 2008-2009 a lourdement pesé sur les dépenses des entreprises.

...mais le taux d'investissement est resté à un niveau élevé

Pourtant, si on le rapporte en valeur à la valeur ajoutée, l'investissement, bien qu'ayant diminué depuis 2008, notamment lors de l'épisode récessif de 2008-2009, est resté au-dessus de sa moyenne de long terme au cours des cinq dernières années : le taux d'investissement¹ des sociétés non financières (SNF) a ainsi atteint 23,1 % en 2014 (après 22,7 % en moyenne entre 2011 et 2013), contre 21,4 % en moyenne depuis 1980 (graphique 1).

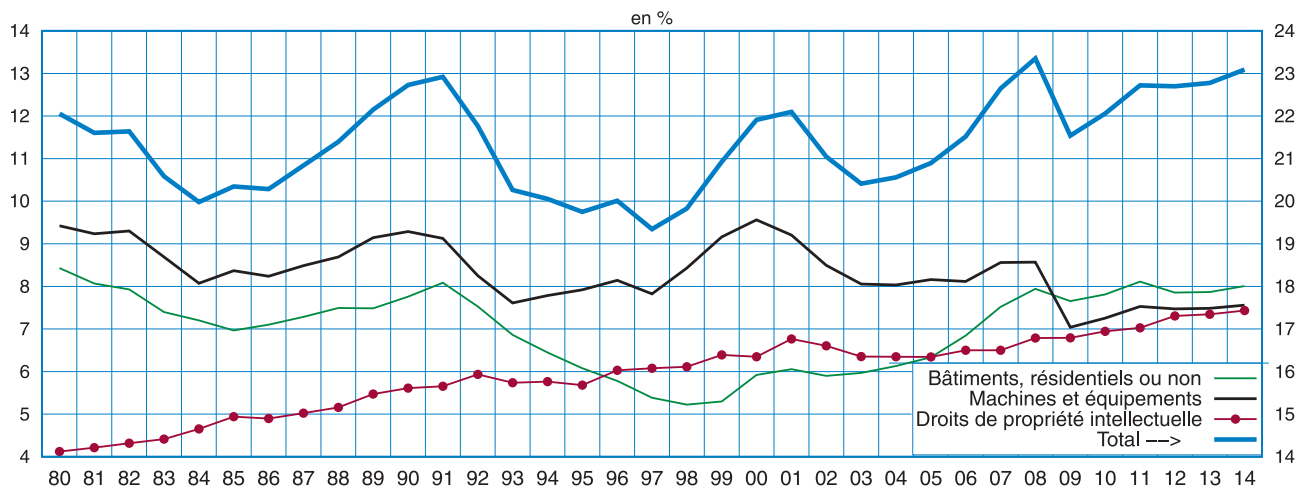
Depuis quinze ans, la structure de l'investissement s'est modifiée substantiellement au profit du bâtiment

Les entreprises ont une appétence croissante pour les dépenses en bâtiments depuis quinze ans...

Une analyse plus détaillée de l'investissement par type d'actifs (encadré 1) permet de mieux comprendre la dynamique du taux d'investissement. Si le taux d'investissement en droits de propriété intellectuelle a augmenté de manière continue depuis les années 1990, ce n'est le cas ni pour les machines et équipements, ni pour les bâtiments. Le taux d'investissement en machines et équipements a un profil en phase avec le cycle d'activité : 1990 et 2000 sont ainsi des points hauts des précédents cycles de ce taux. Jusqu'au début des années 1990, le taux d'investissement en machines et équipements et celui en

(1) Le taux d'investissement est le rapport entre la formation brute de capital fixe et la valeur ajoutée, à prix courants. Il est ici mesuré pour les sociétés non financières. De même, la modélisation présentée porte sur ce secteur institutionnel. En revanche, l'investissement par produit est donné pour l'ensemble des entreprises non financières (sociétés et entreprises individuelles), les comptes trimestriels n'étant pas établis à un niveau plus détaillé.

1 - Taux d'investissement des sociétés non financières



Sources : Insee, comptes nationaux en base 2010

Le prix du foncier n'aurait pas d'effet direct sur l'investissement en actifs productifs

bâtiments (résidentiels ou non) évoluaient de concert. Après la récession de 1993, une première déconnexion est apparue, le taux d'investissement en bâtiments semblant moins en phase avec le cycle d'activité : alors que le taux d'investissement en machines et équipements se stabilisait autour de 8 %, celui en bâtiments amorçait une chute qui ne s'est enrayée qu'en 1999.

Le début des années 2000 marque ensuite une période de rattrapage : l'investissement en machines et équipements a baissé à son tour, relativement à la valeur ajoutée, tandis que le taux d'investissement en bâtiments a rapidement augmenté, passant de 5,2 % en 1998 à 7,9 % en 2008. Depuis 2009, l'investissement immobilier en valeur a été beaucoup moins affecté par l'atonie de l'activité et est même devenu supérieur, en niveau, à l'investissement en machines et équipements.

Ces évolutions des taux d'investissement reflètent pour une grande part les mouvements de prix relatifs. Il reste néanmoins qu'en volume, les dépenses d'investissement par actif montrent les mêmes tendances, moins prononcées. Ainsi, depuis 1999, l'investissement en bâtiments (+49 % en volume contre +131 % en valeur) a augmenté plus rapidement que la valeur ajoutée (+29 % contre +53 % en valeur), comme l'investissement en droits de propriété intellectuelle (+51 % contre +77 % en valeur). *A contrario*, l'investissement en machines et équipements a été moins dynamique (+16 % contre +26 % en valeur).

... ce qui a contribué à la déformation du capital sur la période...

Cette hausse relative de l'investissement en bâtiments a entraîné une déformation de la structure du patrimoine non financier des entreprises françaises. La part des bâtiments a augmenté de manière continue depuis 2002, au détriment de celle des machines et équipements. Ainsi, toutes branches confondues, les bâtiments sont passés de 62,2 % des actifs fixes en valeur en 2002 à 64,2 % en 2008 (*graphique 2*). En 2013, cette part s'élevait à

Encadré 1 - Composantes de l'investissement des entreprises

Les comptes nationaux, et plus précisément le compte de patrimoine des sociétés non financières (SNF), donnent des informations sur la répartition de la formation brute de capital fixe (FBCF) par type d'actifs.

Logique « actifs » versus « produits »

La logique « actifs » est différente de la logique « produits » : le classement par actif renvoie à la fonction du bien ou service rendu pour l'acheteur, alors que la logique de produit renvoie à l'activité de l'unité qui a vendu ce bien ou ce service. Par exemple, l'achat d'immeubles de bureaux est comptabilisé dans le produit « construction » mais dans l'actif « bâtiments non résidentiels » ; les frais d'architecte ou de notaire liés à cet investissement sont comptabilisés en produit de « services » (d'architecte ou de services aux entreprises), alors qu'ils sont également comptabilisés dans l'actif « bâtiments non résidentiels », qui comprend les frais liés à l'acquisition. Ainsi, étudier l'investissement par « actif » a une plus grande signification économique du point de vue de l'utilité de l'acheteur.

La FBCF des SNF en actifs

La formation brute de capital fixe des sociétés non financières regroupe les acquisitions nettes des cessions d'actifs fixes. Les actifs fixes sont les actifs corporels ou incorporels issus de processus de production et utilisés de façon répétée ou continue dans d'autres processus de production pendant au moins un an. Plus précisément, pour l'actif « bâtiments », la FBCF concerne l'achat de bâtiments neufs (résidentiels ou non), le gros entretien

de ces bâtiments et l'achat net des cessions de bâtiments anciens à d'autres secteurs institutionnels (ménages ou administrations publiques par exemple). L'achat d'un bâtiment ancien par une SNF à une autre SNF n'est pas retracée dans la FBCF : il s'agit de flux entre agents du même secteur institutionnel ; autrement dit, cette transaction ne modifie pas le capital fixe de l'ensemble du secteur. Par ailleurs, les terrains ne sont pas issus d'un processus de production et leur acquisition n'est donc pas comptabilisée dans la FBCF. Au total, la FBCF des SNF en bâtiments est essentiellement composée d'achats de bâtiments neufs et d'entretien-amélioration de ces bâtiments.

Les actifs fixes se décomposent en quatre groupes principaux : le logement (8 % des flux d'actifs fixes des SNF en 2014), les autres bâtiments (non résidentiels : bureaux, commerces, entrepôts, usines, etc. ; 19 %) et autres ouvrages (génie civil ; 8 %), les machines et équipements (33 %) et les droits de propriété intellectuelle (32 % dont les dépenses de R&D et en logiciels).

Dans cette étude, deux types d'actifs sont plus particulièrement considérés : d'une part les actifs productifs qui regroupent les machines et équipements et les droits de propriété intellectuelle, d'autre part les bâtiments non résidentiels. Au total, ces deux types d'actifs représentaient 85 % des investissements des SNF en 2013. L'investissement en logements des SNF (qui concerne principalement les entreprises de logement social, pour la construction de HLM), ainsi que celui en génie civil, ne sont pas étudiés dans ce dossier. ■

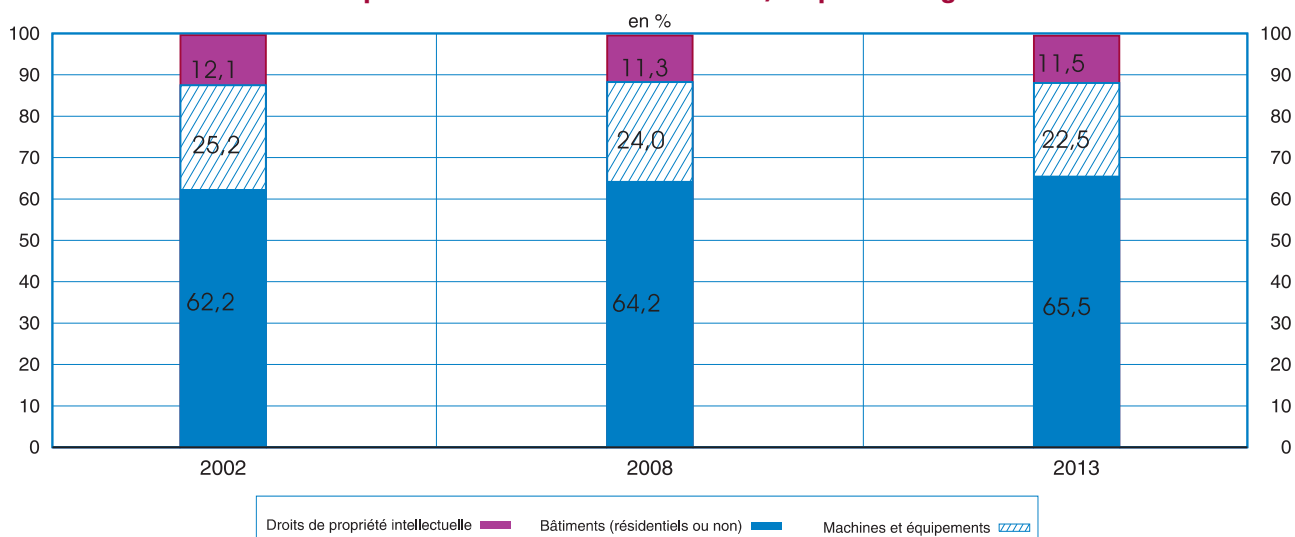
Le prix du foncier n'aurait pas d'effet direct sur l'investissement en actifs productifs

65,5 %, soit une hausse de plus de 3 points en une décennie. À l'opposé, la part des machines et équipements n'a cessé de reculer (-2,7 points entre 2002 et 2013), pour s'établir à 22,5 % en 2013. Dans une moindre mesure, la part des droits de propriété intellectuelle a elle aussi diminué (-0,6 point entre 2002 et 2013).

... et aussi à un vieillissement du capital productif

Le faible dynamisme de l'investissement en machines et équipements en valeur a pour corollaire un vieillissement du capital. S'il est difficile de mesurer directement le vieillissement du capital, la méthode utilisée dans les comptes nationaux français permet de l'approcher grâce à la différence entre l'amortissement du capital et sa mise au rebut. De 2000 à 2013, l'âge du capital a augmenté particulièrement vite pour les machines et équipements : environ trois fois plus vite que pour l'ensemble des actifs (*graphique 3*). Certes, le vieillissement du capital productif semble suivre un profil contra-cyclique. Cependant, les entreprises n'ont jamais aussi peu renouvelé leurs machines et équipements depuis 2000. En comparaison, entre 1990 et 1999, l'âge du capital pour les machines et équipements s'était stabilisé à un niveau bien moins élevé. Ce vieillissement est donc un phénomène spécifique à la dernière décennie, accentué par la crise récente.

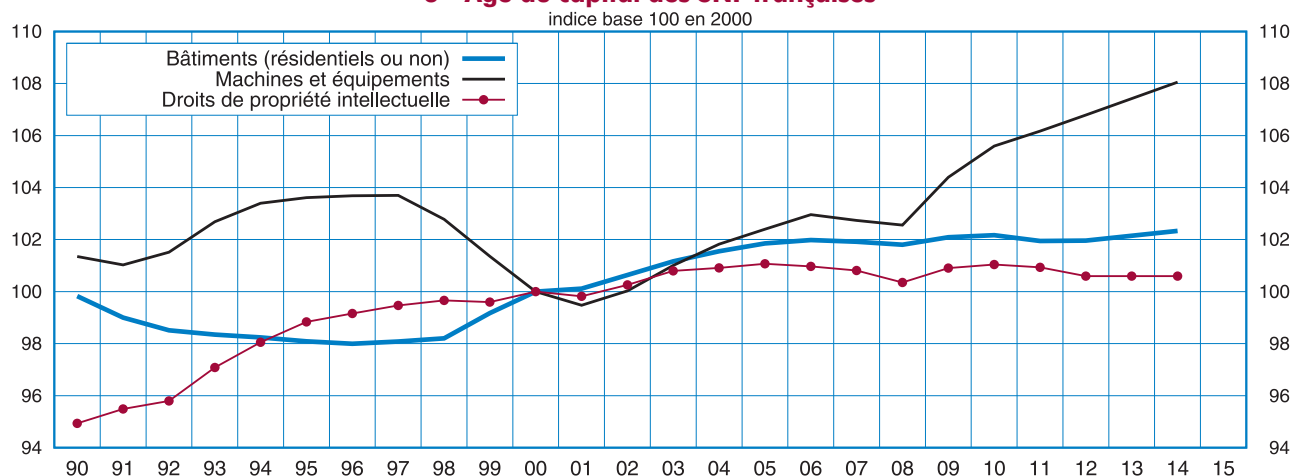
2 - Structure du capital des sociétés non financières, en pourcentage des actifs fixes



Note : Les ressources biologiques (vaches laitières, vignes, arbres fruitiers, etc.) qui représentent moins de 0,5 % du total n'ont pas été représentées sur le graphique.

Source : Insee, comptes nationaux en base 2010

3 - Âge du capital des SNF françaises



Note de lecture : L'âge du capital est estimé par la formule (capital net – capital brut)/capital brut, c'est-à-dire (consommation de capital fixe – déclassement)/capital brut. Plus le capital est vieux, plus l'amortissement (la CCF) est important, alors que le déclassement correspond à la mise au rebut.

Source : Insee, comptes nationaux en base 2010

Le prix du foncier n'aurait pas d'effet direct sur l'investissement en actifs productifs

Quel est le rôle des prix sur les choix d'investissement des sociétés non financières ?

En théorie, l'investissement des entreprises tient à des effets de financement et de substitution, en plus de la demande

Outre la demande et le coût d'usage du capital,...

... les dépenses d'investissement peuvent dépendre de la capacité de financement, accrue par l'apport d'un collatéral,...

La décision d'investissement dépend principalement des anticipations de débouchés par les entreprises. Mais elle est également influencée par les conditions économiques du moment, notamment les prix, qui interviennent dans les arbitrages financiers.

Dans un cadre théorique usuel, il est courant de modéliser la production avec deux facteurs de production : le capital et le travail. L'investissement dépend alors de la demande de biens adressée aux entreprises et du coût d'usage du capital. En tenant compte à la fois de la valeur des actifs des entreprises, mais aussi d'un capital pouvant se décomposer en différents types d'actifs servant à la production, des effets additionnels peuvent être attendus (*encadré 2*).

En premier lieu, la valeur des actifs au bilan peut faciliter l'endettement des entreprises et augmenter l'investissement en capital productif et en bâtiments. Pour voir cela, on suppose qu'une entreprise représentative maximise le flux actualisé des dividendes versés sous trois contraintes : ces dividendes doivent être positifs ou nuls ; un budget où dépenses et ressources sont équilibrées doit être maintenu, incluant le service de la dette ; et une contrainte de collatéral oblige la dette à ne pas dépasser un seuil proportionnel à la valeur des actifs de l'entreprise. C'est cette dernière contrainte, forte, qui représente l'effet collatéral en supposant que les entreprises ne peuvent s'endetter que sur la base de leurs actifs. Dans ces conditions, l'investissement est alors relié positivement à la valeur des actifs.

Encadré 2 - Une modélisation de l'investissement par actif

Le comportement d'investissement de l'entreprise peut être modélisé de manière stylisée pour comprendre les différences entre les dépenses en actifs productifs et en bâtiments. Deux modèles sont présentés pour rendre compte d'une part de l'effet collatéral et d'autre part de l'effet du coût relatif des facteurs. Le premier modèle simple s'appuie sur une fonction de production de type Cobb-Douglas et montre que le prix des terrains peut être un déterminant de l'investissement. Le second modèle présente une fonction de production à élasticité de substitution constante à trois facteurs de production et tend à montrer qu'indépendamment des effets collatéraux, le coût relatif entre les deux types d'actifs peut influencer sur la demande de chacun des actifs.

1. Modéliser l'effet collatéral

La production inclut trois facteurs : le capital productif (K_t , ce sont les machines et équipements et les droits de propriété intellectuelle, *encadré 1*), les bâtiments (E_t) et le travail (L_t). L'entreprise détient également des terrains $T_t = T$ en quantité supposée fixe. Ceci est une hypothèse simplificatrice raisonnable. En effet, la quantité de terrains détenue par les SNF est quasiment constante, ce sont principalement les réévaluations dues aux changements de prix qui ont un impact sur le patrimoine foncier. L'entreprise représentative maximise ses dividendes actualisés sous des contraintes de budget (1), de solvabilité (2) et de collatéral (3).

Le programme s'écrit :

$$\max_{\{d_t\}_{t=0, \dots, +\infty}} \left\{ \sum_{t=0}^{+\infty} \left[\prod_{i=0}^t (1 + \beta_i) \right]^{-1} d_t \right\}$$

sous les contraintes :

$$(1) \quad d_t + b_{t-1} \leq q_t^Y Y_t(K_t, E_t, L_t) - q_t^K (K_t - (1 - \delta_t^K) K_{t-1}) - q_t^E (E_t - (1 - \delta_t^E) E_{t-1}) - \omega_t L_t + \frac{b_t}{(1 + r_t)}$$

$$(2) \quad 0 \leq d_t$$

$$(3) \quad b_t \leq \theta_t q_t^T T$$

Les notations utilisées sont les suivantes :

d_t sont les dividendes versés par les entreprises à la date t ;

β_t est le taux d'actualisation ;

Y_t est la fonction de production qui dépend du capital productif (K_t), des bâtiments (E_t) et du travail (L_t) ;

q_t^Y , q_t^K , q_t^E , q_t^T et ω_t sont respectivement les prix de la production, de l'investissement en capital productif, de l'investissement en bâtiments, des terrains et du travail ;

b_t est le crédit à la date t , avec r_t le taux d'intérêt ;

θ_t est la part des terrains à leur valeur de marché pouvant être mise en collatéral (de la sorte, il s'agit d'une contrainte similaire à un ratio *loan to value*, à ceci près que la valeur sur laquelle s'appuie le montant prêté n'est pas celle du bien à acquérir mais celle de biens déjà détenus) ;

δ_t^K et δ_t^E sont les taux de dépréciation du capital productif et des bâtiments.

Le prix du foncier n'aurait pas d'effet direct sur l'investissement en actifs productifs

La contrainte de budget (1) impose que la somme des dividendes et des remboursements de crédits à une date t donnée soit inférieure aux ressources. Les terrains, étant supposés fixes, n'apparaissent pas au sein de la fonction de production.

La contrainte de solvabilité (2) impose que les dividendes versés à chaque période soient positifs ou nuls.

La contrainte de collatéral (3) (similaire à Kaas et al., 2014) oblige à ce que le crédit de l'entreprise à la date t soit inférieur à la part θ_t de ses terrains.

Si, pour simplifier, on prend une fonction de production Cobb-Douglas, on voit alors apparaître, en supplément d'un coût d'usage du capital propre à chaque actif, un effet collatéral dans l'expression des quantités optimales choisies par l'entreprise en matière de capital productif et de bâtiments :

$$k_t - y_t = \text{cst} - \ln\left(\frac{C_t^K}{q_t^Y} + v_t \Omega_t^K\right)$$

et

$$e_t - y_t = \text{cst} - \ln\left(\frac{C_t^E}{q_t^Y} + v_t \Omega_t^E\right)$$

La variable v_t ¹ correspond à celle utilisée par Bloch et Cœuré (1995), qui ont étudié l'ampleur des contraintes de crédit sur données individuelles d'entreprises françaises. Cette variable mesure l'intensité de la contrainte de collatéral. Plus v_t est élevé, plus l'entreprise est contrainte dans son endettement ; autrement dit, plus l'écart entre l'endettement souhaité par l'entreprise et le maximum qu'elle peut obtenir est grand. Lorsque cette variable augmente, elle produit un effet négatif sur l'investissement au travers du terme $v_t \Omega_t^i$ où $\Omega_t^i = (q_t^i / q_t^Y)(1 + q_t^i + \delta_{t+1})$

et où $i \in \{K, E\}$.

À l'image de Bloch et Cœuré (1995) représentant cette variable par les *spreads* obligataires des entreprises, le prix des terrains sera ici utilisé².

2. Une fonction de production CES permet de faire apparaître des effets de coût relatif

Lorsque seulement deux facteurs de production sont considérés, en général, la fonction de production utilisée est à élasticité de substitution constante (CES). Cependant, il est difficile de définir une fonction de production CES avec trois facteurs. En effet, comme l'expliquent les travaux d'Uzawa (1962) et de McFadden (1962), les fonctions de production CES avec trois facteurs nécessitent une élasticité de substitution commune entre les facteurs, ce qui est assez contraignant. Un cas plus général a été introduit par Sato (1967) en imbriquant deux fonctions de

production CES. Quelle que soit l'imbrication retenue, certaines élasticités demeurent contraintes. La fonction de production suivante est un exemple de fonction de production CES avec trois facteurs de production :

$$Y_t(K_t, E_t, L_t) = \left[\alpha_1 \left(\alpha_2 K_t^{\frac{\omega-1}{\omega}} + (1-\alpha_2) E_t^{\frac{\omega-1}{\omega}} \right)^{\frac{\omega(\sigma-1)}{\sigma(\omega-1)}} + (1-\alpha_1) L_t^{\frac{\sigma-1}{\sigma}} \right]^{\frac{\sigma}{\sigma-1}}$$

Le degré de substituabilité est différent entre d'une part le travail et le capital (σ) et d'autre part entre les bâtiments et le capital productif (ω), mais les élasticités entre travail et capital productif d'une part et entre travail et bâtiments d'autre part sont identiques. Ce choix de fonction de production est assez général, permettant soit une très forte complémentarité soit une substituabilité des facteurs. En effet, lorsque ω et σ sont nuls, la complémentarité des facteurs est parfaite, la fonction de production est de type Leontieff. Lorsque ces deux paramètres valent 1, la fonction de production est de type Cobb-Douglas. Enfin, quand ils sont infinis, la substituabilité des facteurs est parfaite.

La résolution du programme simplifié de l'entreprise (c'est-à-dire sans tenir compte de la contrainte de collatéral) avec une fonction de production de type CES fait alors apparaître un terme de coût relatif dans l'expression des quantités optimales choisies :

$$k_t - y_t = \text{cst} - \sigma \ln\left(\frac{C_t^K}{q_t^Y}\right) + \frac{\sigma - \omega}{\omega - 1} \ln\left(1 + \left(\frac{1-\alpha_2}{\alpha_2}\right)^{\omega} \left(\frac{C_t^K}{C_t^E}\right)^{\omega-1}\right)$$

et

$$e_t - y_t = \text{cst} - \sigma \ln\left(\frac{C_t^E}{q_t^Y}\right) + \frac{\sigma - \omega}{\omega - 1} \ln\left(1 + \left(\frac{\alpha_2}{1-\alpha_2}\right)^{\omega} \left(\frac{C_t^E}{C_t^K}\right)^{\omega-1}\right)$$

Finalement, le premier modèle met en exergue le lien entre le prix des terrains et les demandes de facteurs de production. Le second modèle illustre quant à lui qu'avec une fonction de production assez générale à trois facteurs (sous la contrainte d'élasticité de substitution constante entre les facteurs), le coût relatif des facteurs de production est un déterminant de l'investissement. C'est pourquoi le prix des terrains et le coût relatif interviennent dans les estimations proposées (encadré 3). ■

(1) C'est le coefficient de Lagrange associé à la contrainte de collatéral divisé par celui de la contrainte de budget.

(2) Plus spécifiquement, Bloch et Cœuré (1995) font figurer une dette qui ne peut dépasser un certain majorant fixe. Ici, le majorant est variable et fonction du prix des terrains.

Le prix du foncier n'aurait pas d'effet direct sur l'investissement en actifs productifs

...et du coût relatif des actifs investis, par un effet de substitution

En second lieu, capital productif et bâtiments sont des actifs qui peuvent en partie se substituer l'un à l'autre : la densité d'occupation d'un bâtiment peut être accrue quelque temps si la construction d'un autre bâtiment est très coûteuse ; inversement, construire peut conduire à repousser certains investissements productifs. En utilisant une fonction de production à élasticité de substitution constante, cas plus général que la fonction de production de type Cobb Douglas couramment utilisée dans la littérature (British Columbia, 2011), un nouveau déterminant de l'investissement ressort : le coût relatif entre les deux types de capitaux. Par exemple, l'investissement productif dépend de la différence entre le coût d'usage du capital productif et celui du capital immobilier. Plus le capital productif a un coût important par rapport au capital immobilier, moins l'investissement productif sera élevé, l'entreprise substituant de l'investissement en bâtiments à l'investissement productif.

Les modélisations usuelles de la demande d'investissement des entreprises peuvent alors être enrichies : en sus de la demande et du coût du facteur de production, ces modélisations tiennent également compte des contraintes de financement, approchées par le collatéral disponible, et d'un effet substitution visant à autoriser un choix dans le type de bien investi selon son prix relatif.

Placer un actif en collatéral facilite le financement par crédit des entreprises

Une entreprise qui apporte un bien comme collatéral auprès de son établissement bancaire peut obtenir plus facilement un crédit...

Placer un actif en collatéral revient à le mettre en garantie lors de l'obtention d'un financement auprès d'institutions bancaires. Cette sécurisation supplémentaire pour le créancier peut faciliter la négociation d'un prêt et donc l'accès au crédit : selon Aghion et al. (2012), l'apport de collatéral est ainsi corrélé positivement avec l'offre de crédit bancaire. L'accès au crédit étant facilité, les entreprises détentrices de capital immobilier auraient davantage de capacités d'investissement. L'apport d'une garantie peut aussi réduire le coût de l'intermédiation financière (Myers, 1977). En effet, en apportant une garantie, l'emprunteur réduit l'information nécessaire au créancier pour évaluer sa solvabilité. Comme il est moins coûteux pour l'établissement prêteur d'évaluer la valeur du collatéral que la valeur et la solvabilité de l'entreprise, le créancier peut ainsi réduire le temps passé à traiter le dossier d'emprunt et donc le coût associé.

... et dans de meilleures conditions...

En outre, les conditions du crédit sont d'autant plus intéressantes que le bien apporté en collatéral est une immobilisation corporelle (Berger et Udell, 1995). Lorsque l'emprunteur apporte en garantie des « inventaires et comptes à recevoir », le créancier doit fournir un travail de suivi plus important, ce qui se traduit par des coûts d'emprunt plus élevés.

...surtout s'il s'agit de terrains

Tout type d'actif peut servir à sécuriser un emprunt. Toutefois, la littérature microéconomique s'intéresse plus particulièrement à l'immobilier, et même spécifiquement aux terrains, comme collatéral. En effet, les terrains, en comparaison des autres types d'actifs comme les machines, sont plus sécurisants pour un créancier. Ils ne se déprécient pas, le risque de baisse des prix est plus limité, et il est plus facile pour le créancier de revendre un terrain qu'une machine d'occasion en cas de levée du collatéral.

En retour, cet apport de collatéral engage l'entreprise à respecter les termes et échéances du prêt

Une fois le prêt accordé, un collatéral peut résoudre les questions d'aléa moral, en favorisant l'exécution des engagements et la renégociation des emprunts en cas de problème (Gorton et Kahn, 1997). Aussi, une fois qu'une entreprise a développé une relation de confiance avec un créancier, elle a moins besoin d'apporter un collatéral pour emprunter (Rajan et Winton, 1995) : les entreprises les plus petites et les plus jeunes auraient le plus besoin d'apporter un collatéral pour emprunter.

Le prix du foncier n'aurait pas d'effet direct sur l'investissement en actifs productifs

Des études sur données individuelles d'entreprises et pour différents pays le confirment

Des estimations sur données individuelles d'entreprises et pour différents pays suggèrent que la hausse du prix du foncier a pu jouer sur la valeur des actifs apportés en collatéral et, par suite, favoriser l'investissement par le biais d'un financement bancaire facilité. En France, sur la période 1987-1998, les entreprises auraient investi en moyenne 0,24 € de plus pour chaque euro de collatéral supplémentaire (Chaney, Sraer, Thesmar, 2007). Cet effet est net d'un éventuel surplus de l'investissement en immobilier dû à la hausse de son prix : les auteurs isolent le comportement d'investissement des entreprises qui possèdent un collatéral (avant la hausse des prix de l'immobilier) des autres, indépendamment de leurs autres caractéristiques individuelles. Cet effet positif sur l'investissement aurait même été trois fois plus fort pour les entreprises qui empruntent et qui n'appartiennent pas à des groupes. Au demeurant, de tels effets ont également été identifiés aux États-Unis (Chaney, Sraer et Thesmar, 2012), en Espagne (Carbo-Valverde et al., 2009) et au Japon : en Espagne, sur la période 1994-2002, une augmentation de 1 % du collatéral (mesuré par le ratio immobilisations corporelles sur l'ensemble des actifs) augmenterait le crédit disponible de 0,45 % ; et pour le Japon, Gan (2007) estime, sur la période d'explosion de bulle immobilière entre 1990 et 1993, qu'une diminution de 10 % des prix immobiliers induit une baisse du taux d'investissement des entreprises d'environ 0,8 point.

L'effet collatéral ne concerne qu'une partie des entreprises, celles qui financent leurs investissements par endettement. Toutefois, les effets estimés sur données microéconomiques sont larges et suggèrent qu'un effet du collatéral peut apparaître dans un modèle macroéconomique, c'est-à-dire dans un modèle portant sur l'ensemble des SNF, comme l'illustrent des travaux récents (Liu, Wang, Zha, 2014 et Kaas, Pintus et Ray, 2014).

Dans la suite de cette étude, on considère uniquement les terrains comme actif utilisé en collatéral. Il s'agit alors d'étudier l'évolution des prix de l'immobilier, et plus particulièrement de celui du foncier détenu par les entreprises au cours des années 2000 en France.

Au cours des années 2000, le prix du foncier s'est envolé en France

En comparaison internationale, les prix de l'immobilier en France ont fortement augmenté durant les années 2000 et se maintiennent depuis à un niveau élevé

Les prix des logements ont évolué de manière très différente des deux côtés du Rhin : entre 2000 et 2010, le prix des logements anciens a plus que doublé en France tandis qu'il a crû beaucoup plus modérément en Allemagne, d'environ 10 % sur la même période (*graphique 4*). La hausse des prix en France a ensuite été plus modérée (+1,7 % entre 2010 et 2014). Les prix en Espagne, en Italie et aux Pays-Bas ont de leur côté fortement baissé depuis 2008 (de l'ordre de 15 % à 35 %). Le profil des prix en France est donc relativement atypique en comparaison des principales économies européennes. Seul le Royaume-Uni se rapproche de la France, avec un prix des logements atteignant en 2014 un niveau plus du double de celui de 2000. Si le prix des logements est pour l'essentiel associé aux ménages, il n'en offre pas moins un éclairage fort sur les transactions ayant pu concerner les entreprises².

(2) Le prix de l'immobilier d'entreprise est bien moins couvert statistiquement que le prix de l'immobilier résidentiel. On suppose généralement que les deux marchés ont le même profil, les tensions sur le foncier ayant *a priori* le même impact sur tous les types de constructions. C'est pourquoi, en comptabilité nationale, pour estimer la réévaluation des actifs terrains et bâtiments, le prix de l'immobilier résidentiel est utilisé pour approcher celui des entreprises.

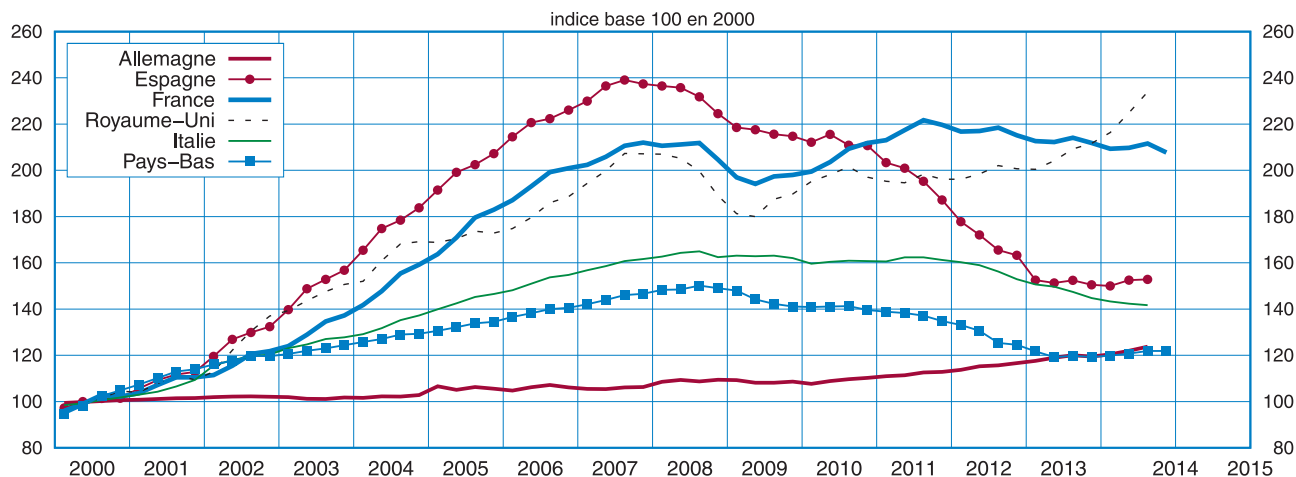
Le prix du foncier n'aurait pas d'effet direct sur l'investissement en actifs productifs

Le prix des terrains a également très fortement augmenté...

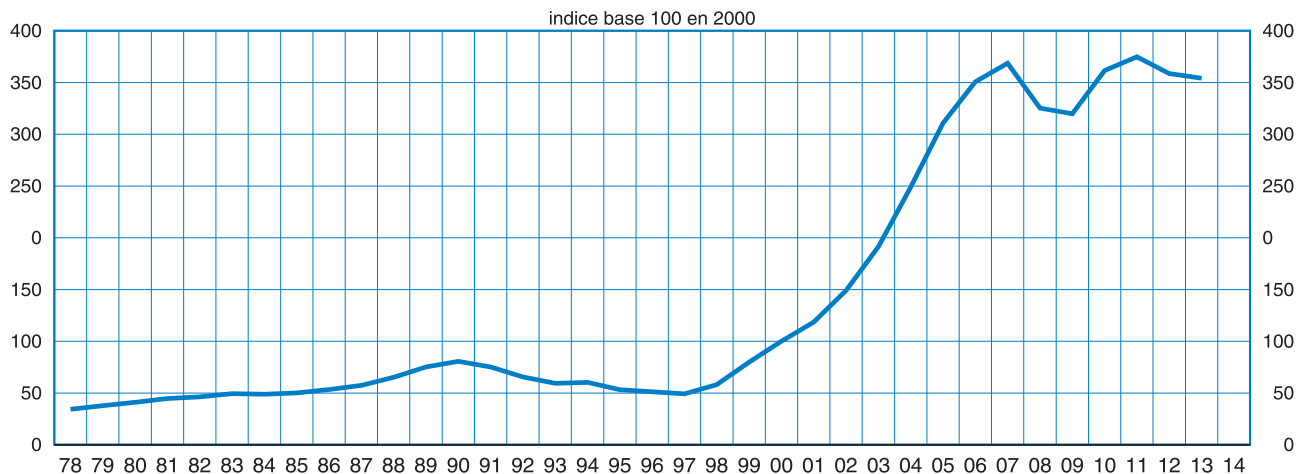
Les variations des prix des logements résultent en effet principalement de celles du foncier. Le prix des terrains a été très dynamique depuis la fin des années 1990, ce qui affecte également les entreprises. Entre 1978 et 1998, il est resté relativement constant en France, à l'exception de fluctuations entre 1987 et 1993, correspondant au précédent cycle immobilier. En revanche, entre 1998 et 2006, le prix des terrains a été multiplié par cinq, avant une légère correction en 2008-2009, consécutive à la crise financière de 2008 ; il s'est quasiment stabilisé depuis 2010 (*graphique 5*). Les terrains étant de fait en quantité quasi fixe, le dynamisme de son prix se retrouve dans la valorisation des terrains détenus par les entreprises⁽³⁾. En euros courants, la valeur des terrains des entreprises est passée de 200 à 1 000 milliards d'euros entre 1999 et 2006. La hausse du prix des terrains a gonflé le patrimoine des entreprises, ce qui a pu notamment faciliter leur accès au crédit, via l'effet collatéral.

(3) On considère ici les terrains détenus par les entreprises et supportant des bâtiments résidentiels ou non, ou des ouvrages de génie civil. On ne tient ainsi pas compte des autres terrains, notamment des terrains cultivés par exemple.

4 - Prix des logements



5 - Prix des terrains des sociétés non financières



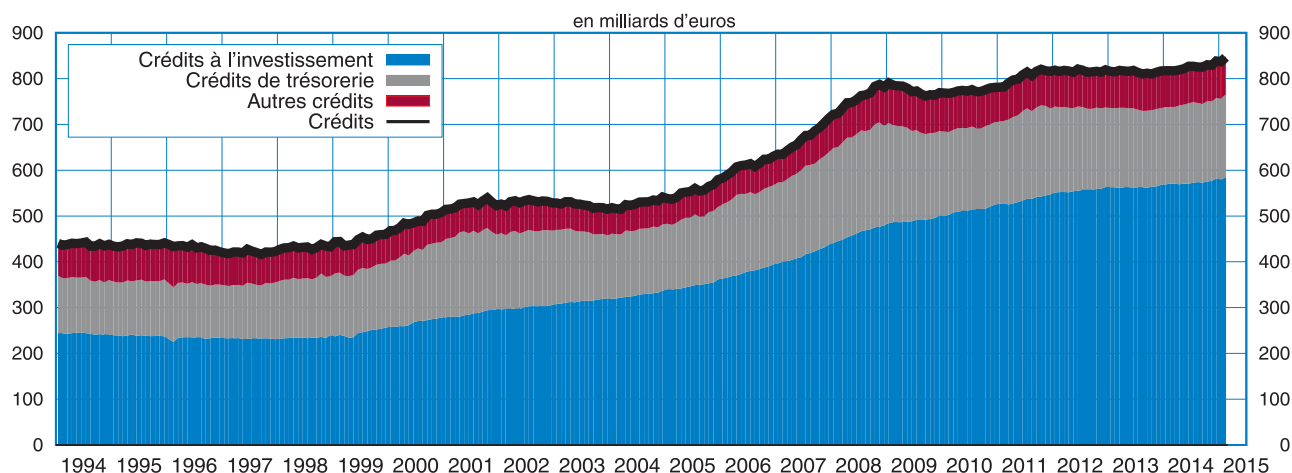
Note de lecture : Le prix des terrains est calculé comme le rapport de la réévaluation des terrains des SNF et leur valeur l'année précédente.
Source : Insee, comptes nationaux en base 2010

Le prix du foncier n'aurait pas d'effet direct sur l'investissement en actifs productifs

...ce qui pourrait avoir facilité le financement par crédit des entreprises depuis la fin des années 1990

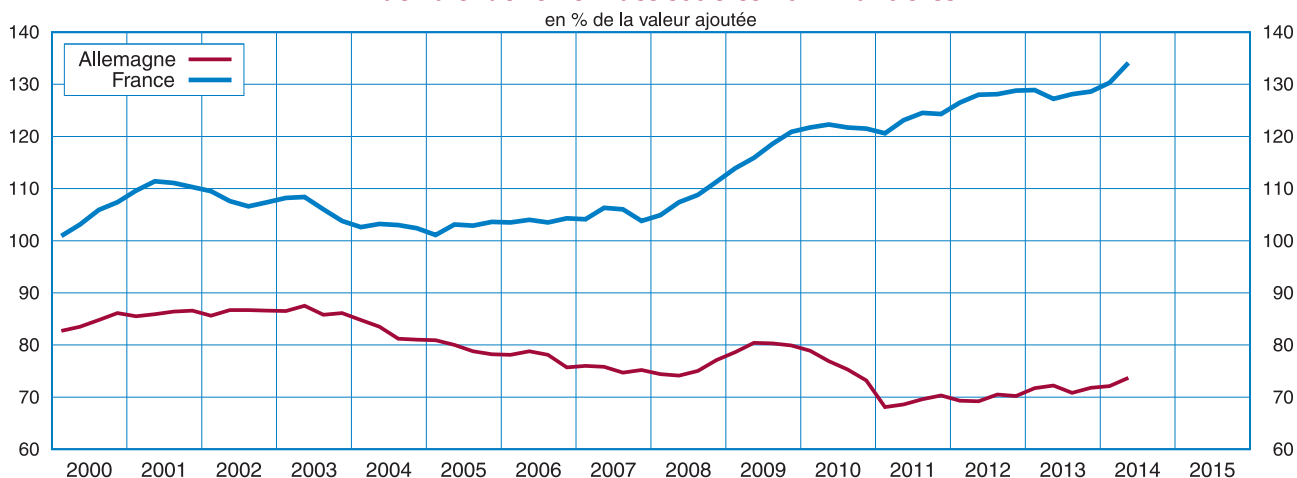
L'augmentation de l'endettement des entreprises depuis les années 1990 pourrait s'expliquer non seulement par un besoin de financement accru du fait de la hausse du prix de l'investissement immobilier mais aussi par une amélioration des conditions d'offre de crédit via l'effet collatéral. Si l'autofinancement reste un mode de financement important des entreprises, le financement par le crédit a décollé en 1999, en même temps que l'inflation immobilière (*graphique 6*, Rapport de l'Observatoire du financement des entreprises, 2014). Ainsi, après une période de stagnation entre 1994 et 1999, les encours de crédit à l'investissement ont presque doublé entre 2000 et 2010. Le taux d'endettement des SNF françaises – qui inclut les crédits à l'investissement, mais aussi les crédits de trésorerie – a augmenté de 20 points de valeur ajoutée entre 2000 et 2010 pour atteindre 120 %, tandis qu'en Allemagne, il restait relativement stable autour de 80 % (*graphique 7*).

6 - Encours des crédits aux sociétés non financières



Source : Banque de France

7 - Taux d'endettement des sociétés non financières



Sources : Banques centrales, instituts statistiques nationaux

Le prix du foncier n'aurait pas d'effet direct sur l'investissement en actifs productifs

L'effet du prix des terrains sur l'investissement s'avère différent selon le type d'actifs

L'estimation empirique ne permet pas de distinguer le seul effet du collatéral

L'estimation empirique tâche de séparer les effets du collatéral et de substitution

Pour mesurer l'effet de la hausse du prix du foncier sur l'investissement en bâtiments et en actifs productifs des entreprises, une estimation a été mise en œuvre à partir des éléments théoriques exposés.

A priori, l'investissement par actif y est supposé dépendre du coût d'usage propre à chaque actif, du prix des terrains (en tant que collatéral) et de l'écart relatif des coûts d'usage. Enfin, le taux d'épargne est ajouté au long terme pour mesurer l'effet des capacités de financement sur les décisions d'investissement.

Mais l'évolution similaire du prix du foncier et du prix de l'investissement en bâtiments ne permet pas de distinguer ces deux effets

Les estimations obtenues de l'investissement en bâtiments non résidentiels et en actifs productifs permettent d'illustrer les effets de la hausse du prix du foncier (*encadré 3*). Toutefois, elles distinguent difficilement l'effet du collatéral de l'effet de substitution. En effet, l'évolution proche du prix du foncier et du prix de l'investissement en bâtiments, principal déterminant du coût d'usage du capital immobilier, rend critique une distinction entre ces deux effets (*graphique 8*). En testant la robustesse des équations, ceux-ci ressortent fortement liés (*encadré 4*). C'est pourquoi ces deux effets sont analysés conjointement par la suite.

La hausse du prix du foncier n'aurait pas d'effet significatif sur les dépenses d'investissement en actifs productifs

Le principal déterminant de l'investissement est la demande

Les estimations permettent d'obtenir des modèles comparables en actifs productifs et en bâtiments non résidentiels. Le déterminant majeur de l'investissement, qu'il soit en actifs productifs ou en bâtiments non résidentiels, est la demande, via l'effet « accélérateur ». En effet, la demande permet d'expliquer les hausses de l'investissement sur les périodes 1985-1989 et 1999-2007, ainsi que son ralentissement sur la période 1992-1997 et après la crise de 2008-2009.

Le taux d'épargne des entreprises est un autre déterminant important des dépenses d'investissement. Son effet est proche dans les deux modèles. Il contribue positivement à l'investissement durant les périodes où il a fortement augmenté (1986-1990 et 1996-2000), et négativement sur les périodes de contrainte financière (2006-2010).

Le prix du foncier serait un déterminant significatif de l'investissement en bâtiments non résidentiels

Le prix du foncier joue différemment sur les investissements en actifs productifs et ceux en bâtiments non résidentiels. En effet, le prix des terrains aurait un impact significatif et positif sur les fluctuations de l'investissement en bâtiments (*graphique 9*), ce qui pourrait résulter de l'effet du collatéral. Durant les années 2000-2007, période de très forte inflation immobilière, les prix de l'immobilier compris dans leur globalité (c'est-à-dire y compris le coût d'usage des bâtiments non résidentiels) auraient contribué à hauteur de +1,8 point en moyenne annuelle à la hausse de 5 % en moyenne annuelle de l'investissement en bâtiments non résidentiels sur la période. En sens inverse, lorsque le prix des terrains a baissé, par exemple sur la période 1993-1999, il a pesé pour -0,7 point par an sur l'investissement. Cependant, il est important de préciser que dans la modélisation retenue, la part de l'investissement non expliquée par les déterminants reste également importante.

Introduire le prix du foncier comme déterminant de l'investissement en bâtiments non résidentiels permet d'améliorer le modèle sur les périodes d'inflation immobilière, qui sont aussi celles où l'investissement a différé selon le type d'actifs. En effet, sur la période 1999-2007, l'investissement en bâtiments était nettement plus dynamique que l'investissement en actifs productifs et cette différence résulterait en partie de cette inflation immobilière.

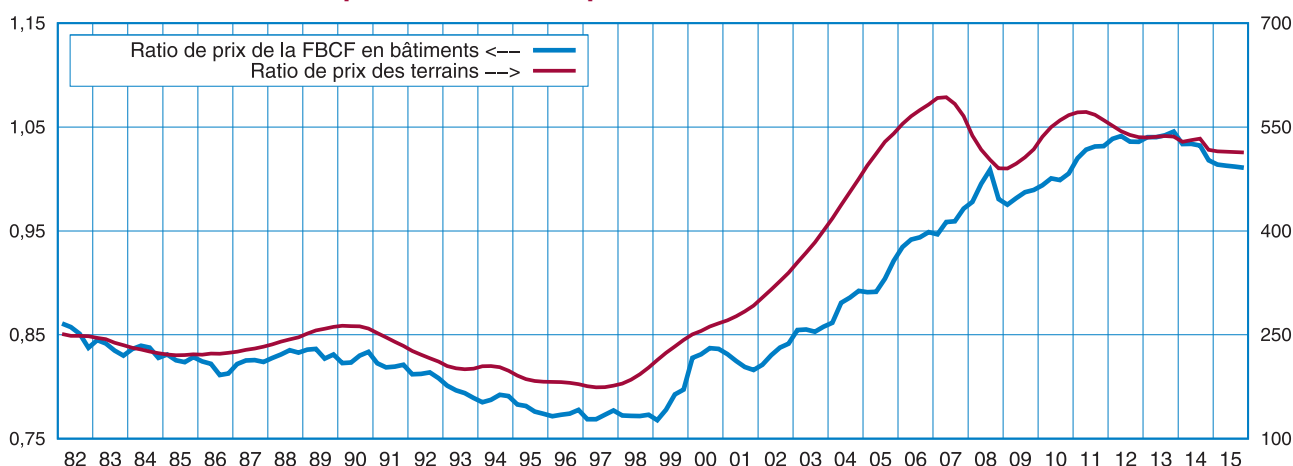
Le prix du foncier n'aurait pas d'effet direct sur l'investissement en actifs productifs

En revanche, l'inflation immobilière n'aurait pas eu d'effet net sur l'investissement productif

L'équation d'investissement en actifs productifs montre que le coût d'usage est un déterminant majeur, après la demande (*graphique 10*). Ainsi, alors que le taux d'investissement a tendance à augmenter depuis le début des années 1990, le coût du capital productif décroît, relativement au prix de la valeur ajoutée. Cette baisse a pu être marginalement accentuée par la hausse des prix de l'immobilier, qui a soutenu celle du prix de la valeur ajoutée. Néanmoins, en dehors de cette contribution via le prix de la valeur ajoutée, les fortes hausses du prix des terrains ne semblent pas avoir eu d'effet significatif sur l'investissement en actifs productifs.

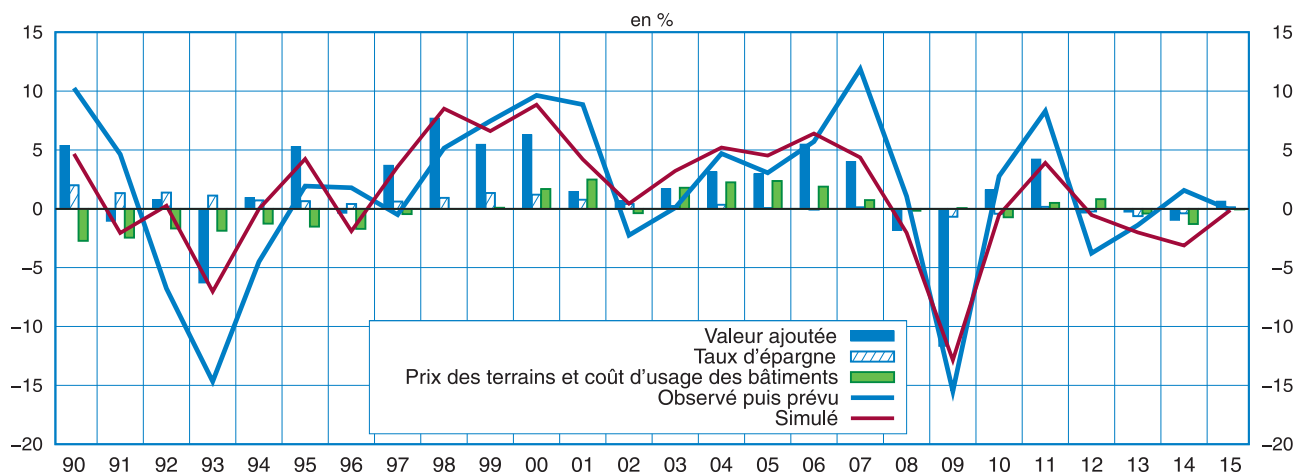
La hausse du prix du foncier aurait ainsi eu un impact significatif et positif sur l'investissement en bâtiments mais n'aurait pas influencé l'investissement en actifs productifs. Il semble donc que la capacité d'utiliser les terrains comme collatéral pour emprunter davantage n'ait pas été utilisée par les entreprises pour leur investissement productif. Il y a plusieurs interprétations possibles à ce résultat. D'abord, lorsqu'ils prêtent à une entreprise, les créanciers analysent les risques et le rendement du projet pour l'investisseur. Or les banques sont plus aptes à juger de la rentabilité du projet lorsque celui-ci contient des achats immobiliers, puisqu'il leur est relativement plus facile et moins coûteux d'estimer le prix et le rendement d'un bien immobilier par rapport à de l'investissement en machines ou en R&D. En outre, en cas de liquidation, la probabilité qu'elles

8 - Corrélation entre le prix du foncier et le prix de l'investissement en bâtiments non résidentiels



Note de lecture : Le ratio de prix de la FBCF en bâtiments est le ratio de prix de la FBCF des SNF en bâtiments non résidentiels sur le prix de la valeur ajoutée des SNF. Le ratio de prix des terrains est le rapport entre le prix des terrains des SNF et le prix de la valeur ajoutée des SNF.
Source : Insee, comptes nationaux en base 2010

9 - Contributions à l'investissement en bâtiments non résidentiels



Source : Insee

Le prix du foncier n'aurait pas d'effet direct sur l'investissement en actifs productifs

Encadré 3 - Estimation des équations d'investissement

Les équations d'investissement retenues en bâtiments non résidentiels et en actifs productifs sont des équations à correction d'erreur avec un long terme donnant la cible du taux d'investissement. À court terme, les variations de l'investissement réagissent à celles de la valeur ajoutée et à l'écart à sa cible de long terme. Les estimations sont réalisées en deux étapes en estimant par DOLS l'équation de long terme (Stock et Watson, 1993) sur la période 1982T1-2013T4. Comme l'investissement est une composante de la demande, la valeur ajoutée est instrumentée, pour le court terme, par la consommation des ménages et les exportations en produits des branches marchandes non agricoles. Les variables entrant dans l'équation de long terme sont toutes intégrées d'ordre 1. À l'aide du test de Johansen (1991), l'existence d'une unique relation de cointégration a été vérifiée. Des tests de robustesse ont été effectués (encadré 4).

L'équation en actifs productifs

Dans l'équation retenue, le long terme tient compte du coût d'usage du capital en actifs productifs et du taux d'épargne. Le modèle est très proche de celui estimé dans Eudeline *et al.* (2013) mais est valable sur plus large période (1982-2013 au lieu de 1989-2010), en base 2010 et ne dépend plus du taux de marge mais du taux d'épargne. Le coût relatif et le prix du foncier ne ressortent pas significativement.

$$\Delta(i_t^K) = -0,27 + 0,95 \Delta y_t + 0,34 \Delta i_{t-1}^K - 0,05 \left(i_{t-1}^K - \left(y_{t-1} - 0,59 \ln \left(\frac{C_{t-1}^K}{q_{t-1}^Y} \right) + 2,64 \text{taux_épargne}_{t-1} \right) \right) + \varepsilon_t$$

(-2,33)
(3,96)
(4,11)
(-2,32)
(-12,50)
(13,66)

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

L'équation en bâtiments non résidentiels

Dans l'équation retenue, le long terme tient compte du coût d'usage du capital en bâtiments non résidentiels, du coût d'usage relatif entre les deux types d'actifs, du prix des terrains et du taux d'épargne. Comme le prix de la FBCF en bâtiments non résidentiels est très corrélé au prix des terrains, il ne ressortait pas spontanément de façon satisfaisante ; le coefficient devant le coût d'usage des bâtiments a donc été contraint à la même valeur que le coefficient du coût d'usage du capital productif estimé librement dans l'équation précédente en actifs productifs (-0,59). Des variantes sont présentées dans l'encadré 4.

$$\Delta(i_t^E) = -0,28 + 1,60 \Delta y_t + 0,23 \Delta i_{t-2}^E - 0,03 \left(i_{t-1}^E - \left(y_{t-1} - 0,59 \ln \left(\frac{C_{t-1}^E}{q_{t-1}^Y} \right) - 0,50 \ln \left(\frac{C_{t-1}^E}{C_{t-1}^Y} \right) + 0,19 \ln \left(\frac{q_{t-1}^{\text{terrains}}}{q_{t-1}^Y} \right) + 2,35 \text{taux_épargne}_{t-1} \right) \right) + \varepsilon_t$$

(-2,40)
(5,86)
(3,21)
(-2,36)
(-3,21)
(4,46)
(5,72)

Les données :

y_t : la valeur ajoutée des SNF en volume à prix chaînés. q_t^Y est son prix.

• i_t^X : l'investissement des SNF en actif X est mesuré par la FBCF des SNF en volume à prix chaînés et en actif X.

E regroupe les actifs « bâtiments non résidentiels » et K regroupe les actifs productifs (i.e. machines et équipements et droits de propriété intellectuelle). Les séries annuelles sont disponibles dans les comptes annuels. Les comptables trimestriels fournissent pour Eurostat des séries de FBCF par actif en volume à prix chaînés pour l'ensemble des secteurs institutionnels. Une série trimestrielle de FBCF des SNF est construite selon la méthode de l'étalonnage-calage (employée dans les comptes trimestriels), en utilisant pour chaque actif, la série envoyée à Eurostat comme indicateur trimestriel. On note q_t^X le prix et δ_t^X le taux de dépréciation (rapport entre la consommation de capital fixe en valeur de l'actif X et le capital net en valeur en actif X).

• C_t^X : coût d'usage du capital en actif X. Il est calculé par la formule :

$$C_t^X = q_t^X \left(r_t - \dot{q}_t^X + \delta_t^X + \text{fisca}_t \right)$$

où r_t est le taux d'intérêt des OAT à 10 ans, et fisca_t est le taux d'imposition des entreprises calculé comme le rapport entre l'agrégat impôt sur le revenu, impôts divers sur la production et subventions sur la production, et l'excédent brut d'exploitation

et $\dot{q}_t^X$ est le glissement annuel des prix de la FBCF en actifs X.

q_t^{terrains} est un indice de prix qui vaut 100 en 1978 et qui évolue comme le rapport entre la réévaluation des terrains et leur valeur l'année précédente dans le compte de patrimoine des SNF. Ce rapport est une approximation du taux de croissance annuel du prix des terrains. L'indice a été trimestrialisé.

• taux_épargne_t : le rapport entre l'épargne brute des SNF sur la valeur ajoutée des SNF en valeur. ■

Le prix du foncier n'aurait pas d'effet direct sur l'investissement en actifs productifs

Encadré 4 - Robustesse des estimations

Pour tester la robustesse des estimations, des modèles avec différentes équations de long terme ont été estimés.

Robustesse du modèle en actifs productifs

D'après le modèle théorique, l'investissement en actifs productifs dépend entre autres du coût d'usage relatif entre le capital productif et les bâtiments. Cependant ce terme ne ressort pas significatif dans l'équation de long terme (*tableau 1, colonne « Variante 1 »*). De même, pour estimer l'effet du collatéral dans ce modèle, le prix des terrains a été introduit dans le long terme. De nouveau, le coefficient ne ressort pas significativement (*« Variante 2 »*). Ces deux résultats suggèrent que le prix des terrains n'aurait pas d'effet (positif ou négatif) à long terme sur l'investissement en actifs productifs.

Robustesse du modèle en bâtiments non résidentiels

Le prix de la FBCF en bâtiments non résidentiels étant très corrélé au prix des terrains, les coefficients correspondant au coût d'usage des bâtiments et au prix des terrains sont très liés. En

particulier, estimé librement, le coût d'usage des bâtiments ne ressort pas avec un coefficient négatif comme attendu, mais avec un coefficient positif comme pour le prix des terrains. D'après le modèle théorique, le coefficient devant ce coût d'usage doit être le même que celui devant le coût d'usage du capital productif dans l'équation en actifs productifs (*encadré 2*). C'est pour cette raison que dans le modèle sélectionné, le coefficient devant le coût d'usage en bâtiments a été contraint. Pour vérifier que cette contrainte n'influence pas excessivement la spécification du modèle retenu, plusieurs variantes ont été testées en modifiant cette contrainte.

Il ressort de cette analyse que contraindre ce terme modifie principalement les coefficients associés au prix des terrains et au coût relatif (*tableau 2*) : plus le coefficient imposé est élevé en valeur absolue et plus ces coefficients sont d'amplitude réduite. L'investissement simulé reste proche suivant ces différentes modélisations. Les contributions des déterminants de l'investissement sont cohérentes entre les différentes modélisations testées. ■

1 - Différentes estimations de l'équation de long terme de l'investissement en actifs productifs

	Modèle retenu	Variante 1	Variante 2
Variables du long terme			
Valeur ajoutée*	1,00	1,00	1,00
Coût d'usage	-0,59 (-12,50)	-0,68 (-7,29)	-0,58 (-5,14)
Taux d'épargne	2,64 (13,66)	2,64 (12,95)	2,64 (10,27)
Coût relatif		-0,08 (-1,10)	
Ratio de prix des terrains			0,00 (0,14)
Court terme			
Force de rappel	-0,05 (-2,32)	-0,04 (-2,18)	-0,05 (-2,28)
Effet accélérateur	0,95 (3,96)	0,99 (4,10)	0,99 (4,45)
Investissement retardé en différence	0,34 (4,11)	0,33 (4,06)	0,33 (4,09)

Notes : * signifie que le coefficient est contraint à 1.
Dans la variante 1, en présence de coût relatif, le coefficient devant le coût d'usage du capital est en fait -0,68 - (-0,08) = -0,59.
Entre parenthèses, statistiques de Student

2 - Différentes estimations de l'équation de long terme de l'investissement en actifs bâtiments non résidentiels

	Modèle retenu	Variante 1	Variante 2
Long terme			
Valeur ajoutée*	1,00	1,00	1,00
Coût d'usage*	-0,59	-0,10	-1,00
Taux d'épargne	2,35 (5,72)	1,64 (4,52)	2,95 (6,44)
Coût relatif	-0,50 (-3,21)	-0,69 (-5,00)	-0,35 (-2,01)
Ratio des prix des terrains	0,19 (4,46)	0,21 (5,70)	0,17 (3,59)
Court terme			
Force de rappel	-0,03 (-2,36)	-0,05 (-2,65)	-0,03 (-2,16)
Effet accélérateur	1,60 (5,86)	1,57 (5,76)	1,62 (5,93)
Investissement retardé en différence	0,23 (3,21)	0,24 (3,24)	0,23 (3,19)
Contribution annuelle moyenne totale du prix du foncier (somme des contributions du prix des terrains et du coût d'usage, y compris dans le coût relatif)			
1993-1999	-0,96	-0,76	-1,11
2000-2007	1,60	2,11	1,20
2008-2010	-0,28	-0,14	-0,45
2011-2014	-0,09	0,01	-0,22

Notes : * signifie que le coefficient est contraint.
Entre parenthèses, statistiques de Student

Le prix du foncier n'aurait pas d'effet direct sur l'investissement en actifs productifs

L'inflation immobilière conduit aussi à une baisse de la rentabilité économique et de la capacité d'investissement

Les entreprises ont aussi pu utiliser l'immobilier comme outil de gestion financière

soient remboursées est plus forte lorsque l'entreprise possède des biens immobiliers. Au total, financer l'achat de biens immobiliers peut sembler plus sûr. En période de forte inflation immobilière, cette tendance aurait pu s'accroître.

En outre, cette utilisation de l'immobilier d'entreprise comme collatéral et son effet potentiellement bénéfique sur l'investissement n'est pas l'unique canal envisageable. Deux autres mécanismes économiques jouent en sens inverse : la rentabilité économique et les coûts de production. La rentabilité économique est usuellement définie comme l'excédent d'exploitation net de la consommation de capital fixe rapporté au capital, qui comprend les actifs non financiers. Quand le prix des terrains augmente, la valeur totale des actifs de l'entreprise s'accroît, ce qui dégrade comptablement la rentabilité. Cette dégradation peut, en retour, rendre le financement externe plus difficile⁴. Par ailleurs, le renchérissement de l'immobilier peut entraîner une hausse des coûts de production susceptible d'amoinrir la capacité globale à investir des entreprises (Askenazy, 2013).

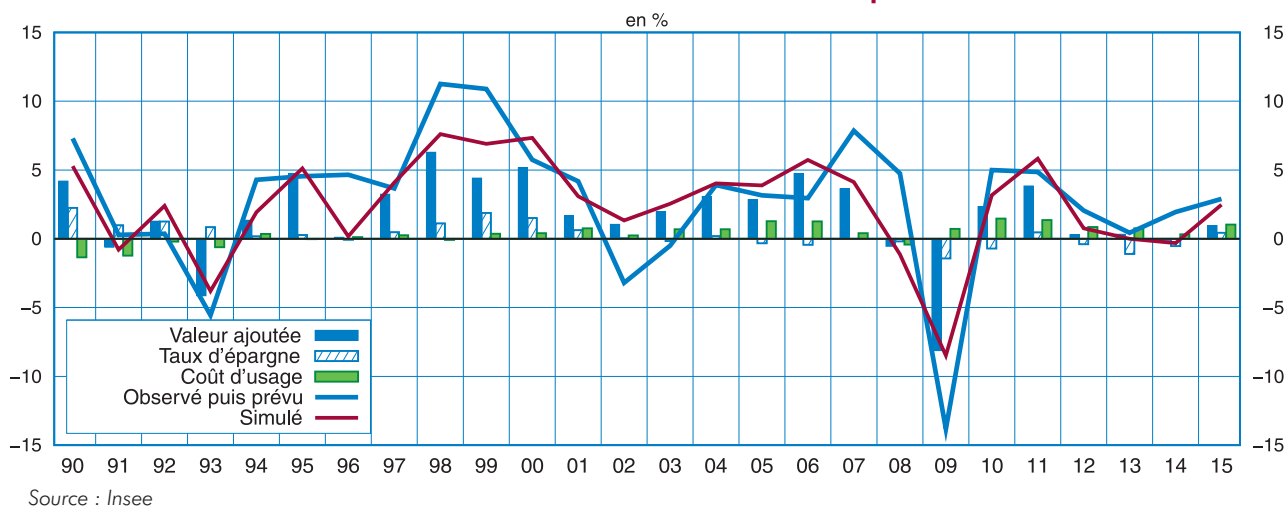
Les entreprises ont aussi pu utiliser leur investissement immobilier comme un outil de gestion financière. Les bâtiments se distinguent des actifs productifs en ce que leur durée d'exploitation est plus longue, impliquant que l'arbitrage entre acheter et louer ce type d'actif se pose de façon plus prononcée.

L'évolution des prix immobiliers laisse donc encourir un risque financier à anticiper, ce qui a ainsi pu modifier l'opportunité d'acheter ou de vendre des biens immobiliers pour les entreprises. Par exemple, en 2011, Carrefour a annoncé la cession des murs de 97 supermarchés à une société financière pour un montant de 365 millions d'euros, tout en continuant d'exploiter ces magasins en location. Cependant, lorsque ces achats et ventes concernent de l'ancien et non du neuf, et ont lieu au sein d'un même secteur institutionnel (les SNF), ces choix individuels n'ont pas d'influence sur l'investissement au niveau macroéconomique.

Au total, malgré les différents effets possibles des prix de l'immobilier sur l'investissement, l'inflation immobilière des années 2000 aurait soutenu l'investissement en bâtiments non résidentiels, sans que ce soit au détriment de l'investissement productif. Depuis la stabilisation relative du prix du foncier en 2010, celui-ci ne contribuerait plus au dynamisme de l'investissement, mais le taux d'investissement des SNF, en niveau, reste élevé.

(4) Pamies-Sumner (2009) nuance cet argument en mettant en avant la difficile interprétation de l'indicateur de rentabilité usuel et la fragilité de la mesure des réévaluations. Cette auteure lui préfère un indicateur de rentabilité économique corrigé de l'effet des réévaluations.

10- Contributions à l'investissement en actifs productifs



Le prix du foncier n'aurait pas d'effet direct sur l'investissement en actifs productifs

Depuis 2013, le prix des terrains ne soutient plus l'investissement en bâtiments

Depuis trois ans, le retournement du marché immobilier s'est accompagné d'une inflexion à la baisse du prix des terrains...

... qui aurait légèrement pesé sur les dépenses d'investissement, surtout en bâtiments

Depuis 2012, les déterminants de l'investissement productif ne permettent pas d'expliquer son dynamisme

Depuis son point haut atteint en 2011, le prix des terrains a baissé de 3,4 % en 2012, puis de 0,8 % en 2013. Le prix de l'immobilier résidentiel ancien et le prix des terrains sont historiquement très liés : comme le premier a continué de baisser en 2014 (-2,4 %), il est donc probable que la tendance baissière du prix des terrains se soit poursuivie. Dans les estimations, une baisse du prix des terrains de 4 % en 2014 puis une stabilisation en 2015 ont été retenues.

D'après la modélisation choisie, la baisse du prix du foncier a contribué à la baisse de l'investissement en bâtiments non résidentiels, de -0,2 point par an en moyenne entre 2009 et 2014. De même, le taux d'épargne et l'effet accélérateur ont pesé sur ces dépenses en fin de période, de 0,8 point en moyenne par an depuis 2009. En 2015, le redressement attendu du taux d'épargne et l'accélération de la demande permettraient de soutenir l'investissement en bâtiments non résidentiels. Au total, au regard de ses déterminants, l'investissement des SNF en bâtiments non résidentiels serait atone en 2015 (-0,1 % en moyenne) après une hausse de 1,6 % en 2014. Néanmoins, l'évolution passée des mises en chantier de bâtiments non résidentiels et la forte baisse de l'investissement des ENF en produits de la construction au premier trimestre ne permettent pas de prévoir une stabilité. Les prévisions de croissance de la FBCF des ENF en ces produits, sur la base des mises en chantier, conduisent à un repli de 2,3 % en moyenne en 2015 après +3,0 % (*fiche Investissement des entreprises et stocks*).

Depuis 2012, l'investissement productif a été plus dynamique que ce qu'impliquaient ses déterminants. En effet, l'investissement productif a progressé de 1,5 % en moyenne annuelle sur la période 2012-2014 alors que la valeur ajoutée a eu une faible contribution (+0,2 point en moyenne annuelle sur la même période) et le taux d'épargne a contribué négativement (-0,7 point en moyenne annuelle). Ces contributions défavorables à l'investissement ont été en partie compensées par une baisse du coût d'usage (contribution de +0,7 point en moyenne annuelle).

En 2015, l'investissement en actifs productifs accélérerait : +2,9 % après +2,0 %. La progression de la valeur ajoutée y contribuerait pour +1,0 point et la forte hausse attendue du taux d'épargne, dans le sillage de celle du taux de marge, pour +0,4 point. La modélisation retenue conduirait notamment à une accélération au second semestre de l'année. Cette prévision est cohérente avec celle portant sur la FBCF des ENF en produits hors construction (+2,2 % en 2015), qui tient compte notamment de l'amélioration des perspectives des chefs d'entreprises que retracent les enquêtes de conjoncture.

Conclusion

Alors que le dynamisme du prix du foncier aurait participé à la hausse des dépenses d'investissement en bâtiments entre 1999 et 2008, il est resté atone depuis lors et ne contribuerait plus positivement à ce type de dépenses. En revanche, le prix des terrains ne semblerait pas avoir pesé sur les dépenses en actifs productifs dont les fluctuations restent surtout dépendantes de la demande. L'évolution baissière du prix des terrains depuis quelques années ne serait finalement pas défavorable à moyen-long terme : en effet, elle pénaliserait surtout l'investissement en bâtiments non résidentiels, moins productif que l'investissement en machines et équipements et en droits de propriété intellectuelle. ■

Bibliographie

- Aghion P., Askenazy P., Berman N., Cette G. et Eymard L. (2012), « Credit constraints and the cyclicalit  of R&D investment: evidence from France », *Journal of the European Economic Association*, 10: 1001-1024.
- Askenazy P. (2013), « Capital Prices and Eurozone Competitiveness Differentials », Cepremap, *Document de travail* n 13.01.
- Berger A. et Udell G. F. (1995), « Relationship lending and lines of credit in small firm finance », *Journal of Business*, vol. 68, p. 351-381.
- Bloch L. et C  ur   B. (1995), « Imperfections du marché du crédit, investissement des entreprises et cycle économique ». *  conomie & prévision*. n  120, 1995-4, p. 161-185.
- British Columbia, Ministry of Finance (2011), « The British Columbia macroeconomic model », *Occasional Working Paper*.
- Carbo-Valverde S., Rodriguez-Fernandez F. et Udell G. (2009), « Bank Market Power and SME Financing Constraints », *Review of Finance*, vol. 13, p. 309-340.
- Chaney T., Sraer D. et Thesmar D. (2007), « Collateral Value and Corporate Investment, Evidence from the French Real Estate Market », *Document de travail de la D  se* G2007/08, Insee.
- Chaney T., Sraer D. et Thesmar D. (2012), « The Collateral Channel: How Real Estate Shocks affect Corporate Investment », *American Economic Review*, 102 (6) : 2381-2409.
- Eudeline J. F., Gorin Y., Sk  nard G. et Zakhartchouk A. (2013), « En France, l'investissement des entreprises repartira-t-il en 2014 ? », *Note de conjoncture*, Insee, décembre 2013.
- Gan J. (2007), « Collateral, Debt Capacity, and Corporate Investment: Evidence from a Natural Experiment », *Journal of Financial Economics* 85 (3): 709-34.
- Gorton G. et Kahn J. (1997), « The design of bank loan contracts, collateral, and renegotiation », *University of Pennsylvania Working Paper*.
- Johansen S. (1991), « Estimation and Hypothesis Testing of Cointegration Vectors in Gaussian Vector Autoregressive Models », *Econometrica*, vol. 59, n 6, novembre 1991, p. 1551-1580.
- Kaas L., Pintus P. A. et Ray S. (2014), « Land Collateral and Labor Market Dynamics in France », *Document de travail* n  530, Banque de France.
- Liu Z., Wang P., Zha T. (2014), « Land-prices and macroeconomic fluctuation », *Econometrica*, 81, 1147-1184.
- McFadden D. 1962, « Factor Substitution in the Economic Analysis of Production », *Thèse de Doctorat*, Université de Minnesota.
- Myers S. (1977), « Determinants of corporate borrowing », *Journal of Financial Economics*, Volume 5, Issue 2, November 1977, p. 147-175.
- Observatoire du financement des entreprises (2014), « Rapport sur la situation économique et financière des PME ».
- Pamies-Sumner S. (2009), « La rentabilité des entreprises a-t-elle pu justifier le dynamisme de l'investissement ? », *Trésor-  co* n 44.
- Rajan R. G., et Winton A. (1995), « Covenants and collateral as incentives to monitor », *Journal of Finance* 50, 1113-1146.
- Sato K. (1967), « A Two-Level Constant-Elasticity-of-Substitution Production Function », *The Review of Economic Studies*, Vol. 34, n  2, (avril 1967), p. 201-218.
- Stock J. H. et Watson M. W. (1993), « A Simple Estimator of Cointegrating Vectors in Higher Order Integrated Systems », *Econometrica*, vol. 61, n 4, juillet 1993, p. 783-820.
- Uzawa H. (1962), « Production Functions with Constant Elasticity of Substitution », *Review of Economic Studies*, 30, p. 291-299. ■

Malgré la reprise du pouvoir d'achat, la construction de logements continuerait de baisser en 2015

Camille Sutter

**Département
de la conjoncture**

Violaine Faubert
Éric Monnet

Banque de France

Depuis la crise de 2008-2009, l'investissement des ménages en construction ne cesse de chuter. De 2008 à 2014, il a reculé de 23,9 %, alors que, sur la même période, le nombre de ménages augmentait de 6,2 % et le pouvoir d'achat par ménage reculait de 2,5 %.

Cette chute contraste avec la forte hausse de la construction de logements qui l'a précédée : de 2000 à 2007, celle-ci a été très dynamique et l'investissement des ménages a progressé de 27,0 %, soit +3,0 % en moyenne par an. Cette embellie a été notamment portée par la construction de logements pour occupation propre (c'est-à-dire hors investissement locatif). Plusieurs facteurs favorables se sont conjugués sur cette période :

- la part de la classe d'âge la plus encline à l'acquisition (30-59 ans) a augmenté de 1,0 point dans la population ;*
- le pouvoir d'achat des ménages a progressé de 2,4 % par an en moyenne ;*
- les évolutions des prix ont rendu l'achat dans le neuf plus avantageux que dans l'ancien.*

Depuis 2008, la baisse de l'investissement en construction des ménages, de 3,8 % en moyenne par an, provient essentiellement du recul des achats de logements neufs pour occupation propre.

Ce recul se poursuivrait en 2015 malgré la hausse attendue du pouvoir d'achat. Les autres facteurs à l'origine du dynamisme entre 2000 et 2007 (démographie, prix immobiliers) ne jouent plus favorablement aujourd'hui.

Malgré la reprise du pouvoir d'achat, la construction de logements continuerait de baisser en 2015

Après avoir fortement augmenté de 2000 à 2007, l'investissement des ménages en construction recule depuis lors, du fait du retournement des achats pour occupation propre

L'investissement des ménages a amputé la croissance de 0,3 point en 2014

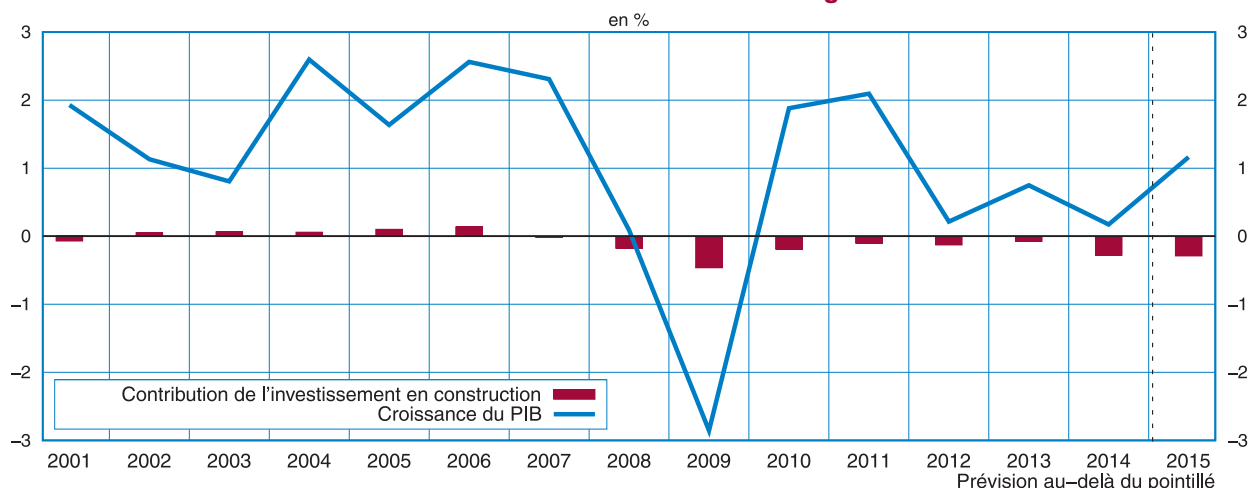
Entre 2008 et 2014, l'investissement des ménages en construction (*encadré 1*) a baissé, au rythme annuel moyen de -3,8 % en volume. Ce recul marqué a amputé la croissance française de 0,2 point en moyenne par an et de 0,3 point en 2014 (*graphique 1*).

Entre 2000 et 2007, l'investissement des ménages en construction avait vivement progressé, de +3,0 % en moyenne par an (contre +0,2 % entre 1990 et 1999), soit une hausse de 27,0 %. Puis il a fortement baissé en 2008-2009 lors de la grande récession (-14,4 %) et décline un peu moins rapidement depuis lors (-11,1 % de 2010 à 2014).

La construction de logements neufs est le principal facteur du profil de l'investissement des ménages

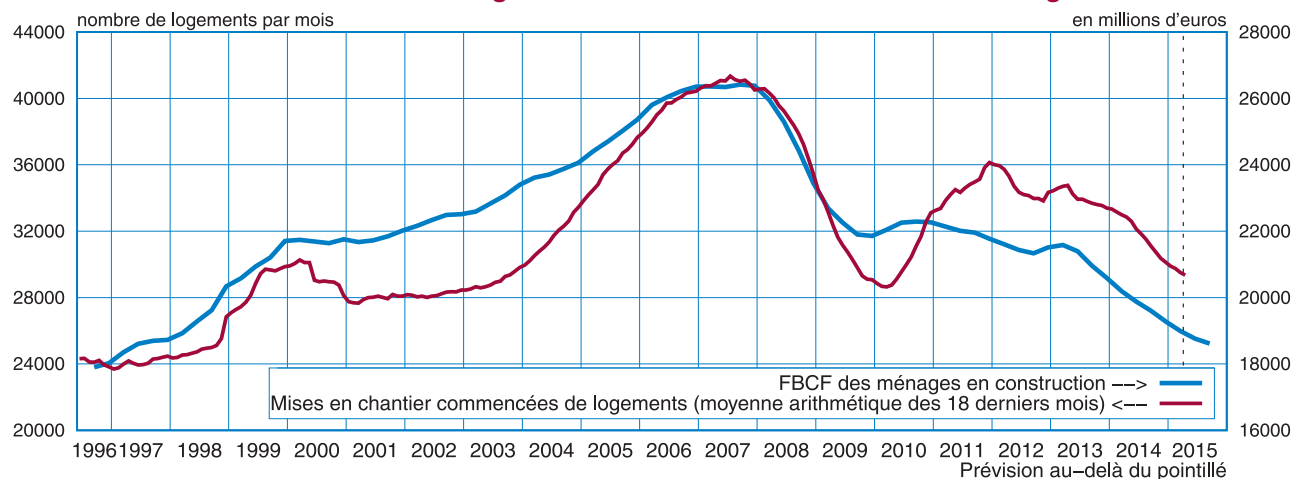
La construction de logements neufs est la principale composante des fluctuations de l'investissement des ménages, même si en niveau, elle n'en représente qu'un peu moins de la moitié (*encadré 1 et graphique 2*). L'investissement pour travaux d'entretien et de rénovation s'avère en effet plus stable que l'investissement en logements neufs et en tempère donc les fluctuations.

1 - PIB et contribution de l'investissement des ménages en construction



Note : évolutions en volumes chaînés, base 2010
Source : Insee

2 - Investissement des ménages en construction et mises en chantier de logements



Sources : Insee, SOeS

Malgré la reprise du pouvoir d'achat, la construction de logements continuerait de baisser en 2015

Encadré 1 - Investissement des ménages et construction de logements : panorama des sources statistiques

L'investissement des ménages dans les comptes nationaux

Dans les comptes nationaux, l'investissement des ménages (hors entrepreneurs individuels) se décompose en construction pour 82 % et en frais liés à l'immobilier pour 18 %. Le premier recouvre l'investissement en logements et, pour une part minime, celui en génie civil et en promotion immobilière. La FBCF en logements des ménages recouvre à parts équivalentes la construction neuve et les travaux de rénovation - gros entretien.

L'achat d'un logement ancien par un ménage à un autre ménage n'est pas retracé dans la FBCF car il s'agit de flux entre agents du même secteur institutionnel : les transactions dans l'ancien entre ménages ne modifient pas le capital fixe de l'ensemble du secteur. Seule la partie revenant à d'autres secteurs institutionnels est comptabilisée. Les frais liés aux acquisitions immobilières dans le neuf ou dans l'ancien – « frais de notaire », frais d'architecte, d'agence immobilière – sont ainsi considérés comme des dépenses d'investissement.

Les ménages ne sont pas les seuls à investir dans le logement ; ce peut être également l'activité d'entreprises non financières, notamment les organismes HLM.

Dans les comptes trimestriels, la construction neuve est mesurée à partir des mises en chantier mensuelles de logements individuels (maisons individuelles) ou collectifs (appartements). Pour passer des données de « mises en chantier » à des données de dépenses, il faut tenir compte des délais d'achèvement des travaux. Des pondérations, appelées grilles délais, sont alors appliquées aux mises en chantier contemporaines. Ces grilles dépendent du type de logement, de sa région, de la taille du permis et de la période d'ouverture du chantier. Les estimations ainsi établies par le SOeS sont directement utilisées comme indicateurs pour étalonner les comptes trimestriels. Quant à la FBCF en gros entretien et rénovation, elle est évaluée grâce aux baromètres trimestriels en valeur de l'entretien.

Les statistiques de la construction de logements neufs du SOeS

Les statistiques de permis de construire et de mises en chantiers de logements neufs sont produites et publiées par le Service de l'Observation et des Statistiques (SOeS) du ministère de l'Écologie, du Développement durable et de l'Énergie (MEDDE). La méthodologie utilisée par le SOeS a été profondément modifiée en février 2015, ce qui a entraîné une révision importante des statistiques de construction publiées depuis 2007. Auparavant, le SOeS publiait deux sortes de séries sur les permis d'une part (autorisations) et sur les mises en chantiers (« commencés ») d'autre part :

- L'une dite « en date de prise en compte » pour laquelle seule la date d'enregistrement du logement est retenue ;
- L'autre, « en date réelle », comptabilise un logement au moment où il est effectivement autorisé (et commencé).

Depuis février 2015, le SOeS publie une seule série en date réelle. Cette série comprend, sur le passé récent, une estimation des données non encore remontées, aussi bien pour les permis de construire que pour les logements mis en chantier. En outre, le changement méthodologique pallie les défaillances de collecte qui touchent les informations sur les logements commencés depuis l'amendement du droit des sols de 2007. Avant ce changement méthodologique, il existait un « halo » entre le nombre de permis autorisés et le nombre de chantiers réellement lancés. Il manquait en effet des informations sur le destin d'une partie des permis de construire déclarés : la part des logements autorisés n'étant ni commencés ni annulés avait fortement augmenté, de sorte qu'il était impossible de connaître avec précision le nombre de mises en chantier en date réelle.

La méthodologie du SOeS distingue quatre types de logements. Les logements individuels purs sont les maisons individuelles construites de manière isolée. Les logements individuels groupés sont les maisons individuelles construites par lot. Les logements collectifs sont les constructions comportant plusieurs logements occupés et gérés individuellement. Enfin, les résidences sont des logements collectifs gérés collectivement (maisons de retraite, résidences étudiantes).

Composition de la formation brute de capital fixe

		Secteurs institutionnels	
		Ménages	Entreprises non financières
Activité/produits	Construction	Logements Logements neufs Gros entretien - rénovation	Logements (notamment HLM) Logements neufs Gros entretien - rénovation Bâtiments non résidentiels Neufs Gros entretien - rénovation
		Promotion immobilière, génie civil	Promotion immobilière, génie civil
	Frais liés à l'immobilier (« services aux entreprises »)	Agences immobilières, frais d'architecte Droits de mutation (frais de notaire)	Agences immobilières, frais d'architecte Droits de mutation (frais de notaire)
	Autres investissements		Dépenses en produits manufacturés et autres services aux entreprises

Note : en couleur, le champ de la modélisation retenue dans l'encadré 2

Malgré la reprise du pouvoir d'achat, la construction de logements continuerait de baisser en 2015

Les statistiques sur le parc de logements à partir du recensement de l'Insee

À partir des recensements de la population, l'Insee construit des statistiques sur l'ensemble du parc de logements différenciant, d'une part les résidences principales des résidences secondaires et des logements vacants, d'autre part les propriétaires des locataires. La variation annuelle du parc de logements publiée par l'Insee peut être inférieure au nombre de logements construits estimé par le SOeS en raison de la destruction ou mise hors d'usage de certains logements.

Par définition, les variations du nombre de ménages et de résidences principales sont coïncidentes. Pour autant, le surcroît de dynamisme de construction de logements ne peut être attribué à la construction de résidences secondaires qui suivent le même cycle que les résidences principales. En effet, le poids des résidences secondaires dans le parc de logement varie très peu entre 1982 et 2011, baissant en moyenne de 0,2 point sur la période.

Ensuite, plusieurs sources ont été mobilisées pour distinguer dans la construction de logements neufs ce qui relève des HLM (et donc d'investissement des entreprises), de ce qui relève de l'investissement locatif et par solde des achats de logements de ménages pour occupation propre.

Estimation du nombre de logements construits pour investissement locatif

La Fédération des promoteurs immobiliers (FPI) fournit chaque année le total des réservations à la vente auprès des promoteurs en France métropolitaine ainsi que la part destinée à l'investissement locatif. Le total de ces réservations est égal au total des réservations à la vente pour commercialisation de logements neufs publié par le SOeS. Il comprend uniquement les réservations des lots de plus de 5 logements individuels ou les logements collectifs. Les logements collectifs représentent entre 85 et 90 % de ce total. Ce total ne prend donc pas en compte l'intégralité des ventes de logements neufs correspondants à des mises en chantier. Toutefois, le nombre de ventes pour investissement locatif est quant à lui complet : l'investissement locatif en logements neufs se fait en effet essentiellement par le recours à des promoteurs.

Les statistiques disponibles portent sur les réservations à la vente et non sur les mises en chantier. Or les premières précèdent en général les secondes. Dans cette étude, le nombre de mises en chantier pour investissement locatif est évalué comme la moyenne mobile sur deux années de réservations, afin de prendre en compte les délais entre vente et construction. Il s'agit de données brutes, ne tenant pas compte de potentielles annulations. La série ainsi construite (*graphique 3*) fournit une estimation approximative du nombre de logements construits pour investissement locatif plutôt que pour occupation propre.

La distinction entre les logements individuels purs, individuels groupés, collectifs et les résidences permet d'isoler les types de logement sur lesquels se concentrent l'investissement locatif et les logements sociaux. En effet, les logements individuels purs sont rarement construits dans le but d'un investissement locatif. Il est par contre possible qu'une partie des logements collectifs et des logements individuels groupés ne soient ni de l'investissement locatif ni des HLM, et qu'ils ne soient pas vendus par des promoteurs (ou non enregistrés comme tels). Enfin, le cas des résidences d'hébergement collectif est plus ambigu : celles-ci peuvent en effet faire l'objet de dispositifs fiscaux avantageux et être ainsi comptées dans l'investissement locatif.

Pour compléter la série du nombre de logements construits pour les HLM, la série du SOeS est extrapolée à partir des données de l'Union Sociale de l'Habitat pour 2013 et 2014.

La part de l'investissement locatif peut enfin être estimée en termes de dépenses d'investissement plutôt qu'en termes de nombre de constructions (*graphique 4*). Dans le compte du logement, les séries de dépenses pour acquisition de logements neufs distinguent les propriétaires occupants non-accédants, les propriétaires occupants accédants, les bailleurs HLM et les bailleurs personnes physiques. Ces derniers représentent l'investissement locatif. Le compte du logement ne fournit pas de série sur les dépenses associées à la construction de logements d'hébergement collectif en résidences. Les séries de constructions et les séries de dépenses en logements neufs ne sont donc pas complètement comparables. ■

L'investissement en logements neufs baisse principalement du fait de l'investissement pour occupation propre

Au début des années 2000, le dynamisme du logement provient de la construction résidentielle pour occupation propre

La construction de logements neufs a très fortement augmenté : en 2007, il y a eu 151 000 logements commencés de plus qu'en 2000 (125 000 de plus qu'en 2003), soit une hausse de 5,4 % en moyenne par an.

Ce dynamisme tient essentiellement à l'investissement des particuliers pour occupation propre (i.e. hors investissement locatif), +74 000 sur la période (*graphique 3*).

C'est également cette composante qui, en sens inverse, a contribué à l'effondrement de la construction de logements neufs depuis 2008 : entre 2007 et 2014, le nombre de logements neufs a baissé de 133 000, tout comme les constructions pour occupation propre. La baisse est surtout marquée entre 2008 et 2009, puis de nouveau en 2014.

En revanche, la construction de HLM (qui relève donc de décision d'investissement des entreprises) a augmenté entre 2008 et 2011 (+21 000 logements), ce qui a atténué la crise de la construction, mais cette hausse s'est interrompue depuis lors.

Malgré la reprise du pouvoir d'achat, la construction de logements continuerait de baisser en 2015

Les fluctuations de l'investissement locatif ne contribuent que pour une part limitée à l'ensemble des mises en chantier

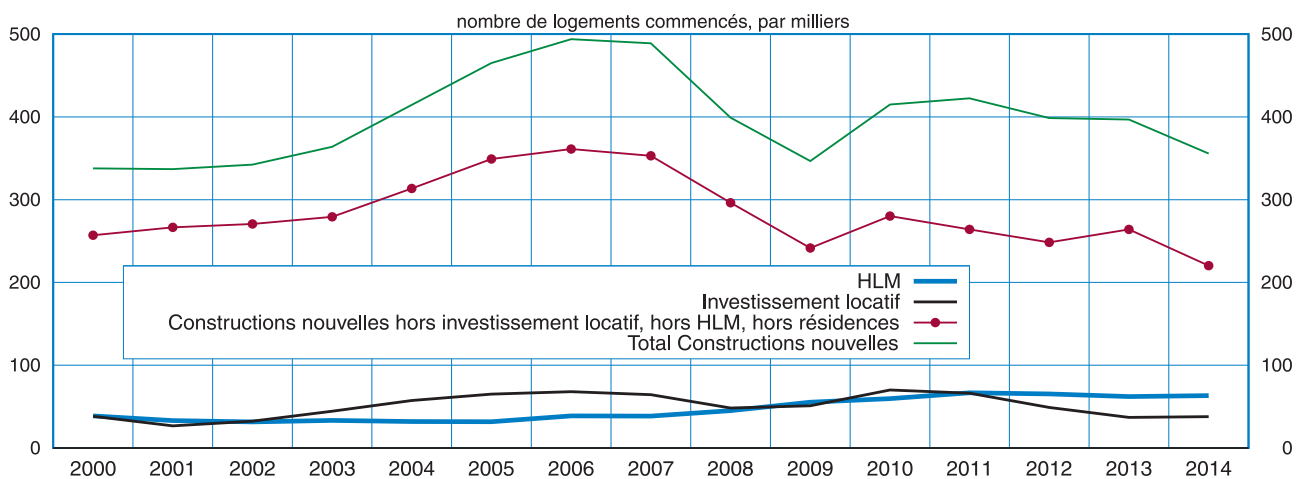
La contribution de l'investissement locatif au mouvement d'ensemble est limitée : en 2014, le nombre de logements de ce type a baissé de 27 000 par rapport au niveau de 2007 notamment après la fin du dispositif Scellier¹ en 2012. Mais cette baisse ne contribue que pour une faible part à la chute du nombre de logements neufs commencés (133 000 de moins en 2014 qu'en 2007).

En termes de dépenses, la part de l'investissement locatif n'a jamais dépassé 20 % du total des dépenses d'acquisition de logements neufs ordinaires (graphique 4), même si elle a augmenté tendanciellement au cours du temps.

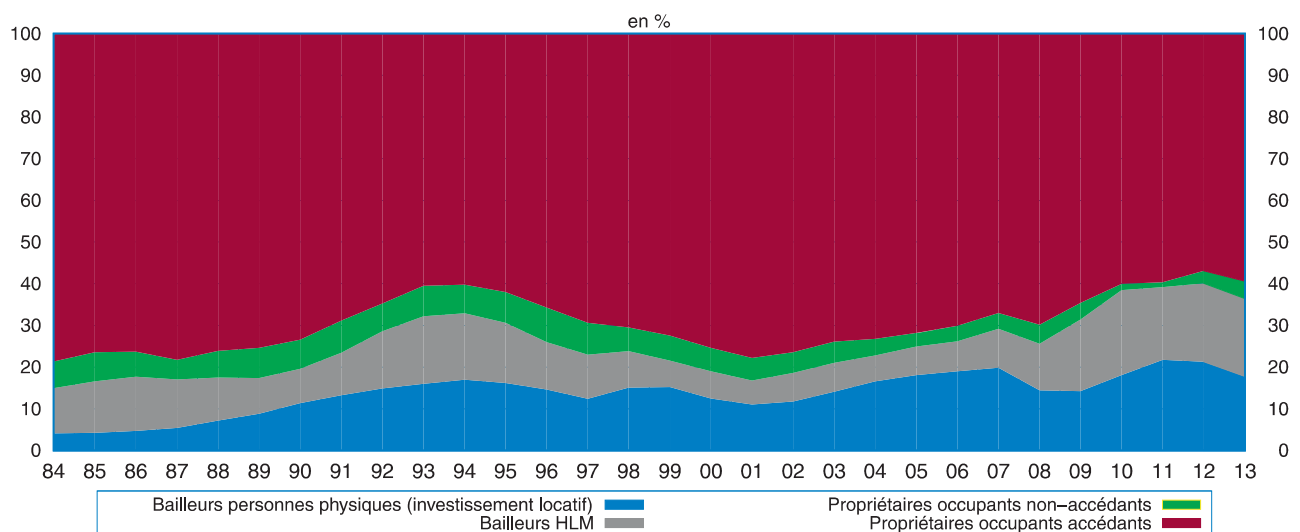
En revanche, la part des dépenses des propriétaires occupants, notamment des accédants, dans l'ensemble des dépenses d'acquisition de logements neufs, a beaucoup baissé depuis 2008. Entre 2000 et 2007, ils représentaient plus de 70 % du total de ces dépenses. En 2012, cette part est tombée à 57 %, au profit de l'investissement locatif et des HLM. Il s'agit de son niveau le plus bas depuis 1984 (début de la série), inférieur même au niveau de la crise immobilière du début des années 1990.

(1) Le dispositif Scellier, mis en place en 2008, a pour objectif de soutenir l'investissement locatif privé en permettant une réduction d'impôts allant jusqu'à 25 % du prix du logement acquis.

3 - Décomposition des logements neufs



4 - Part des dépenses d'acquisition de logements neufs selon le type de commanditaire



Malgré la reprise du pouvoir d'achat, la construction de logements continuerait de baisser en 2015

Entre 2000 et 2007, la construction de logements a été soutenue par des facteurs démographiques et économiques

Entre 2000 et 2007, la construction de logements neufs a été stimulée par plusieurs facteurs démographiques et économiques favorables : notamment la croissance démographique, la progression du revenu des ménages, et les caractéristiques du marché immobilier. Ces facteurs sont, depuis 2008 et encore aujourd'hui, moins favorables à la demande de logements (*encadré 2*).

La démographie et sa structure ont contribué au dynamisme de la demande de logements neufs entre 2000 et 2007 et à son ralentissement depuis 2008

Au début des années 2000, le dynamisme démographique a favorisé la hausse de la construction

Tout d'abord, le dynamisme démographique a favorisé le rebond de la construction dans la première moitié des années 2000. La population a en effet accéléré entre 2000 et 2007, progressant de 0,7 % en moyenne annuelle (+410 000 personnes par an), après +0,4 % en moyenne pendant la décennie précédente. Le nombre de ménages s'est également accru plus vite (*graphique 5*) : entre 2000 et 2007, on compte chaque année en moyenne 335 000 ménages supplémentaires (+1,4 % en moyenne par an), contre 270 000 pendant les années 1990 (+1,2 %). Le nombre de ménages tend à augmenter plus vite que la population, du fait du vieillissement démographique (augmentation de la population aux âges où les ménages sont de plus petite taille) et des comportements de décohabitation (monoparentalité, désaffection pour la vie en couple, divortialité élevée, etc. ; Fijalkow, 2011).

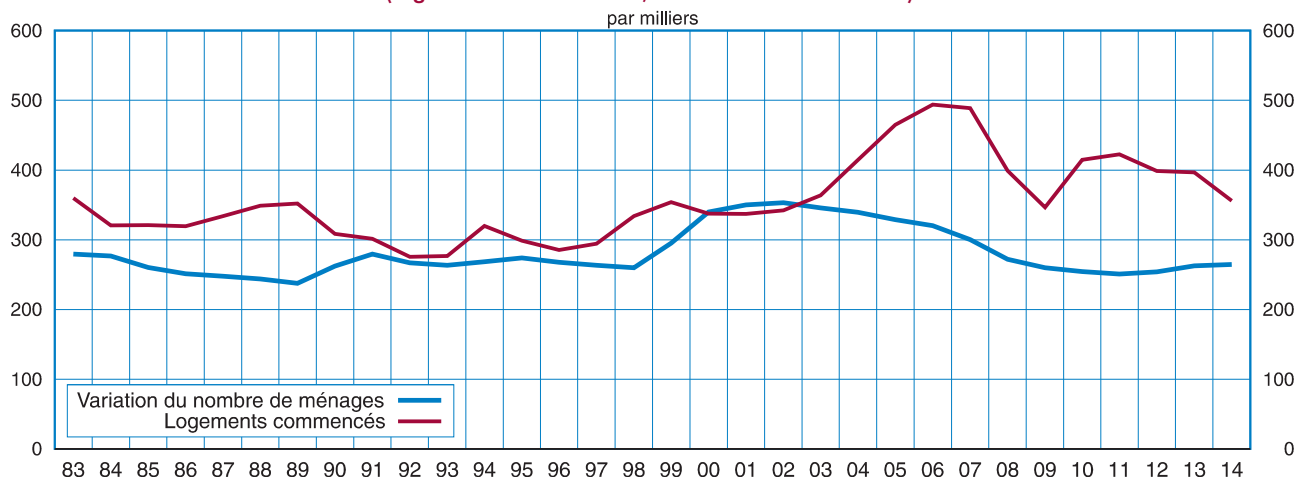
Dans le même temps, 405 000 nouveaux logements ont été construits en moyenne par an entre 2000 et 2007, alors qu'au cours de la décennie précédente, la moindre croissance du nombre de ménages est allée de pair avec un rythme de construction plus faible (290 000 constructions en moyenne par an)².

Depuis 2008, les évolutions démographiques atténuent la demande de logements

Le facteur démographique est aujourd'hui moins favorable à la demande de logements. La population croît moins vite depuis 2008, passant à un rythme de croissance annuel moyen de +0,5 % entre 2008 et 2014 (+305 000 par an). De même, la croissance du nombre de ménages a baissé : on compte ainsi 260 000 ménages supplémentaires par an de 2008 à 2014, soit un retour au rythme qui prévalait dans les années 1990.

(2) Le lien entre nombre de ménages et investissement en logement n'est pas univoque : à croissance de la population donnée, la difficulté à se loger peut aussi retarder la constitution de nouveaux ménages.

5 - Croissance de la population et construction de logements neufs (logements commencés, résultats en date réelle)



Sources : Insee, SOeS

Malgré la reprise du pouvoir d'achat, la construction de logements continuerait de baisser en 2015

Encadré 2 - Estimation d'une équation d'investissement des ménages en construction

L'investissement des ménages en construction en volume est modélisé par une équation à correction d'erreur, qui vise à distinguer ses principaux déterminants. Ceux-ci sont de plusieurs types : démographiques (nombre de ménages, part des 30-59 ans dans la population), économiques (pouvoir d'achat par ménage, emploi total) et financiers (taux d'intérêt effectif des emprunts immobiliers). Par ailleurs, des variables de prix ont été introduites :

- le déflateur de l'investissement (relativement à celui de la consommation) : le coefficient représente notamment l'arbitrage entre location et accession à la propriété ; ce déflateur n'intègre pas d'effet direct lié aux fluctuations des prix des terrains, dans la mesure où les terrains ne font pas partie de l'investissement en comptabilité nationale ; en revanche, ce déflateur intègre des évolutions de prix de l'entretien-amélioration, notamment ponctuellement affectées par les baisses puis hausses de TVA à taux réduits ;
- le prix de l'immobilier dans l'ancien (relativement à celui de la consommation) : le coefficient associé est a priori ambigu dans la mesure où deux effets de sens contraire jouent : un effet, favorable à la construction en volume, de substitution (arbitrage entre neuf et ancien) et un effet « coût » (le prix des terrains n'étant pas intégré dans le déflateur de l'investissement, il contribue en revanche directement aux fluctuations de prix de l'ancien : la hausse des prix de l'ancien signale une hausse des prix du foncier qui peut désinciter les ménages à investir dans le neuf) ; le coefficient correspondant à la variable des prix de l'ancien s'avère positif, ce qui indiquerait que l'effet de substitution l'emporte sur l'effet « coût du terrain ».

L'estimation est effectuée sur la période du début des années 1990 jusqu'à fin 2014 sur données trimestrielles.

Les tests usuels confirment que les variables prises en compte dans la relation de long terme sont toutes intégrées d'ordre 1 et cointégrées. L'équation retenue, estimée en une étape, est la suivante :

$$\Delta \ln(I) = \underset{(-2,75)}{-0,11} + \underset{(3,48)}{0,31} * \Delta \ln(I(-1)) + \underset{(4,47)}{2,02} * \Delta \ln(\text{emps}) - \underset{(-4,80)}{0,01} * \text{ga_tx_immo} \\ - \underset{(-2,21)}{0,05} [\ln(I(-1)) - \ln(\text{pda_men}(-1)) - \ln(\text{men}(-1)) - \underset{(-2,21)}{0,87} * \ln(\text{px_anc_r}(-1)) + 3,31 * \ln(\text{défl_inv_r}(-1)) - 0,01 * \text{Part_30_59}(-1)]$$

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

Avec :

I : l'investissement des ménages en construction, en volumes chaînés en base 2010,

Emps : l'emploi salarié total,

Ga_tx_immo : le glissement annuel du taux nominal effectif des prêts immobiliers accordés aux particuliers,

pda_men : le pouvoir d'achat par ménage, en base 2010,

men : le nombre de ménages,

px_anc_r : les prix réels de l'immobilier ancien ; les prix de l'ancien sont les indices notaires-Insee des prix des logements anciens sur la France entière (depuis 1996) auparavant rétopolés avec les prix du logement issus des comptes du patrimoine, trimestrialisés.

défl_inv_r : le déflateur de l'investissement en construction relativement à celui de la consommation, en base 2010.

Part_30_59 : la part des 30-59 ans dans la population.

L'équation offre une bonne simulation en niveau ([graphique 1](#)) et présente de bonnes propriétés : RMSE faible (0,7 %) et R² élevé (0,77).

Robustesse de l'équation

Parmi les différents paramètres qui jouent sur la capacité de financement, l'ajout de la durée d'emprunt dans l'équation a été testé ; il ne s'est pas avéré concluant.

Dans le court terme, l'emploi salarié supplante le pouvoir d'achat par ménage et améliore significativement l'équation.

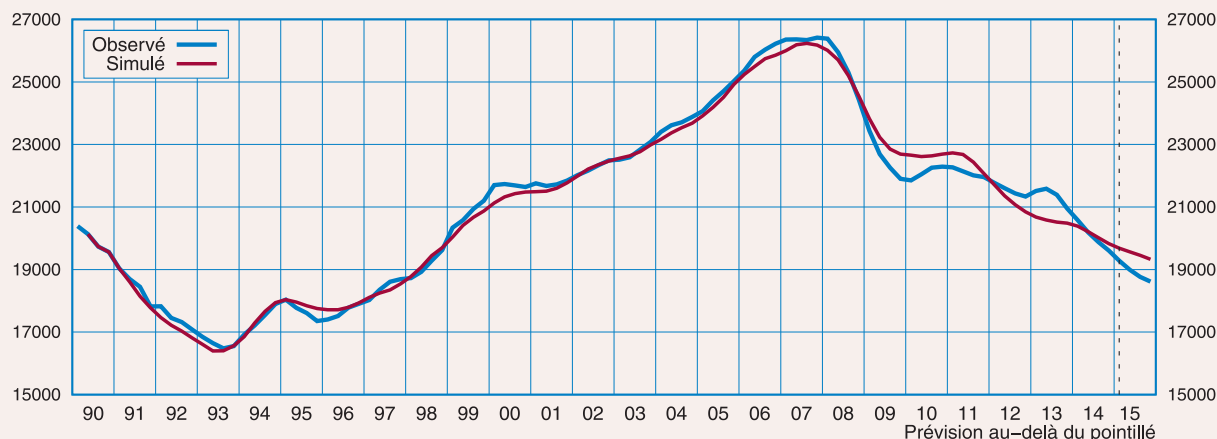
Les principaux retournements conjoncturels de l'investissement sont bien captés.

La simulation obtenue à partir de l'équation capte les principaux retournements conjoncturels de l'investissement des ménages en construction : le creux de 1993 et le pic de 2007 ([graphique 1](#)). Le retournement de 2008 s'explique par les variables démographiques et économiques, les effets liés aux prix des logements et les conditions d'emprunt, qui pèsent sur la croissance de l'investissement depuis lors ([graphique 2](#)).

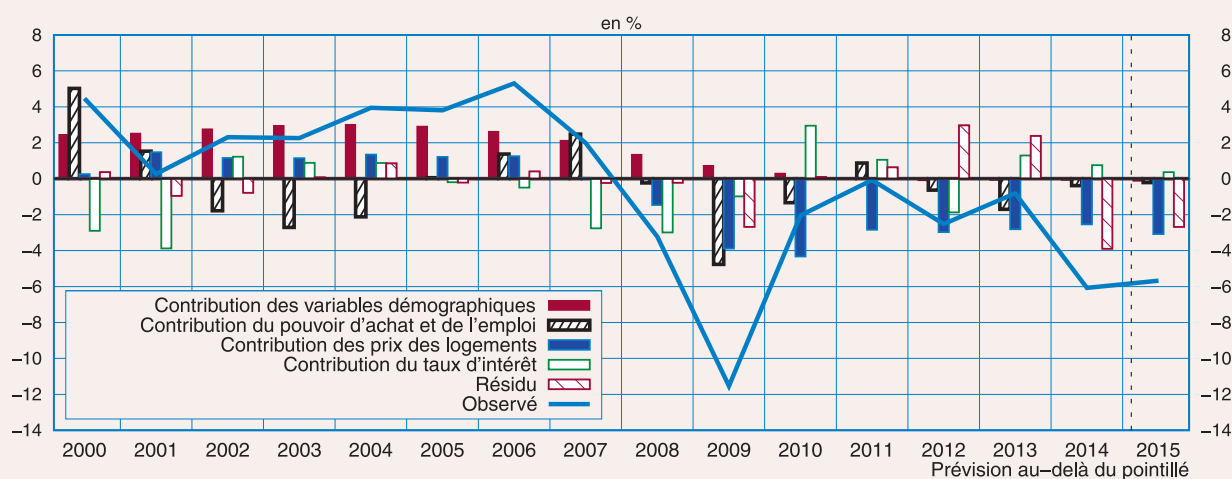
Des variables qui ne ressortent pas dans l'équation sur longue période permettent d'expliquer des fluctuations ponctuelles de l'investissement. Ainsi, l'instauration de la norme de régulation thermique fin 2012 peut avoir suscité un surcroît d'investissement de ménages anticipant la hausse consécutive des prix. Cette mesure pourrait expliquer une part du résidu positif de 2012, voire de 2013 pour les logements autorisés en 2012 et commencés courant 2013, et inversement par contrecoup, une part du résidu négatif depuis lors. ■

Malgré la reprise du pouvoir d'achat, la construction de logements continuerait de baisser en 2015

1 - Investissement des ménages en construction



2 - Contributions des variables exogènes à la variation de l'investissement des ménages en construction



La demande de logements a été soutenue par la croissance de la classe d'âge des 30 à 59 ans, surreprésentée parmi les acquéreurs récents

L'évolution de la structure par âge de la population a également favorisé la demande de logements au début des années 2000. En 2004, pour 79 % des ménages ayant récemment acquis une résidence principale, la personne de référence était âgée de 30 à 59 ans, selon l'enquête Patrimoine (tableau 1). En 2010, cette proportion était légèrement inférieure (73 %).

Or la progression de cette classe d'âge explique l'essentiel de la croissance démographique entre 2000 et 2007 (graphique 6). En moyenne, la population âgée de 30 à 59 ans contribue ainsi pour plus de moitié (+0,4 point par an) à la croissance de +0,7 % par an de la population totale durant cette période. Entre 2000 et 2007, la part de la population âgée de 30 à 59 ans dans la population totale a progressé de 1,0 point, avant de baisser de 0,3 point par an entre 2008 et 2014.

Dans la modélisation macroéconomique retenue (encadré 2), la contribution cumulée des facteurs démographiques – nombre de ménages et part des 30-59 ans – à la croissance de l'investissement est de +2,7 points par an entre 2000 et 2007, contre +0,3 point par an de 2008 à 2014.

Malgré la reprise du pouvoir d'achat, la construction de logements continuerait de baisser en 2015

L'emploi et le pouvoir d'achat des ménages ont favorisé leur investissement en construction entre 2000 et 2007 mais ont pesé sur celui-ci depuis lors

Les fortes créations d'emplois au début des années 2000 ont pu contribuer à la hausse de la demande de logements entre 2000 et 2007

Le dynamisme du pouvoir d'achat des ménages a soutenu l'accession à la propriété au début des années 2000

Outre ces facteurs démographiques, des facteurs économiques ont contribué. La forte hausse des créations d'emplois à la fin des années 1990 et au début des années 2000 (+2,1 millions entre fin 1997 et fin 2001) ainsi que la fin progressive de la conscription obligatoire sur la même période ont pu ponctuellement contribuer à augmenter la demande de logements. De 2000 à 2007, l'emploi salarié total a crû de 2,0 millions, soit une hausse de 244 000 personnes par an.

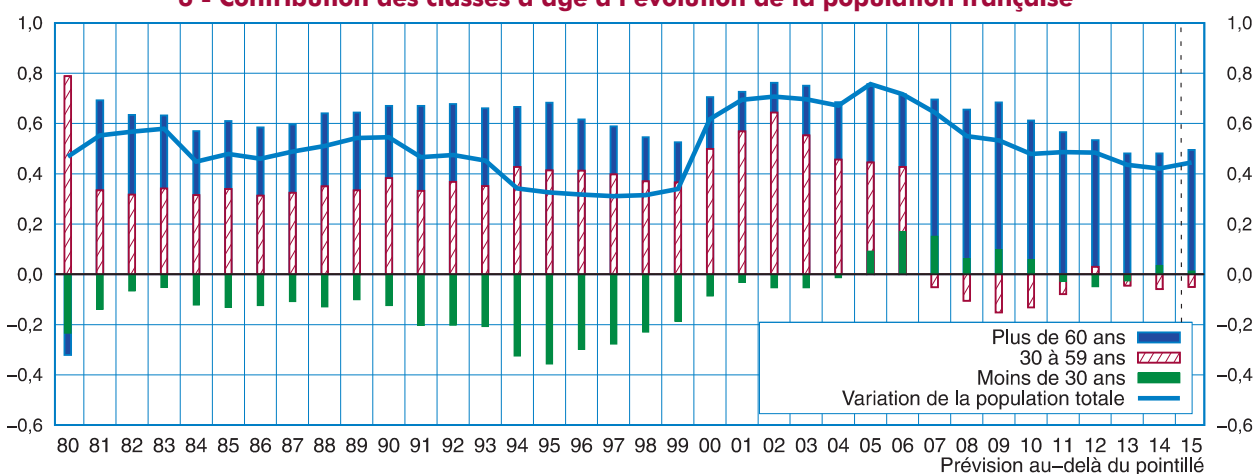
Depuis 2008, en revanche, la baisse de l'emploi n'est plus propice à l'investissement des ménages : entre 2008 et 2014, l'emploi salarié total a diminué de 127 000 personnes, soit une baisse de 16 000 postes par an.

Dans la modélisation macroéconomique retenue, l'investissement dépend à long terme du pouvoir d'achat des ménages (et à court terme de l'emploi, l'une de ses composantes). Or au début des années 2000, le pouvoir d'achat par ménage a fortement augmenté : +1,1 % en moyenne par an entre 2000 et 2007, soutenant l'accession à la propriété des ménages sur cette période.

En revanche, de 2008 à 2014, le pouvoir d'achat par ménage a reculé de 0,4 % par an en moyenne, pesant sur leur capacité de financer un bien immobilier.

Au total dans l'équation retenue, le pouvoir d'achat par ménage et l'emploi ont conjointement contribué à hauteur de +0,5 point par an en moyenne à la hausse de l'investissement en construction entre 2000 et 2007, puis de -1,2 point en moyenne entre 2008 et 2014.

6 - Contribution des classes d'âge à l'évolution de la population française



Champ : France métropolitaine. L'âge s'entend comme l'âge atteint au 1^{er} janvier de l'année considérée.
Source : Insee

Statut d'occupation de la résidence principale en fonction de l'âge de la personne de référence du ménage

Age de la personne de référence	2004				2010			
	Locataires	Acquéreurs récents	Autres propriétaires	Total	Locataires	Acquéreurs récents	Autres propriétaires	Total
Moins de 30 ans	18,8	10,5	0,8	9,4	20,2	13,4	0,9	9,9
Entre 30 et 39 ans	24,7	41,1	10,0	19,7	23,2	40,5	10,4	18,3
Entre 40 et 49 ans	19,8	23,5	22,3	21,4	19,0	19,1	19,1	19,0
Entre 50 et 59 ans	14,4	14,6	23,5	18,7	14,2	13,2	23,1	18,6
Entre 60 et 69 ans	9,1	6,7	18,0	13,0	11,2	10,1	21,9	16,4
Plus de 69 ans	13,2	3,6	25,4	17,8	12,2	3,6	24,7	17,7
Total	100	100	100	100	100	100	100	100

Source : Enquêtes Patrimoine 2004 et 2010 - calculs de Le Bayon et al. (2013)

Malgré la reprise du pouvoir d'achat, la construction de logements continuerait de baisser en 2015

Les conditions de financement ont globalement soutenu la demande de logements entre 2000 et 2007

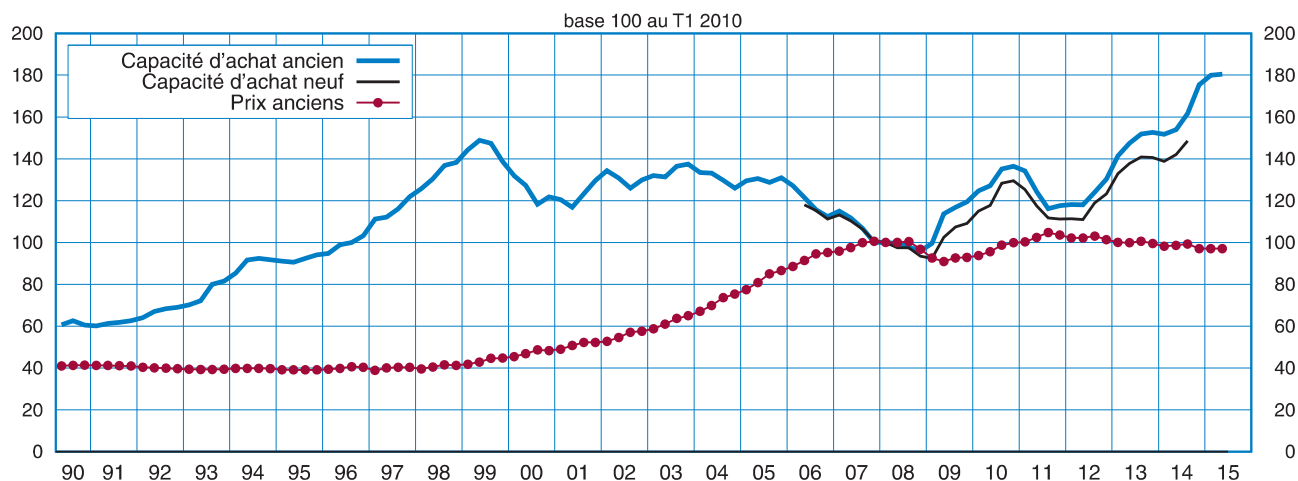
Les conditions de financement de l'immobilier sont un autre déterminant de la décision d'investissement. Elles peuvent être appréhendées par un indicateur de capacité d'achat des ménages. Ce dernier mesure le nombre de mètres carrés qu'un ménage sans apport initial peut acquérir en consacrant le tiers de son revenu au remboursement d'un crédit immobilier, en prenant en compte les conditions de crédit et la durée moyenne de l'emprunt (Clévenot, 2011). Au début des années 2000, la baisse des taux d'intérêt nominaux et l'allongement de la durée d'emprunt ont contribué positivement à la capacité d'achat immobilier des ménages. Les taux d'intérêt ont ainsi baissé de 180 points de base entre 2000 et 2007, tandis que la durée initiale des prêts immobiliers a augmenté : selon l'Observatoire du crédit au logement, elle est passée de 14 à 18 ans entre 2001 et 2007 ; selon les statistiques de la Banque de France, elle s'est allongée de 18 à 20 ans entre 2005 et 2007. En dépit de ces évolutions favorables, la capacité d'achat des ménages dans l'ancien s'est dégradée entre 2000 et 2007, du fait de la dynamique des prix de l'immobilier ancien (graphique 7).

Après avoir fortement pesé pendant la crise, les conditions de crédit soutiennent désormais l'investissement des ménages

Entre 2008 et 2014, la baisse des taux d'intérêt et la baisse des prix immobiliers anciens ont contribué à améliorer la capacité d'achat des ménages. Cependant, le pouvoir d'achat par ménage s'est dégradé (cf. supra). Enfin, la durée d'emprunt initiale moyenne a légèrement baissé, passant de 20,3 ans en 2008 à 19,1 ans fin 2013 (ACPR, 2014). Au total sur cette période, la capacité d'achat des ménages s'est améliorée dans l'ancien plus rapidement que dans le neuf du fait de la baisse des prix de l'immobilier ancien.

Dans l'équation retenue, les variables de capacité d'achat ne peuvent être testées directement, faute de disponibilité des prix du neuf avant 2006. Cependant, outre les effets du pouvoir d'achat, les conditions de financement sont captées via l'effet du taux d'intérêt pour les emprunts immobiliers. Celui-ci a pesé sur l'investissement des ménages en construction à hauteur de -0,9 point par an entre 2000 et 2007, puis a eu un effet neutre de 2008 à 2014. Sur la première période, la hausse des taux n'a pas été continue : la contribution du taux d'intérêt est en effet positive de 2002 à 2005 (+0,7 point par an en moyenne sur cette période) et négative les autres années. Sur la seconde période, la forte hausse des taux de 2007 à 2009 a grevé l'investissement des ménages en construction à hauteur de -2,2 points par an. La baisse des taux depuis lors a soutenu l'évolution de l'investissement des ménages en construction à hauteur de +0,8 point par an entre 2010 et 2014.

7 - Prix des logements anciens et capacités d'achat des ménages



Source : Banque de France, Insee Indices Notaires, Observatoire du crédit du logement

Malgré la reprise du pouvoir d'achat, la construction de logements continuerait de baisser en 2015

Pression foncière et coût du logement freinent la reprise de la demande de logements

Les prix de l'investissement en construction ont été plus favorables que les prix de l'immobilier ancien entre 2000 et 2007

La demande de logements neufs dépend des conditions de prix, sur ce marché comme sur celui de l'ancien.

Le marché des logements neufs est très lié à celui des logements anciens. D'une part, les demandeurs de logements comparent les prix relatifs des deux types de logements. D'autre part, les offreurs du marché de l'ancien sont le plus souvent des propriétaires souhaitant vendre leur bien, le plus souvent pour en acheter un autre, éventuellement neuf. Leur offre est donc également déterminée par l'écart relatif entre le prix des logements anciens et celui des logements neufs. Les décisions de demande et d'offre dépendent aussi de la comparaison entre le prix d'achat et le montant d'un loyer : il est plus avantageux d'être locataire lorsque les loyers sont faibles par rapport aux prix d'achat. Enfin, la fiscalité des plus-values influence également l'offre.

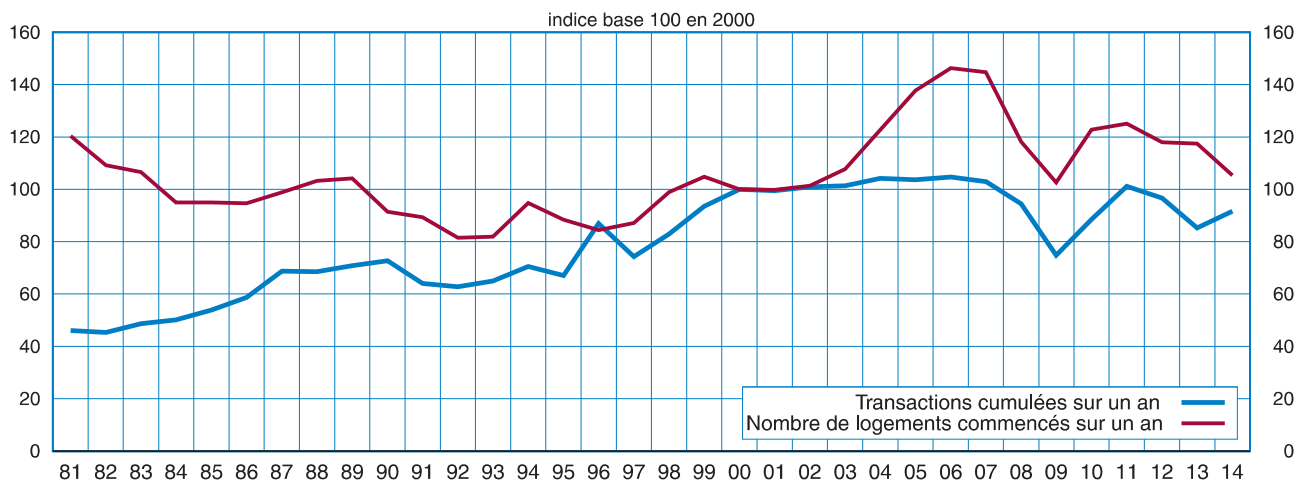
De 2000 à 2007, les prix des logements anciens ont augmenté très vite (en moyenne de 10,7 % par an). Cette hausse peut traduire à la fois une forte hausse du prix du foncier, qui serait alors défavorable tant à l'acquisition du neuf qu'à celle de l'ancien, toutes choses égales par ailleurs ; elle peut également traduire qu'il est devenu comparativement plus intéressant pour les particuliers d'acheter du neuf que de l'ancien. Dans la modélisation retenue, l'investissement en logements neufs apparaît positivement lié aux prix des logements anciens, ce qui indiquerait que le deuxième effet l'emporte. La demande et la construction de logements neufs ont ainsi pu être dynamisées par la cherté relative des logements anciens.

De fait, le nombre de transactions de logements anciens s'est tassé durant cette période. Après avoir crû continûment de 1982 à 2000, les transactions de logements anciens sont restées quasi stables jusqu'en 2007 (*graphique 8*), alors que les mises en chantier de logements croissaient. Depuis 2008, le nombre de transactions et la construction de logements ont retrouvé des conjonctures similaires.

Depuis 2008, les prix des logements sont défavorables à l'investissement en construction des ménages

Depuis 2008, les prix de l'immobilier ancien se sont globalement stabilisés ; ils ont même fléchi de 1,5 % en moyenne par an depuis le pic de 2011. Dans le même temps, les prix de l'investissement en construction ont seulement ralenti, progressant de 2,0 % par an en moyenne depuis 2008, après +3,7 % par an entre 2000 et 2007. L'arbitrage des ménages a ainsi pu s'opérer davantage en faveur de l'achat d'immobilier ancien depuis 2008.

8 - Transactions et mises en chantiers de logements



Malgré la reprise du pouvoir d'achat, la construction de logements continuerait de baisser en 2015

Plusieurs facteurs peuvent expliquer l'accroissement relatif du prix de l'investissement en construction. Les deux hausses consécutives du taux de TVA appliqué à l'entretien des logements, de 1,5 point en 2012 puis de 3 points en 2014, constituent un premier facteur. L'instauration de normes exigeantes renchérit également le coût des constructions de logements (Trannoy et Wasmer, 2013).

Au total, dans l'équation retenue, la contribution cumulée des différentes variables de prix (prix des logements anciens et prix de l'investissement en construction) à l'investissement des ménages en construction est en moyenne de +1,0 point par an entre 2000 et 2007, puis de -3,0 points par an entre 2008 et 2014.

Le haut niveau du prix foncier dans les zones urbaines a favorisé la construction en zone rurale et périurbaine

La hausse de la construction entre 2000 et 2007 n'a pas été uniforme sur le territoire : l'accession à la propriété s'est particulièrement développée dans les zones rurales et périurbaines. En effet, la hausse des prix du terrain dans les agglomérations et la saturation du foncier dans les zones urbaines ont favorisé l'éloignement du centre et la construction hors agglomération. Ainsi, chaque année, 600 000 ménages ont acheté leur résidence principale ; le tiers des achats concerne des logements neufs (contre un quart entre 1997 et 2001). Dans les zones périurbaines, les logements neufs sont très représentés : 48 % des accédants récents ayant acheté dans le neuf entre 2002 et 2006 habitent dans ces zones, contre 29 % au début des années 1990 (Briant, 2010).

Les politiques de soutien à l'accession ont temporairement favorisé la construction neuve

La forte hausse de la périurbanisation - en majorité pavillonnaire - répond également aux incitations publiques visant à favoriser l'accession à la propriété des ménages des classes moyennes (Lambert, 2015). Les aides mises en place ont en particulier ciblé la construction de logements neufs. Le prêt à taux zéro, lancé en 1995, n'a ainsi été ouvert aux logements anciens qu'entre 2005 et 2012. Selon le compte satellite du logement, le prêt à taux zéro a d'abord accompagné un nombre croissant d'opérations sur le marché du logement neuf – achat ou construction de maisons individuelles – entre 2005 et 2007, 4 000 prêts supplémentaires ont été accordés, soit une hausse de 5,6 % sur la période. Puis, de 2008 à 2013, le nombre d'opérations sur le marché du logement neuf soutenues par un prêt à taux zéro a décliné de 16 000 prêts, soit une baisse de 25 % sur la période. Cette baisse a surtout eu lieu entre 2012 et 2013 (-28 %).

La pression foncière n'est pas favorable à la reprise de la demande de logements

La saturation du foncier entraîne une augmentation des prix de l'immobilier, dans le neuf comme dans l'ancien, mais d'une ampleur qui peut être différente : elle pèse plus fortement sur les prix de l'immobilier ancien.

Les fluctuations du prix du neuf et du prix de l'ancien peuvent être différentes, car le prix des terrains à bâtir subit moins de pression que le prix des terrains bâtis, situés plus près du centre. Pour les prix des logements anciens, la part du terrain est ainsi plus importante que pour un logement neuf ; ils évoluent plus vite et sont donc plus volatils que les prix des logements neufs, toutes choses égales par ailleurs, en particulier à localisation donnée (Balcone et Laferrère, 2015).

Pour autant, la contrainte foncière pèse sur les volumes de logements neufs. Le foncier constructible n'est pas rare en France, à l'exception de certaines zones localisées (Levasseur, 2013). Cependant, il est souvent difficile à mobiliser en raison de l'incertitude portant sur l'usage du droit du sol (constructibilité des terrains, plans d'urbanisme), du jeu des acteurs locaux (Bouvelot, 2007) et du comportement de rétention foncière. En effet, le coût du portage foncier, c'est-à-dire de la conservation de terrain sans usage immédiat, est très faible : fiscalité avantageuse du foncier nu, fiscalité favorable des plus-values immobilières, coûts d'entretien faible, taux d'intérêt réel particulièrement bas. Ces coûts sont favorables à la rétention foncière et peuvent limiter l'offre de terrains à bâtir (Cour des Comptes, 2015), pesant sur les volumes de logements neufs. Ainsi, la saturation du foncier, entraînant notamment une pression à la hausse des prix, n'est pas favorable à la reprise de la demande de logements.

Malgré la reprise du pouvoir d'achat, la construction de logements continuerait de baisser en 2015

Malgré l'accélération du pouvoir d'achat des ménages, leur investissement en construction ne repartirait pas en 2015

L'investissement des ménages continuerait de baisser en 2015

Au-delà de 2014, la démographie ne devrait probablement pas apporter le même soutien à la demande de logements qu'au début des années 2000. Les projections démographiques (Blanpain et Chardon, 2010) suggèrent en effet un ralentissement durable de la population (+0,4 % en moyenne annuelle entre 2014 et 2020) et la poursuite du vieillissement démographique, tandis que la taille des ménages diminuerait moins rapidement. En conséquence, le nombre de ménages continuerait de ralentir sur la période 2015-2020 (Jacquot, 2012). La classe d'âge des 30-59 ans continuerait de décroître à un rythme annuel de -0,1 %. En outre, les évolutions récentes des prix des logements neufs grèvent les chances d'une reprise. Malgré la reprise du pouvoir d'achat par ménage, la demande et la construction de logements neufs pourraient donc continuer de baisser en 2015. ■

Encadré 3 - Le taux de vacance n'est pas un indicateur de tension sur le marché immobilier

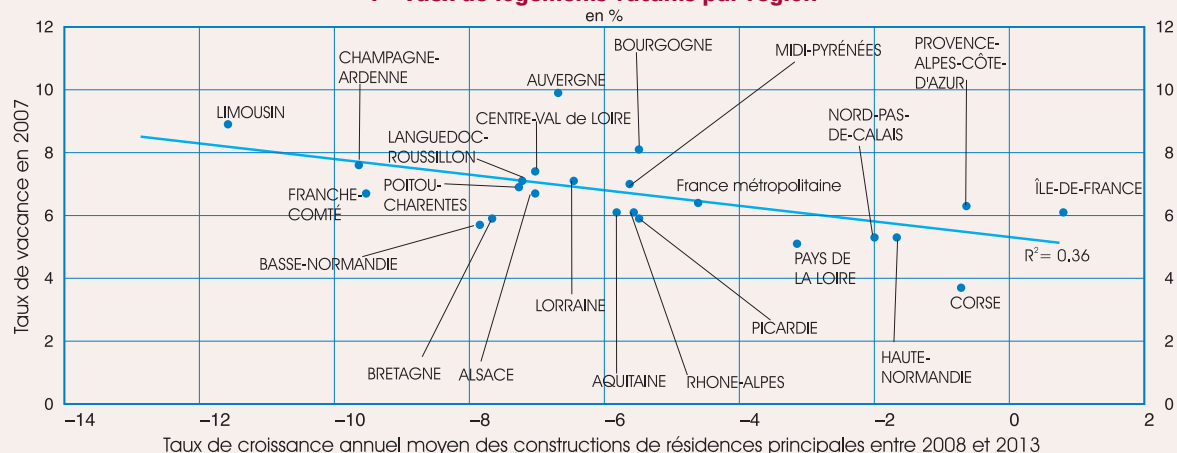
Le ralentissement de la construction depuis 2007 a coïncidé avec la forte hausse du nombre de logements vacants. Entre 2008 et 2014, le nombre de logements vacants a ainsi progressé de 31,1 %, soit beaucoup plus vite que le parc total de logements (+7,8 %). En conséquence, le rapport des logements vacants au parc de logements a augmenté de 1,4 point entre 2008 et 2014 : en 2014, les logements vacants représentent 7,8 % du parc total de logements, soit un plus haut depuis 1982 (date de début de disponibilité de la série).

Au sens du recensement de la population, les logements vacants désignent des logements inoccupés, qu'ils soient proposés ou affectés à la vente ou à la location, ou conservés sans affectation par leur propriétaire (par exemple, lorsque le logement est trop vétuste).

La hausse du taux de vacance peut refléter une inadéquation de l'offre à la demande. Il peut aussi indiquer un comportement

d'attente, dans des périodes de hausse de prix. En tout état de cause, l'existence d'un stock de logements vacants n'interdit pas le dynamisme de la construction, notamment lorsque la réhabilitation est plus coûteuse que la construction de logements neufs. En revanche, si la hausse du taux de vacance reflète un excès d'offre par rapport à la demande solvable, elle peut compromettre une reprise de la construction. Sous cette hypothèse, le nombre élevé de logements vacants pourrait donc contribuer à retarder le rebond de la construction. Cette seconde interprétation semble corroborée au niveau régional : le nombre de logements vacants par région en 2007 est ainsi négativement corrélé avec l'évolution des mises en chantier depuis lors : dans les régions dont le taux de vacance était inférieur à la moyenne nationale en 2007 la construction de logements a relativement moins reculé de 2008 à 2014. Le lien entre ces variables est toutefois faible (graphique 1).

1 - Taux de logements vacants par région



Sources : Insee, SOeS

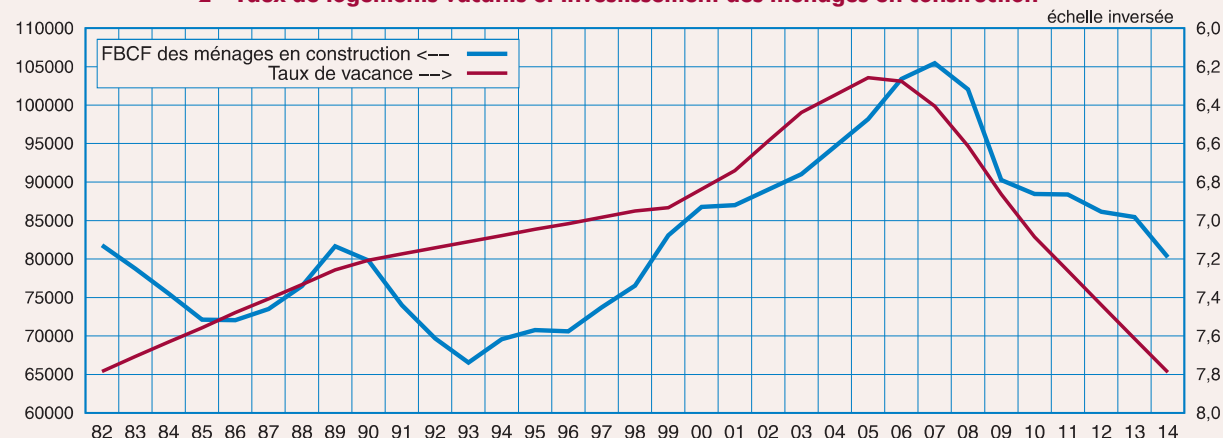
Malgré la reprise du pouvoir d'achat, la construction de logements continuerait de baisser en 2015

De plus, une mise en perspective historique montre que le taux de vacance considéré sur longue période ne reproduit pas le cycle immobilier. La baisse continue du taux de vacance dans les années 1980 et 1990 n'est pas concomitante à une hausse de l'investissement des ménages en construction (*graphique 2*). De plus, les fluctuations de l'investissement sur cette période ne se

retrouvent pas dans le taux de vacance. Celui-ci connaît un minimum en 2005, tandis que l'investissement des ménages en construction reste dynamique jusqu'en 2007.

Ainsi, le taux de vacance ne peut s'interpréter comme un indicateur de tension sur le marché immobilier. ■

2 - Taux de logements vacants et investissement des ménages en construction



Source : Insee, SOeS

Bibliographie

- ACPR (2014), « Le financement de l'habitat en 2013 », *Analyses et synthèses* n° 32, ACPR, juillet 2014.
- Balcone T. et Lafferrère A. (2015), « Pourquoi l'indice des prix des logements neufs et l'indice Notaires-Insee des prix des logements anciens peuvent différer ? », Contribution aux Journées de Méthodologie Statistique.
- Blanpain N. et Chardon O. (2010), « Projections de population 2007-2060 pour la France métropolitaine-méthode et principaux résultats », Insee, *Document de travail* n° F1008, octobre 2010.
- Bouvelot G. (2007), « Le foncier entre politique publique et jeu du marché », *Ponts et Chaussées Magazine*, janvier.
- Briant P. (2010), « L'accession à la propriété dans les années 2000 », *Insee Première* n° 1291, mai 2010.
- Clévenot M. (2011), « Les prix immobiliers en France : une évolution singulière », *Note de conjoncture*, Insee, juin 2011.
- Cour des comptes (2015), « Le logement en Ile-de-France : donner de la cohérence à l'action publique », rapport public thématique, avril 2015.
- Fijalkow Y. (2011), *Sociologie du logement*, La Découverte, « Repères » n° 585, octobre 2011.
- Jacquot A. (2012), « La demande potentielle de logements à l'horizon 2030 : une estimation par la croissance attendue du nombre des ménages », Commissariat Général au Développement Durable, *Observation et statistiques* n°135, août 2012.
- Lambert A. (2015), *Tous propriétaires ! L'envers du décor pavillonnaire*, Paris, Éditions du Seuil.
- Le Bayon S., Levasseur S. et Madec P. (2013), « Achat de la résidence principale : le profil des ménages français dans les années 2000 », *Revue de l'OFCE*, n°128
- Levasseur S. (2013), « Éléments de réflexion sur le foncier et sa contribution au prix de l'immobilier », *Revue de l'OFCE* 2013/2 (n° 128), p.365-394.
- Trannoy A. et Wasmer É. (2013), « Comment modérer les prix de l'immobilier ? », *Notes du conseil d'analyse économique*, février 2013.

Conjoncture française



Retour sur la précédente prévision

Comme prévu dans la Note de conjoncture de mars 2015, l'activité a rebondi au premier trimestre 2015, mais avec un peu plus d'ampleur (+0,6 % après 0,0 %) qu'anticipé (+0,4 % après +0,1 %). La consommation des ménages a plus accéléré qu'attendu et l'investissement s'est quasi stabilisé : la demande intérieure contribue ainsi pour +0,5 point à la croissance (contre +0,4 point attendu). Le commerce extérieur a pesé sur la croissance (-0,5 point), trouvant sa contrepartie dans la contribution des variations de stocks (+0,5 point). La prévision de croissance pour le deuxième trimestre est inchangée, avec notamment une demande intérieure en léger ralentissement et des échanges extérieurs plus dynamiques.

L'emploi marchand s'est quasiment stabilisé (-1 000) du fait d'une forte progression dans le tertiaire, alors qu'une baisse était prévue (-18 000). Le chômage s'est replié, notamment chez les seniors, et le taux de chômage a ainsi baissé à 10,3 %, contre une prévision d'une légère hausse. Les prévisions de progression modérée de l'emploi et de légère hausse du chômage sont peu révisées pour le deuxième trimestre. L'inflation à la fin du premier trimestre 2015 a été moins élevée (-0,1 % en glissement annuel) que prévu (0,0 %). Pour juin, la prévision d'inflation est rehaussée (+0,3 % contre -0,1 %), en grande partie du fait du rebond du cours du pétrole.

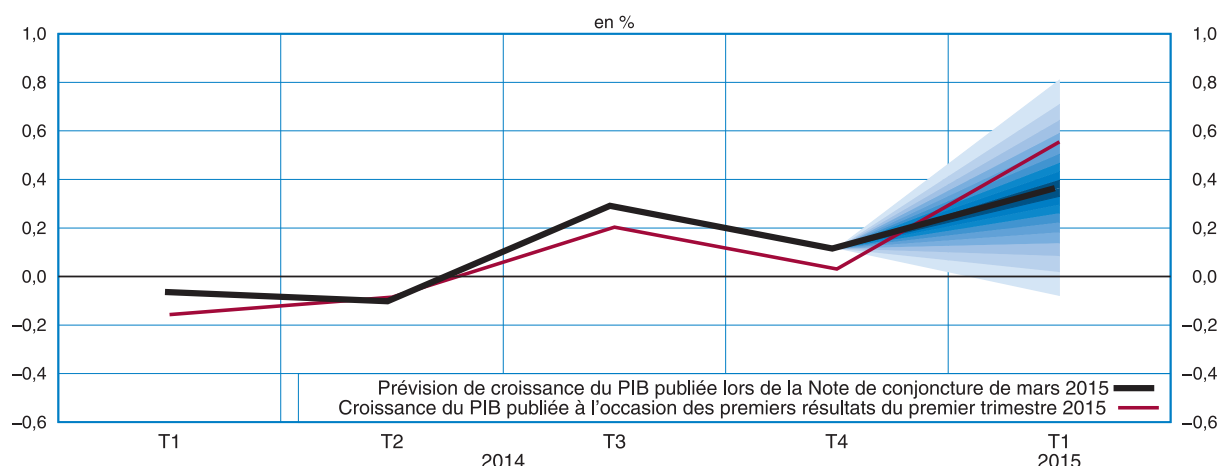
L'activité a rebondi un peu plus que prévu au premier trimestre 2015

Au premier trimestre, l'activité a rebondi (+0,6 % après 0,0 %), un peu plus que prévu dans la Note de conjoncture de mars 2015 (+0,4 % après +0,1 %). La production totale a en effet augmenté plus fortement (+0,7 %) qu'attendu (+0,4 %). Cette hausse est notamment portée par le dynamisme de la production de biens manufacturés (+1,3 % contre +0,4 % dans la Note de mars). Dans une moindre mesure, la production d'énergie-eau-déchets a plus accéléré qu'attendu (+3,8 % contre +2,9 %). La production de services a également surpris à la hausse, en commerce (+1,1 % contre +0,4 %) et en services marchands hors commerce (+0,5 % contre +0,4 %) par effet d'entraînement de la branche manufacturière. En revanche, la production en construction a plus reculé qu'attendu (-1,0 % contre -0,7 %).

La demande intérieure a été encore plus dynamique qu'attendu

Comme attendu, la demande intérieure a contribué à l'accélération du PIB, mais plus qu'anticipé (+0,5 point contre +0,4 point). La consommation des ménages a accéléré plus amplement (+0,8 %) que prévu (+0,6 %), notamment en produits fabriqués (+1,4 % contre +1,0 %). Par ailleurs, la consommation d'énergie-eau-déchets a augmenté (+8,4 %) un peu plus fortement qu'attendu (+7,5 %).

Graphique des risques associé à la Note de conjoncture de mars 2015 et croissance réalisée



Source : Insee

L'investissement total a légèrement moins reculé qu'attendu (-0,2 % contre -0,3 % dans la *Note*). Ainsi, l'investissement des entreprises s'est révélé un peu plus dynamique que prévu (+0,2 % contre 0,0 %), notamment en produits manufacturés (+1,0 % contre -0,1 %) et en services (+0,5 % contre +0,3 %), tandis que les dépenses en construction ont baissé davantage que prévu (-1,2 % contre -0,4 %). L'investissement des ménages s'est également plus contracté que prévu (-1,4 % contre -1,0 %). Attendu en baisse (-0,5 %), l'investissement des administrations publiques a quant à lui légèrement progressé (+0,3 %).

Le solde extérieur a été beaucoup plus défavorable que prévu (contribution de -0,5 point à la croissance contre une contribution neutre prévue), essentiellement parce que les importations ont surpris à la hausse (+2,3 % contre +0,8 %), particulièrement en pétrole brut et en produits aéronautiques. Comme attendu, les exportations sont restées dynamiques (+0,9 % contre +0,8 %), après un quatrième trimestre très soutenu.

La surprise sur les importations trouve sa contrepartie dans les variations de stocks qui contribuent à hauteur de +0,5 point à la croissance du PIB (contribution neutre en prévision). Ce mouvement est imputable pour +0,4 point au stockage de matériels de transport.

La prévision de croissance pour le deuxième trimestre 2015 est inchangée

La prévision de croissance du PIB pour le deuxième trimestre 2015 est identique à celle de la *Note de conjoncture* de mars 2015 (+0,3 %).

Ainsi, la production totale progresserait de 0,3 % comme attendu dans l'exercice précédent. Dans le détail, la production manufacturière augmenterait de 0,3 % (comme prévu auparavant), tandis que la production d'énergie se replierait (-0,8 % contre une faible progression retenue dans la précédente *Note*). La production en construction reculerait à peine moins qu'au premier trimestre.

La demande intérieure contribuerait à hauteur de +0,2 point à la croissance du deuxième trimestre, comme dans le précédent exercice. La consommation des ménages ralentirait légèrement plus (+0,2 % contre +0,3 % dans la *Note de conjoncture* de mars), en particulier en énergie-eaux-déchets (-3,0 % contre -0,2 % attendu). La consommation en produits manufacturés ralentirait (+0,3 % contre +0,4 % attendu). L'investissement total serait quasi stable (-0,1 % contre -0,3 % attendu) : la progression légèrement plus vive de l'investissement des entreprises non financières (+0,3 % contre +0,1 %) et de celui des administrations publiques

ne serait qu'en partie compensée par le recul plus prononcé de l'investissement des ménages (-1,2 % contre -1,0 % dans la *Note de conjoncture* de mars).

Par contrecoup du premier trimestre, les échanges extérieurs contribueraient favorablement à la hausse de l'activité (+0,3 point, contre +0,1 point attendu précédemment). Les exportations accéléreraient comme initialement prévu (+1,4 % contre +1,2 %), notamment en biens (+1,6 %). En revanche, les importations ralentiraient fortement (+0,3 % contre +0,8 % attendu dans la précédente *Note*), du fait d'un recul des importations énergétiques (-5,5 %) et de la moindre progression des importations manufacturières (+0,8 % contre +1,0 %).

L'emploi total a été plus dynamique que prévu au premier trimestre 2015 (+20 000 postes contre +1 000 attendu). En particulier, l'emploi marchand s'est quasiment stabilisé (-1 000) alors qu'une baisse était prévue dans la *Note de conjoncture* de mars (-18 000). Si l'emploi dans l'industrie (-8 000 contre -11 000) et la construction (-11 000 contre -12 000) sont en ligne avec la prévision, l'emploi intérimaire a diminué (-9 000) contrairement à la stabilisation attendue, tandis que l'emploi tertiaire hors intérim a progressé plus fortement que prévu (+27 000 contre +5 000). Le taux de chômage en France entière s'est légèrement replié à 10,3 % (après 10,4 % fin 2014), du fait notamment de la baisse du chômage des seniors, contre une légère hausse à 10,5 % attendue dans la *Note de conjoncture* de mars.

Au deuxième trimestre, l'emploi marchand non agricole progresserait de 7 000 postes, comme prévu dans la *Note* de mars (+5 000). Le taux de chômage augmenterait légèrement, à 10,4 %.

La prévision d'inflation, d'ensemble et sous-jacente, est rehaussée

L'inflation à la fin du premier trimestre 2015 a été légèrement moins élevée (-0,1 % en glissement annuel) que prévu dans la *Note de conjoncture* de mars (0,0 %), tandis que l'inflation sous-jacente a atteint +0,2 %, comme prévu. Mi-2015, l'inflation serait plus élevée (+0,3 %) que prévu dans la *Note* de mars (-0,1 %). D'une part, l'hypothèse en prévision du prix du baril de Brent a été nettement rehaussée (65 \$ contre 55 \$). D'autre part, l'inflation sous-jacente serait plus élevée en juin (+0,5 %) que prévu dans le précédent exercice (+0,1 %), les prix de plusieurs produits importés ayant surpris à la hausse en mars et avril, pour partie en raison de l'impact plus fort que prévu de la dépréciation passée de l'euro.■

Production

Au premier trimestre 2015, la production de biens et services a fortement progressé (+0,7 %), après une stagnation au quatrième trimestre 2014. De même, la croissance du PIB s'est nettement élevée, atteignant +0,6 % au premier trimestre après 0,0 % au quatrième trimestre 2014. L'activité a accéléré dans la majorité des branches : l'industrie manufacturière (+1,3 % après +0,1 %), l'énergie-eau-déchets (+3,8 % après -2,5 %), le commerce (+1,1 % après +0,4 %) et dans une moindre mesure les services marchands (+0,5 % après +0,2 %). Dans la construction, l'activité a continué de baisser quasiment au même rythme que fin 2014 (-1,0 % après -0,9 %).

En mai 2015, le climat des affaires en France s'améliore encore, progressant au total de six points depuis le creux de septembre 2014. Il reste toutefois à un niveau (97) inférieur à sa moyenne de long terme (100) : l'indicateur de climat est supérieur à sa moyenne dans l'industrie et le commerce mais ce n'est pas le cas pour le bâtiment et les services.

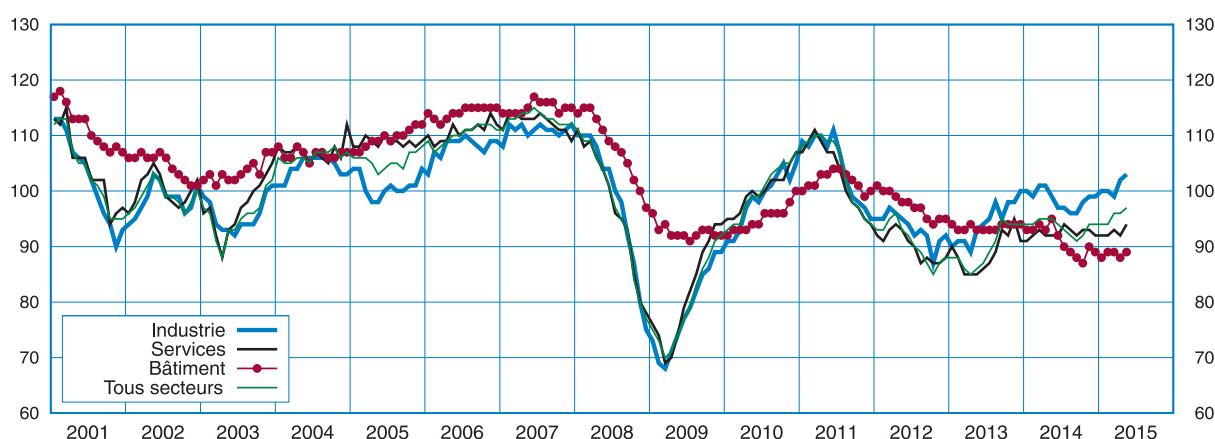
En conséquence, la production de biens et services continuerait d'augmenter mais ralentirait au deuxième trimestre 2015 (+0,3 %). Elle progresserait un peu plus vite au second semestre (+0,4 % par trimestre), du fait d'un moindre recul dans la construction (-0,7 % au deuxième trimestre, puis -0,4 % au troisième et -0,2 % au quatrième).

Le climat des affaires s'est amélioré depuis septembre 2014

Au premier trimestre 2015, la production de biens et services a nettement rebondi (+0,7 % après 0,0 % au quatrième trimestre 2014), notamment dans l'énergie et l'industrie. Le climat des affaires pour l'ensemble des secteurs s'est nettement amélioré depuis plusieurs mois : en mai 2015, l'indicateur qui le synthétise atteint 97, soit 6 points au-dessus de son niveau de septembre 2014 (91) mais il reste inférieur à sa moyenne de longue période (100). En revanche, l'indicateur du climat des affaires est repassé depuis début 2015 au-dessus de sa moyenne de long terme dans le commerce et l'industrie (*graphique 1*).

L'amélioration du climat conjoncturel suggère que l'activité progresserait de nouveau au deuxième trimestre (+0,3 %), mais plus modestement, par contrecoup du fort dynamisme de l'industrie et de l'énergie-eau-déchets en début d'année. La croissance de la production s'élèverait ensuite légèrement (+0,4 % par trimestre au second semestre), grâce notamment à un moindre repli dans la construction. En moyenne sur l'année, la production de biens et services augmenterait plus fortement en 2015 (+1,4 %), qu'en 2014 (+0,7 %).

1 - Indicateurs synthétiques en France, dans l'industrie, les services et le bâtiment



Source : Insee

Après un premier trimestre très dynamique, la production d'énergie se stabiliserait courant 2015

Suivant le profil des dépenses de chauffage, la production d'énergie a fortement progressé au premier trimestre 2015 (+3,8 %), après un repli marqué fin 2014 (-2,5 %). Au deuxième trimestre, elle reculerait à nouveau, mais plus modérément (-0,8 %), avant de retrouver au second semestre un rythme de croissance proche de sa tendance (+0,4 % puis +0,5 % aux troisième et quatrième trimestres). En moyenne sur l'année, la production d'énergie progresserait de 2,6 % en 2015, après un fort repli en 2014 (-3,5 %), année marquée par un hiver puis un automne doux.

Sur l'ensemble de l'année 2015, la production manufacturière croîtrait nettement

La production manufacturière a accéléré au premier trimestre 2015 (+1,3 % après +0,1 %), surtout du fait des branches de fabrication des matériels de transport (+5,6 %) et de cokéfaction-raffinage (+5,8 %).

Dans l'enquête de conjoncture dans l'industrie, le solde d'opinion sur la production passée a fortement augmenté entre mars et mai 2015, mais celui relatif aux perspectives personnelles de production a légèrement reculé depuis le début de l'année (*graphique 2*). Au deuxième trimestre, la production manufacturière continuerait ainsi d'augmenter (+0,3 %), mais moins qu'au trimestre précédent. Au second semestre, la production manufacturière resterait croissante (+0,3 % puis +0,4 %) avec une évolution supérieure à la croissance trimestrielle moyenne depuis 2000 (0,0 %).

Sur l'ensemble de l'année 2015, la production manufacturière progresserait de 2,0 % (après +0,3 % en 2014), soit sa plus forte hausse depuis 2011.

Dans la construction, l'activité continuerait de se replier

Au premier trimestre 2015, la production a continué de se dégrader dans la construction (-1,0 %, après -0,9 % au quatrième trimestre 2014), l'activité ayant de nouveau reculé dans le bâtiment comme dans les travaux publics.

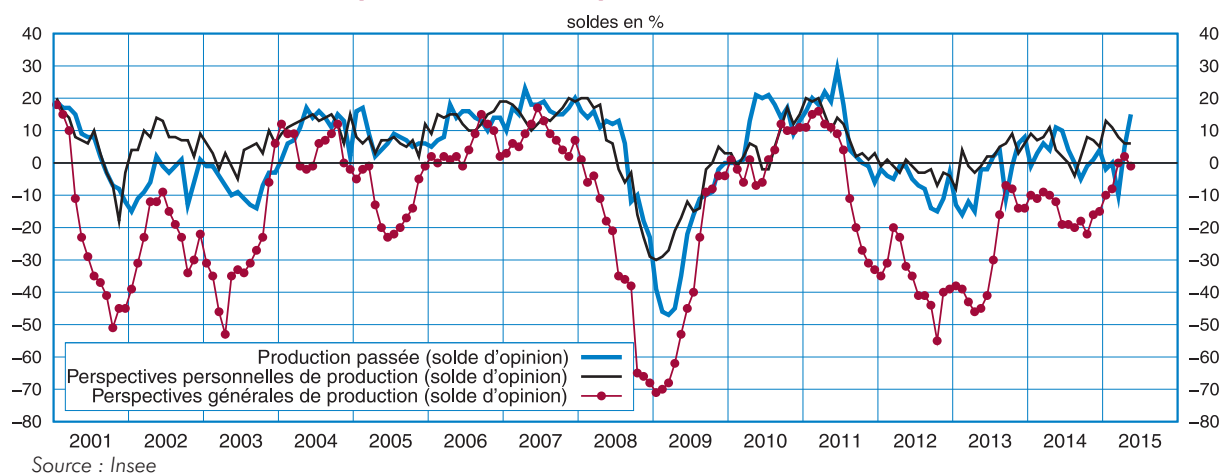
Dans le bâtiment, les entrepreneurs font état d'une activité dégradée et de carnets de commandes encore nettement inférieurs à la normale (*graphique 3*). Même si l'opinion des promoteurs concernant les perspectives de mises en chantier s'améliore depuis le début de l'année, le nombre de mises en chantier de bâtiments neufs a continué de baisser, plus particulièrement pour le logement individuel. Dans les travaux publics, les entrepreneurs restent pessimistes (*graphique 3*). Dans l'ensemble du secteur de la construction, la production continuerait de se dégrader au deuxième trimestre 2015 (-0,7 %) puis reculerait avec moins d'ampleur au second semestre (-0,4 % au troisième puis -0,2 % au quatrième trimestre). Sur l'ensemble de l'année 2015, la production baisserait de 3,2 % dans la construction, après -2,2 % en 2014, ce qui porterait à -14 % la contraction cumulée depuis 2008.

L'activité commerciale resterait dynamique

L'activité commerciale a nettement progressé au premier trimestre 2015 (+1,1 % après +0,4 % au dernier trimestre 2014), en raison notamment du dynamisme concomitant de la consommation des ménages et des exportations en biens manufacturés.

En mai 2015, le climat des affaires a progressé à la fois dans le commerce de gros et le commerce de détail et automobile ; il se situe désormais au-dessus de son niveau moyen. L'activité passée a été particulièrement soutenue dans le commerce

2 - Opinion relative à la production dans l'industrie



automobile : le solde correspondant est à son plus haut niveau depuis le début de l'enquête en 2003. Détaillants et grossistes restent optimistes pour l'avenir : dans les deux enquêtes, intentions de commandes et perspectives générales s'améliorent, les soldes étant passés au-dessus de leur moyenne. D'après les grossistes notamment, les échanges extérieurs seraient mieux orientés dans les prochains mois.

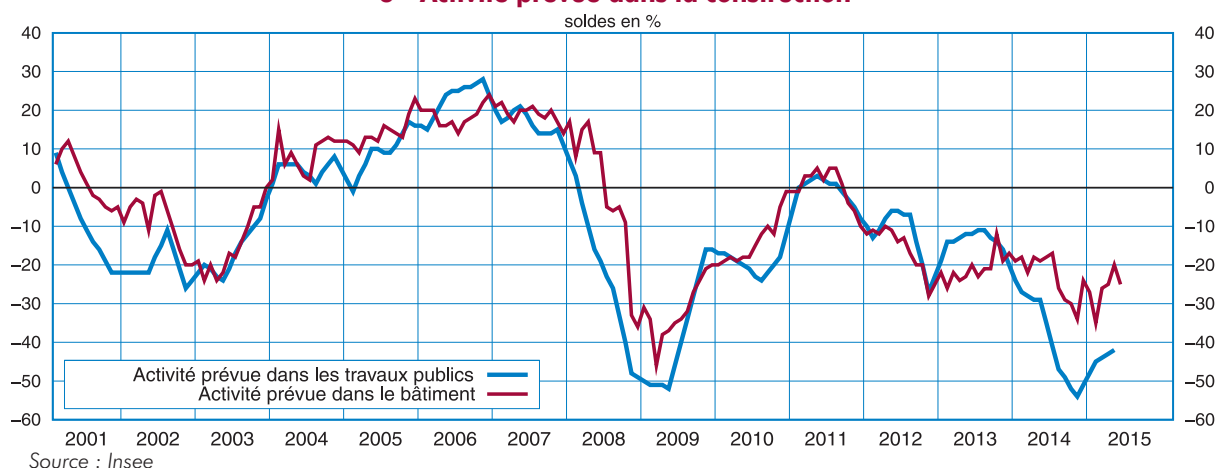
Au deuxième trimestre 2015, portée par une demande interne et externe restant soutenue, l'activité commerciale continuerait de croître, mais plus modérément (+0,7 %). Elle progresserait quasiment au même rythme jusqu'à la fin de l'année (+0,5 % puis +0,6 % par trimestre au second semestre 2015).

Dans les services marchands, l'activité accélérerait quelque peu

La production de services marchands (hors commerce) a accéléré au premier trimestre 2015 (+0,5 % après +0,2 % au quatrième trimestre 2014). L'activité a progressé dans toutes les branches des services à l'exception des transports (-0,1 % après +0,5 %). Elle a accéléré dans l'hébergement-restauration (+0,5 % après -0,1 %), l'information-communication (+1,1 % après +0,1 %) et les autres activités de services (+1,2 % après +0,5 %).

Selon les chefs d'entreprise, le climat conjoncturel dans les services – quasi stable depuis fin 2013 – s'améliore depuis le début de l'année. En mai, il s'établit à 94, un niveau qui demeure toutefois inférieur à sa moyenne de long terme (100).

3 - Activité prévue dans la construction



Production par branche au prix de l'année précédente chaînés

données CVS-CJO, en %

	Variations trimestrielles												Variations annuelles		
	2013				2014				2015				2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Agriculture (2 %)	-0,3	0,1	1,3	1,5	1,8	1,6	1,0	-0,2	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	0,0	5,4	-0,3
Branches manufacturières (20 %)	-0,2	2,1	-1,2	0,4	0,2	-0,6	0,6	0,1	1,3	0,3	0,3	0,4	-0,3	0,3	2,0
Énergie, eau, déchets (4 %)	0,7	1,4	-2,7	-1,1	-2,4	0,7	1,6	-2,5	3,8	-0,8	0,4	0,5	0,7	-3,5	2,6
Construction (8 %)	-0,1	0,9	0,1	-0,1	-0,7	-1,2	-1,0	-0,9	-1,0	-0,7	-0,4	-0,2	-0,4	-2,2	-3,2
Commerce (10 %)	0,3	1,0	0,0	0,7	-0,1	0,3	0,7	0,4	1,1	0,7	0,5	0,6	1,6	1,4	2,7
Services marchands hors commerce (41 %)	-0,3	0,6	0,0	0,4	0,3	0,2	0,4	0,2	0,5	0,4	0,5	0,6	0,5	1,1	1,6
Services non marchands (15 %)	0,3	0,6	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	1,4	1,3	1,4
Total (100 %)	-0,1	1,0	-0,3	0,4	0,1	0,0	0,4	0,0	0,7	0,3	0,4	0,4	0,5	0,7	1,4

Prévision

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

Source : Insee

L'activité continuerait ainsi d'accélérer modérément d'ici fin 2015 (+0,4 % au deuxième trimestre puis +0,5 % au troisième trimestre et +0,6 % au quatrième), proche de sa moyenne depuis 2000 (+0,5 % par trimestre). Sur l'ensemble de l'année 2015, la croissance de la production de services marchands hors commerce s'élèverait (+1,6 %, après +1,1 % en 2014).

L'activité ralentirait légèrement dans les services principalement non marchands

La production de services principalement non marchands a légèrement accéléré au premier trimestre 2015 (+0,4 % après +0,3 % au quatrième trimestre 2014). Elle augmenterait à un rythme similaire d'ici fin 2015 (+0,4 % au deuxième trimestre et +0,3 % par trimestre au second semestre). Au total, la production de la branche augmenterait de 1,4 % en 2015, soit un rythme très proche de celui des années précédentes (+1,3 % en 2014, +1,4 % en 2013). ■

Le découplage entre l'industrie et les services dans les enquêtes de conjoncture ne devrait pas perdurer

Depuis plus de deux ans, les enquêtes de conjoncture de l'Insee font apparaître un découplage entre le climat des affaires dans l'industrie, au-dessus de sa moyenne au printemps 2015, et celui dans les services, nettement inférieur. L'écart est ainsi de 9 points en mai 2015.

Un tel découplage s'observe également au niveau de la croissance de la production (mesurée dans les comptes nationaux). Une telle différence de climat n'est pas inédite et l'analyse des épisodes précédents montre qu'un écart persistant supérieur à 5 points se résorbe sur une période de l'ordre de 8 mois en moyenne. En revanche, les précédents épisodes ne permettent pas d'assurer si ce décalage entre climats sectoriels peut se résorber « par le haut » ou « par le bas ».

Un écart persistant entre les climats des affaires dans l'industrie et dans les services

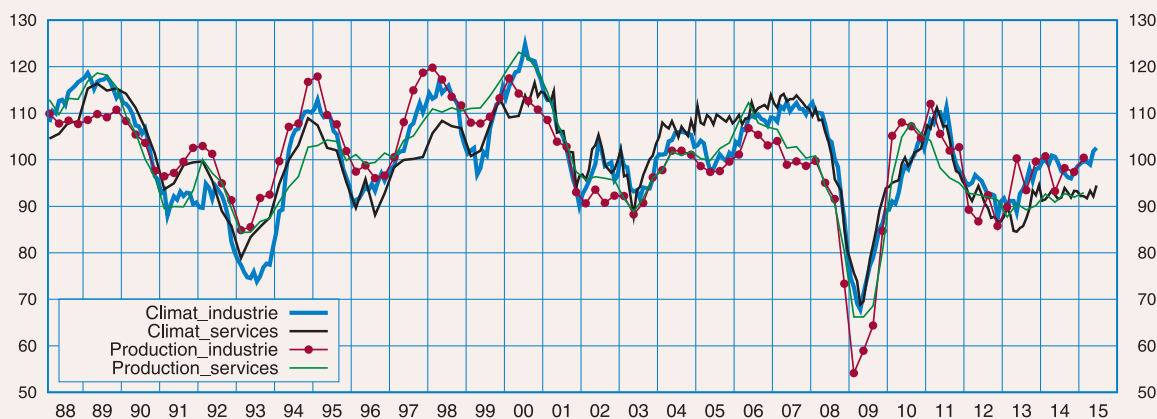
L'opinion des industriels s'est nettement améliorée depuis l'automne 2014. Le climat des affaires se situe en mai à 103, au-dessus de sa moyenne de longue période (100). Les soldes d'opinion correspondant aux perspectives

personnelles et aux perspectives générales de production se situent au-dessus de leur moyenne de long terme depuis plusieurs mois ; cette amélioration s'observe également dans les carnets de commande étrangers qui ont rebondi depuis octobre 2014 pour atteindre en avril 2015 leur plus haut niveau depuis juillet 2011.

À l'inverse, dans les services, le climat des affaires reste nettement inférieur depuis mi-2011, à 94 en mai 2015. Depuis décembre 2013, il oscille entre 91 et 94, bien en dessous de sa moyenne de longue période. Les principaux soldes, relatifs à l'activité, à la demande prévue et aux perspectives générales, se situent tous à un niveau bas.

Un tel découplage sectoriel dans les enquêtes de conjoncture se retrouve en général dans l'activité des entreprises, telle que retracée par les comptes nationaux (graphique 1) : le glissement annuel de la production manufacturière est début 2015 (+1,3 %) proche de sa moyenne de longue période (+1,2 % entre 1982 et 2014). Au contraire, avec la même hausse au premier trimestre 2015 (+1,3 %), la production de services marchands (hors commerce) est nettement moins dynamique qu'en moyenne sur longue période (+2,8 % par an).

1 - Climats des affaires et production dans l'industrie et les services



Note de lecture : Les climats des affaires dans l'industrie et les services sont mensuels. La production est représentée par la variation en glissement annuel de la production manufacturière et de la production dans les services marchands hors commerce. Les séries sont normalisées de moyenne 100 et d'écart-type 10.
Source : Insee

De tels décalages sectoriels ne sont pas inédits et se résorbent en général

Ce découplage conjoncturel entre les services et l'industrie, même s'il n'a pas toujours été aussi prononcé par le passé, n'est pas inédit. Par exemple, entre 1997 et 1999, le climat des affaires dans l'industrie s'est situé très au-dessus du climat dans les services ; cet écart reflétait bien une divergence en termes de production, telle que mesurée par les comptes nationaux. Comme c'est le cas actuellement, l'industrie manufacturière était alors portée par une demande extérieure bien orientée. En revanche, le climat des affaires dans les services avait longtemps stagné et n'était reparti qu'en octobre 1997.

En moyenne, l'écart en valeur absolue entre le climat des affaires dans l'industrie et celui des services est de 4 points. En mai 2015, l'écart entre les deux climats est supérieur à 5 points pour le septième mois consécutif. Depuis 1988, 10 épisodes d'un tel décalage en valeur absolue pendant au moins 3 mois se sont produits et ont perduré en moyenne 8 mois, mais parfois plus longtemps : notamment entre juin 1997 et août 1998, ou encore entre février et novembre 2005. Dans le premier cas, l'écart s'est résorbé « par le bas », suite à une baisse du climat dans l'industrie ; dans le second

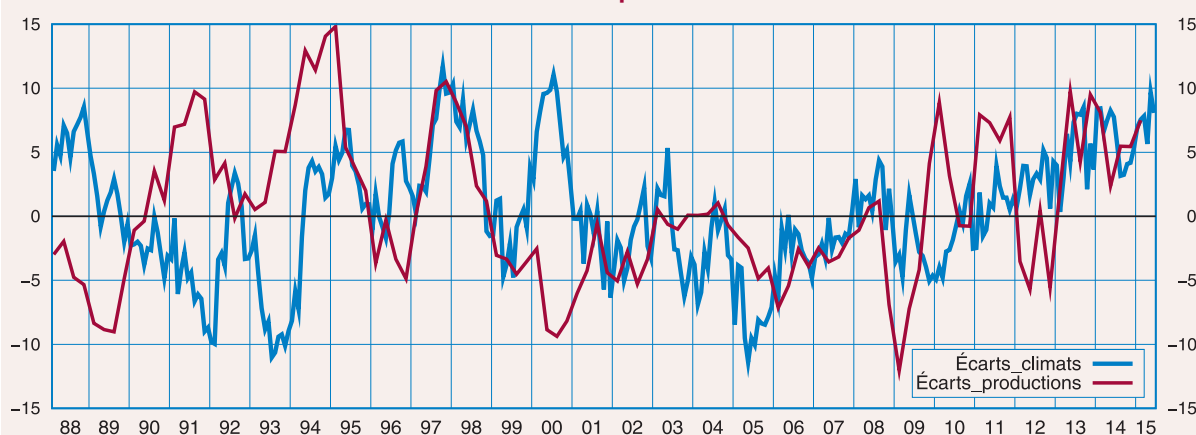
cas, à l'inverse, une résorption « par le haut » s'est traduite par une hausse du climat dans l'industrie qui a rejoint le niveau du climat dans les services.

Ces décalages de climats entre industrie et services correspondent le plus souvent à des écarts de croissance de la production, notamment depuis le milieu des années 2000 (*graphique 2*). Toutefois, ce n'est pas toujours le cas (notamment au début des années 2000) et le lien statistique sur longue période n'est pas significatif.

Dans les comptes nationaux, pour un trimestre donné, il y a une forte corrélation entre les croissances respectives des branches des services et de l'industrie : via les consommations intermédiaires, les fluctuations d'activité d'une branche entraînent l'autre.

En revanche, les effets d'entraînement sur les trimestres futurs n'apparaissent pas clairement en termes statistiques. En ce sens, on ne peut déduire, avec cette seule analyse statistique, si la branche des services sera « suiveuse » de l'industrie et bénéficier à court terme de l'amélioration de l'activité manufacturière, ou bien à l'inverse, si la stagnation dans les services peut freiner l'amélioration à l'œuvre dans l'industrie. ■

2 - Écarts entre les climats des affaires et les productions dans l'industrie et les services



Note de lecture : La série des écarts de climats est calculée par différence du climat des affaires dans l'industrie et de celui dans les services. La série des écarts de production est calculée par différence de la production en glissement annuel dans l'industrie manufacturière et de la production en glissement annuel dans les services marchands hors commerce. Les séries de climats et de productions sont normalisées de moyenne 100 et d'écart-type 10.

Source : Insee

Environnement international de la France

Au premier trimestre 2015, l'activité a légèrement ralenti dans les pays avancés (+0,3 % après +0,5 % au quatrième trimestre 2014) : en effet, le PIB américain a reculé (-0,2 % après +0,5 %) et l'activité britannique a été un peu moins vigoureuse (+0,3 % après +0,6 %). En sens inverse, l'activité a une nouvelle fois accéléré dans la zone euro (+0,4 % après +0,3 %) ainsi que, dans une plus large mesure, au Japon (+1,0 % après +0,3 %). Dans les pays émergents, la conjoncture est restée morose, notamment en Chine où l'activité a de nouveau ralenti.

Dans les pays avancés, l'activité serait soutenue jusqu'à la fin de l'année 2015. Plusieurs facteurs favorables y concourent : côté production, le climat des affaires se situe à un niveau élevé ; côté demande, la consommation des ménages profiterait notamment du surcroît de leur pouvoir d'achat généré par la baisse passée du prix du pétrole et par le dynamisme des salaires. Le découplage conjoncturel entre les pays anglo-saxons et la zone euro s'amenuiserait. L'activité japonaise progresserait modérément, soutenue par le redressement de la demande intérieure.

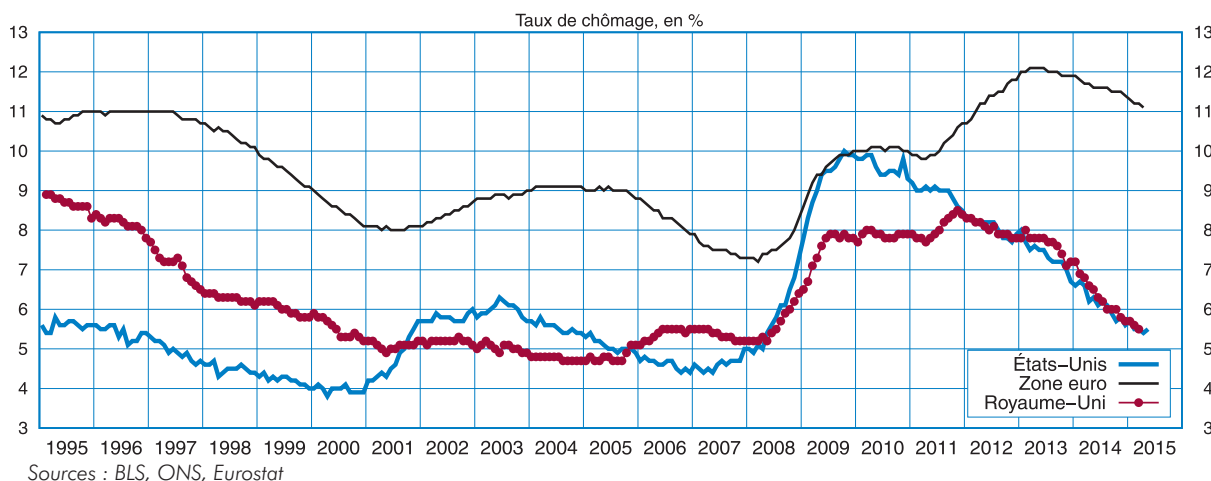
Dans les pays émergents, l'activité continuerait de tourner au ralenti : le Brésil et la Russie seraient en récession sur l'ensemble de l'année, tandis que la Chine devrait connaître sa plus faible croissance depuis 1990.

Les politiques monétaires des pays occidentaux divergeraient

En mars 2015, la Banque centrale européenne (BCE) a commencé à mettre en œuvre son nouveau programme d'achats de titres, y compris de dette publique, à hauteur de 60 milliards d'euros par mois jusqu'en 2016. Cette politique entraîne une forte hausse de la taille de son bilan. Elle a contribué à améliorer les conditions du crédit aux agents privés, et permis d'enrayer la baisse des anticipations d'inflation des marchés. En revanche, si l'inflation totale a cessé de baisser à la suite de la stabilisation des prix du pétrole, l'inflation sous-jacente reste pour l'heure très faible, atteignant à peine +0,6 % sur un an en mai 2015. Alors qu'il baissait de manière presque ininterrompue depuis mi-2014, notamment par anticipation des mesures d'assouplissement monétaire de la BCE, le cours de l'euro par rapport au dollar a rebondi à partir d'avril 2015, tout en restant environ 20 % en dessous de sa valeur de mi-2014.

Aux États-Unis, l'inflation sous-jacente reste plus élevée (+1,8 % sur un an en avril 2015) et compatible avec la cible de moyen terme de la Réserve fédérale, même si la lenteur de la reprise et l'appréciation récente du dollar pèsent sur les prix. De solides perspectives d'activité, un léger regain d'inflation et surtout l'amélioration constante du marché du travail (*graphique 1*) rapprochent la fin du statu quo de la politique monétaire. La Réserve

1 - Le marché du travail continue de s'améliorer



fédérale relèverait ainsi ses taux directeurs avant la fin de l'année, perspective qui soutient le cours du dollar. Au Royaume-Uni, le relèvement des taux se ferait attendre un peu plus longtemps : l'inflation y est en effet plus faible et les salaires encore peu dynamiques.

Portée par la demande intérieure, l'activité serait soutenue dans les pays avancés

La chute des prix du pétrole entamée à l'été 2014 s'est interrompue mi-janvier 2015, lorsque les producteurs américains de pétrole non conventionnel et les grandes compagnies pétrolières ont commencé à ajuster leurs décisions d'investissement à un prix du pétrole faible. Si le prix du Brent a augmenté depuis le début de l'année, il reste bas : en mai 2015, à 65 \$ le baril, il se situe environ 40 % en dessous de sa valeur un an plus tôt. Dans les pays avancés, cette forte baisse a donné plus de pouvoir d'achat aux ménages, favorisant leur consommation et leur épargne au premier trimestre (*graphique 2*). D'ici fin 2015, les ménages ajusteraient leur épargne et profiteraient de ce surcroît de pouvoir d'achat pour augmenter de nouveau leurs dépenses de consommation, ce qui soutiendrait l'activité.

Ainsi, l'économie américaine croîtrait à nouveau dès le deuxième trimestre (+0,5 %), croissance qui se maintiendrait jusqu'à la fin de l'année (+0,6 % par trimestre au second semestre). En dépit d'un léger ralentissement de l'emploi, le revenu des ménages progresserait vigoureusement, soutenu par une progressive accélération des salaires. L'investissement des entreprises rebondirait après s'être contracté au premier trimestre, puis conserverait une progression soutenue, dans le sillage de l'activité. En revanche, l'appréciation passée du dollar continuerait de peser sur le commerce extérieur.

Au Royaume-Uni, l'activité accélérerait au deuxième trimestre (+0,6 %) puis resterait soutenue au second semestre (+0,5 % par trimestre), entraînée par la vigueur de la demande intérieure, alors que les salaires commenceraient à accélérer. À l'inverse, l'appréciation passée de la livre continuerait de peser sur l'activité.

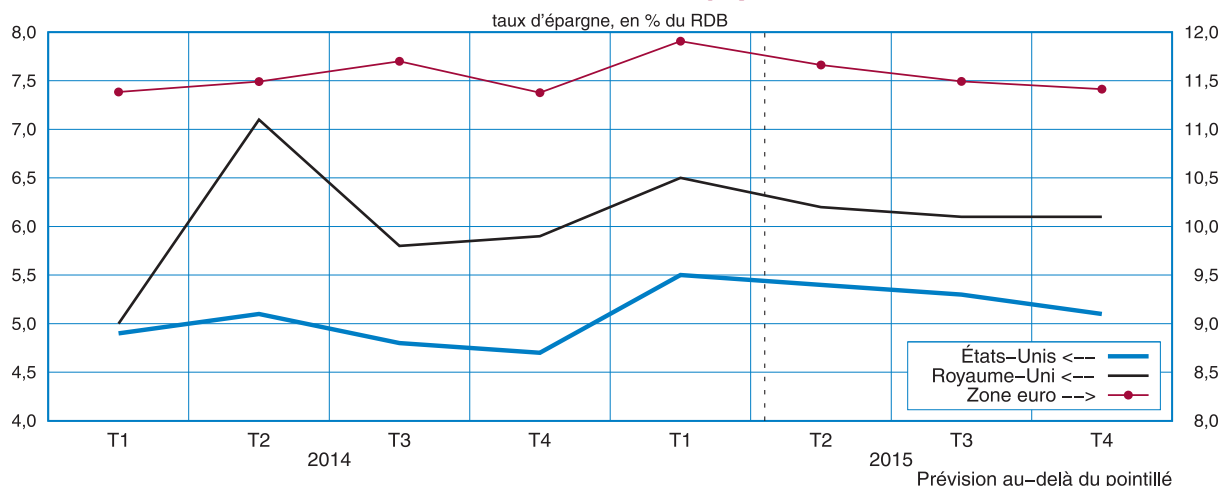
Au Japon, l'activité se redresserait, portée par l'investissement des entreprises, après une récession en 2014. Néanmoins, la consommation privée resterait enclavée à un niveau inférieur à ce que le pays connaissait avant la hausse de TVA d'avril 2014. Ce choc de TVA et la très modeste progression des salaires nominaux ont en effet fortement pesé sur le pouvoir d'achat des ménages.

En zone euro, la reprise se poursuivrait (+0,4 % au deuxième trimestre, +0,5 % par trimestre au second semestre), portée par la consommation des ménages et l'accélération progressive de l'investissement. Les divergences ne s'atténueraient pas complètement au sein de la zone : l'Espagne et l'Allemagne en seraient les moteurs, tandis que l'Italie serait plus en retrait.

La situation resterait morose dans les pays émergents

Début 2015, le climat conjoncturel, déjà morose, s'est détérioré dans la plupart des grands pays émergents, notamment en Chine où l'activité a une nouvelle fois ralenti, mais également au Brésil et en Russie : sur l'ensemble de l'année 2015, ces deux pays seraient en récession. Au deuxième trimestre, le climat des affaires y reste relativement dégradé par rapport à celui des pays avancés (*graphique 3*), ce qui perdurerait d'ici fin 2015. Ainsi, en Chine, la production industrielle continuerait de fléchir et l'investissement privé, notamment immobilier, ralentirait de nouveau, en dépit d'une politique monétaire plus expansionniste.

2 - Le fort regain de pouvoir d'achat se transmettrait progressivement à la consommation dans les pays avancés



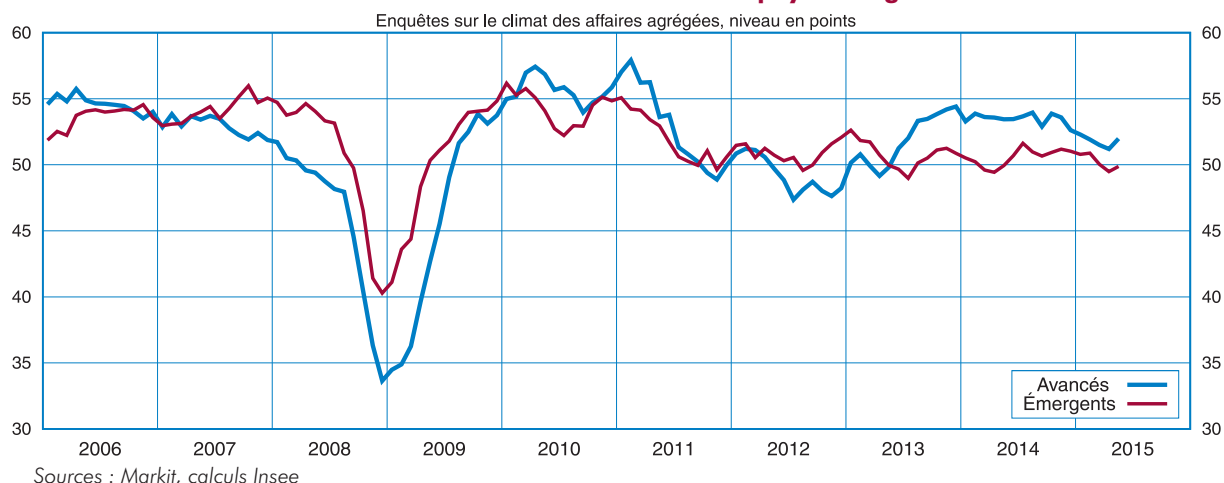
Sources : BEA, ONS, Eurostat

Conjoncture française

La faiblesse conjoncturelle des économies asiatiques, ainsi que les effets de la grève des dockers américains sur les échanges entre les États-Unis et l'Asie, sont partiellement responsables d'une forte contraction du commerce mondial au premier trimestre (-1,5 % après +1,2 %). Celui-ci rebondirait nettement au deuxième trimestre (+1,8 %), puis continuerait de

progresser de façon plus modérée (+1,3 % puis +1,5 % au second semestre). Les exportations françaises étant moins exposées aux pays d'Asie émergente, la demande mondiale adressée à la France aurait un profil moins heurté au premier semestre (+0,8 % puis +1,0 %). Au second semestre, elle progresserait un peu plus rapidement (+1,2 % par trimestre). ■

3 - Pas d'amélioration en vue dans les pays émergents



Synthèse du scénario international

	2014				2015				2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
PIB des économies avancées	0,2	0,4	0,6	0,5	0,4	0,5	0,6	0,6	1,8	1,9
Commerce mondial	-0,2	0,6	2,0	1,2	-1,5	1,8	1,3	1,5	3,3	3,0
Importations des économies avancées	0,4	0,8	1,0	1,0	1,1	1,0	1,4	1,4	2,9	4,4
Importations des économies émergentes	0,4	-1,0	3,6	1,5	-4,3	2,6	1,2	1,6	4,0	1,2

Prévision

Note de lecture : les données d'importations, d'exportations et de commerce mondial concernent les seuls biens.
Sources : Instituts statistiques nationaux, Centraal Plan Bureau, Fonds monétaire international, prévisions Insee

Échanges extérieurs

Au premier trimestre 2015, les exportations ont ralenti (+0,9 % après +2,5 %), notamment en produits manufacturés (+1,0 % après +3,1 %). Elles accéléreraient au deuxième trimestre (+1,4 %), grâce à une demande extérieure plus dynamique et sous l'effet favorable de la forte dépréciation de l'euro début 2015. Ensuite, elles continueraient de croître à un rythme élevé (+1,2 % par trimestre).

Les importations ont nettement accéléré au premier trimestre 2015 (+2,3 % après +1,5 %), en particulier les achats de biens aéronautiques et de pétrole brut. Par contre-coup, elles ralentiraient nettement au deuxième trimestre (+0,3 %), puis retrouveraient une croissance en ligne avec la demande intérieure au second semestre (+1,0 % au troisième trimestre puis +1,1 % au quatrième).

Après avoir pesé négativement sur la croissance au premier trimestre 2015 (-0,5 point), la contribution du commerce extérieur serait positive au deuxième trimestre (+0,3 point) et neutre ensuite. En moyenne en 2015, le commerce extérieur amputerait la croissance de 0,2 point, après -0,5 point en 2014.

Le commerce mondial rebondirait au deuxième trimestre puis resterait relativement dynamique

Au premier trimestre 2015, le commerce mondial s'est contracté (-1,5 % après +1,2 % le trimestre précédent). Les échanges des pays asiatiques ont nettement reculé, tout comme ceux des États-Unis,

principalement sous l'effet de la grève des dockers américains. Au deuxième trimestre, le commerce mondial rebondirait par contre-coup (+1,8 %), traduisant un retour à la normale des échanges. Il retrouverait ensuite un rythme plus modéré (+1,3 % au troisième trimestre puis +1,5 % au quatrième), un peu en-deçà de son rythme d'avant-crise (+1,6 % par trimestre entre 2000 et 2007).

Malgré le recul du commerce mondial, la demande adressée à la France n'a que légèrement fléchi au premier trimestre (+0,8 %) grâce au dynamisme des importations de ses principaux partenaires (*graphique 1*). Elle accélérerait légèrement au deuxième trimestre (+1,0 %), sous l'effet du rebond des importations des pays émergents. Au second semestre, elle retrouverait un rythme de progression proche de sa tendance depuis 2010 (+1,2 % par trimestre). Étant donnée la composition géographique des exportations françaises, la demande mondiale adressée à la France serait surtout soutenue par le dynamisme des pays avancés (*graphique 2*), alors que la contribution des pays émergents serait inférieure en 2015 (+0,1 point en moyenne par trimestre) à sa moyenne de longue période (+0,4 point entre début 2000 et mi-2013).

Les exportations accéléreraient au deuxième trimestre 2015

Au premier trimestre 2015, les exportations françaises de biens et services ont ralenti (+0,9 % après +2,5 %, *tableau*), comme attendu dans la Note de conjoncture de mars. En particulier, les

Prévision de croissance des échanges extérieurs

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

Prévision

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

Conjoncture française

exportations de matériels de transport ont nettement décéléré après avoir été très dynamiques fin 2014 (-0,9 % après +11,1 %). En revanche, les exportations de biens d'équipement ont accéléré (+2,6 % après +1,3 %) ainsi que celles des autres produits industriels (+1,3 % après 0,0 %).

Au deuxième trimestre 2015, les exportations accéléreraient (+1,4 %), soutenues par une demande mondiale plus dynamique et la dépréciation passée du taux de change effectif réel. Les exportations de produits manufacturés, notamment, croîtraient plus vite (+1,6 % après +1,0 %).

Au second semestre 2015, les exportations augmenteraient à un rythme légèrement moins soutenu, de +1,2 % par trimestre : le taux de change effectif réel se stabiliserait, mais la demande adressée à la France soutiendrait les ventes. Les exportations de biens manufacturés, notamment, ralentiraient légèrement (+1,4 % puis +1,3 %, *graphique 3*). Les exportations de services augmenteraient à un rythme proche de

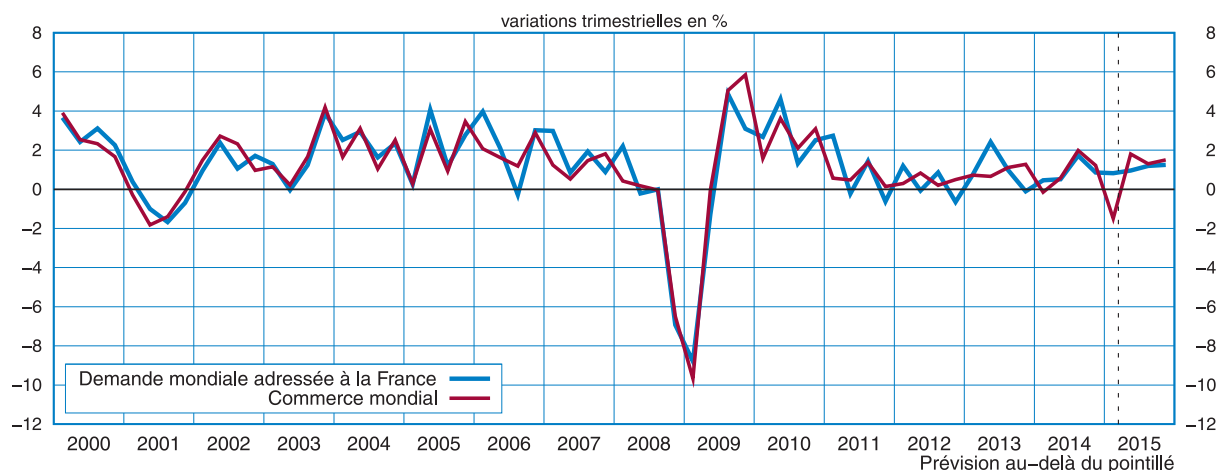
leur tendance (+1,3 % par trimestre). Sur l'ensemble de l'année 2015, les exportations progresseraient de 5,2 %, après +2,4 % en 2014.

Les importations ralentiraient nettement au deuxième trimestre 2015

Au premier trimestre 2015, les importations de biens et services ont accéléré (+2,3 % après +1,5 %, *tableau*), portées par le dynamisme des importations manufacturières (+2,2 % après +1,4 %). En particulier, les importations de matériel de transports se sont vivement accrues (+7,1 % après +0,4 %), notamment du fait d'achats particulièrement importants de produits aéronautiques. De même, les importations d'énergie ont nettement accéléré (+8,5 % après +1,7 %), notamment celles de pétrole brut.

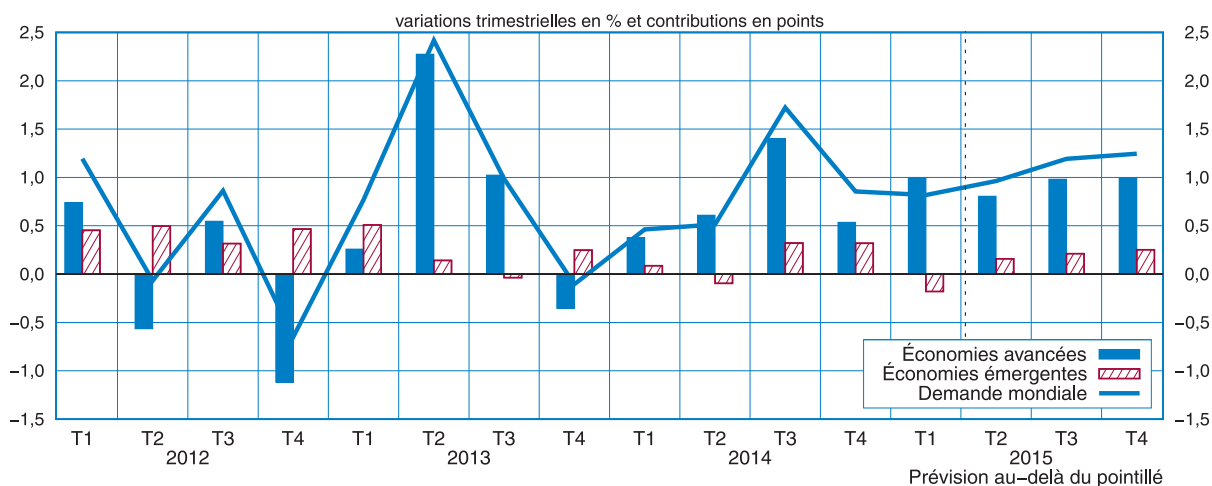
Par contrecoup de ces fortes hausses ponctuelles, les importations totales seraient quasi stables au deuxième trimestre (+0,3 %). Les achats de produits manufacturés ralentiraient (+0,8 %) et les achats d'énergie se contracteraient (-5,5 %).

1 - Demande mondiale adressée à la France et commerce mondial



Sources : Insee, DG Trésor, Centraal Plan Bureau

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

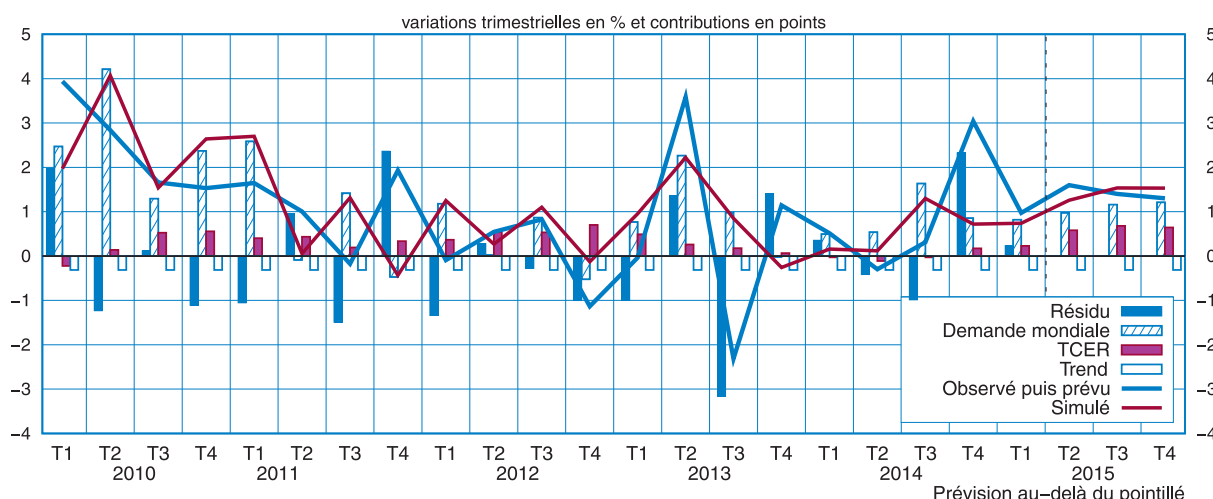


Sources : Insee, DG Trésor, Centraal Plan Bureau

Au second semestre 2015, les importations accéléreraient à nouveau (+1,0 % puis +1,1 %), notamment les achats de produits manufacturés (+1,5 % en moyenne par trimestre), en phase avec la demande intérieure. Les importations énergétiques (-1,0 % par trimestre) et celles de services (+0,9 % en moyenne par trimestre) retrouveraient un rythme proche de leur tendance. En 2015, les importations augmenteraient de 5,6 % en moyenne annuelle, après +3,9 % en 2014.

Sur l'ensemble de l'année 2015, la contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB serait négative (-0,2 point), mais pèserait moins sur la croissance qu'en 2014 (-0,5 point). Elle serait à nouveau positive au deuxième trimestre (+0,3 point) puis neutre au second semestre 2015. ■

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



Note de lecture - TCER : taux de change effectif réel
Source : Insee

L'amélioration du climat des affaires dans l'industrie depuis fin 2014 résulte des entreprises exportatrices

Depuis juillet 2014, la baisse du prix du pétrole et la dépréciation de l'euro offrent aux entreprises industrielles françaises des conditions favorables à leur activité. De fait, l'opinion des chefs d'entreprise s'est nettement améliorée et, en mai 2015, le climat des affaires dans l'industrie se situe 6 points au-dessus de son niveau de juillet 2014. Les entreprises fortement exportatrices (celles qui réalisent plus du quart de leur chiffre d'affaires à l'étranger) contribuent pour 5 points à cette évolution (graphique).

Le climat des affaires dans l'industrie au plus haut depuis l'été 2011

Le climat des affaires dans l'industrie a progressé de 3 points depuis le début de l'année 2015 ; il se situe en mai à 103, au plus haut depuis août 2011. Cette embellie se retrouve dans la nette accélération de la production manufacturière au premier trimestre 2015 (+1,3 % après +0,1 % fin 2014). Si elle se confirme, cette embellie laisse présager un net rebond de la production industrielle en 2015, après quatre années de croissance décevante.

La progression du climat des affaires dans l'industrie depuis le début de l'année s'explique principalement par l'amélioration de l'opinion des chefs d'entreprises fortement exportatrices sur leur activité (tableau 1).

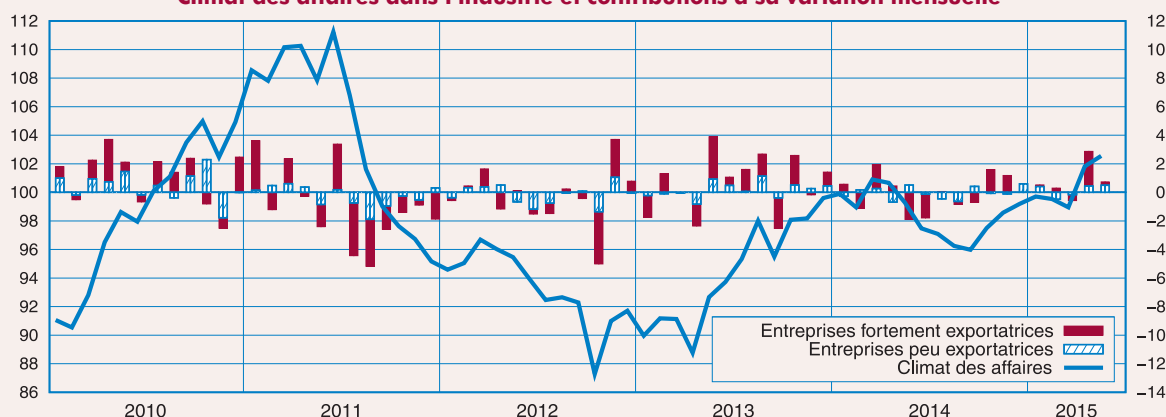
En particulier, elles ont été les principales contributrices à la nette progression du solde sur la production passée depuis le début de l'année. Portées par des carnets de commandes à

l'exportation jugés désormais supérieurs à leur niveau normal, elles expliquent également à elles seules l'amélioration du solde d'opinion sur les carnets de commandes globaux depuis janvier 2015, tandis que la contribution des entreprises peu exportatrices est quasi stable depuis le début de l'année.

La compétitivité des entreprises s'améliore nettement hors Union européenne

Même si les industriels français signalent une amélioration de la conjoncture, ils restent globalement pessimistes sur leur compétitivité sur le marché français et à l'intérieur de l'Union européenne. Les soldes d'opinion correspondants se situent en dessous de leur niveau moyen (tableau 2). En revanche, les industriels se montrent bien plus optimistes sur leur compétitivité à l'extérieur de l'Union. Le solde d'opinion correspondant a progressé de 15 points depuis juillet 2014 et se situe très largement au-dessus de sa moyenne de long terme. Les entreprises de l'agroalimentaire et des biens d'équipement ont été les premières à contribuer à l'amélioration de ce solde, suivies des « autres industries ». Les entreprises fortement exportatrices, qui bénéficient depuis début 2015 de l'accentuation de la dépréciation de l'euro, ont d'ailleurs été nettement plus nombreuses qu'en moyenne à signaler une baisse de leur prix de vente à l'exportation au premier trimestre 2015. ■

Climat des affaires dans l'industrie et contributions à sa variation mensuelle



Lecture : En avril 2015, le climat des affaires se situe à 101,8 dans l'industrie. Il progresse de 2,9 points par rapport à mars. Les entreprises fortement exportatrices contribuent pour 2,4 points à cette évolution.

Source : Insee

1 - Opinion des industriels sur leur activité et contributions

Soldes d'opinion, % CVS

	Moyenne (1)	2014		2015	
		Juillet	Octobre	Janvier	Avril
Production passée	3	4	-1	-2	5
contribution des entreprises peu exportatrices	0	0	-3	-1	-2
contribution des entreprises exportatrices	3	4	3	-1	7
Perspectives personnelles de production	5	0	8	13	6
contribution des entreprises peu exportatrices	1	-1	1	1	2
contribution des entreprises exportatrices	4	1	7	12	3
Niveau des stocks	12	12	12	13	8
contribution des entreprises peu exportatrices	8	10	11	9	8
contribution des entreprises exportatrices	3	2	1	3	0
Carnets de commandes globaux	-19	-23	-23	-21	-18
contribution des entreprises peu exportatrices	-10	-9	-11	-9	-11
contribution des entreprises exportatrices	-9	-14	-12	-12	-7
Carnets de commandes étrangers	-15	-21	-22	-15	-8
contribution des entreprises peu exportatrices	2	5	5	5	6
contribution des entreprises exportatrices	-16	-27	-27	-20	-14
Perspectives générales de production	-10	-19	-22	-10	2
contribution des entreprises peu exportatrices	-9	-13	-17	-10	-3
contribution des entreprises exportatrices	0	-6	-5	0	5

Lecture : En avril 2015, le solde d'opinion sur la production passée se situe à 5. Les entreprises peu exportatrices contribuent pour -2 à ce solde (c'est-à-dire une contribution inférieure à la moyenne) et les entreprises fortement exportatrices pour 7.

(1) Depuis février 1990

2 - Opinion des industriels sur leur compétitivité et contributions

Soldes d'opinion, % CVS

	Moyenne (2)	2014		2015	
		Juillet	Octobre	Janvier	Avril
Position compétitive sur le marché français	1	-3	-7	0	-2
contribution des entreprises peu exportatrices	-5	-9	-11	-7	-8
contribution des entreprises exportatrices	6	7	4	7	6
Position compétitive à l'intérieur de l'Union européenne	-1	-1	-8	-3	-2
contribution des entreprises peu exportatrices	-2	-1	-2	-1	-1
contribution des entreprises exportatrices	2	0	-6	-2	-1
Position compétitive à l'extérieur de l'Union européenne	-1	-7	-3	0	8
contribution des entreprises peu exportatrices	-2	-2	-3	-2	-2
contribution des entreprises exportatrices	1	-4	0	2	9
Évolution passée des prix	4	-2	-12	-9	-5
contribution des entreprises peu exportatrices	3	-4	-5	-5	-5
contribution des entreprises exportatrices	1	2	-7	-4	0
Évolution passée des prix à l'exportation	2	-2	0	-2	-14
contribution des entreprises peu exportatrices	2	1	1	0	1
contribution des entreprises exportatrices	0	-4	-1	-2	-14

Lecture : En avril 2015, le solde d'opinion sur la position compétitive sur le marché français se situe à -2. Les entreprises peu exportatrices contribuent pour -8 à ce solde et les entreprises fortement exportatrices à 6.

(2) Depuis juillet 1997

Source : Insee, enquêtes mensuelles de conjoncture dans l'industrie

Emploi

Au premier trimestre 2015, l'emploi s'est quasiment stabilisé dans les secteurs marchands non agricoles (-1 000 postes). Il accélérerait légèrement d'ici la fin de l'année, porté par une activité mieux orientée et un enrichissement de la croissance en emplois généré par le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi et le Pacte de responsabilité et de solidarité. En 2015, l'emploi marchand progresserait ainsi de 41 000 postes (après une baisse de 45 000 postes en 2014).

Dans les secteurs non marchands, l'emploi continuerait d'augmenter (+53 000 postes en 2015, après +67 000 en 2014), du fait notamment du nombre accru de bénéficiaires de contrats aidés.

Au total, l'emploi progresserait de 114 000 postes en 2015 (après +41 000 en 2014), avec une nette accélération au second semestre (+71 000 postes, après +43 000 au premier semestre).

L'emploi marchand se redresserait en 2015

En 2014, l'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a fortement reculé (-45 000 postes sur un an en fin d'année, [tableau 1](#)), la baisse étant particulièrement marquée au troisième trimestre (-50 000). Au premier trimestre 2015, l'emploi marchand s'est quasiment stabilisé (-1 000 postes) : la baisse

persistante des effectifs dans l'industrie et la construction, ainsi que le repli de l'intérim, ont été plus que compensés par l'accélération de l'emploi dans le secteur tertiaire hors intérim.

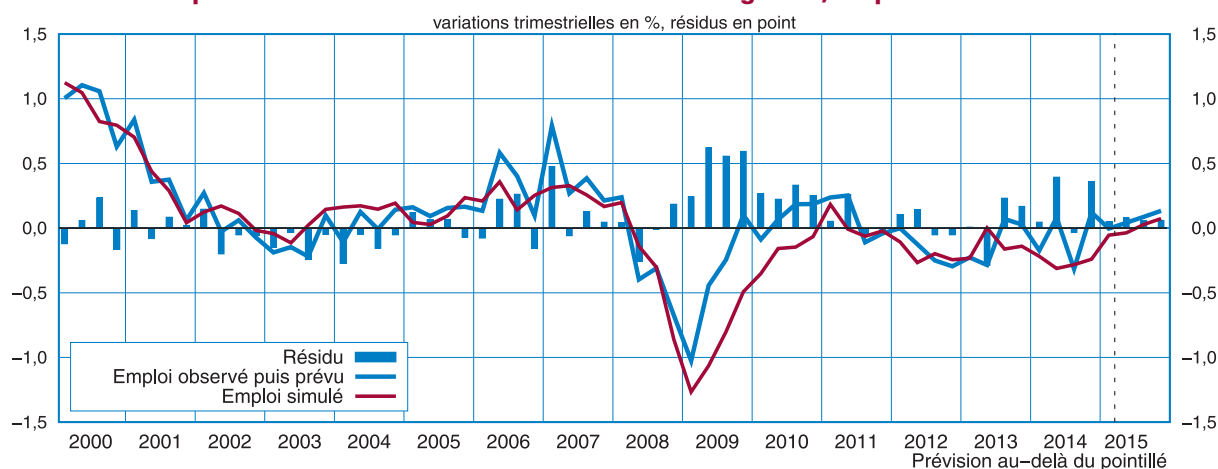
À partir du deuxième trimestre 2015, l'emploi des secteurs marchands accélérerait progressivement, bénéficiant d'une activité globalement plus dynamique ainsi que des effets d'enrichissement de la croissance en emplois du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi et du Pacte de responsabilité et de solidarité ([graphiques 1 et 2](#)). Au total, après trois années consécutives de baisse, l'emploi marchand non agricole augmenterait en 2015 (+41 000 postes), avec une nette accélération au second semestre (+35 000, après +6 000 au premier semestre).

L'intérim augmenterait légèrement et l'emploi tertiaire hors intérim accélérerait

En 2014, l'emploi a légèrement augmenté dans le secteur tertiaire marchand hors intérim (+35 000 postes). Au premier trimestre 2015, la hausse de l'emploi dans ce secteur (+27 000 postes) a plus que compensé la baisse de l'emploi intérimaire (-9 000 postes).

À partir du deuxième trimestre 2015, les différents secteurs utilisateurs feraient à nouveau davantage appel à l'intérim et le nombre d'intérimaires augmenterait un peu sur l'ensemble de l'année 2015 (+10 000). Dans le secteur tertiaire hors intérim, le jugement des chefs d'entreprises

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



Note de 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

sur l'évolution de leurs effectifs s'améliore depuis avril. En outre, d'ici la fin de l'année 2015, l'activité dans les services accélérerait légèrement, de sorte que l'emploi hors intérim s'élèverait encore un peu plus vite (+64 000 postes au second semestre après +42 000 au premier).

Au total, l'emploi tertiaire marchand augmenterait de 116 000 en 2015 (+42 000 postes au premier semestre, puis +74 000 au second).

Le recul de l'emploi industriel s'atténuerait

L'emploi industriel hors intérim¹ a diminué de 35 000 postes en 2014, avec des baisses équivalentes sur les deux semestres.

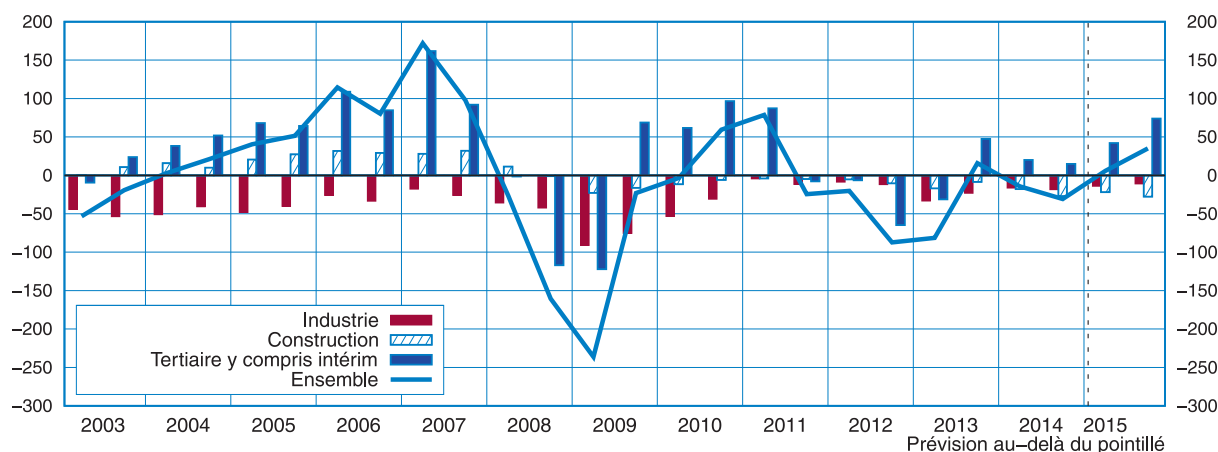
(1) Dans les chiffres publiés par l'Insee, les intérimaires sont comptabilisés dans le secteur tertiaire même s'ils effectuent une mission dans l'industrie ou la construction.

Dans les enquêtes de conjoncture, les anticipations des industriels en termes d'emploi suggèrent que les effectifs continueraient de diminuer au cours des prochains trimestres ; le recul serait toutefois légèrement plus modéré grâce à l'accélération de l'activité (-14 000 postes au premier semestre, puis -11 000 au second).

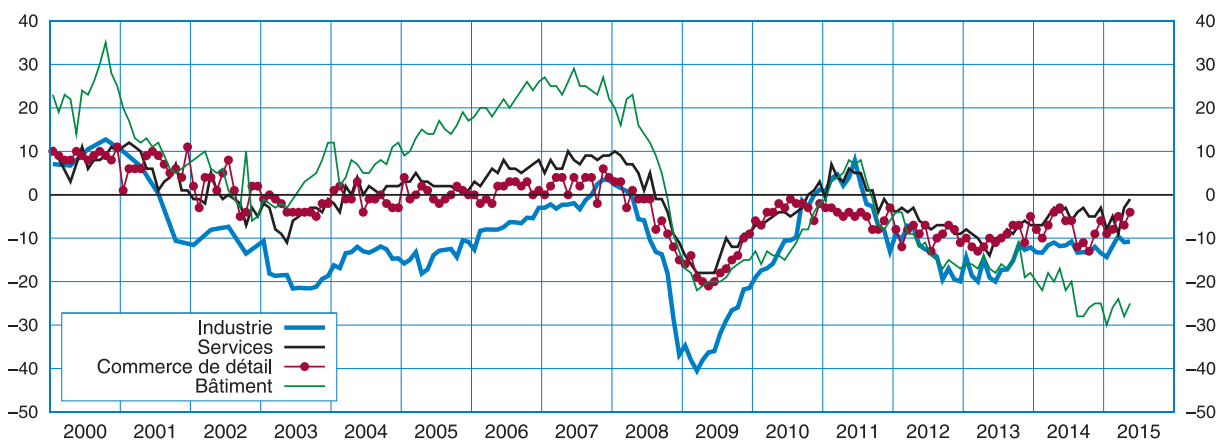
La construction continuerait de perdre des emplois

L'emploi dans la construction n'a cessé de baisser depuis la crise de 2008-2009. Les pertes d'emplois se sont même amplifiées durant l'année 2014 (-45 000) et se sont poursuivies sur le même rythme au premier trimestre 2015 (-11 000 postes). Au vu des perspectives dégradées que signalent les enquêtes de conjoncture (*graphique 3*), le recul de l'emploi dans ce secteur s'intensifierait au cours des prochains trimestres : 50 000 postes seraient détruits sur l'ensemble de l'année 2015.

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



3 - Solde d'opinion des chefs d'entreprises sur les effectifs prévus



L'emploi non marchand continuerait de progresser

En 2014, les effectifs du secteur non marchand ont progressé de 67 000 postes, largement portés par les contrats aidés.

En 2015, l'emploi non marchand continuerait de croître sur un rythme à peine plus modéré (+53 000). Les dispositifs de contrats aidés non marchands représenteraient, comme en 2014, près de 400 000 entrées, en tenant compte d'un relèvement des enveloppes fixées en loi de finances de près de 90 000. Le nombre de bénéficiaires de ces contrats augmenterait de 24 000 sur l'ensemble de l'année (après +47 000 en 2014). Par ailleurs l'emploi non marchand non aidé continuerait d'augmenter et le dispositif du service civique monterait en charge.

L'emploi total augmenterait de 114 000 postes en 2015

En tenant compte de l'emploi non salarié, l'emploi total tous secteurs confondus augmenterait de 114 000 postes en 2015, après +41 000 en 2014, avec une accélération au second semestre (+71 000 postes après +43 000 postes au premier semestre). Ce dynamisme serait imputable à l'élévation du rythme de croissance de l'activité et aux effets d'enrichissement de la croissance en emplois généré par les dispositifs de CICE et du Pacte de responsabilité et de solidarité. L'emploi pourrait même être légèrement plus dynamique si un nombre conséquent d'entrepreneurs sans salarié décidaient d'embaucher un premier salarié dans le cadre du dispositif annoncé le 9 juin 2015 pour les très petites entreprises. ■

Tableau 1

Évolution de l'emploi en milliers, CVS

	2014				2015				2014 S1	2014 S2	2015 S1	2015 S2	2014	2015	Niveau fin 2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4							
Secteurs principalement marchands non agricoles⁽¹⁾	-27	13	-50	19	-1	7	14	21	-14	-31	6	35	-45	41	15 841
dont :															
Industrie	-7	-10	-11	-8	-8	-6	-6	-5	-17	-19	-14	-11	-35	-25	3 145
Construction	-7	-10	-14	-13	-11	-11	-14	-14	-18	-27	-22	-28	-45	-50	1 352
Intérim	-13	11	-23	25	-9	9	3	8	-2	2	0	10	0	10	540
Tertiaire essentiellement marchand hors intérim	0	22	-2	15	27	15	31	33	22	13	42	64	35	106	10 804
Salariés agricoles	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	4	4	
Tertiaire principalement non marchand	16	16	14	20	16	12	9	17	32	34	28	26	67	53	
Non-salariés	4	4	4	4	4	4	4	4	8	8	8	8	15	15	
EMPLOI TOTAL	-6	34	-31	44	20	23	28	43	28	13	43	71	41	114	

Prévision

Lecture : 35 000 emplois seraient créés dans le secteur principalement marchand non agricole durant le second semestre 2015. Ce secteur comprend, au 31 décembre 2014, 15 841 000 salariés.

(1) Secteurs DE à MN + RU

Source : Insee

Tableau 2

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

en milliers

	2014				2015				2014 S1	2014 S2	2015 S1	2015 S2	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4						
Emplois d'avenir	10	7	7	5	2	4	4	3	17	12	5	6	28	11
CUI-CAE yc ACI ⁽¹⁾	10	6	-4	6	9	2	-5	7	16	2	11	2	18	13
Total	20	12	3	11	11	5	-1	9	33	14	16	9	47	24

Prévision

Note : Y compris avenants de reconduction

(1) CUI-CAE : contrats uniques d'insertion - contrats d'accompagnement dans l'emploi ; ACI : ateliers et chantiers d'insertion

Champ : France métropolitaine

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

Chômage

Au premier trimestre 2015, le nombre de chômeurs a diminué de 38 000 en France métropolitaine et le taux de chômage a légèrement baissé. Il s'est établi à 10,0 % de la population active, après 10,1 % fin 2014. En France entière, le taux de chômage a atteint 10,3 %, après 10,4 % au trimestre précédent.

Au deuxième trimestre 2015, les créations d'emplois seraient encore trop ténues pour enrayer une légère hausse du chômage. En revanche, au second semestre 2015, le chômage se stabiliserait car les créations nettes d'emplois seraient suffisantes pour compenser la hausse de la population active. Fin 2015, le taux de chômage resterait ainsi à son niveau de mi-2015 (10,4 % en France entière, 10,1 % en France métropolitaine).

Légère baisse du taux de chômage au premier trimestre 2015

Au premier trimestre 2015, le nombre de chômeurs a diminué de 38 000 en France métropolitaine ([tableau](#)), après une hausse de 32 000 au trimestre précédent. L'emploi a légèrement augmenté sur la même période (+32 000). Le taux de chômage a ainsi diminué par rapport à fin 2014, à 10,0 % de la population active métropolitaine, contre 10,1 % au trimestre précédent. Il a augmenté de 0,2 point par rapport au premier trimestre 2014, le nombre de chômeurs s'étant accru de 55 000. Sur l'ensemble de la France, le taux de chômage s'est établi à 10,3 %, après 10,4 % au quatrième trimestre 2014.

Le halo autour du chômage a augmenté, surtout pour les plus de 50 ans

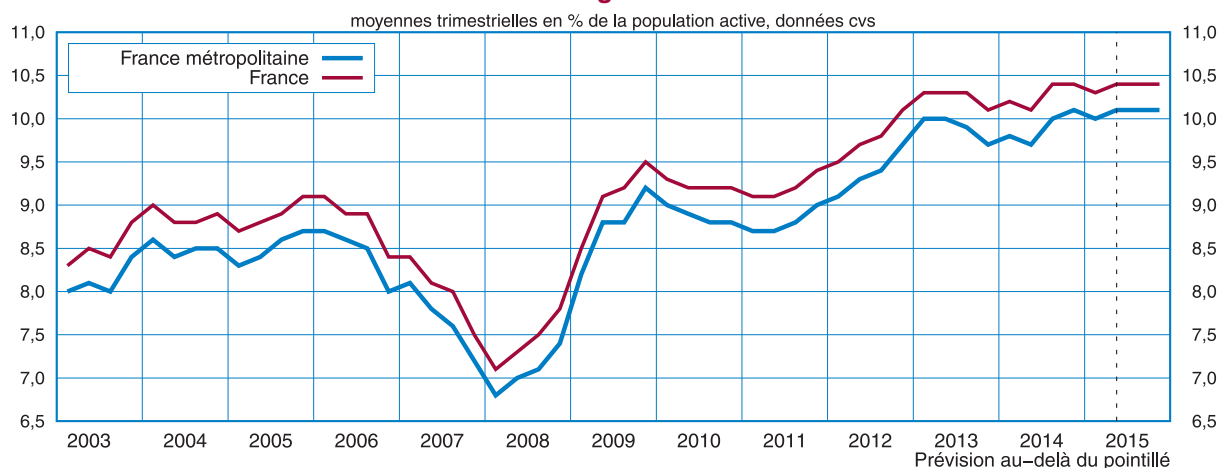
Le nombre de chômeurs a diminué surtout pour les 50 ans et plus. En France métropolitaine, leur taux de chômage s'est établi à 6,4 % au premier trimestre 2015, contre 6,8 % fin 2014 (-26 000 chômeurs). Cette baisse aurait pour contrepartie une hausse du nombre de personnes de plus de 50 ans se situant dans le halo autour du chômage⁽¹⁾ qui a augmenté de 57 000 au premier trimestre (+71 000 toutes tranches d'âge réunies). Cette hausse concerne notamment 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 des jeunes remonte

Après un pic à 25,4 % fin 2012, le taux de chômage des 15-24 ans a diminué tout au long de l'année 2013, avant de se stabiliser à 22,9 % au premier semestre 2014. Les jeunes ont notamment bénéficié de la mise en place des emplois d'avenir en 2012, dédiés à ceux d'entre eux qui sont sans qualification ou peu diplômés. Leur taux de

(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.

Taux de chômage au sens du BIT



France = France métropolitaine + Dom
 Champ : Population des ménages, personnes de 15 ans ou plus
 Source : Insee, enquête Emploi

chômage a toutefois augmenté au second semestre 2014 (+1,0 point à 23,9 % en fin d'année) puis de nouveau au premier trimestre 2015 (+0,2 point). Dans le même temps, le taux de chômage des 25-49 ans s'est stabilisé au premier trimestre 2015, à 9,5 % des actifs (+0,4 point sur un an).

Après avoir augmenté en 2014, le taux de chômage des hommes a légèrement diminué début 2015 : 10,4 %, au premier trimestre, contre 10,5 % au trimestre précédent. Celui des femmes a également un peu baissé : à 9,6 %, après 9,7 % fin 2014. Sur un an, la hausse du taux de chômage des hommes (+0,3 point) est assez proche de celle des femmes (+0,2 point). Depuis mi-2012, le taux de chômage des hommes est devenu régulièrement plus élevé que celui des femmes : la baisse de l'emploi a été plus forte dans l'industrie et la construction (cf. *fiche Emploi*), secteurs employant majoritairement des hommes.

Le taux de chômage se stabiliserait au second semestre 2015

En 2014, la population active a augmenté de 180 000 personnes, principalement dans la tranche d'âge des 50-64 ans. Le taux d'activité des 50-64 ans s'est accru de 1,8 point entre les quatrième trimestres 2013 et 2014, pour

atteindre 63,5 %. Cette hausse est notamment liée au recul de l'âge légal de départ à la retraite, à 61 ans et 2 mois depuis début 2014. Les départs à la retraite anticipée effectués dans le cadre de la rénovation du dispositif spécifique aux carrières longues ont limité cet accroissement, mais ce dispositif aurait moins d'effet en 2015 (cf. ligne « effets estimés des politiques publiques »). Au second semestre, le nouveau recul de l'âge de départ à la retraite, à 61 ans et 7 mois mi-2015, aura un léger impact à la hausse sur la population active.

Au deuxième trimestre 2015, la hausse de l'emploi (+22 000) serait encore ténue, comparée à la progression de la population active (+50 000) ; le nombre de chômeurs augmenterait donc à nouveau et le taux de chômage s'élèverait légèrement, pour atteindre 10,4 % (10,1 % en France métropolitaine). Au second semestre, le chômage se stabiliserait : en effet, la hausse attendue de l'emploi (+60 000) absorberait l'essentiel de la hausse de la population active (+63 000). Le taux de chômage se maintiendrait à son niveau de mi-2015 (10,4 % en France entière, 10,1 % en France métropolitaine). Il pourrait même baisser si le nombre de chômeurs dits « découragés » continue d'augmenter. ■

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

	Variations trimestrielles								Variations annuelles			
	2014				2015				2012	2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Population des 15-64 ans	-23	-22	-21	-20	-20	-19	-19	-20	-104	-100	-86	-78
Population des 15-59 ans	-12	-12	-14	-15	-16	-16	-15	-15	-90	-72	-52	-61
Population active	65	-4	81	38	-6	50	31	32	188	-15	180	107
dont :												
(a) Contribution de la population et du taux d'activité tendanciel	34	34	34	34	32	32	32	32	146	120	135	128
(b) Effets estimés des politiques publiques	-3	-4	-4	-4	-2	-2	-1	0	7	-30	-15	-4
(c) Autres fluctuations de court terme (résidu)	35	-34	51	8	-36	20	0	0	34	-106	60	-16
Emploi	32	14	2	7	32	22	25	35	-46	-4	54	114
Rappel : Emploi en fin de période (cf. <i>fiche « Emploi »</i>)	-6	34	-31	44	20	23	28	43	-58	53	41	114
Chômage BIT	33	-18	79	32	-38	29	6	-4	233	-11	126	-7
	Moyenne trimestrielle								Moyenne au dernier trimestre de la période			
Taux de chômage BIT (%)												
France métropolitaine	9,8	9,7	10,0	10,1	10,0	10,1	10,1	10,1	9,7	9,7	10,1	10,1
France (y compris Dom)	10,2	10,1	10,4	10,4	10,3	10,4	10,4	10,4	10,1	10,1	10,4	10,4

Prévisions

Notes de 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 ici 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 ménages représente moins de 1 % de la population active), elle est négligée ici pour l'exercice de prévision du chômage.

Source : Insee

Prix à la consommation

Depuis avril 2015, les prix à la consommation augmentent à nouveau (+0,1 % sur un an en avril, +0,3 % en mai), après trois mois consécutifs de baisse. L'inflation d'ensemble s'élèverait encore d'ici la fin de l'année, à +0,6 % en décembre 2015, essentiellement du fait du renchérissement de l'énergie, consécutif au rebond du cours du pétrole.

L'inflation « sous-jacente » serait quasi stable d'ici fin 2015 : +0,4 % en décembre 2015, après +0,6 % en mai.

L'inflation est à nouveau positive depuis avril

Depuis début 2012, l'inflation a régulièrement baissé en France comme dans la zone euro. Elle est inférieure à +1,0 % (en glissement annuel) depuis l'été 2013 et est même passée en territoire négatif au premier trimestre 2015. Du fait d'un rebond des prix de l'énergie, l'inflation est à nouveau légèrement positive depuis avril 2015 (graphique 1). D'ici la fin de l'année, elle augmenterait encore légèrement (+0,6 % en décembre 2015).

L'inflation sous-jacente⁽¹⁾, en baisse presque continue depuis la mi-2012, serait quasiment stable à l'horizon de la prévision, à +0,4 % en

décembre 2015, après +0,6 % en mai. Si la faiblesse du taux d'utilisation des capacités de production et le niveau élevé du chômage continuent de limiter les pressions inflationnistes, la hausse du prix des importations – liée à la dépréciation passée de l'euro et au rebond du Brent – renchérit les produits manufacturés. La probabilité que l'inflation sous-jacente soit négative en décembre 2015 est estimée à moins de 10 % (graphique 2) ; en décembre 2014, la probabilité équivalente pour juin 2015 avait été estimée à 30 %⁽²⁾.

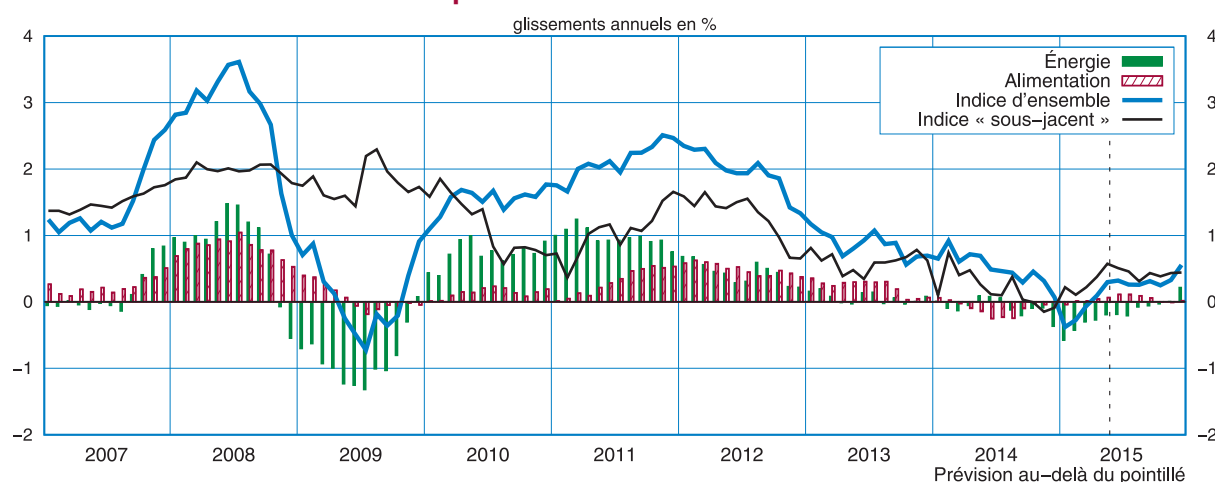
L'inflation énergétique se redresse

Après un point bas en janvier 2015 (-7,1 %) dans le sillage de la chute du cours du pétrole, l'inflation énergétique s'est redressée en mai (-2,4 %). Sous l'hypothèse d'un prix du baril de Brent stable autour de 58,0 € (65 \$) en prévision, le glissement annuel des prix de l'énergie se redresserait encore d'ici la fin de l'année (+2,7 % en décembre 2015). La possible hausse des tarifs d'électricité en août contribuerait également au renchérissement de l'énergie, mais cette hausse serait limitée par le repli des tarifs du gaz, dont les coûts d'approvisionnement baisseraient d'ici la fin de l'année.

(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 corrigeant des mesures fiscales et des variations saisonnières.

(2) « Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation », Note de conjoncture, décembre 2014.

1 - Les prix à la consommation en France



Source : Insee

Quasi-stabilité de l'inflation alimentaire

Dans un contexte de « guerre des prix » dans la grande distribution, la hausse des prix des matières premières alimentaires importées depuis début 2014 ne se diffuserait que modérément aux prix des produits alimentaires (hors frais). De plus, le cours du lait a nettement reculé, en partie en raison de la suppression des « quotas laitiers » au 1^{er} avril 2015 et de l'engorgement du marché européen du fait de l'embargo russe. Les prix de l'alimentation hors produits frais continueraient ainsi de baisser d'ici la fin de l'année, à -0,2 % sur un an en décembre, après -0,5 % en mai ([tableau](#)).

Au premier semestre 2014, l'offre de fruits et légumes frais avait été stimulée par des conditions climatiques favorables, amenant les prix à un niveau particulièrement bas. En l'absence de choc climatique sur la production des produits frais, le glissement annuel dans ce secteur resterait haut en juin (+8,2 %, après +6,4 % en mai), puis diminuerait progressivement (+1,9 % en décembre 2015).

Au total, l'inflation alimentaire resterait légèrement positive d'ici fin 2015, à +0,1 % en décembre, après +0,4 % en mai.

La baisse des prix des produits manufacturés se poursuivrait sur le même rythme

En mai 2015, les prix des produits manufacturés ont reculé de 0,7 % sur un an, la baisse s'étant atténuée depuis fin 2014 (-1,2 %) : les prix des importations ont en effet rebondi, portés par le sursaut du Brent et la dépréciation passée de

l'euro. Cette baisse se poursuivrait au même rythme d'ici la fin de l'année (-0,7 % en décembre 2015). En particulier, le faible taux d'utilisation des capacités de production et le haut niveau du chômage continueraient de limiter les pressions inflationnistes.

Les prix de l'habillement-chaussures, en particulier, seraient quasi stables d'ici la fin de l'année : au-delà des à-coups dus notamment au changement de législation des soldes³, ils reculeraient de 0,1 % sur un an en décembre 2015, après 0,0 % en mai.

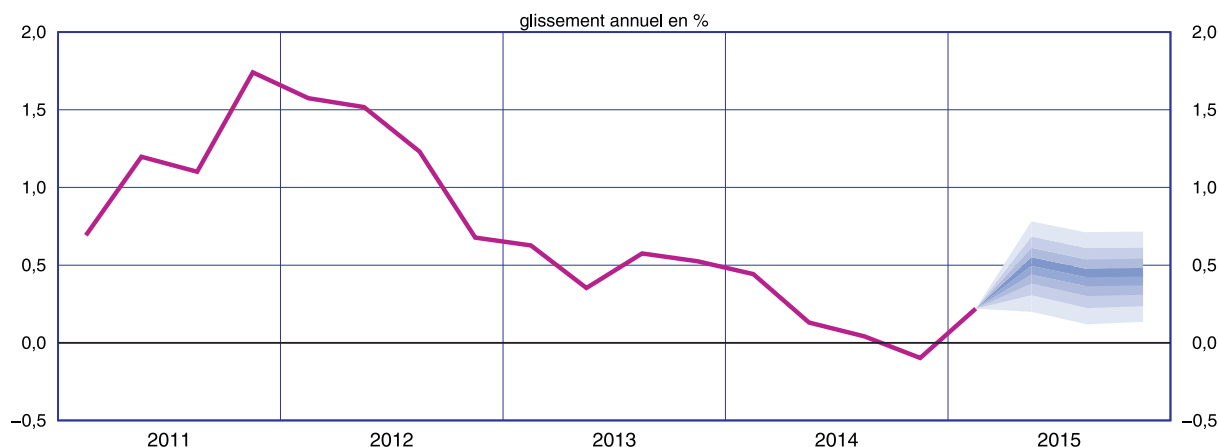
Les prix des biens de santé continueraient de baisser d'ici fin 2015, de -3,1 % sur un an en décembre, comme en mai. Ce recul serait imputable d'une part aux mesures de modération inscrites dans la loi de financement de la sécurité sociale pour 2015, d'autre part à la baisse des prix des lunettes et lentilles, sous l'effet de la loi « Consommation » de mars 2014.

L'inflation des services diminuerait

Les prix des services ralentiraient d'ici la fin 2015 (de +1,3 % sur un an en mai 2015 à +1,0 % en décembre), pour quasiment tous les produits de ce secteur. En particulier, les loyers fléchiraient par indexation sur l'évolution passée de l'indice de référence des loyers, et les prix des transports seraient tirés à la baisse par la mise en place du « Passe Navigo toutes zones » en Île-de-France en septembre prochain.■

(3) Extension du nombre de jours de soldes fixes de 5 à 6 semaines et suppression des soldes flottants.

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



Note de lecture : Le graphique des risques retrace, autour de la prévision centrale, 80 % 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 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 %.

Source : Insee

Tableau

Les prix à la consommation

évolutions en %

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

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

Salaires

En 2015, les salaires nominaux ralentiraient : +1,0 % après +1,4 % en 2014 pour le salaire nominal de base (SMB) et +1,4 % après +1,6 % pour le salaire moyen par tête (SMPT).

Du fait de la quasi-stabilité des prix en 2014 et 2015, le ralentissement serait perceptible aussi en termes réels : +0,9 % après +1,4 % pour le SMB et +1,4 % après +1,6 % pour le SMPT.

Dans les administrations publiques, le SMPT continuerait de progresser en 2015, en termes nominaux (+0,7 % en moyenne annuelle après +0,2 %), comme en termes réels (+0,7 % après +0,3 %).

Les salaires nominaux ralentiraient en 2015

En 2015, la faible inflation (+0,1 % en moyenne annuelle après 0,0 % en 2014), et un niveau encore élevé du chômage pesant sur le pouvoir de négociation des salariés, limiteraient l'augmentation des salaires. En outre, la revalorisation du Smic a été plus modeste qu'en 2014 (+0,8 % après +1,1 %).

Pour autant, au premier trimestre 2015, alors que les salaires de base (SMB)¹ ont continué de décélérer, le salaire moyen par tête (SMPT), qui couvre un champ plus large de rémunérations (primes, intéressement, heures supplémentaires), aurait fortement accéléré en termes nominaux dans les branches marchandes (+0,8 % après +0,3 %). Il stagnerait par contre-coup au deuxième

trimestre (soit +0,8 % au total sur le premier semestre, après +0,6 % en seconde partie d'année 2014). Au second semestre 2015, en lien avec la faible inflation passée, le SMPT ralentirait à nouveau (+0,6 %).

Au total, en termes nominaux, le salaire mensuel de base dans les branches marchandes non agricoles serait moins dynamique en 2015 (+1,0 % en moyenne annuelle) qu'en 2014 (+1,4 %). Le salaire moyen par tête ralentirait plus modérément (+1,4 % après +1,6 % en 2014).

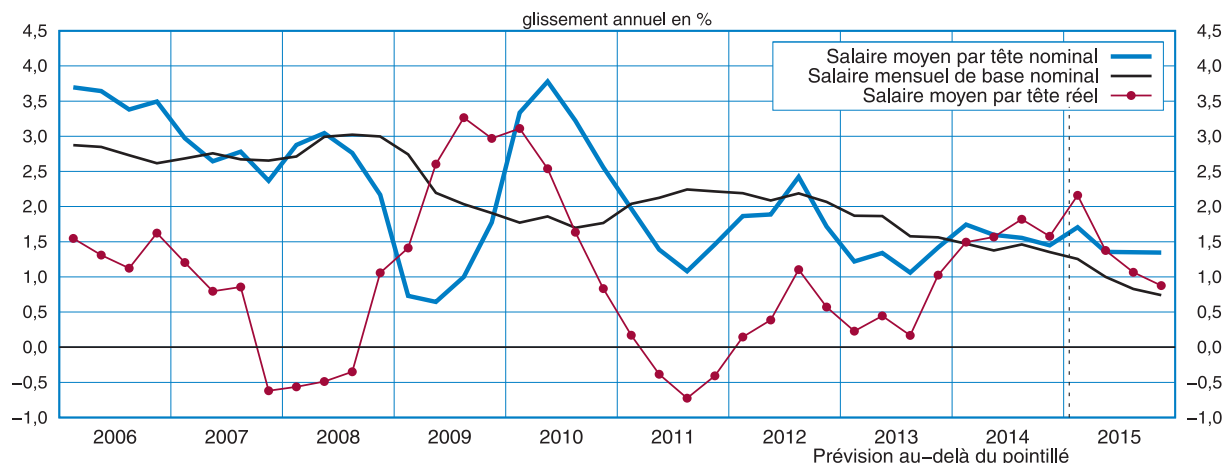
En termes réels, les salaires ralentiraient également en 2015

Avec une inflation quasi stable en moyenne en 2015, les salaires réels ralentiraient également dans les branches marchandes : +1,4 % après +1,6 % pour le SMPT et +0,9 % après +1,4 % pour le SMB.

Ce ralentissement serait de plus en plus net au cours de l'année. Au premier semestre 2015, en termes réels, le salaire moyen par tête augmenterait de 0,6 % en glissement semestriel après +0,8 % au second semestre 2014. Puis, avec une inflation qui resterait modérée au second semestre 2015, la progression des salaires réels s'atténuerait de nouveau (+0,3 % au second semestre 2015).

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

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



Champ : secteur marchand non agricole
Source : Insee

Dans la fonction publique, les salaires nominaux continueraient d'augmenter en 2015

Dans les administrations publiques, le point d'indice est gelé depuis le 1^{er} juillet 2010. Cependant, 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. Le SMPT dans les administrations publiques progresserait de nouveau en 2015, en termes nominaux (0,7 % après +0,2 % en 2014) comme en termes réels (+0,7 % après +0,3 %). ■

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		
	2014				2015				2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Salaire mensuel de base (SMB)	0,3	0,4	0,4	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	1,7	1,4	1,0
Salaire moyen par tête (SMPT) dans le secteur marchand non agricole (SMNA)	0,5	0,3	0,3	0,3	0,8	0,0	0,3	0,3	1,3	1,6	1,4
Salaire moyen par tête dans les administrations publiques (APU)									0,6	0,2	0,7
Prix de la consommation des ménages (Comptes nationaux trimestriels)	0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,3	0,1	0,1	0,8	0,0	0,1
SMB réel	0,1	0,5	0,5	0,3	0,4	-0,2	0,1	0,1	0,9	1,4	0,9
SMPT réel (SMNA)	0,3	0,4	0,4	0,4	0,9	-0,4	0,1	0,2	0,5	1,6	1,4
SMPT réel (APU)									-0,2	0,3	0,7

■ Préviation
Sources : Dares, Insee

Revenus des ménages

En 2015, le pouvoir d'achat du revenu des ménages continuerait d'accélérer (+1,9 % après +1,1 % en 2014), dans un contexte de stabilité globale des prix. En termes nominaux, l'accélération du revenu des ménages tient au ralentissement des prélèvements obligatoires (+1,2 % après +2,0 %) et à un rebond attendu des revenus de la propriété ; en revanche, les revenus d'activité augmenteraient au même rythme qu'en 2014 (+1,4 %).

Les revenus d'activité continueraient de progresser au même rythme en 2015

En 2015, les revenus d'activité reçus par les ménages progresseraient au même rythme qu'en 2014 (+1,4 %, [tableau 1](#)). La masse salariale reçue ralentirait à peine (+1,5 % après +1,6 %, [tableau 2](#)) comme le salaire moyen par tête. Compte tenu de l'acquis début 2015 et malgré une accélération en cours d'année, l'emploi dans les branches marchandes non agricoles continuerait de baisser légèrement en moyenne sur l'année, quasiment au même rythme qu'en 2014 (-0,1 % après -0,2 %, [graphique](#)). Par ailleurs, l'excédent brut d'exploitation des entrepreneurs individuels bénéficierait de la reprise globale de l'activité (+0,3 % après -0,3 %).

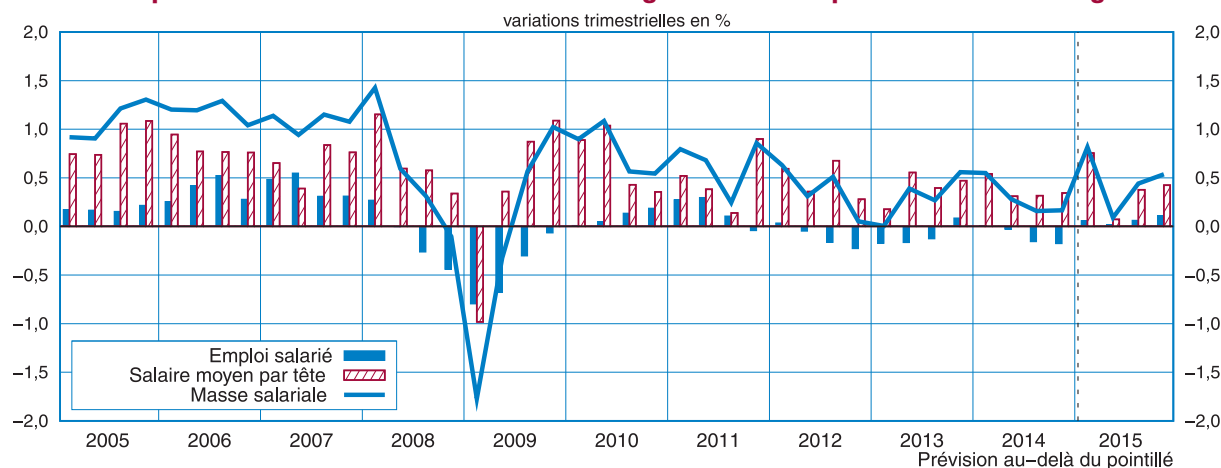
En outre, les revenus de la propriété rebondiraient en 2015 (+0,9 % après -2,2 %), du fait notamment des dividendes. Enfin l'excédent brut d'exploitation des ménages purs¹ accélérerait (+1,9 % après +0,6 % en 2014), avec la baisse des taux sur les crédits immobiliers.

Les prestations sociales accéléreraient à nouveau

En 2015, les prestations sociales en espèces reçues par les ménages augmenteraient à un rythme légèrement supérieur à celui de 2014 (+2,6 % après +2,3 %). Les prestations de sécurité sociale garderaient une croissance proche (+2,4 % après +2,3 %, [tableau 3](#)), compte tenu de la non-revalorisation des retraites complémentaires versées par l'Agirc-Arrco au 1^{er} avril et sous l'hypothèse d'une non-revalorisation des pensions du régime général et des régimes alignés au 1^{er} octobre 2015. Les prestations familiales baisseraient globalement en 2015, en l'absence de revalorisation au 1^{er} avril et sous l'effet des mesures de réduction de dépenses publiques, notamment la baisse des allocations familiales pour les familles les plus aisées à compter du 1^{er} juillet 2015. Les prestations d'assistance sociale resteraient très dynamiques en 2015 (+4,1 % après +3,7 %), notamment le revenu de solidarité active (RSA). Le RSA a en effet été revalorisé au 1^{er} janvier (+0,9 %), et le serait de nouveau au 1^{er} septembre (+2,0 %) dans le cadre du plan de lutte contre la pauvreté et pour l'inclusion sociale.

(1) En comptabilité nationale, l'excédent brut d'exploitation des ménages purs tient notamment compte des services de logement : la valeur ajoutée est la différence entre les loyers (réellement payés par les locataires ou imputés pour les propriétaires) et les consommations intermédiaires des propriétaires, notamment les marges bancaires sur les crédits immobiliers.

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



Les prélèvements obligatoires ralentiraient

Sur l'ensemble de l'année 2015, les prélèvements obligatoires versés par les ménages ralentiraient (+1,2 % après +2,0 %), notamment les cotisations sociales des ménages (+0,8 % après +3,0 %).

En effet, dans le cadre du Pacte de responsabilité et de solidarité, les indépendants bénéficient depuis le début de l'année d'une exonération de cotisations de sécurité sociale (pour environ un milliard d'euros) ; cet effet l'emporte sur la mesure obligeant les résidents français travaillant en Suisse à désormais cotiser à la Caisse nationale d'assurance maladie française (environ 160 millions d'euros). Par ailleurs, en 2015, les impôts sur le revenu et le patrimoine des ménages progresseraient au même rythme qu'en 2014 (+1,4 %), du fait de la hausse des revenus l'an passé, et malgré la suppression de la première tranche de l'impôt sur le revenu. Les autres impôts courants progresseraient eux aussi au même rythme qu'en 2014 : l'accélération de la taxe d'habitation serait compensée par le ralentissement de l'impôt sur la fortune.

Le profil trimestriel des prélèvements obligatoires serait à nouveau heurté : les impôts sur le revenu auraient reculé début 2015 par contrecoup de leur dynamisme fin 2014 et reculeraient à nouveau au troisième trimestre, sous l'effet de la mesure supprimant la première tranche d'impôt ; s'y ajoute la baisse des cotisations des travailleurs indépendants au premier trimestre.

La plus forte hausse du pouvoir d'achat depuis 2007

En moyenne sur l'année, le revenu disponible brut (RDB) nominal des ménages progresserait plus rapidement en 2015 (+2,0 %) qu'en 2014 (+1,1 %) du fait du ralentissement des prélèvements obligatoires et du rebond des revenus de la propriété. Dans le même temps, l'inflation serait quasi stable (+0,1 % en 2015 après 0,0 %), de sorte que le pouvoir d'achat du RDB accélérerait lui aussi : il augmenterait de 1,9 % en 2015 (après +1,1 %), ce qui constituerait sa plus forte hausse depuis 2007. Ramené à un niveau individuel pour tenir compte des évolutions démographiques, le pouvoir d'achat par unité de consommation progresserait de 1,4 %, après +0,7 % en 2014 (*encadré*).■

Tableau 1

Revenu disponible brut des ménages

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

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

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

	2014				2015				2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
Entreprises non financières (ENF) (67 %)	0,5	0,3	0,2	0,2	0,8	0,1	0,4	0,5	1,5	1,5
dont : Salaire moyen par tête	0,5	0,3	0,3	0,3	0,7	0,0	0,3	0,4	1,6	1,5
Entreprises financières (4 %)	0,0	0,3	-0,1	0,1	1,2	0,2	0,6	0,7	0,1	1,9
Administrations publiques (22 %)	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4	0,2	0,3	0,3	1,7	1,4
Ménages hors EI (2 %)	-0,4	0,7	0,6	-0,3	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,3	-1,2
Masse salariale brute reçue par les ménages (100 %)	0,5	0,4	0,3	0,3	0,7	0,1	0,4	0,5	1,6	1,5
dont : Secteurs concurrentiels non agricoles	0,5	0,3	0,1	0,1	0,8	0,0	0,3	0,4	1,4	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				2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
Prestations sociales en espèces reçues par les ménages (100 %)	0,5	0,4	0,9	0,9	0,7	0,5	0,6	0,4	2,3	2,6
Prestations de Sécurité sociale (72 %)	0,5	0,2	0,9	0,9	0,6	0,4	0,4	0,3	2,3	2,4
Autres prestations d'assurance sociale (20 %)	0,4	0,6	0,8	0,8	0,8	0,4	0,5	0,5	2,0	2,7
Prestations d'assistance sociale (8%)	0,7	1,1	1,3	0,9	0,5	1,1	1,6	1,1	3,7	4,1
Total des prélèvements sociaux	0,8	0,5	0,5	0,6	-0,3	0,2	0,4	0,5	2,5	1,0
Cotisations sociales effectives versées par les ménages (100 %)	1,0	0,4	0,4	0,6	-0,5	0,2	0,4	0,5	2,6	0,8
dont : Cotisations des employeurs ¹ (63 %)	1,0	0,4	0,4	0,6	-0,5	0,2	0,4	0,5	2,4	0,7
Cotisations des ménages (37%)	0,8	0,7	0,5	0,4	-0,4	0,2	0,4	0,5	3,0	0,8

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

Différentes mesures du pouvoir d'achat

Le revenu des ménages présenté et analysé dans les Notes de conjoncture représente tous les revenus perçus par l'ensemble des ménages résidant en France. Cette grandeur, pertinente au niveau macroéconomique, sert par exemple à construire l'équilibre entre ressources (PIB et importations) et emplois (consommation, investissement, exportations...) et à prévoir le PIB. Le pouvoir d'achat de l'ensemble des ménages, qui représente la quantité de biens et services que les ménages peuvent acheter avec leur revenu, est calculé comme le revenu corrigé de l'évolution du prix de la consommation. Pour mesurer le pouvoir d'achat moyen des Français, cette grandeur doit être corrigée de manière à tenir compte à la fois de la croissance du nombre de ménages et de l'évolution de leur composition. Pour ce faire, le pouvoir d'achat est divisé par le nombre d'unités de consommation

en France. Ce concept permet de tenir compte de la croissance démographique, mais aussi du fait que certaines consommations peuvent être partagées au sein d'un ménage (les appareils ménagers par exemple) ; un ménage de taille importante réalise certaines « économies d'échelle » par rapport à un ménage de taille plus réduite.

En 2014, la croissance du nombre d'unités de consommation est estimée à 0,4 % (par comparaison, le nombre d'habitants a également augmenté de 0,4 % et le nombre de ménages a crû de 0,7 %). Sous l'hypothèse que ces tendances se poursuivent en 2015, le pouvoir d'achat par unité de consommation progresserait de 1,4 % (après +0,7 % en 2014) ; par habitant, le pouvoir d'achat augmenterait également de 1,4 %, et par ménage, de 1,2 %.■

Consommation et investissement des ménages

Au premier trimestre 2015, la consommation des ménages a vivement accéléré (+0,8 % après +0,1 % au quatrième trimestre 2014). En particulier, les dépenses en énergie ont vigoureusement rebondi (+3,9 % après -1,7 %), les températures ayant retrouvé des niveaux de saison après un quatrième trimestre 2014 particulièrement doux. Les achats d'automobiles se sont également nettement redressés (+2,2 % après -0,8 %), tandis que la consommation alimentaire a légèrement ralenti (+0,1 % après +0,3 %).

Au deuxième trimestre 2015, la consommation des ménages ralentirait (+0,2 % après +0,8 %), principalement du fait des dépenses d'énergie, en repli après un vif rebond, et des dépenses en biens fabriqués. La consommation accélérerait ensuite légèrement au second semestre (+0,3 % au troisième trimestre puis +0,4 % au quatrième trimestre), stimulée par la progression du pouvoir d'achat. Sur l'ensemble de l'année 2015, la consommation accélérerait fortement : +1,6 % après +0,6 % en 2014, ce qui serait la plus forte hausse annuelle depuis 2010.

Au premier trimestre 2015, le taux d'épargne des ménages aurait augmenté de 0,5 point, à 15,6 %, avec la forte progression du pouvoir d'achat et malgré le rebond de la consommation. En lissant sur le reste de l'année ce surplus de pouvoir d'achat, le taux d'épargne baisserait un peu, atteignant 15,1 % au quatrième trimestre, soit le même niveau qu'un an auparavant. En moyenne annuelle, il s'accroîtrait de 0,3 point (15,4 % après 15,1 % en 2014).

Au premier trimestre 2015, les dépenses en énergie ont vigoureusement rebondi

Au premier trimestre 2015, la consommation des ménages a vivement accéléré (+0,8 % après +0,1 %, [tableau](#) et [graphique 1](#)), particulièrement celle en biens (+1,4 % après +0,1 %). Cette accélération résulte pour l'essentiel du net rebond des dépenses énergétiques (+3,9 % après -1,7 %). En particulier, les dépenses des ménages en énergie-eau-déchets – principalement composée du gaz et de l'électricité pour le chauffage – se sont vigoureusement redressées (+8,4 % après -3,7 %).

Dépenses de consommation et investissement des ménages

	Évolutions trimestrielles en %												Évolutions annuelles en %		
	2013				2014				2015				2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Dépenses totales de consommation des ménages	0,2	0,3	0,0	0,5	-0,4	0,5	0,3	0,1	0,8	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	1,6
Solde touristique	-0,5	-6,9	-5,2	-9,2	-14,2	-16,9	-16,9	-12,8	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5	-3,6	-40,6	-24,0
Services	0,0	0,5	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,3	0,3	0,4	0,5	1,0	0,7	1,1
Biens	0,5	0,0	-0,4	0,8	-1,2	0,6	0,2	0,1	1,4	0,0	0,3	0,4	-0,2	-0,2	1,9
dont															
Alimentaire (AZ-C1)	1,5	-1,0	0,3	1,1	-1,1	0,7	-0,2	0,3	0,1	0,4	0,1	0,1	0,4	0,2	0,9
Produits agricoles (AZ)	3,2	-2,5	0,8	3,5	-0,4	1,9	-1,9	-1,3	-0,8	0,4	0,4	0,4	1,9	2,0	-1,6
Produits agroalimentaires (C1)	1,1	-0,7	0,2	0,7	-1,2	0,5	0,1	0,7	0,3	0,4	0,1	0,1	0,1	-0,2	1,3
Énergie (DE-C2)	2,4	1,1	-4,4	-0,6	-4,7	1,9	1,0	-1,7	3,9	-1,6	-0,4	-0,1	0,5	-5,7	2,1
Énergie, eau, déchets (DE)	5,4	0,1	-5,6	-1,2	-7,0	2,6	1,7	-3,7	8,4	-3,0	0,1	0,1	1,9	-8,8	4,6
Cokéfaction et raffinage (C2)	-0,5	2,2	-3,1	0,0	-2,2	1,1	0,3	0,4	-0,9	0,0	-0,9	-0,3	-0,9	-2,1	-0,7
Produits fabriqués (C3 à C5)	-1,2	0,3	0,8	1,1	0,3	-0,1	0,3	0,5	1,4	0,4	0,6	0,8	-1,0	1,9	2,7
Produits manufacturés (C1 à C5)	-0,2	0,2	0,1	0,8	-0,5	0,3	0,2	0,6	0,7	0,3	0,3	0,4	-0,6	0,6	1,8
Investissement des ménages	0,4	0,1	-0,9	-1,8	-1,6	-1,5	-1,3	-1,1	-1,4	-1,2	-1,0	-0,6	-1,5	-5,3	-4,7

Prévision
Source : Insee

Les températures ont en effet été proches des normales saisonnières après un automne relativement doux. Outre l'énergie, les achats de biens fabriqués (notamment d'automobiles) ont également fortement progressé au premier trimestre 2015 (+1,4 % après +0,5 %). En revanche, la consommation alimentaire a légèrement ralenti (+0,1 % après +0,3 %).

Enfin, la consommation des ménages en services, notamment en services de loisirs, d'hébergement et de restauration, a modérément accéléré au premier trimestre (+0,3 % après +0,1 %).

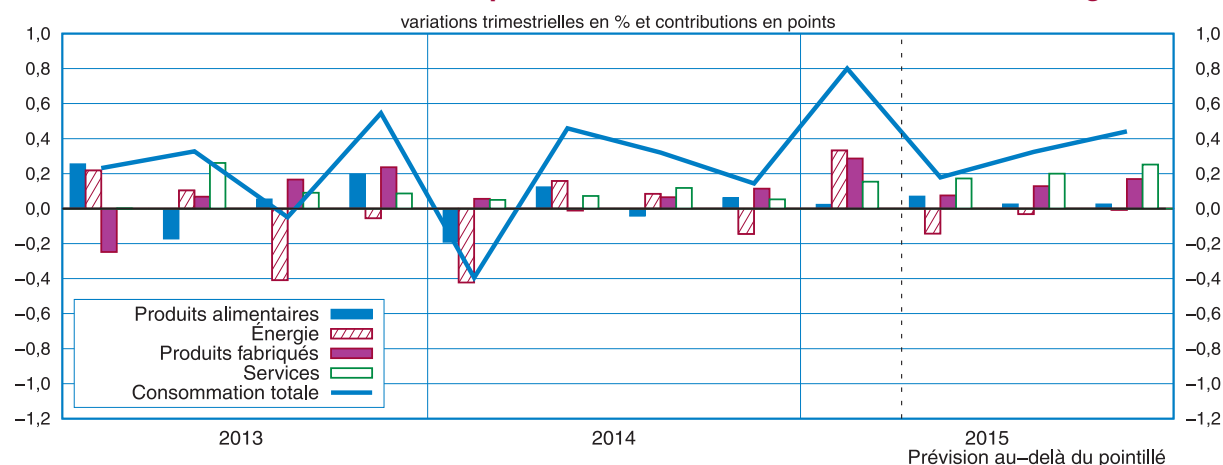
Au deuxième trimestre 2015, la consommation ralentirait

La consommation des ménages ralentirait au deuxième trimestre 2015 (+0,2 % après +0,8 %, cf. *graphique 2*), essentiellement par contrecoup : les températures d'avril et mai étant plus proches de leurs normales saisonnières, les dépenses en

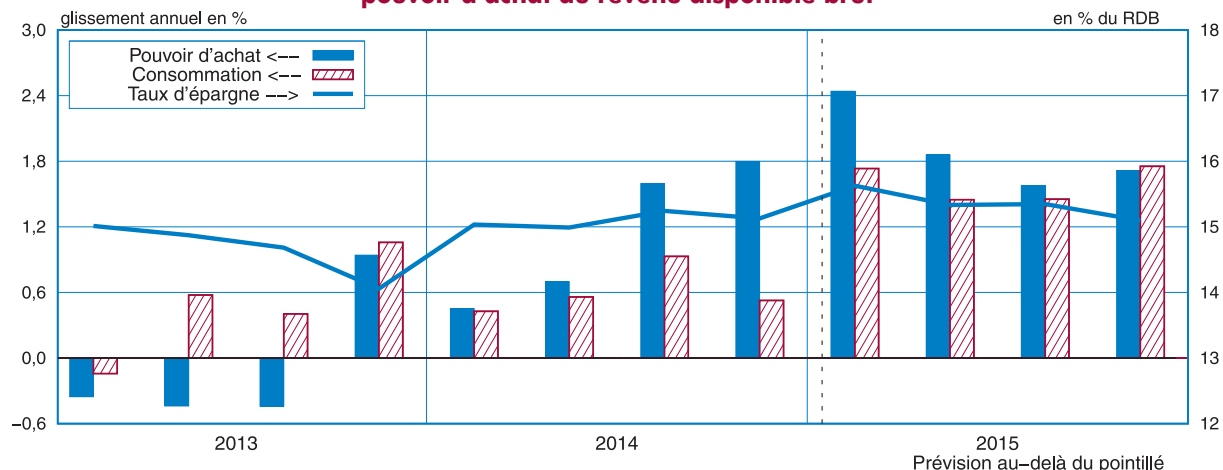
énergie se replieraient légèrement (-1,6 %) après le vif rebond du premier trimestre (+3,9 %). De même, les premières données sur les dépenses de biens en avril indiquent que les achats de biens fabriqués ralentiraient sur le trimestre (+0,4 % après +1,4 %), en particulier ceux en équipements du logement et en textile-habillement. En revanche, les dépenses en produits alimentaires, atones au premier trimestre, accéléreraient un peu (+0,4 % après +0,1 %). La consommation de services augmenterait au deuxième trimestre au même rythme qu'au premier trimestre : +0,3 %.

Au second semestre 2015, la consommation des ménages accélérerait progressivement, soutenue par les gains de pouvoir d'achat (+0,3 % au troisième trimestre, puis +0,4 % au quatrième trimestre). Au total, les dépenses de consommation des ménages accéléreraient, à +1,6 % en moyenne sur l'année, rythme de croissance le plus élevé depuis 2010.

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



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



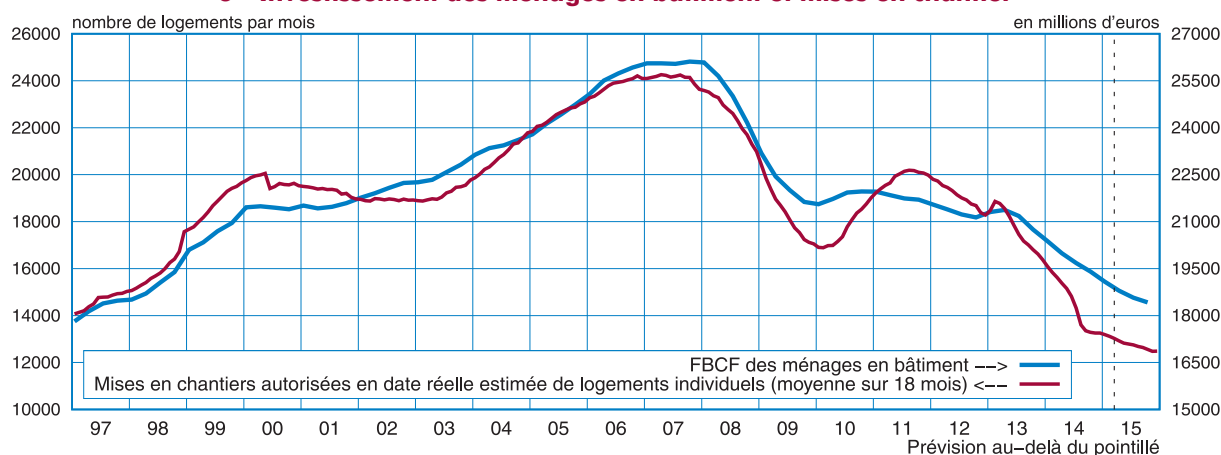
Le taux d'épargne serait au même niveau fin 2015 que fin 2014

Au premier trimestre 2015, le pouvoir d'achat aurait rebondi davantage encore que la consommation : le taux d'épargne aurait donc également augmenté, de 0,5 point, à 15,6 %. Sur le reste de l'année, le pouvoir d'achat serait heurté par les à-coups du profil des prélèvements obligatoires ; les ménages lisseraient ces à-coups dans leur profil de consommation et réduiraient progressivement leur épargne. Au quatrième trimestre, leur taux d'épargne s'établirait à 15,1 % soit au même niveau qu'un an auparavant ; en moyenne sur l'année, il augmenterait de 0,3 point (15,4 % après 15,1 % en 2014).

L'investissement des ménages poursuivrait son recul en 2015

Au premier trimestre 2015, le déclin de l'investissement des ménages en logements s'est accentué (-1,4 % après -1,1 %, cf. *graphique 3*). Il s'agit du septième trimestre consécutif de baisse. Après une baisse similaire au deuxième trimestre (-1,2 %), compte tenu du profil des mises en chantier jusqu'en avril, les dépenses de logements reculeraient plus modérément au second semestre (-1,0 % au troisième trimestre et -0,6 % au quatrième trimestre), à la faveur d'un redressement des ventes des promoteurs depuis le début de l'année. En moyenne sur l'année, l'investissement des ménages reculerait à peine moins fortement en 2015 (-4,7 %) qu'en 2014 (-5,3 %). ■

3 - Investissement des ménages en bâtiment et mises en chantier



Sources : Insee, SOeS

Résultats des entreprises

Au second semestre 2014, le taux de marge des sociétés non financières s'est légèrement redressé (+0,2 point par trimestre) pour atteindre 29,7 % fin 2014, grâce notamment à l'effet favorable de la baisse du prix du pétrole. Toutefois, en moyenne sur l'année 2014, le taux de marge a diminué de 0,3 point, malgré la mise en œuvre du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE), car les salaires réels ont augmenté davantage que les gains de productivité. À 29,5 %, il a alors atteint son plus bas niveau depuis 1985.

Au premier trimestre 2015, le taux de marge aurait fortement augmenté (+1,3 point), à 31,0 %, grâce à la montée en charge du CICE, la mise en œuvre du Pacte de responsabilité et de solidarité et une nouvelle amélioration des termes de l'échange et ce, malgré des salaires réels dynamiques. Au deuxième trimestre 2015, le taux de marge augmenterait légèrement du fait d'un ralentissement des salaires après une hausse marquée au premier trimestre. En moyenne en 2015, le taux de marge des SNF atteindrait 31,2 %, soit le plus haut niveau depuis 2010 ; il resterait néanmoins encore inférieur à sa moyenne d'avant-crise (32,7 % sur la période 1988-2007).

En 2014, le taux de marge a atteint son plus bas niveau depuis 1985

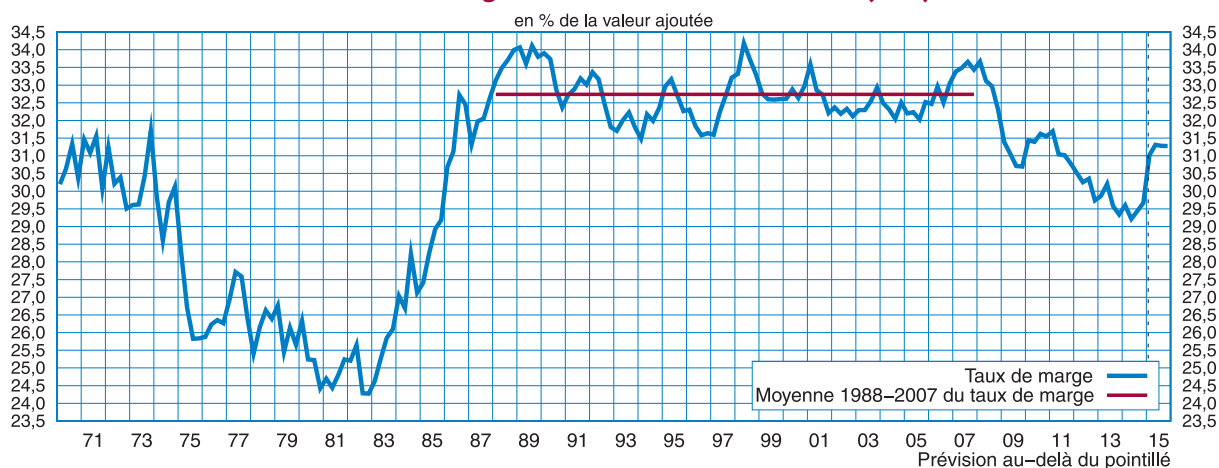
Après avoir baissé quasi continûment depuis fin 2010 (-2,3 points jusqu'à mi-2014), le taux de marge des sociétés non financières (SNF) s'est

légèrement redressé au second semestre 2014, progressant de 0,4 point (graphique 1). La baisse des prix du pétrole y a contribué pour +0,9 point, en allégeant le prix des intrants des entreprises françaises. Toutefois, en moyenne sur l'année 2014, le taux de marge a diminué de 0,3 point malgré la mise en œuvre du CICE, qui a contribué pour +0,7 point à cette variation : l'augmentation du salaire réel a été supérieure (contribution de -1,1 point) aux gains de productivité, en fort ralentissement (contribution de +0,1 point). À 29,5 % en 2014, le taux de marge est tombé à son plus bas niveau depuis 1985.

Le taux de marge se redresserait nettement début 2015

Au premier trimestre 2015, le taux de marge aurait augmenté de 1,3 point à 31,0 %. Le relèvement du taux du CICE, passant de 4 % à 6 %, a dynamisé les subventions sur la main-d'œuvre versées aux entreprises ; elles auraient contribué à augmenter le taux de marge des SNF de 0,7 point. En outre, la baisse des prix du pétrole a continué d'améliorer les termes de l'échange, ce qui aurait contribué pour +0,5 point. Enfin, les allègements supplémentaires de cotisations sociales patronales dans le cadre du Pacte de responsabilité et de solidarité auraient rehaussé le taux de marge de 0,3 point. Dans le même temps, l'augmentation du salaire réel par tête (contribution de -0,6 point) excéderait la hausse de la productivité (contribution de +0,4 point) mais dans une moindre mesure qu'en 2014.

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

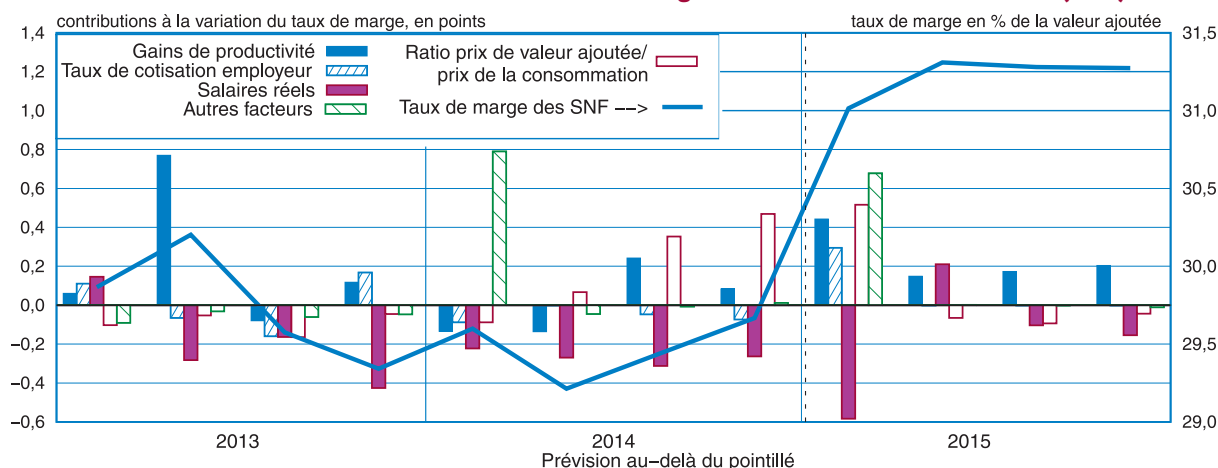


Conjoncture française

Au deuxième trimestre, le taux de marge augmenterait de nouveau (+0,3 point, à 31,3 %). Le ralentissement des salaires, par contrecoup du premier trimestre, y contribuerait positivement. Au second semestre, les gains de productivité et la hausse des salaires réels se compenseraient

quasiment et le taux de marge serait pratiquement stable. En moyenne sur l'année, il atteindrait 31,2 %, son plus haut niveau depuis 2010. Il resterait néanmoins inférieur à sa moyenne d'avant-crise (32,7 % sur la période 1988-2007).■

2 - Contributions à la variation du taux de marge des sociétés non financières (SNF)



Décomposition du taux de marge des sociétés non financières (SNF)

en % et en points

	2013				2014				2015				2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Taux de marge (en niveau)¹	29,9	30,2	29,6	29,3	29,6	29,2	29,4	29,7	31,0	31,3	31,2	31,2	29,7	29,5	31,2
Variation du taux de marge	0,1	0,3	-0,6	-0,2	0,3	-0,4	0,2	0,2	1,3	0,3	0,0	0,0	-0,5	-0,3	1,7
Contributions à la variation du taux de marge															
des gains de productivité	0,1	0,8	-0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,4	0,1	0,2	0,2	0,7	0,1	0,9
du salaire par tête réel	0,1	-0,3	-0,2	-0,4	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,6	0,2	-0,1	-0,2	-0,4	-1,1	-0,9
du taux de cotisation employeur	0,1	-0,1	-0,2	0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	0,2
du ratio du prix de la valeur ajoutée et du prix de la consommation	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,4	0,5	0,5	-0,1	-0,1	0,0	-0,3	0,1	1,0
d'autres facteurs	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,7	0,7

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 (P_{va}/P_c), qui jouent positivement ;

- les évolutions du salaire moyen par tête réel ($SMPT/P_c$) et du taux de cotisation employeur ($W/SMPT$, où W représente l'ensemble des rémunérations), qui jouent négativement.

- d'autres facteurs : il s'agit notamment des impôts sur la production nets des subventions, dont le CICE*

Cette décomposition est synthétisée dans l'équation suivante :

$$TM = \frac{EBE}{VA} \approx 1 - \frac{W \cdot L}{Y \cdot P_{va}} + \text{autres facteurs} = 1 - \frac{L}{Y} \frac{W}{SMPT} \frac{SMPT}{P_c} \frac{P_c}{P_{va}} + \text{autres facteurs}$$

(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 est resté quasi stable au premier trimestre 2015 (+0,2 % après -0,1 %). Les dépenses en produits manufacturés ont nettement rebondi (+1,0 % après -0,3 %) et l'investissement en services a légèrement accéléré (+0,5 % après +0,2 %). En revanche le recul des dépenses en construction s'est accentué (-1,2 % après -0,4 %).

L'investissement augmenterait encore modérément au deuxième trimestre (+0,3 %) puis accélérerait au second semestre (+0,6 % au troisième trimestre et +0,8 % au quatrième). Par produit, cette évolution se traduirait à la fois par une stabilisation de l'investissement en construction et par l'accélération progressive des autres types d'investissements. En moyenne sur l'année, l'investissement augmenterait de 1,0 % en 2015 après +2,0 % ; mais en cours d'année, l'investissement accélérerait franchement, passant de +0,2 % sur un an fin 2014 à +1,9 % un an plus tard.

Au premier trimestre 2015, le comportement de stockage des entreprises a contribué positivement à la croissance, à hauteur de +0,5 point de PIB, après une contribution négative au trimestre précédent (-0,3 point). Le stockage de matériels de transport, notamment aéronautiques, en est la première composante (à hauteur de +0,4 point de PIB). Au deuxième trimestre 2015, la contribution des stocks à l'activité serait négative par contrecoup (-0,2 point), puis elle deviendrait neutre d'ici fin 2015. Au total sur l'année, le comportement de stockage des entreprises contribuerait pour +0,3 point à la croissance du PIB.

Au premier trimestre 2015, l'investissement des entreprises est resté quasi stable

L'investissement des entreprises non financières (ENF) est resté quasi stable au premier trimestre 2015 (+0,2 % après -0,1 % le trimestre précédent, [tableau 1](#)). Par produit, la baisse des dépenses en construction (-1,2 % après -0,4 %) a été compensée par la nette augmentation des dépenses en produits manufacturés (+1,0 % après -0,3 %) et celle, plus modérée, des investissements en services (+0,5 % après +0,2 %).

L'augmentation des investissements en produits manufacturés tient à la forte accélération des achats en matériels de transport (+4,8 % après +1,2 %) alors que les dépenses en biens d'équipement ont de nouveau baissé (-1,0 % après -0,9 %). Pour l'investissement en services, les dépenses en information-communication ont accéléré (+1,5 % après +0,1 %) tandis que celles en services aux entreprises se sont repliées (-0,6 % après +0,2 %). Au total, le taux d'investissement des ENF a légèrement baissé (-0,3 point), atteignant 21,1 % au premier trimestre 2015 ([graphique 1](#)).

L'investissement accélérerait progressivement au cours des prochains trimestres

Au deuxième trimestre 2015, les enquêtes de conjoncture fournissent des indications globalement favorables s'agissant de l'investissement des ENF. Dans l'enquête d'avril 2015 sur les investissements dans l'industrie, les industriels sont plus nombreux à envisager une hausse qu'une baisse de leur

Tableau 1

Investissement des entreprises non financières (ENF)

	Variations trimestrielles												Variations annuelles		
	2013				2014				2015				2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Produits manufacturés (43 %)	-0,3	0,0	1,8	2,4	-0,6	0,0	0,6	-0,3	1,0	0,8	1,2	1,4	0,6	2,3	2,6
Construction (26 %)	0,7	1,6	1,5	1,8	0,8	0,0	-0,5	-0,4	-1,2	-0,6	-0,2	0,0	1,3	3,0	-2,3
Autres (31 %)	-1,0	1,1	-0,4	0,6	0,0	0,5	0,3	0,2	0,5	0,6	0,7	0,8	0,7	1,1	1,9
Ensemble des ENF (100 %)	-0,3	0,9	0,8	1,5	0,0	0,2	0,2	-0,1	0,2	0,3	0,6	0,8	0,8	2,0	1,0

Prévision
Source : Insee

investissement entre le premier et le second semestre 2015. Ils anticipent une augmentation de 7 % de leurs dépenses d'investissement en valeur pour l'ensemble de l'année (contre +3 % dans l'enquête de janvier) ; l'indicateur de révision des investissements dans l'industrie manufacturière reste ainsi nettement positif (*graphique 2*). En outre, depuis avril, les soldes d'opinion sur l'investissement passé et sur les perspectives d'investissement des entrepreneurs des services sont repassés au-dessus de leur moyenne de long terme.

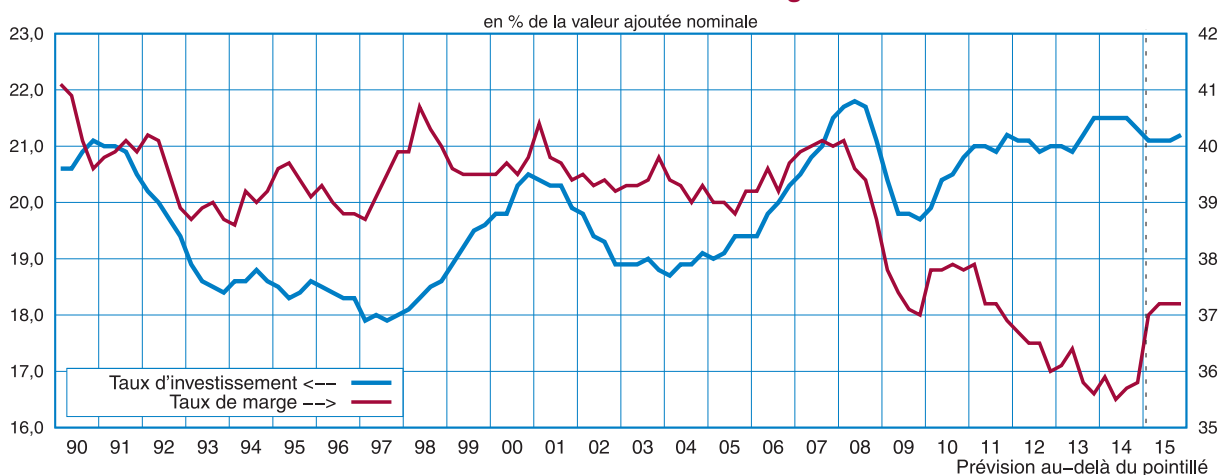
Par ailleurs, les conditions de financement continueraient de soutenir l'investissement. La forte hausse attendue du taux de marge des entreprises permettrait aux entreprises d'accroître l'autofinancement de leurs achats ; de plus, les taux d'intérêt réels, en baisse en 2014, resteraient très bas en 2015 dans le contexte d'une politique monétaire accommodante de la BCE. Cependant, malgré son léger redressement en avril par rapport à janvier, le taux d'utilisation des capacités de production reste faible (81,8 % dans l'industrie contre 84,6 % en moyenne sur longue période) ce qui limiterait la progression de l'investissement.

Au total, l'investissement des ENF accélérerait à un rythme modéré au deuxième trimestre (+0,3 %) puis plus franchement (+0,6 % au troisième trimestre et +0,8 % au quatrième). En moyenne sur l'année, l'investissement des ENF progresserait de 1,0 % en 2015, après +2,0 % en moyenne en 2014. Mais en cours d'année, l'investissement passerait de +0,2 % sur un an fin 2014 à +1,9 % un an plus tard. Le taux d'investissement des ENF serait quasi stable, entre 21,1 % au premier trimestre 2015 et 21,2 % au dernier trimestre 2015, un niveau qui reste supérieur à sa moyenne de longue période (19,6 % entre 1980 et 2014).

Les dépenses en produits manufacturés continueraient de progresser

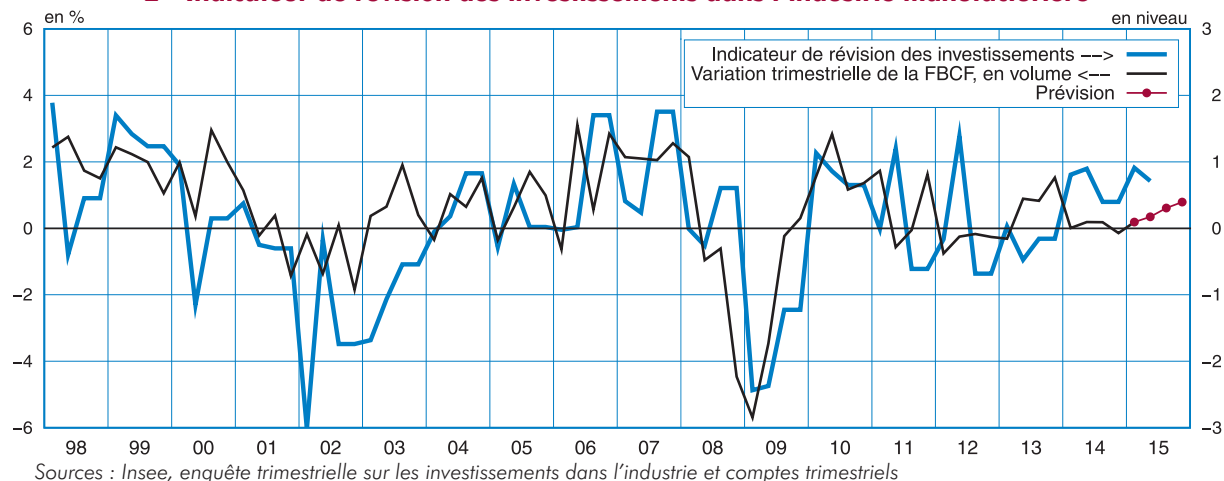
Après la nette augmentation du premier trimestre 2015 (+1,0 %), l'investissement des ENF en produits manufacturés décélérerait légèrement par contrecoup au deuxième trimestre (+0,8 %). Cette augmentation serait entretenue par le

1 - Taux d'investissement et taux de marge des ENF*



* Entreprises non financières (ENF) = sociétés non financières (SNF) et entreprises individuelles (EI)
Source : Insee

2 - Indicateur de révision des investissements dans l'industrie manufacturière



redressement des investissements en biens d'équipement : selon l'enquête de conjoncture de mai 2015, les soldes d'opinion des grossistes de ce secteur sur les ventes passées et sur les intentions de commandes sont nettement en hausse. De plus, les immatriculations du mois d'avril suggèrent que l'investissement en automobiles resterait dynamique au deuxième trimestre 2015. Au second semestre, l'investissement accélérerait de nouveau (+1,2 % au troisième trimestre et +1,4 % au quatrième) : à l'effet accélérateur usuel, lié à la hausse des perspectives d'activité et de demande, s'ajouteraient en fin d'année les effets imputables à la mesure de suramortissement pour certains biens d'équipements (*encadré*).

L'investissement en construction continuerait de baisser au deuxième trimestre, avant de se stabiliser au second semestre

Au deuxième trimestre 2015, les dépenses en construction continueraient de se dégrader (-0,6 %), avant de se stabiliser d'ici la fin d'année (-0,2 % au troisième trimestre et 0,0 % au quatrième), en partie grâce aux dépenses en gros entretien des bâtiments non résidentiels. En effet, si les carnets de commande restent bas dans l'industrie du bâtiment, les soldes d'opinion sur l'activité dans l'entretien des immeubles hors logement de l'enquête sur l'artisanat du bâtiment se sont nettement redressés depuis le début de l'année. Par ailleurs, la demande en travaux publics se stabiliserait : même s'il reste à un très bas niveau, le solde d'opinion sur l'activité prévue par les chefs d'entreprises en travaux publics se redresse légèrement depuis janvier.

Les investissements en services accéléreraient légèrement

Les investissements de services, essentiellement en activités spécialisées, scientifiques et techniques – dont la recherche et développement – et en services informatiques, accéléreraient progressivement pour atteindre un rythme proche de leur tendance des années récentes : +0,6 % au deuxième trimestre 2015, puis +0,7 % au troisième trimestre et +0,8 % au quatrième.

La contribution des variations de stocks à la croissance au premier trimestre 2015 a été forte

Les variations de stocks ont rebondi au premier trimestre 2015, avec une contribution fortement positive à la croissance du PIB (+0,5 point), après une contribution négative au quatrième trimestre 2014 (-0,3 point ; *tableau 2*). Cette contribution résulte principalement de celle des matériels de transport (contribution de +0,4 point), et en particulier aéronautiques ; c'est la contrepartie d'importations exceptionnellement dynamiques au premier trimestre.

Essentiellement par contrecoup de cet effet ponctuel, la contribution des stocks à la croissance serait négative au deuxième trimestre 2015 (-0,2 point). Par ailleurs dans l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie de mai 2015, le niveau des stocks est encore jugé inférieur à la normale, ce qui laisse augurer, au-delà des effets spécifiques aux matériels de transport, d'un comportement de stockage globalement favorable à la croissance de l'activité. Au second semestre 2015, le comportement de stockage des entreprises redeviendrait neutre sur la croissance. Au total, en moyenne annuelle, il contribuerait pour +0,3 point à la croissance du PIB, contre +0,2 point en 2014.■

Tableau 2

Contribution des variations de stocks à la croissance (en point de PIB)

	Variations trimestrielles												Variations annuelles		
	2013				2014				2015				2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Produits agricoles	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1
Produits manufacturés	0,1	0,1	0,3	-0,3	0,1	-0,1	0,4	-0,3	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,3	0,1	0,3
dont :															
Produits agro-alimentaires	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0						
Cokéfaction et raffinage	0,2	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,2						
Biens d'équipement	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1						
Matériel de transport	-0,2	0,2	0,2	0,0	-0,3	0,1	0,5	-0,6	0,4						
Autres produits industriels	0,1	-0,1	0,1	-0,2	0,2	-0,1	-0,2	0,3	-0,1						
Énergie, eau, déchets	-0,1	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	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	0,0	0,0
TOTAL¹	0,0	0,2	0,5	-0,4	0,2	-0,1	0,3	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3

■ Prévvision

(1) Les variations de stocks sont y compris les acquisitions nettes d'objets de valeur.

Source : Insee

La mesure d'amortissement exceptionnel soutiendrait l'investissement des entreprises en biens d'équipement

Un mécanisme temporaire de suramortissement des équipements industriels a été annoncé par le Gouvernement en avril 2015 pour accélérer les décisions d'investissement des entreprises. Ce mécanisme a été adopté dans le cadre du projet de loi pour la croissance et l'activité du 16 avril 2015. Il s'agit d'un avantage fiscal temporaire sur l'investissement productif : lors du calcul de leur résultat à déclarer dans le cadre de l'impôt sur les sociétés, les entreprises pourront appliquer un suramortissement de 140 % aux investissements effectués entre le 15 avril 2015 et le 14 avril 2016. Cette déduction exceptionnelle doit être répartie linéairement sur la durée normale d'utilisation du bien, même si l'amortissement habituel de ce dernier se fait de manière dégressive. Le coût total de cette mesure pour les finances publiques a été annoncé à 2,5 milliards d'euros sur la période 2015-2017.

Les investissements concernés par la mesure représenteraient environ 25 milliards d'euros de dépenses annuelles

Ce 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 21,2 milliards d'euros en 2013 (données de comptabilité nationale). 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.

Le dispositif exceptionnel de suramortissement correspond à une baisse du coût de l'investissement comprise entre 7 % et 20 %

Si une entreprise imposée au taux normal de l'impôt sur les sociétés (33,33 %) achète une machine outil pour 100 000 €, elle pourra 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 du bien et en négligeant les phénomènes d'actualisation, le suramortissement correspond donc à une baisse du coût de l'investissement de 20 % pour les entreprises imposées au taux normal de l'impôt sur les sociétés ; la baisse du prix représente 7 % pour celles intégralement imposées au taux réduit (15 %). En considérant un taux d'impôt sur les sociétés moyen de 25 %, la baisse du coût de l'investissement représente 13 %.

La mesure de suramortissement soutiendrait l'investissement des entreprises en produits manufacturés de 0,6 point au second semestre 2015

Dans les différentes modélisations macroéconomiques de l'investissement productif, une diminution du coût d'usage du capital se traduit par une hausse de l'investissement. Dans

l'équation du dossier « Les prix du foncier n'auraient pas d'effet direct sur l'investissement en actifs productifs » de cette présente *Note de conjoncture*, l'élasticité de l'investissement à son coût d'usage est à terme de -0,6 ; une baisse du prix moyen de 13 % pour 15 % du champ entraînerait donc à terme un surcroît d'investissement de 1,2 %.

À court terme, les effets habituels d'une baisse pérenne des prix sont plus limités : l'utilisation de l'équation conduirait à un surcroît d'investissement (hors construction) des entreprises de 0,1 point au second semestre 2015, ce qui représenterait +0,2 point sur le seul champ manufacturier.

Compte tenu du caractère temporaire de la mesure, en avançant la réalisation de certains investissements qui auraient été réalisés plus tard, l'effet de la mesure pourrait être plus important : au total l'effet du dispositif de suramortissement retenu pour le scénario de cette *Note de conjoncture* consiste en un surcroît d'investissement en produits manufacturés des entreprises non financières de +0,2 point au troisième trimestre puis de +0,4 point au quatrième trimestre 2015.

Toutefois, cet impact pourrait être limité par plusieurs facteurs. D'abord, la totalité de la baisse du coût du capital ne serait réellement perçue par l'entreprise qu'à la fin de la durée d'amortissement. Or, pour les biens concernés, cette dernière est le plus souvent supérieure à cinq ans. De même, la déduction exceptionnelle ne peut être amortie que de manière linéaire : ainsi, les entreprises ne peuvent pas appliquer un amortissement dégressif et ne peuvent donc pas bénéficier plus rapidement de la mesure. Ensuite, l'entreprise doit être en situation de payer l'impôt sur les sociétés et donc dégager des bénéfices pour pouvoir profiter du dispositif. Enfin, les effets de la mesure pourraient ne se manifester pleinement qu'en 2016, compte tenu des délais d'achat de ce type d'investissement qui nécessite souvent une réorganisation de la production.

À l'inverse, le caractère limité dans le temps 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 %). Même si un achat de véhicules de transports peut probablement s'anticiper plus facilement que celui de machines, cela illustre la sensibilité potentielle des entreprises à des mesures modifiant avec certitude le prix de leurs achats. ■

Développements Internationaux



Pétrole et matières premières

Le marché n'a pas encore trouvé son prix d'équilibre

Au cours du premier trimestre 2015, le prix du pétrole s'est redressé jusqu'à 55,8 \$ le baril en mars, après avoir atteint 47 \$ mi-janvier, son plus bas niveau depuis mai 2009. Ce rebond résulterait notamment des annonces de moindres investissements des grands groupes pétroliers et de diminution des forages aux États-Unis. Depuis lors, le cours du pétrole a de nouveau augmenté, et fluctue autour de 65 \$ début juin, ce qui reste très en dessous de son niveau un an auparavant (103 \$).

Au deuxième trimestre 2015, l'offre mondiale augmenterait modestement tandis que la demande diminuerait légèrement, conduisant à accroître l'excédent de pétrole sur le marché mondial. Au second semestre, demande et offre mondiales se rapprocheraient, sous l'effet notamment d'une baisse de la production de pétrole non conventionnel aux États-Unis tandis que le dynamisme de la demande dans les pays émergents resterait soutenu.

Le prix du baril est conventionnellement figé en prévision à 65 \$. Pour autant, dans un contexte d'offre encore supérieure à la demande, le cours du Brent pourrait à nouveau baisser. La saturation des capacités de stockage aux États-Unis pourrait également peser sur les cours du brut. À l'inverse, outre les incertitudes géopolitiques au Proche-Orient, la diminution des forages aux États-Unis pourrait peser plus fortement qu'attendu sur la production de pétrole au second semestre et tirer les prix à la hausse.

Au premier trimestre 2015, le prix du pétrole s'est légèrement redressé

En forte baisse depuis juillet 2014, le cours du pétrole (Brent) a atteint mi-janvier 2015 son plus bas niveau depuis mai 2009, à 47 \$ le baril. Le prix du baril s'est ensuite redressé et fluctue autour de 65\$ depuis fin avril 2015 (*graphique 1*). L'annonce de la diminution du nombre de forages de pétrole non conventionnel aux États-Unis et celle des baisses d'investissements des compagnies pétrolières internationales semblent être les principaux facteurs d'une révision en baisse des anticipations de production et, partant, du rebond du prix du baril.

Au deuxième trimestre 2015, l'offre augmenterait et la demande baisserait légèrement

Au deuxième trimestre 2015, l'offre augmenterait de manière un peu plus marquée qu'au trimestre précédent : la hausse atteindrait 0,2 million de barils par jour (Mbpj) au total (*graphique 2*). Malgré la baisse des investissements, la production de pétrole non conventionnel aux États-Unis a encore augmenté début 2015. Elle semble toutefois se stabiliser depuis le printemps (*graphique 3*), ce qui pourrait limiter la hausse de la production au deuxième trimestre.

Dans le même temps, la demande mondiale de pétrole brut diminuerait légèrement (-0,1 Mbpj, *graphique 4*). La hausse de la demande en dehors de l'OCDE, aussi bien en Chine qu'au Proche-Orient, serait compensée par une baisse

1 - Prix du Brent en € et en \$



Développements internationaux

conjointe en Europe, aux États-Unis et au Japon, en raison d'un déstockage et d'une baisse de l'activité pétrochimique dans ces pays.

Au second semestre, offre et demande tendraient à se rejoindre

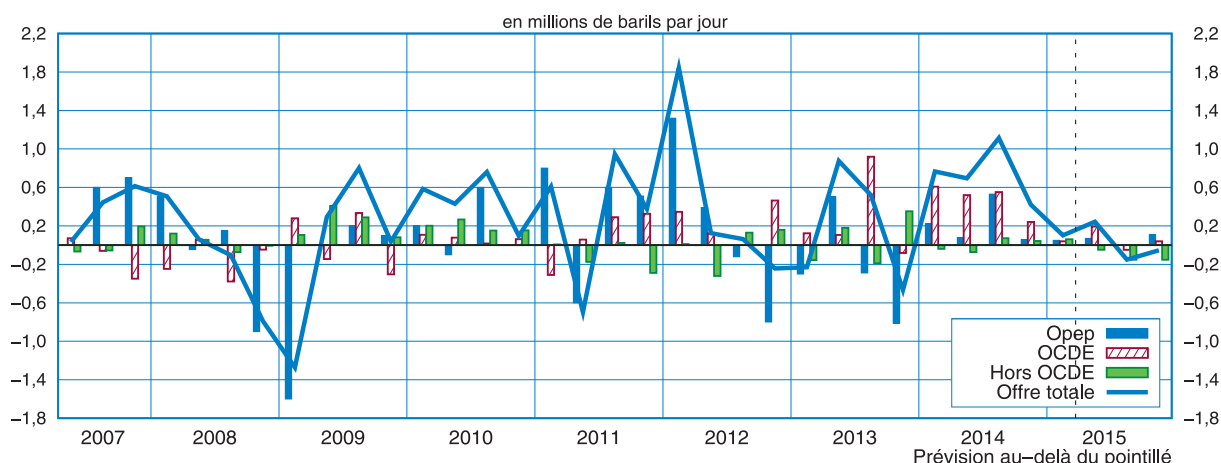
Au second semestre 2015, la production mondiale diminuerait légèrement (-0,1 Mbpj en moyenne par trimestre), notamment aux États-Unis, au Canada et en Russie.

Dans le même temps, la demande mondiale de pétrole brut retrouverait sa tendance passée (+0,3 Mbpj puis +0,4 Mbpj aux troisième et quatrième trimestres 2015), principalement tirée par la hausse de la demande en Chine et dans les autres pays n'appartenant pas à l'OCDE.

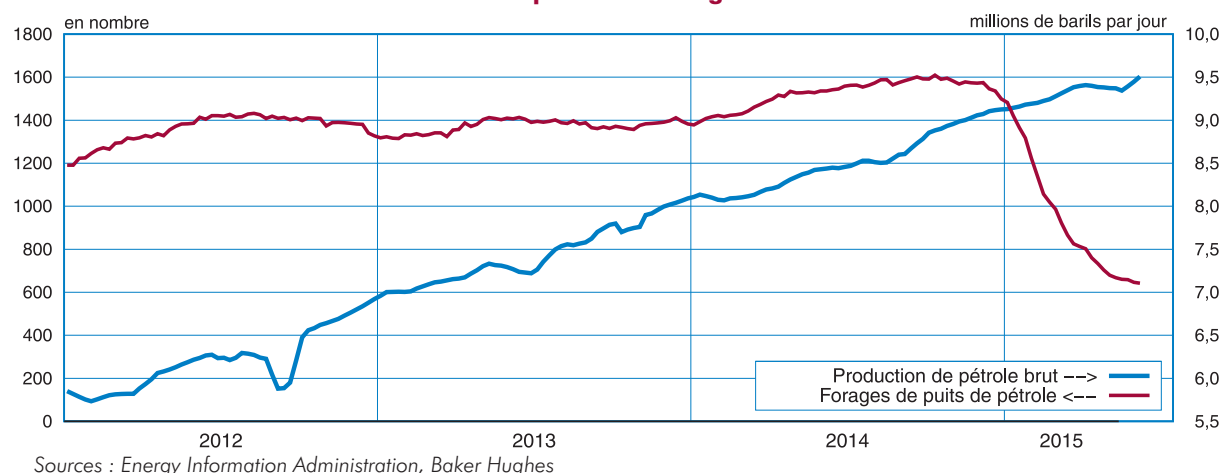
En prévision, le prix du baril fluctuerait autour de 65 \$

Conventionnellement, le prix du baril de Brent est figé en prévision au cours observé récemment (65 \$ début juin 2015). Pour autant, dans un contexte d'offre plus abondante que la demande, le cours du Brent pourrait à nouveau baisser. De plus, l'accord-cadre sur le nucléaire iranien conclu début avril pourrait déboucher sur une levée des sanctions sur les exportations de pétrole iranien. Une hausse de la production iranienne n'est pas anticipée avant la fin de l'année 2015, mais cette éventualité pourrait peser sur les prix dès cette année. Ensuite, les stocks des États-Unis sont particulièrement élevés, au plus haut depuis 80 ans. La perspective d'une saturation des capacités de stockage pourrait contribuer à abaisser les cours mondiaux.

2 - Principaux contributeurs à la variation de l'offre mondiale de pétrole (CVS)



3 - Production de pétrole et forages aux États-Unis



Développements internationaux

À l'inverse, les tensions géopolitiques en Irak et en Libye pourraient restreindre la production de ces pays. Le conflit au Yémen pourrait aussi tirer les prix à la hausse : certes, la production de ce pays reste faible (0,1 Mbpj en avril 2015 contre 0,3 Mbpj fin 2014) mais l'implication des grandes puissances régionales pétrolières dans ce conflit pourrait en accroître l'impact sur le cours du pétrole, notamment parce que la remise en cause de la sécurité du détroit de Bab-el-Mandeb entre le Yémen et Djibouti pourrait perturber les livraisons des pays du Golfe. En outre, la chute du nombre de forages aux États-Unis pourrait peser plus fortement qu'attendu sur la production de pétrole non conventionnel au second semestre et tirer les prix à la hausse.

Au premier trimestre 2015 les cours des matières premières ont nettement augmenté en euros

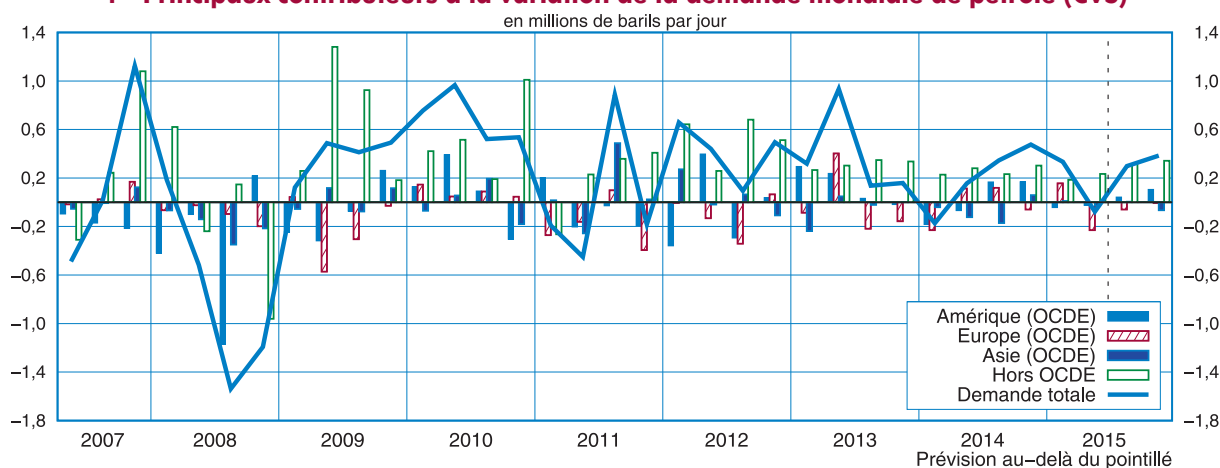
Au premier trimestre 2015, les prix en euros des matières premières hors énergie ont nettement augmenté (+5,3 %, graphique 5). Cela résulte de

la dépréciation de l'euro durant cette période : en dollars, les prix ont en effet baissé de 5,0 %.

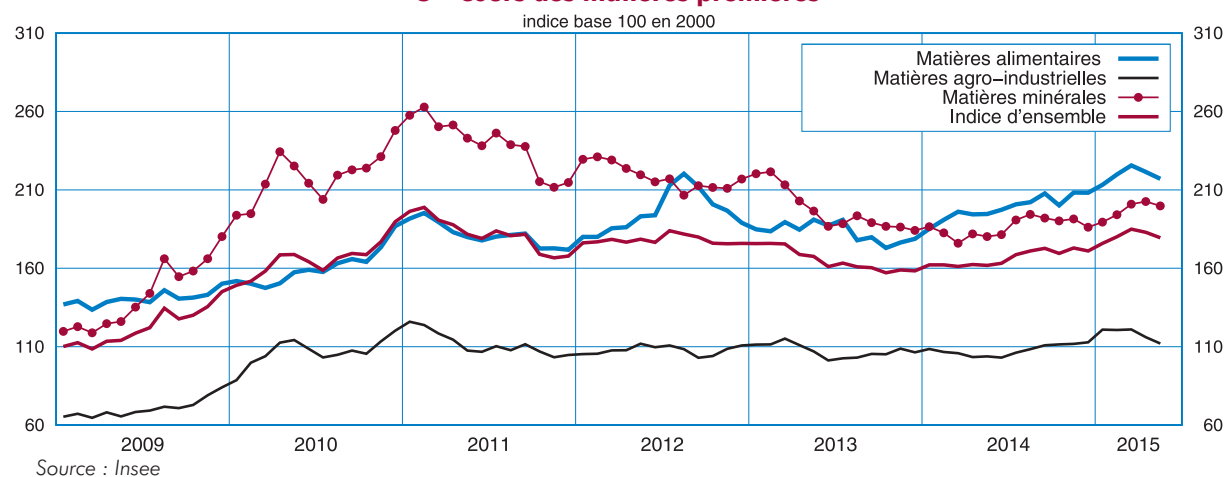
Les matières premières agro-industrielles, notamment, se sont renchéries (+7,9 %), en particulier les fibres textiles naturelles (+10,4 %) et la pâte à papier (+7,9 %). Les prix des matières minérales ont rebondi (+2,9 %), portés par la hausse des prix des métaux précieux (+15,0 %), en premier lieu l'or et l'argent. En revanche, les prix du minerai de fer ont continué de chuter (-6,7 %).

Les cours des matières premières alimentaires ont également fortement augmenté (+6,8 %), du fait notamment de la hausse des cours de viande bovine (+12,1 %). ■

4 - Principaux contributeurs à la variation de la demande mondiale de pétrole (CVS)



5 - Cours des matières premières



Marchés financiers

La Fed réserve un resserrement de sa politique pour la fin de l'année

Après six années de stabilité à un taux minimal, la Réserve fédérale pourrait relever ses taux directs au second semestre 2015, dans un contexte d'amélioration régulière du marché de l'emploi. Au Royaume-Uni, la fin du statu quo sur les taux se rapproche également mais l'absence de tension sur les salaires et les prix et le récent ralentissement de l'activité inciteraient la Banque d'Angleterre à repousser tout resserrement monétaire au-delà de 2015. Au Japon, la banque centrale maintient sa politique expansionniste et continue d'augmenter substantiellement sa base monétaire.

Dans le même temps, la BCE met en œuvre depuis mars les mesures de rachats massifs de titres annoncées en janvier 2015. Dans un premier temps, ces opérations ont mis fin au recul de l'inflation anticipée par les marchés et ont conduit à diminuer les taux souverains de l'ensemble des pays de la zone euro, à l'exception de la Grèce. Ces taux ont toutefois nettement rebondi début mai et début juin, corrigeant partiellement la forte baisse précédente.

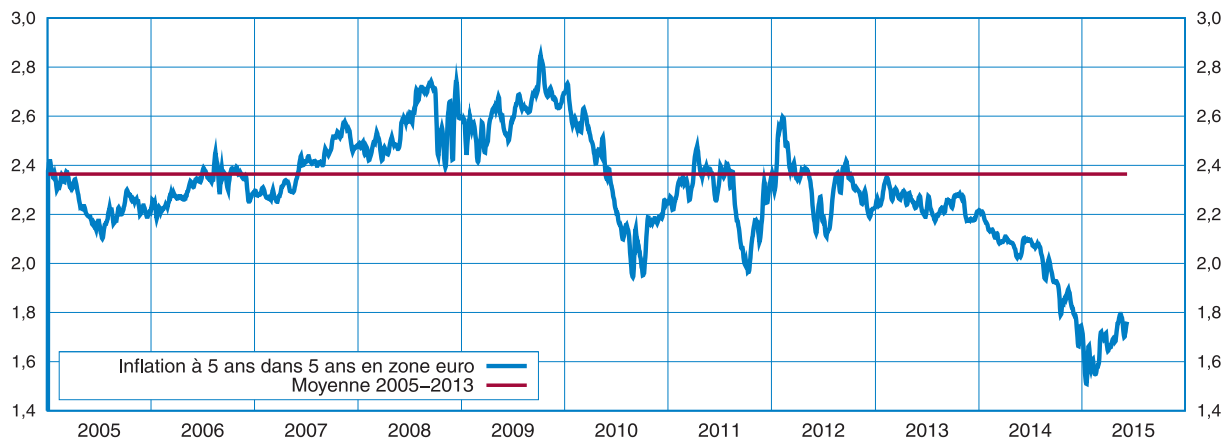
En parallèle, l'euro a légèrement rebondi en avril après plusieurs mois de baisse. Les hypothèses conventionnelles de stabilité des taux de change en prévision sont de 1,12 dollar, 140 yens et 0,73 livre pour 1 euro.

La Réserve fédérale relèverait ses taux avant la fin de l'année

Avec l'amélioration du marché de l'emploi et des perspectives d'inflation en hausse, la Réserve fédérale relèverait ses taux directs au second semestre 2015 – un consensus des opérateurs de marché semble se dégager sur un premier relèvement à l'automne. Cette hausse mettrait fin à plus de six années de stabilité du taux directeur, à 0,25 %. Au Royaume-Uni la baisse continue du taux de chômage semble également rapprocher la fin du statu quo sur les taux. Toutefois, l'absence de tension sur les salaires et les prix et le récent ralentissement de l'activité repousseraient le prochain resserrement monétaire au-delà de 2015 : la Banque d'Angleterre maintiendrait ainsi ses taux d'intérêt et la taille de son bilan jusqu'à la fin de l'année. Au Japon, la banque centrale conserve sa politique expansionniste et continue d'augmenter sa base monétaire à un rythme annuel de 80 000 milliards de yens, soit 16 points de PIB.

La Banque centrale européenne (BCE) met en œuvre depuis mars 2015 un programme étendu d'achats d'actifs, incluant des titres de dette publique. L'Eurosystème achète désormais environ 47,5 milliards d'euros de dette publique par mois, auxquels s'ajoutent 12,5 milliards de titres privés, ce qui porte le total des achats à 60 milliards par

1 - Anticipations d'inflation en zone euro



Source : Macrobond

mois, conformément à la cible fixée en janvier 2015. L'ampleur de ce programme permet d'augmenter la taille du bilan de la BCE (jusqu'à 28 points de PIB de la zone en fin d'année) et a mis fin à la baisse de l'inflation anticipée par les marchés : l'inflation à 5 ans dans 5 ans, calculée à partir des swaps d'inflation, est remontée à près de 1,8 % début mai 2015 (*graphique 1*), ce qui reste cependant inférieur à sa moyenne entre 2005 et 2013 (2,4 %).

Des signes persistants de fragmentation du marché interbancaire au sein de la zone euro

Après s'être globalement stabilisés fin 2014, les déséquilibres du système de paiement interbancaire *Target 2* se sont à nouveau aggravés début 2015 : le solde de l'Allemagne a augmenté tandis que les déficits de certains pays périphériques, déjà très importants, se sont creusés, indiquant que les banques allemandes restent réticentes à financer les banques des pays du Sud, particulièrement de la Grèce.

De plus, les encours des résidents non financiers ont diminué de plus de 19 % sur un an en Grèce, signe d'une sortie massive de capitaux, en lien avec la crainte d'un éventuel contrôle des mouvements de capitaux ou d'un défaut grec.

L'encours de crédit aux SNF se stabilise dans la zone euro

Après trois années de baisse, les encours de crédit aux sociétés non financières de la zone euro se sont stabilisés en avril 2015. En Italie et en Espagne, les entreprises ont continué de se désendetter début 2015 : la baisse des encours de crédit, particulièrement marquée fin 2013, continue à un rythme toutefois moins prononcé

(*graphique 2*). En France et en Allemagne, la hausse des encours de crédit se confirme depuis l'été 2014, mais reste modérée outre-Rhin.

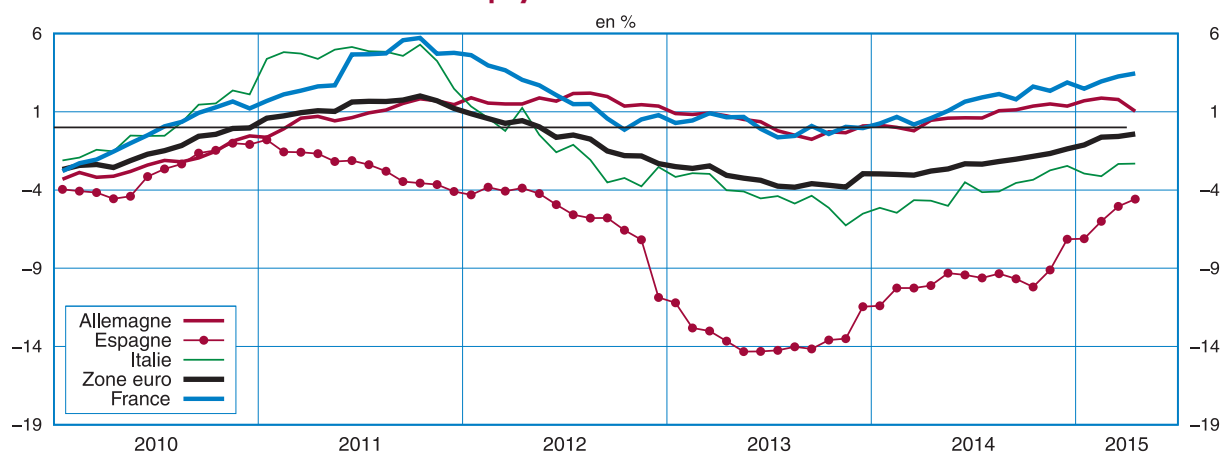
Par ailleurs, au sein même de la zone euro, les taux d'emprunt bancaires facturés aux entreprises sont encore très hétérogènes, signe que le marché des capitaux reste fragmenté. Ainsi, les taux d'intérêt moyens sur les crédits nouveaux accordés aux entreprises italiennes et espagnoles restent supérieurs de près d'un point à ceux accordés aux entreprises allemandes et françaises. L'écart s'est toutefois réduit au cours des derniers mois, d'abord en Italie, plus récemment en Espagne.

Après une forte baisse au premier trimestre, les taux souverains se sont redressés au printemps

Les taux d'emprunt de l'Allemagne et de la France ont atteint un point bas au premier trimestre 2015 (*graphique 3*). En conséquence des rachats de la BCE, ces deux pays ont bénéficié de conditions d'emprunt de plus en plus avantageuses (taux à 10 ans à 0,1 % et 0,4 % respectivement au cours du mois d'avril). Toutefois, début mai et début juin les taux souverains européens ont brusquement rebondi, corrigeant partiellement la chute précédente, et le taux souverain allemand à 10 ans est repassé au-dessus de 0,8 %. Le rebond des taux souverains pourrait traduire une correction des anticipations d'inflation ou de celles concernant la politique monétaire de la BCE.

Dans le même temps, les négociations entre la Grèce et ses créanciers ont ravivé les inquiétudes des marchés. La perspective d'une restructuration de la dette grecque a gagné en consistance, sous des conditions qui restent largement à définir. Dans cette attente, les taux souverains grecs à 10 ans ont nettement

2 - Taux de croissance annuel de l'encours de crédit aux sociétés non financières de quelques pays de la zone euro



Source : Banque centrale européenne

Développements internationaux

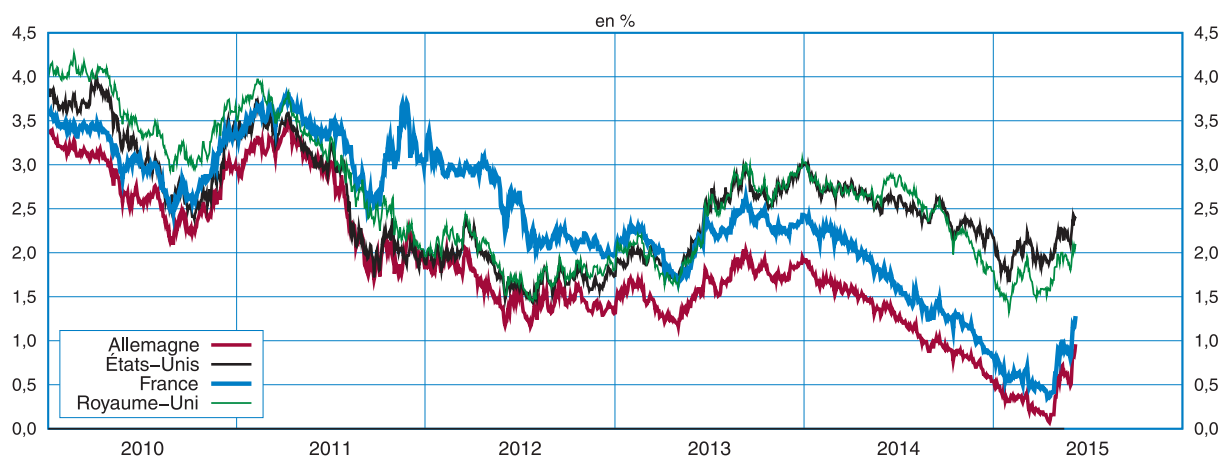
augmenté et ont dépassé 13 % fin avril 2015, pour la première fois depuis fin 2012. Toutefois, dans les autres pays touchés par la crise de la dette souveraine de 2011 (Espagne, Portugal, Irlande), la contagion du risque grec semble contenue. En dépit d'une remontée passagère et limitée des taux en avril, lorsque les craintes sur la dette hellénique étaient au plus haut, la normalisation de leurs conditions de financement se confirme.

Le taux de change de l'euro reste bas, malgré un rebond en avril

Au premier trimestre 2015, les anticipations d'un assouplissement quantitatif en zone euro puis sa mise en œuvre ont pesé sur le cours de la monnaie unique. Le taux de change effectif réel de la France,

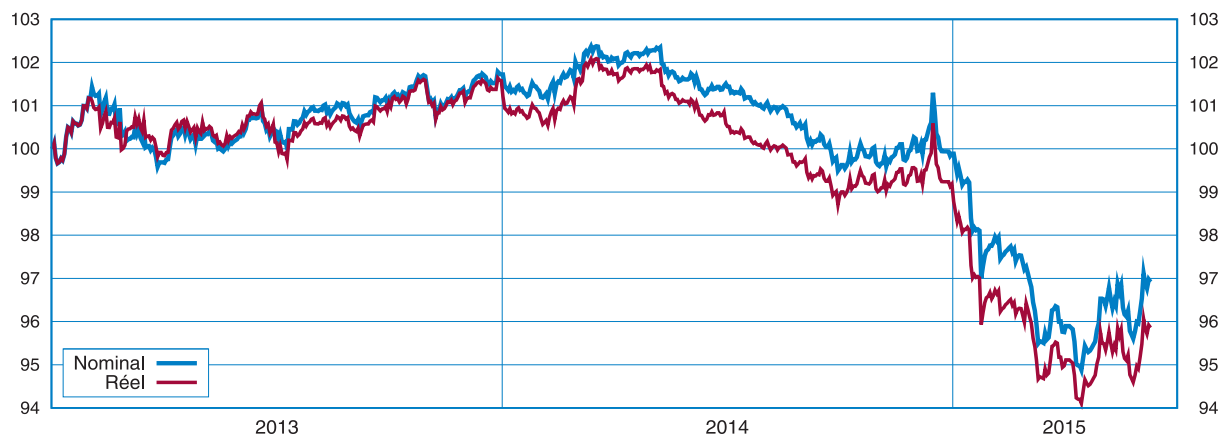
qui avait nettement baissé, a ensuite rebondi fin avril (*graphique 4*) mais reste inférieur de 6 points à son niveau d'avril 2014. Sous l'hypothèse conventionnelle de stabilité des taux de change bilatéraux en prévision (1,12 dollar, 140 yens et 0,73 livre pour 1 euro), le taux de change effectif réel de la France continuerait de reculer au deuxième trimestre (-1,0 %), avant de se stabiliser quasiment au second semestre (+0,4 % puis +0,2 % aux troisième et quatrième trimestres).■

3 - Taux souverains à 10 ans



Source : Macrobond

4 - Taux de change effectif de la France



Source : Banque centrale européenne, Insee

Zone euro

La reprise se diffuse

Au premier trimestre 2015, l'activité de la zone euro a conservé son rythme de croissance de fin 2014 (+0,4 %), du fait notamment du dynamisme en France (+0,6 %) et en Espagne (+0,9 %). L'activité progresserait sur un rythme similaire le restant de l'année 2015 (+0,4 % au deuxième trimestre, puis +0,5 % aux troisième et quatrième trimestres), stimulée principalement par la demande intérieure. Au total, la croissance atteindrait +1,4 % en 2015, après +0,9 % en 2014. Cette nette accélération proviendrait de la France, de l'Italie et de l'Espagne. Elle serait essentiellement portée par le regain de pouvoir d'achat des ménages qui soutiendrait leur consommation, et par un investissement productif de plus en plus vigoureux. L'Allemagne conserverait le dynamisme retrouvé en 2014 (+1,6 %).

Le PIB de la zone euro a gardé le rythme de croissance atteint fin 2014

La reprise se confirme en zone euro et l'activité a augmenté au premier trimestre 2015 sur le même rythme qu'au trimestre précédent (+0,4 %). La demande intérieure, et notamment la consommation des ménages, a nettement progressé, tandis que la vigueur des importations a pesé sur la croissance. L'accélération a été particulièrement sensible en France (+0,6 % après 0,0 %) et l'Italie a renoué avec la croissance (+0,3 % après 0,0 %). L'économie espagnole a également de nouveau accéléré (+0,9 % après

+0,7 %), tandis que la croissance allemande a marqué le pas (+0,3 % après +0,7 %), pénalisée par les échanges extérieurs.

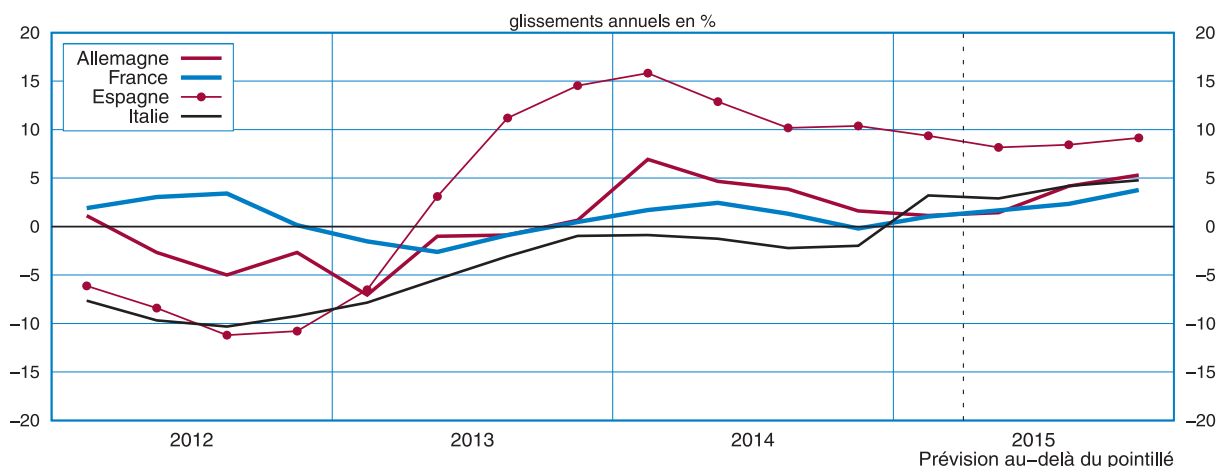
Un rebond du commerce extérieur soutiendrait la croissance au deuxième trimestre

En zone euro, le climat des affaires se maintient au printemps à un niveau proche de sa moyenne de long terme, ce qui suggère que l'activité conserverait le même rythme de croissance au deuxième trimestre (+0,4 %). La consommation des ménages ralentirait (+0,4 % après +0,5 %), notamment en France par contrecoup d'un premier trimestre particulièrement dynamique. L'investissement en construction diminuerait, notamment en France, en Italie et en Allemagne. À l'inverse, les échanges extérieurs soutiendraient la croissance (contribution de +0,1 point après -0,2 point) : les importations, très soutenues au premier trimestre, notamment en France et en Allemagne, ralentiraient par contrecoup.

La demande intérieure prendrait le relais au second semestre

Au second semestre, la croissance resterait allante (+0,5 % par trimestre), portée par la demande intérieure. En effet, la situation du marché du travail s'améliorerait en zone euro, et le taux de chômage baisserait de nouveau pour atteindre 10,6 % fin 2015, contre 11,5 % un an auparavant.

1 - Investissement en biens d'équipement en zone euro



Développements internationaux

Cela alimenterait un regain de salaires réels sur l'année et, cumulé à la hausse de l'emploi, des gains de pouvoir d'achat suffisants pour entretenir le dynamisme de la consommation des ménages (+0,5 % par trimestre). Les évolutions par pays resteraient contrastées : la consommation des ménages espagnols augmenterait encore très rapidement (+1,0 % par trimestre), celle des ménages allemands resterait soutenue (+0,6 % puis +0,7 %), tandis que la consommation progresserait plus modestement en France (+0,3 % puis +0,4 %) et en Italie (+0,2 % par trimestre).

Une croissance marquée par la reprise de l'investissement productif

En 2015, l'investissement productif serait soutenu par la reprise de l'activité et accélérerait progressivement sur l'ensemble de la zone (+0,9 % au deuxième trimestre, +1,3 % au troisième et +1,5 % au quatrième trimestre, *graphique 1*). Il se redresserait notamment en Italie, après trois années de baisse.

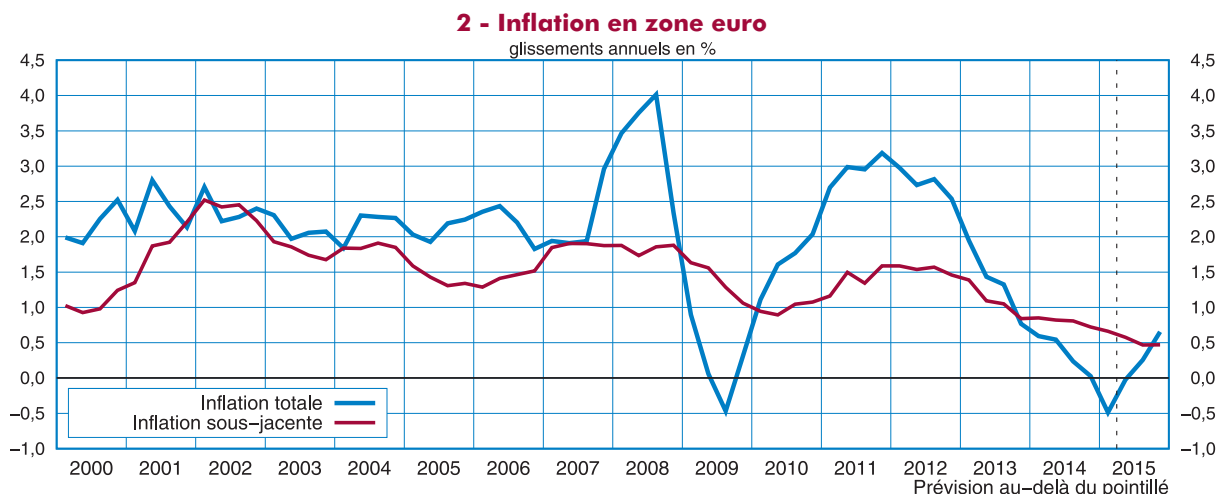
L'inflation sous-jacente cesserait quasiment de baisser

L'inflation sous-jacente cesserait quasiment de baisser dans l'ensemble de la zone euro : elle atteindrait +0,5 % à la fin de l'année, contre +0,6 % en mai et +0,8 % fin 2014. La baisse passée des prix des produits pétroliers a entraîné

un recul ponctuel des prix au premier trimestre 2015 (-0,5 %). Le prix du pétrole se redressant légèrement au deuxième trimestre, les prix de l'énergie rebondiraient quelque peu (+2,7 % par rapport au trimestre précédent après -4,4 %). Au total, l'inflation d'ensemble se redresserait au cours de l'année, atteignant +0,7 % fin 2015 après un point bas au premier trimestre 2015 (-0,5 %, *graphique 2*).

Les divergences conjoncturelles s'atténueraient dans la zone euro

Les rythmes de croissance resteraient différents selon les pays de la zone mais les divergences s'atténueraient un peu : l'Espagne poursuivrait sa reprise à un rythme rapide (+0,9 % au deuxième trimestre puis +0,8 % par trimestre au second semestre), soutenue comme en 2014 par l'investissement des entreprises et la consommation des ménages, mais également par le redémarrage de l'activité dans la construction. La croissance serait plus modérée en Allemagne (+0,5 % par trimestre) et en France (+0,3 % aux deuxième et troisième trimestres puis +0,4 % au quatrième), principalement soutenue par la consommation des ménages. En Italie, l'investissement des entreprises cesserait de peser sur la croissance, qui resterait modeste (+0,2 % à +0,3 % par trimestre). ■



Sources : Eurostat, prévisions Insee

Allemagne

La croissance resterait solide

Au premier trimestre 2015, l'activité a ralenti en Allemagne (+0,3 % après +0,7 %), le comportement de stockage des entreprises ayant notamment pesé (contribution à la croissance de -0,3 point après +0,4 point). En revanche, la demande intérieure hors stocks est restée solide. Au deuxième trimestre, l'activité accélérerait un peu (+0,5 %) : la dépréciation passée de l'euro et l'accélération de la demande mondiale adressée à l'Allemagne soutiendraient les exportations. Au second semestre, l'activité progresserait au même rythme (+0,5 % par trimestre). Au total, la croissance serait de +1,6 % en 2015, comme en 2014.

La consommation des ménages reste soutenue

La consommation des ménages a de nouveau fortement progressé au premier trimestre 2015 (+0,6 % après +0,7 %). Leur confiance se maintient à un niveau très élevé, et les ventes au détail comme les immatriculations progressent rapidement, ce qui suggère que les ménages augmenteraient encore nettement leurs dépenses de consommation au deuxième trimestre (+0,4 %). Puis, à la faveur d'un pouvoir d'achat globalement dynamique, favorisé par la hausse du salaire minimum en début d'année et par la poursuite des créations d'emplois, la consommation resterait soutenue au second semestre (+0,6 % au troisième puis +0,7 % au quatrième trimestre).

À-coups dans la construction

Depuis l'automne dernier, les températures ont été supérieures aux normales saisonnières, ce qui a stimulé l'activité dans la construction. L'investissement dans la construction se replierait

par contrecoup au deuxième trimestre 2015 (-0,5 % après +1,7 % au premier trimestre). Au second semestre, l'investissement dans ce secteur ne repartirait que timidement (+0,3 % par trimestre) : les commandes ont certes repris au début de l'année, mais les permis de construire stagnent depuis début 2014 et le climat des affaires dans le secteur s'est récemment infléchi.

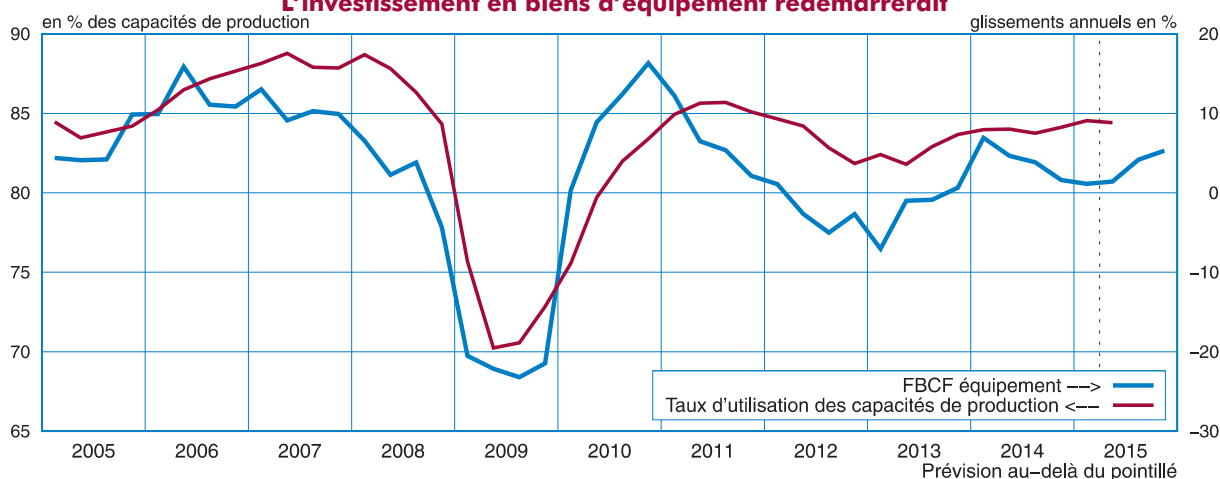
L'investissement en biens d'équipement redémarre

L'investissement en biens d'équipement a accéléré au premier trimestre (+1,5 % après +0,4 %). Les enquêtes signalent un regain de confiance des entreprises, et le taux d'utilisation des capacités productives progresse depuis quelques trimestres (*graphique*). La reprise de l'investissement se confirmerait donc jusqu'à la fin de l'année et, au total, il progresserait de 3,0 % en 2015 (après +4,2 % en 2014).

En 2015, les échanges extérieurs seraient neutres sur la croissance

Au premier trimestre, les exportations sont restées moins dynamiques (+0,8 % après +1,0 %) que les importations (+1,5 % après +1,9 %) malgré la dépréciation passée de l'euro. Au deuxième trimestre, les importations ralentiraient, retrouvant un rythme plus en phase avec la demande intérieure, et les exportations accéléreraient, soutenues par la demande mondiale. Au second semestre, la vigueur de la demande intérieure entraînerait celle des importations, et les échanges extérieurs seraient comptablement neutres sur la croissance. En moyenne sur l'année, le commerce extérieur serait neutre sur la croissance en 2015 (après +0,3 point en 2014). ■

L'investissement en biens d'équipement redémarrerait



Sources : Destatis, Ifo, prévisions Insee

Italie

Sortie de récession

Au premier trimestre 2015, l'Italie a renoué avec la croissance (+0,3 %). Les trimestres suivants confirmeraient ce modeste regain de dynamisme. En moyenne sur l'année, la hausse atteindrait +0,6 % en 2015 (après -0,4 % en 2014 et -1,7 % en 2013). Les principaux soutiens seraient la consommation privée et l'investissement en équipement, ce dernier rebondissant fortement (+5,4 %) après trois années de repli. Le commerce extérieur contribuerait de nouveau favorablement à la croissance (+0,1 point en 2015 après +0,2 point en 2014).

L'investissement porterait la croissance en 2015

Au premier trimestre 2015, l'activité italienne a augmenté (+0,3 %) après une stagnation au quatrième trimestre 2014. Cette croissance a été portée par l'investissement, en hausse de 1,5 %, sa plus forte progression depuis fin 2006.

D'une part, l'investissement en biens d'équipement a vivement accéléré (+3,9 % après +1,2 %, graphique), notamment en matériels de transport. Cette hausse résulte de plusieurs facteurs favorables qui contribueraient encore au cours des prochains trimestres (0,0 % par contrecoup au deuxième trimestre, +0,7 % au troisième, +1,5 % au quatrième) : des capacités de production davantage utilisées, une demande intérieure plus dynamique, de meilleures conditions de crédit et un taux d'autofinancement proche de sa moyenne de long terme permettraient aux entreprises de sortir d'une longue période de sous-investissement. Au total, l'investissement en équipement rebondirait en 2015 (+5,4 %) après trois années de contraction.

D'autre part, l'investissement en construction a rebondi au premier trimestre (+0,5 % après -0,5 %). La longue crise entamée en 2008 (37 % de baisse cumulée entre début 2008 et fin 2014) aurait pris fin et ce type d'investissement continuerait d'augmenter modérément au cours des prochains trimestres. En moyenne annuelle, il baisserait en 2015 (-0,4 %), mais moins fortement qu'en 2014 (-4,7 %).

Les variations de stocks ont soutenu la croissance au premier trimestre (de +0,5 point) après l'avoir pénalisée au quatrième trimestre (-0,6 point). D'ici la fin de l'année, elles seraient neutres sur la croissance.

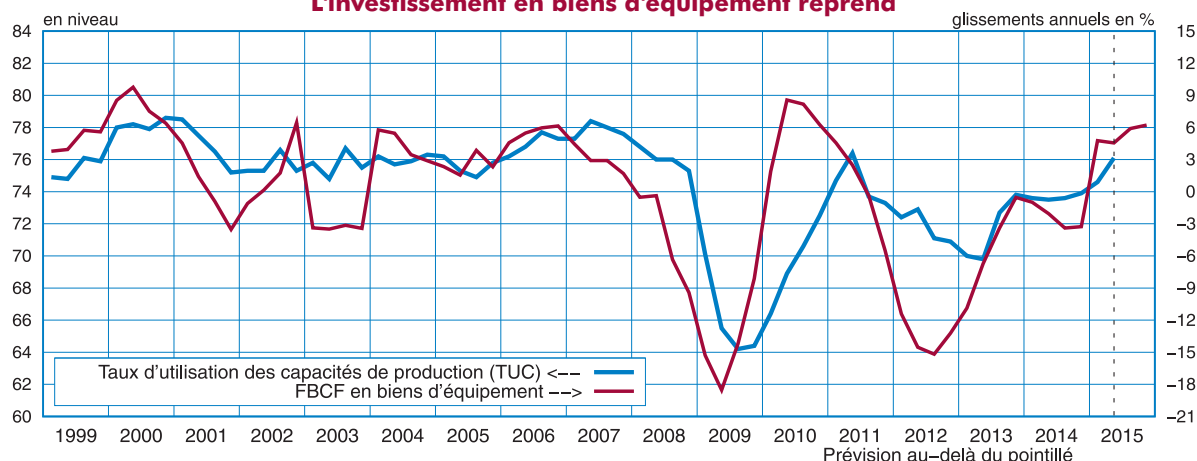
La consommation des ménages augmenterait autant qu'en 2014

Au premier trimestre 2015, la consommation des ménages s'est légèrement repliée (-0,1 % après +0,1 %). Sa croissance s'élèverait ensuite légèrement (+0,1 % au deuxième trimestre puis +0,2 % par trimestre au second semestre). En moyenne sur l'année 2015, la consommation augmenterait comme en 2014 (+0,3 %), en phase avec le pouvoir d'achat qui se redresserait pour la première fois depuis 2007 (+0,4 %). Après avoir renoué avec la croissance en 2014, l'emploi, soutenu par le Jobs Act (encadré), continuerait en effet de progresser en 2015.

Une contribution de nouveau favorable des échanges extérieurs

Les exportations accéléreraient au deuxième trimestre (+1,2 %), après une stagnation au premier trimestre. Puis elles continueraient d'augmenter, quoiqu'un peu moins rapidement (+1,0 % par trimestre au second semestre), portées par la hausse de la demande mondiale et la

L'investissement en biens d'équipement reprend



Sources : Markit, Istat

dépréciation passée de l'euro. Les importations resteraient elles aussi soutenues (+0,6 % après +1,4 % au premier trimestre, puis +0,8 % par trimestre au second semestre), dans le sillage d'une demande intérieure en hausse sur

quasiment toutes ses composantes. Au total, les échanges extérieurs contribueraient de nouveau positivement à la croissance en 2015 (+0,1 point, après +0,2 point en 2014).■

Le « Jobs Act », une loi pour réformer le marché du travail italien

Le marché du travail italien possède des faiblesses spécifiques...

Le chômage a fortement augmenté en Italie depuis 2008, comme dans la plupart des pays européens, passant d'environ 7 % début 2008 à plus de 12 % mi-2013. Mais l'Italie fait aussi face à des problématiques spécifiques : le taux d'emploi des jeunes est l'un des moins élevés d'Europe (il s'établissait à 16,3 % en 2013) ; le chômage de longue durée est également l'un des plus importants d'Europe : en 2013, 57 % des chômeurs l'étaient depuis plus d'un an ; enfin le marché du travail est marqué par une forte dualité (OCDE, 2015) : à côté des salariés bénéficiant d'un contrat à durée indéterminée, il existe de nombreux travailleurs précaires, notamment parmi les jeunes, embauchés en contrat à durée déterminée avec une faible probabilité de transition vers les emplois à durée indéterminée. Le marché du travail italien se caractérise également par une forte diversité des contrats atypiques, tels que les contrats de « collaboration », de « *job on call* » ou encore de « *job sharing* » (Prouet, 2015).

... auxquelles le « Jobs Act » tente de répondre

La réforme dite du « Jobs Act » a donc comme double objectif de faire diminuer le taux de chômage et la proportion de travailleurs précaires, en augmentant le nombre de CDI. Cette réforme se décline en plusieurs mesures étalées dans le temps, dont certaines sont déjà en vigueur.

Tout d'abord, le « décret Poletti » de mai 2014 simplifie le recours aux CDD, en abrogeant la nécessité de motiver son recours ; mais il limite son utilisation dans le temps (36 mois) ainsi que la proportion d'employés à durée déterminée au sein d'une même entreprise (20 % maximum). Cet assouplissement du CDD devrait être contrebalancé par un futur décret, dont le but est de restreindre les possibilités de recours à d'autres formes d'emplois précaires : la typologie des contrats atypiques devrait ainsi être simplifiée. De plus, la mise en place d'un salaire horaire minimum pour les salariés qui ne sont pas couverts par une convention collective (qui pourrait être de 6,5 à 7 € net par heure) est actuellement discutée par les partenaires sociaux.

La deuxième mesure, instaurée par loi de finances pour 2015, consiste en une exonération intégrale des cotisations patronales pendant trois ans, dans la limite de 8 060 € par an pour toute embauche de CDI en 2015 (à condition que la personne embauchée n'ait pas occupé de CDI dans les six mois précédents, pour limiter les effets d'aubaine). La baisse du coût du travail associée serait d'environ 20 % en moyenne

pour les nouvelles embauches. Selon le gouvernement italien, cette mesure bénéficierait à un million d'embauches en CDI en 2015 (Ministero dell'economia e della finanza, 2014). Cela occasionnerait donc une baisse du coût du travail d'environ 1,2 % de l'ensemble des salariés. Le nombre de bénéficiaires ne correspondrait pas à l'effet net sur l'emploi de la mesure : parmi les embauches prévues, il faut en effet considérer :

- les embauches en CDI qui auraient eu lieu en 2015 sans le dispositif, soit environ 640 000 emplois, en retenant le nombre d'embauches de 2013 sur le périmètre de la mesure ;
- les embauches correspondant à un effet de substitution, c'est-à-dire les embauches en CDI qui concernent des personnes déjà employées en CDD ou qui auraient été engagées en CDD sans la mesure.

Pour estimer l'effet net de la mesure sur l'emploi, on peut retenir une élasticité conventionnelle de l'emploi à son coût de l'ordre de 0,5 ; dans ce cas, une baisse du coût de travail de 1,2 % pourrait provoquer la création (ou la moindre destruction) d'environ 100 000 emplois.

La troisième mesure du « Jobs Act », entrée en vigueur en mars 2015, vise à flexibiliser le licenciement pour les nouvelles embauches en CDI : en effet, l'article 18 du code du travail, qui permettait aux salariés dont le licenciement pour motif économique était reconnu abusif en justice d'être réintégrés dans leur entreprise, ne s'appliquera pas à ces nouvelles embauches. La réforme prévoit également que le montant des indemnités qu'il est possible d'obtenir par recours en justice en cas de licenciement économique soit égal à deux mois de salaire par année d'ancienneté (avec un minimum de 4 mois et un maximum de 24 mois). Parallèlement, la réforme introduit une procédure permettant au salarié d'obtenir directement une indemnité de licenciement en échange d'un renoncement à toute poursuite judiciaire. Cette indemnité est moins élevée que la précédente (un mois de salaire par année d'ancienneté, avec un minimum de 2 mois et un maximum de 18 mois) mais est exonérée d'impôt.

Enfin, la réforme du marché du travail concerne également le système d'assurance chômage. Les allocations de chômage ont été allongées jusqu'à 24 mois (contre 12 précédemment), leur montant ne dépendra plus de l'âge du chômeur (mais de la durée de cotisation) et le nombre de travailleurs éligibles à ces prestations est sensiblement augmenté. Le dispositif de chômage partiel est également en cours de réforme. Enfin, le système public d'agences régionales de l'emploi serait coordonné au niveau national et ouvert à la concurrence. ■

Bibliographie

- Ministero dell'economia e della finanza (2014), *Relazione tecnica di accompagnamento alla legge di Stabilità 2015*, 4 novembre 2014.
 OCDE (2015), *Economic Surveys: Italy*, février.
 Prouet E. (2015), « Contrat de travail : les réformes italiennes », *La Note d'analyse*, France Stratégie, n°30.

Espagne

À vive allure

En Espagne, l'activité a de nouveau fortement progressé au premier trimestre 2015 (+0,9 %). La demande des ménages comme des entreprises est restée dynamique. La reprise de l'emploi porte la confiance des ménages à son plus haut niveau depuis 2000. L'activité continuerait de progresser à rythme soutenu d'ici fin 2015 : +0,9 % au deuxième trimestre, puis +0,8 % par trimestre au second semestre. Sur l'ensemble de l'année, le PIB croîtrait ainsi vivement : +3,1 % après +1,4 % en 2014 et -1,2 % en 2013.

Une croissance de plus en plus vigoureuse

Au premier trimestre 2015, l'activité a de nouveau accéléré en Espagne (+0,9 % après +0,7 %), portée par la demande intérieure. La consommation des ménages est restée dynamique malgré un léger ralentissement (+0,7 % après +0,9 %), tout comme l'investissement des entreprises en biens d'équipements (+1,3 % après +1,8 %). La consommation publique a rebondi par contrecoup au trimestre précédent (+1,6 % après -1,0 %) et l'investissement en construction poursuivrait son rebond (+1,5 % après +1,4 %). De plus, le commerce extérieur a contribué à la croissance pour le deuxième trimestre consécutif, le rebond des importations (+0,8 % après -0,6 %) ne compensant pas le dynamisme des exportations (+1,0 % après 0,0 %).

Des ménages optimistes dont le pouvoir d'achat s'accroît

La croissance resterait soutenue au deuxième trimestre 2015, comme le suggèrent les enquêtes de conjoncture. Les créations nettes d'emplois

resteraient importantes et les salaires accéléreraient progressivement, ce qui dynamiserait de nouveau le pouvoir d'achat des ménages. Avec une confiance au plus haut depuis 2000, les ménages élèveraient encore le rythme de leur consommation : après une vive hausse en 2014 (+2,4 %), sa plus forte croissance depuis 2007, elle progresserait de 3,6 % en moyenne annuelle.

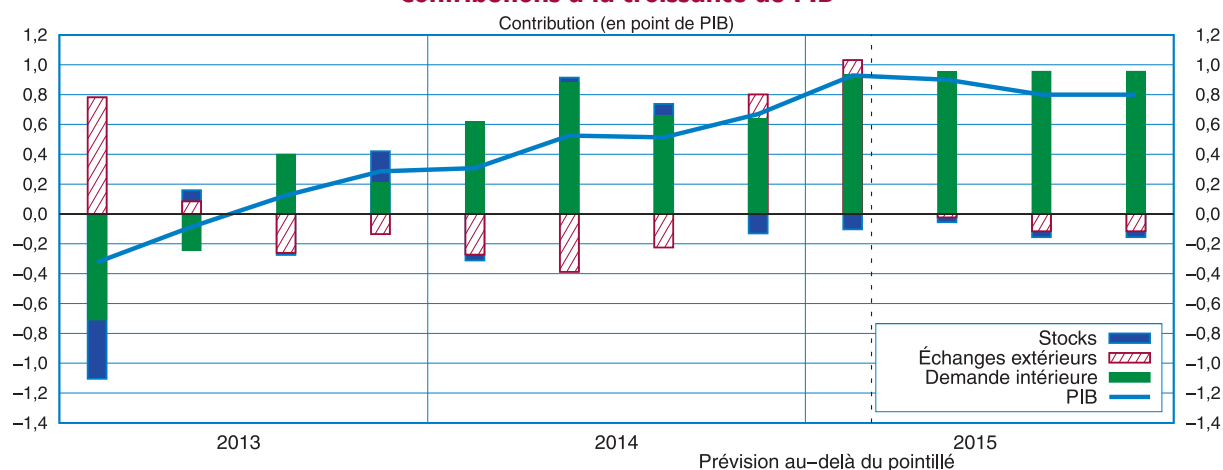
Immobilier ou productif, l'investissement progresserait de nouveau

Dans le même temps, la hausse récente des permis de construire et l'amélioration de la confiance des entrepreneurs du bâtiment – qui reste cependant en deçà de sa moyenne de long terme – laissent envisager la poursuite du redressement de l'investissement en construction amorcé au printemps 2014 : +1,6 % par trimestre.

L'investissement des entreprises en équipements continuerait de croître à un rythme rapide (de l'ordre de +10 % par an), comme depuis début 2013. Cette progression, rendue possible par le niveau très élevé des marges des entreprises et l'amélioration des conditions externes de financement, résulte des perspectives de demande favorables et de la nécessité d'augmenter des capacités de production plus intensément sollicitées.

Enfin, dans le sillage d'une demande intérieure dynamique, les importations augmenteraient plus rapidement que les exportations, malgré une demande mondiale bien orientée et la dépréciation passée de l'euro. Au total, la contribution des échanges extérieurs serait légèrement négative d'ici fin 2015 et réduirait de 0,1 point la croissance annuelle en 2015 (après -0,9 point en 2014). ■

Contributions à la croissance du PIB



Source : INE

Royaume-Uni

Sur un rythme de croisière

Au premier trimestre 2015, la croissance britannique a été décevante (+0,3 % contre une prévision de +0,5 % dans la Note de conjoncture de mars) du fait du repli des exportations, et ce malgré l'accélération de la demande intérieure. D'ici la fin de l'année, l'activité retrouverait une croissance soutenue : +0,6 % au deuxième trimestre, puis +0,5 % par trimestre au second semestre. Elle serait portée par une consommation des ménages dynamique, en phase avec la progression attendue de leur pouvoir d'achat. En moyenne en 2015, le PIB britannique croîtrait de 2,1 %, après +2,8 % en 2014.

L'embellie du climat des affaires annoncerait un regain de croissance

Au premier trimestre 2015, l'économie britannique a ralenti (+0,3 % après +0,6 % par trimestre au second semestre 2014) du fait d'un contrecoup négatif du commerce extérieur (contribution de -0,8 point après +0,8 point au quatrième trimestre 2014), et ce malgré le redémarrage de la demande intérieure. En dépit d'une baisse en mai, le climat des affaires reste largement au-dessus du seuil d'expansion, ce qui suggère que la croissance s'élèverait au deuxième trimestre (+0,6 %) et conserverait un rythme encore soutenu au second semestre (+0,5 % par trimestre).

Les salaires réels accélèrent et soutiennent la consommation

Les ménages britanniques gardent un niveau de confiance élevé et leur pouvoir d'achat bénéficie de la baisse passée des prix de l'énergie. Leurs dépenses de consommation resteraient dynamiques d'ici la fin de l'année : +0,8 % au

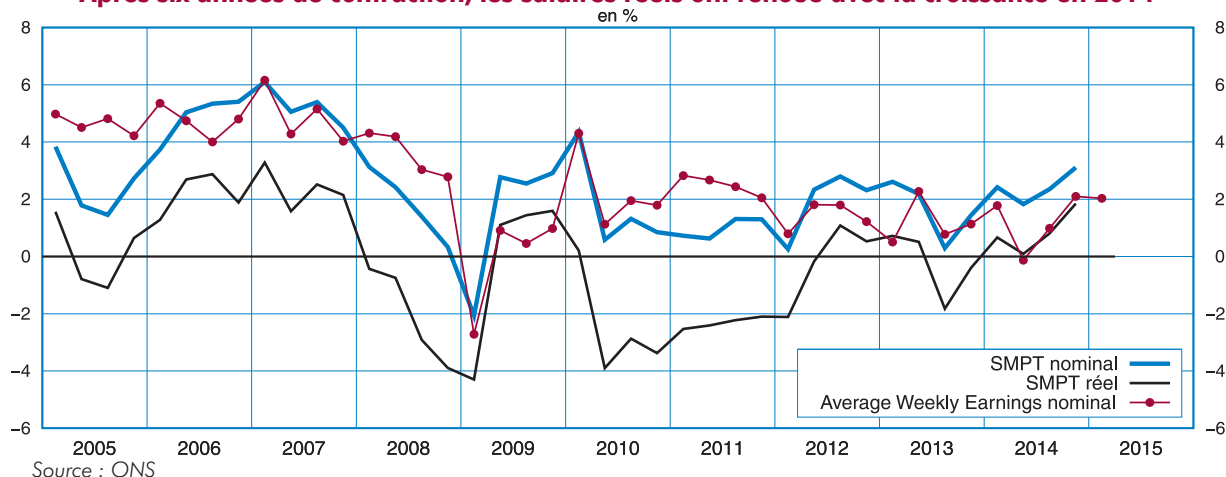
deuxième trimestre, puis +0,7 % et +0,6 % au second semestre. Au total, la consommation des ménages augmenterait légèrement plus vite en 2015 (+2,7 %) qu'en 2014 (+2,5 %). Outre l'effet d'une moindre inflation, le pouvoir d'achat des ménages serait soutenu par l'accélération des salaires : en termes réels, ceux-ci ont redémarré en 2014 après six années de contraction (*graphique*). En revanche, les créations d'emplois seraient un peu moindres qu'en début d'année en raison du ralentissement passé de l'activité.

L'investissement des ménages fléchirait également avec l'assagissement du marché immobilier (ralentissement des prix, baisse du nombre de transactions et du nombre de crédits accordés). En revanche, la hausse de l'investissement productif resterait vigoureuse, en ligne avec la progression de l'activité. En moyenne sur l'année, l'investissement total ralentirait sensiblement (+2,9 % en 2015 après +7,8 % en 2014).

Le commerce extérieur continuerait de peser sur l'activité

Depuis deux ans, le Royaume-Uni perd des parts de marché et ses exportations croissent modestement, pour partie sous l'effet de l'appréciation de la livre. En supposant que la livre se stabilise d'ici fin 2015, les exportations croîtraient modérément au second semestre après un rebond au deuxième trimestre (+0,8 %). Dans le sillage de la demande intérieure, les importations augmenteraient plus rapidement au second semestre. Au total, la contribution du commerce extérieur à la croissance serait une nouvelle fois négative : -0,4 point en 2015, après -0,5 % en 2014. ■

Après six années de contraction, les salaires réels ont renoué avec la croissance en 2014



États-Unis

Les fondamentaux restent robustes

Au premier trimestre 2015, l'activité américaine s'est contractée (-0,2 %), en partie sous l'effet de facteurs temporaires. Elle rebondirait au deuxième trimestre (+0,5 %) grâce au redressement de la demande intérieure, notamment de l'investissement des entreprises. Portée par une consommation dynamique et un investissement privé soutenu, la croissance resterait allante au second semestre (+0,6 % par trimestre), en dépit de l'appréciation passée du dollar. En moyenne sur l'année 2015, l'activité croîtrait de 2,0 % (après +2,4 % en 2014).

L'activité a calé au premier trimestre

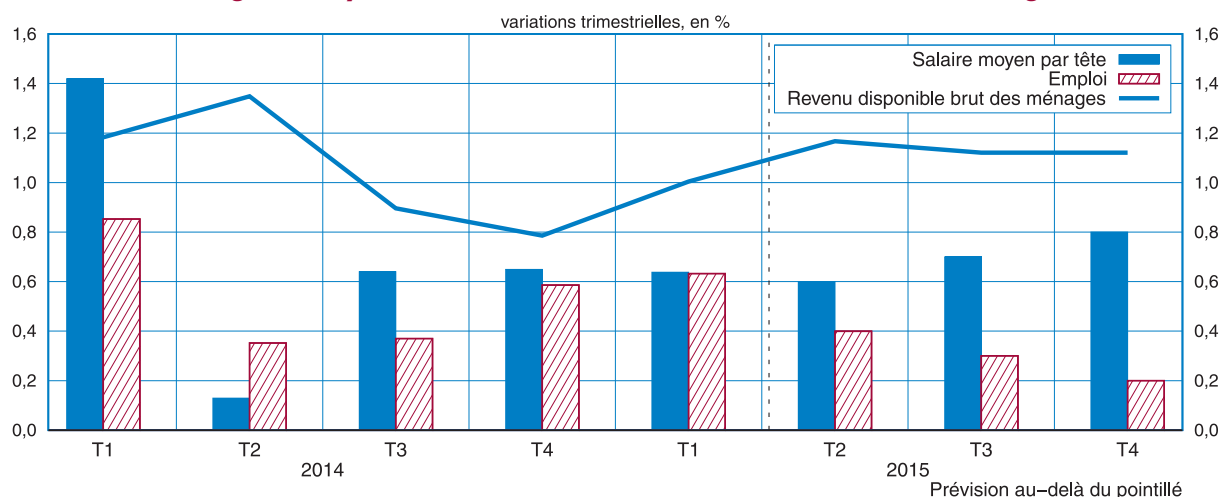
L'activité américaine s'est contractée au premier trimestre 2015 (-0,2 % après +0,5 %). La consommation des ménages (+0,4 % après +1,1 %) a globalement pâti des températures hivernales particulièrement basses. En outre, l'investissement des entreprises s'est replié (-0,7 % après +1,2 %), la chute des prix du pétrole depuis l'été 2014 ayant en particulier conduit à réduire fortement les dépenses en infrastructures pétrolières. Par ailleurs, les échanges extérieurs ont été bridés par une grève des dockers des grands ports de la côte ouest qui semble avoir davantage pesé sur les exportations, de sorte que la contribution du solde commercial à la croissance a été largement négative (-0,5 point). Néanmoins, la

faiblesse de l'activité est aussi imputable à des facteurs plus durables. Ainsi, l'appréciation passée du dollar grève la compétitivité américaine, et les capacités excédentaires sur le marché du travail se réduisent.

L'emploi ralentirait, mais la consommation resterait dynamique

Malgré la faiblesse de l'activité, l'emploi a été une nouvelle fois dynamique au premier trimestre (+0,6 %). Il ralentirait un peu d'ici fin 2015 (*graphique*), sous l'effet d'une légère accélération de la productivité. Au total cependant, le chômage diminuerait de nouveau : le taux de chômage atteindrait 5,2 % fin 2015 (contre 5,5 % en avril), son plus bas niveau depuis début 2008. En raison de gains accrus de productivité, de la baisse du chômage et d'un léger regain d'inflation, le salaire moyen par tête accélérerait d'ici la fin de l'année (+0,6 % au deuxième trimestre puis +0,7 % et +0,8 %). Le pouvoir d'achat continuerait donc de progresser fermement. Par conséquent, la consommation privée serait dynamique : +0,5 % au deuxième trimestre 2015, puis +0,7 % par trimestre au second semestre. Au total, en 2015, la consommation augmenterait à un rythme un peu plus élevé (+2,8 %) que celui des deux années précédentes (+2,4 % puis +2,5 %).

Un regain de dynamisme des salaires soutiendrait le revenu des ménages



Source : BEA

L'investissement privé serait soutenu

Après s'être contracté au premier trimestre 2015, l'investissement des entreprises rebondirait au deuxième trimestre (+1,6 %), puis progresserait sur un rythme encore soutenu (+1,1 % puis +1,0 %), dans le sillage de l'activité. Pénalisé par les mauvaises conditions météorologiques en début d'année, l'investissement des ménages freinerait encore légèrement au deuxième trimestre (+0,2 %), avant de se redresser au second semestre (+0,5 % puis +0,9 %). Au total, l'investissement des entreprises ralentirait sensiblement en 2015 (+3,8 % après +6,3 %), tandis que celui des ménages accélérerait (+3,5 % après +1,6 %).

L'appréciation du dollar pénaliserait les échanges extérieurs sur l'ensemble de l'année

Au cours du premier trimestre 2015, le dollar a continué de s'apprécier, notamment par rapport à l'euro. Cette hausse du cours pénalise les échanges extérieurs des États-Unis qui contribueraient une nouvelle fois négativement à la croissance jusqu'à la fin de l'année, malgré une nette progression de la demande mondiale. En moyenne sur l'année, le solde extérieur pèserait pour -0,7 point sur la croissance, après -0,2 point en 2014.■

Comment expliquer la faiblesse des salaires réels dans les pays anglo-saxons, malgré la forte baisse du chômage ?

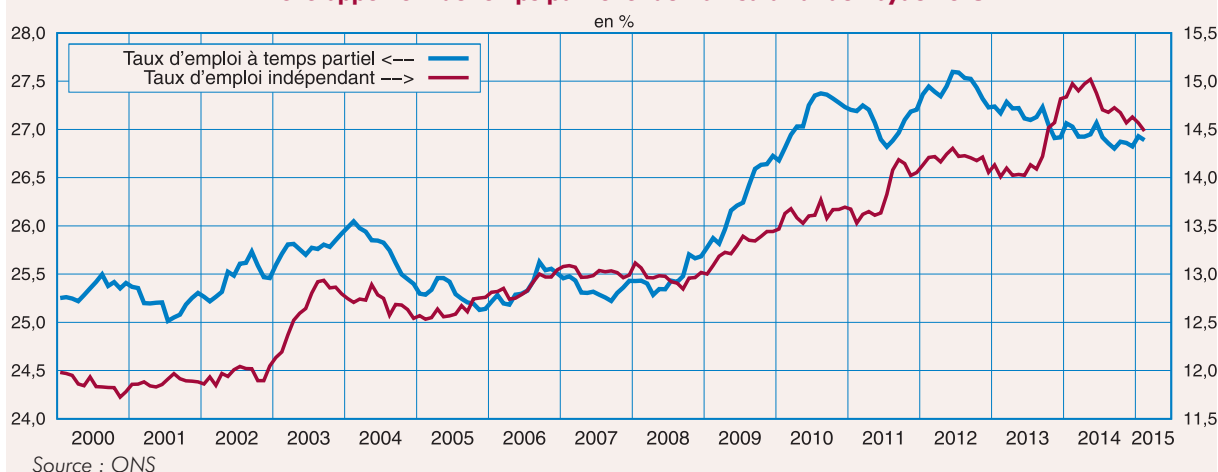
La faiblesse des salaires coïncide avec le fort ralentissement de la productivité, notamment au Royaume-Uni

Le retour de la croissance aux États-Unis et au Royaume-Uni après la grande récession de 2008-2009 est caractérisé par le ralentissement – très fort au Royaume-Uni, moins marqué aux États-Unis – de la productivité apparente du travail. Ainsi, les créations d'emplois sont plus vigoureuses depuis 2011 que ne le suggère le rythme de croissance de l'activité. En conséquence, le taux de chômage a décru très rapidement, pour atteindre 5,4 % aux États-Unis en avril 2015 et 5,5 % au Royaume-Uni en mars, soit un niveau bien inférieur à leurs pics respectifs (supérieur à 10 % aux États-Unis en 2009, à 8 % au Royaume-Uni en 2011) et proche des moyennes d'avant-crise.

Dans le même temps, les salaires réels par tête sont restés atones depuis la crise : +0,6 % en moyenne annuelle entre 2010 et 2014 aux États-Unis (contre +1,5 % entre 2000 et 2007), -0,9 % au Royaume-Uni (contre +2,6 % auparavant). De ce point de vue, la faiblesse des salaires depuis 2010 apparaît cohérente avec celle de la productivité.

Au Royaume-Uni, le fort ralentissement de la productivité a été l'objet de multiples analyses (*dossier de la Note de conjoncture de mars 2013* « À la recherche de la productivité britannique perdue ») et s'expliquerait en partie par les évolutions récentes de la structure de l'emploi. À la suite de la crise, les taux d'emploi à temps partiel et en indépendant ont fortement augmenté et restent à des niveaux bien supérieurs à ceux d'avant-crise (*graphique 1*). Parallèlement, les créations d'emplois à haut niveau de qualification sont atones depuis 2013 : le dynamisme de l'emploi concerne principalement les salariés peu ou moyennement qualifiés, entraînant ainsi un ralentissement de la productivité et une modération des salaires par effet de composition. En outre, le durcissement des conditions d'indemnisation des chômeurs depuis le *Welfare Reform Act* de 2012 et l'intensification de l'utilisation de contrats sans minimum d'heures travaillées (contrats dits « zéro heure ») pourraient avoir modifié le contenu de la croissance en emploi et déformé les comportements de revalorisation salariale habituels. Aux États-Unis, le ralentissement de la productivité depuis la crise est moins important qu'au Royaume-Uni.

1 - Développement du temps partiel et du non-salariat au Royaume-Uni



Mais hors le ralentissement de la productivité, la baisse très rapide du chômage aurait dû, selon les modélisations habituelles des salaires (« courbe de Phillips »), provoquer une hausse du pouvoir de négociation des salariés et, partant, une accélération des salaires. Or, la progression des salaires réels est restée très inférieure à ce que la forte décrue du chômage permettait d'attendre : autrement dit la courbe de Phillips s'est aplatie depuis la crise, notamment aux États-Unis (graphiques 2 et 3).

Les capacités excédentaires sur le marché du travail sont plus importantes que ne le suggère le niveau du chômage

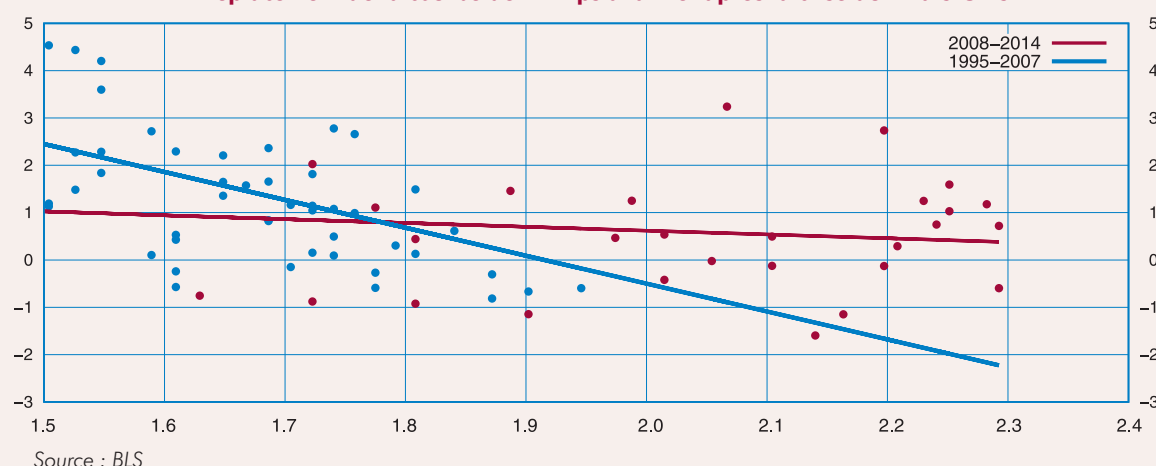
Le taux de chômage ne suffit plus à décrire l'étendue des capacités excédentaires sur les marchés du travail américain et britannique, essentiellement pour deux raisons.

D'une part, le taux d'activité peut baisser, pour des raisons conjoncturelles et structurelles. Ainsi, aux États-Unis, une part substantielle de la population en âge de travailler a cessé de participer au marché du travail depuis 2008 (graphique 4). Cette baisse du taux d'activité est en partie

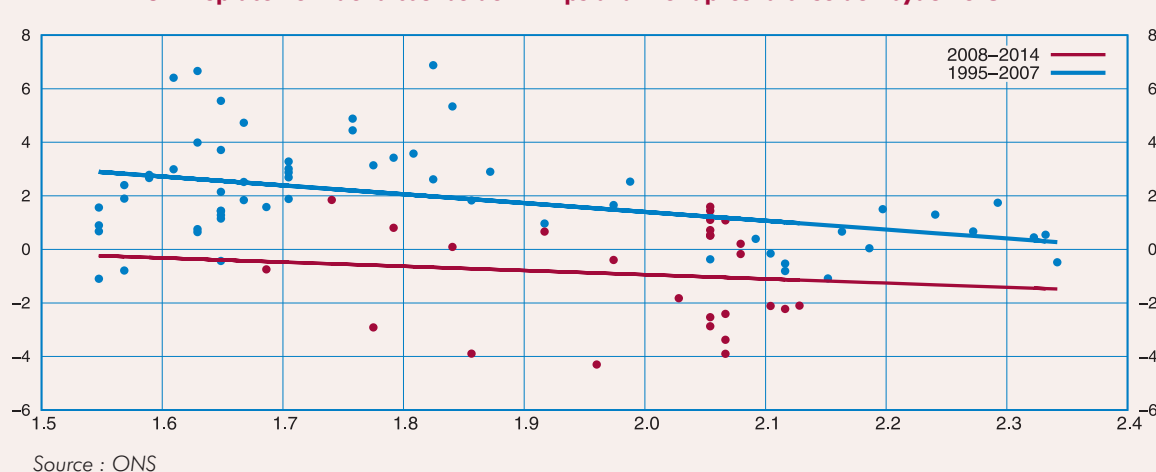
d'origine conjoncturelle (effet de « flexion conjoncturelle d'activité ») : avec la crise, certains chômeurs se sont découragés et ont quitté le marché de l'emploi ; de même, certains jeunes ont retardé leur entrée sur le marché du travail en prolongeant leurs études. Cette baisse est donc réversible : la baisse du taux d'activité a pour contrepartie partielle la constitution d'un réservoir de personnes susceptibles de participer à nouveau au marché du travail et aurait ainsi eu un effet négatif sur les salaires sur la période 1990-2012 (Blanchflower et Posen, 2014).

Mais le recul des taux d'activité peut également avoir une origine structurelle. Ainsi, selon la Réserve fédérale d'Atlanta, une partie de la baisse du taux d'activité aux États-Unis, de l'ordre de 2 points entre 2007 et 2014, serait due au vieillissement de la population. Au Royaume-Uni, l'évolution du taux d'activité est très différente et plus conforme à son comportement conjoncturel usuel : après avoir baissé pendant la crise, il s'est nettement redressé à partir de 2012 sous l'effet à la fois de l'amélioration de la conjoncture et de réformes structurelles.

2 - Déplacement de la courbe de Phillips avant et après la crise aux États-Unis



3 - Déplacement de la courbe de Phillips avant et après la crise au Royaume-Uni



Note de lecture : à chaque trimestre correspond un point du graphique, dont l'abscisse est le taux de chômage (en logarithme) et l'ordonnée la variation des prix (glissement annuel des salaires réels) ; la relation est nettement décroissante entre 1995-2008, beaucoup moins depuis 2009.

D'autre part, le taux de chômage donne une vision binaire du marché du travail qui n'est pas adaptée à la description des états intermédiaires entre emploi et inactivité. Ainsi, les banques centrales américaine et britannique précisent que, pour mener à bien leurs missions de politique monétaire, elles fondent leurs analyses sur un ensemble d'indicateurs du sous-emploi, qui montrent l'existence de fortes capacités de réserve sur le marché du travail sur la période considérée.

Ainsi, aux États-Unis, le taux de chômage « U-6 » est souvent comparé au taux de chômage usuel, car il inclut en outre au numérateur les salariés à temps partiel subi pour raisons économiques et la population inactive qui recherche tout de même un emploi. Même s'il a baissé depuis son pic en 2009, ce taux de sous-emploi est resté depuis lors au-dessus de son niveau de longue période (*graphique 5*).

Au Royaume-Uni, le sous-emploi sur le marché du travail a également augmenté : depuis la crise, le nombre d'heures travaillées par salarié est nettement inférieur au nombre d'heures désiré par ces derniers (temps partiel subi; Bank of England, 2015).■

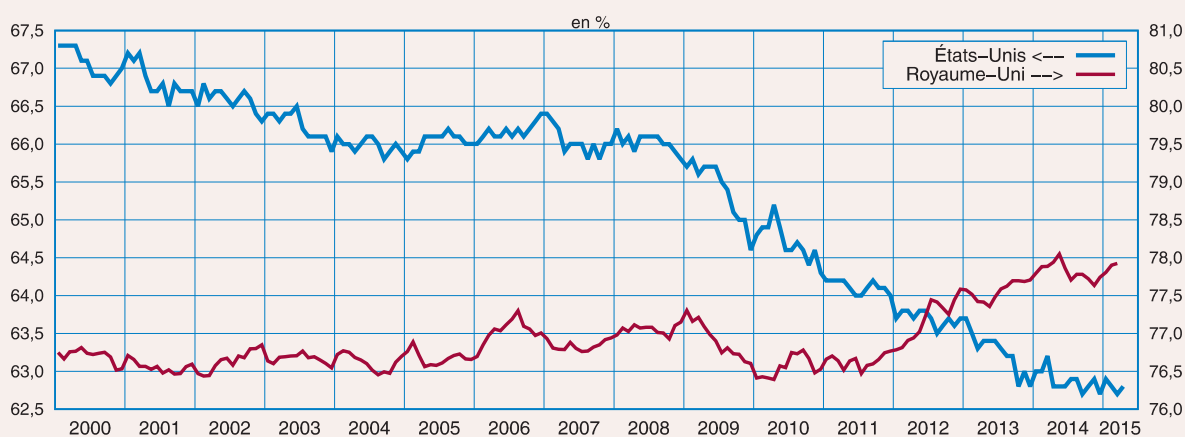
Bibliographie

Jess N., Pramit J. et Roucher D. (2013), « À la recherche de la productivité britannique perdue », *Note de conjoncture*, Insee, décembre 2013.

Bank of England, *Inflation Report*, mai 2015.

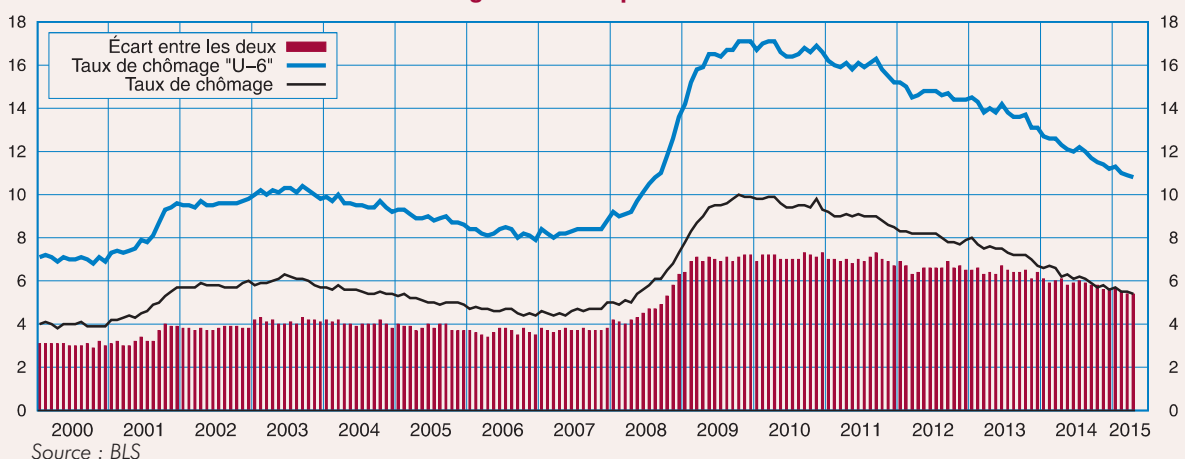
Blanchflower & Posen (2014), *Wages and Labor Market Slack : Making the Dual Mandate Operational*, Peterson Institute for International Economics, Working Paper n°14-6.

4 - Taux de participation au marché du travail



Source : BLS, ONS

5 - Chômage et sous-emploi aux États-Unis



Source : BLS

Japon

Retour à la croissance

Au Japon, comme attendu, l'activité a nettement accéléré au premier trimestre 2015 (+1,0 % après +0,3 %), confirmant que le pays est sorti de la récession dans laquelle l'avait plongé la hausse de TVA d'avril 2014. La consommation reste néanmoins peu dynamique. D'ici fin 2015, l'activité progresserait plus modérément, en ligne avec la demande intérieure.

La sortie de récession est confirmée

La croissance s'est fortement élevée au premier trimestre 2015 (+1,0 % après +0,3 %), portée par le comportement de stockage favorable des entreprises (contribution de +0,5 point) et l'accélération de l'investissement privé (+2,7 % après +0,3 %). En revanche, sous l'effet d'un regain de dynamisme des importations, les échanges extérieurs ont pénalisé la croissance (-0,2 point), pour la première fois depuis un an.

Au deuxième trimestre, l'activité ralentirait (+0,5 %). Le climat des affaires retracé dans les enquêtes est bien orienté mais reste à un niveau bas. Cette atonie conduirait à un comportement de stockage moins favorable. En outre la consommation resterait enclavée à un niveau nettement inférieur à celui d'avant le choc de TVA. Après un premier trimestre très dynamique, l'investissement des entreprises retrouverait un rythme plus modéré. Au total, la demande intérieure ralentirait légèrement.

Regain relatif des salaires

L'emploi est resté dynamique au premier trimestre,

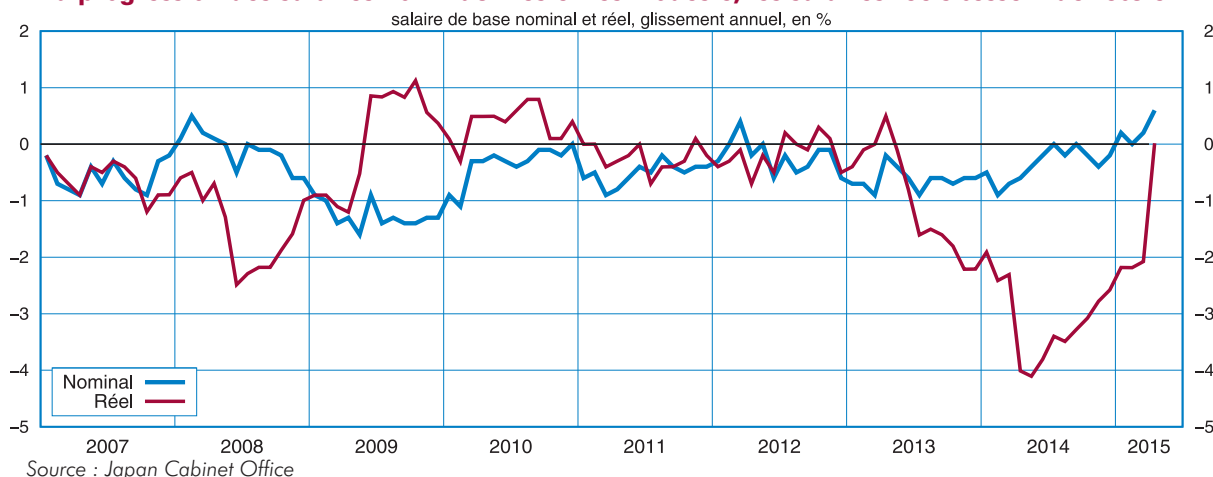
de sorte que le taux de chômage a atteint en mars son niveau le plus bas depuis plus de 15 ans (3,4 %). Le rythme des créations d'emplois s'infléchirait légèrement à l'horizon de la prévision, à mesure que les capacités excédentaires sur le marché du travail se réduisent.

Les salaires nominaux sont restés atones au premier trimestre (*graphique*) malgré une inflation accrue par la hausse de TVA d'avril 2014. Le salaire réel s'est donc de nouveau contracté fortement. Néanmoins, en avril, le salaire réel a cessé de reculer pour la première fois depuis avril 2013. D'ici la fin de l'année, la baisse du chômage entraînerait une légère accélération des salaires, ce qui favoriserait celle de la consommation (+0,4 % puis +0,5 % par trimestre au second semestre). Au total sur l'année, la consommation se stabiliserait, après un recul de 1,4 % en 2014.

La reprise s'annonce laborieuse

Au second semestre, la légère accélération de la demande intérieure, également soutenue par le plan de relance budgétaire décidé début 2015 et par l'investissement privé, permettrait celle de l'activité (+0,6 % par trimestre). En revanche, alors que le yen a cessé de se déprécier, les échanges extérieurs seraient neutres sur l'activité. Au total, la croissance annuelle du PIB serait de +1,3 % en 2015, après -0,1 % en 2014. ■

La progression des salaires nominaux reste très modeste, les salaires réels cessent de reculer



Économies émergentes

Pas de rebond en vue

Début 2015, le climat conjoncturel reste dégradé dans la plupart des grands pays émergents. En particulier, l'activité ralentit encore en Chine. Au Brésil, la crise de confiance s'intensifie, la production industrielle chute et l'économie serait en récession sur l'ensemble de l'année. La Russie pâtit de la chute passée du rouble, consécutive à la baisse des prix du pétrole et aux sanctions économiques et financières imposées dans le cadre de la crise ukrainienne. Cependant, la réappréciation de la monnaie et l'amélioration du climat des affaires suggèrent une sortie de crise plus rapide qu'anticipé jusqu'alors. À rebours de cette morosité d'ensemble, l'économie indienne connaît une embellie et les pays d'Europe centrale ne semblent pas avoir souffert des tensions géopolitiques causées par la crise ukrainienne.

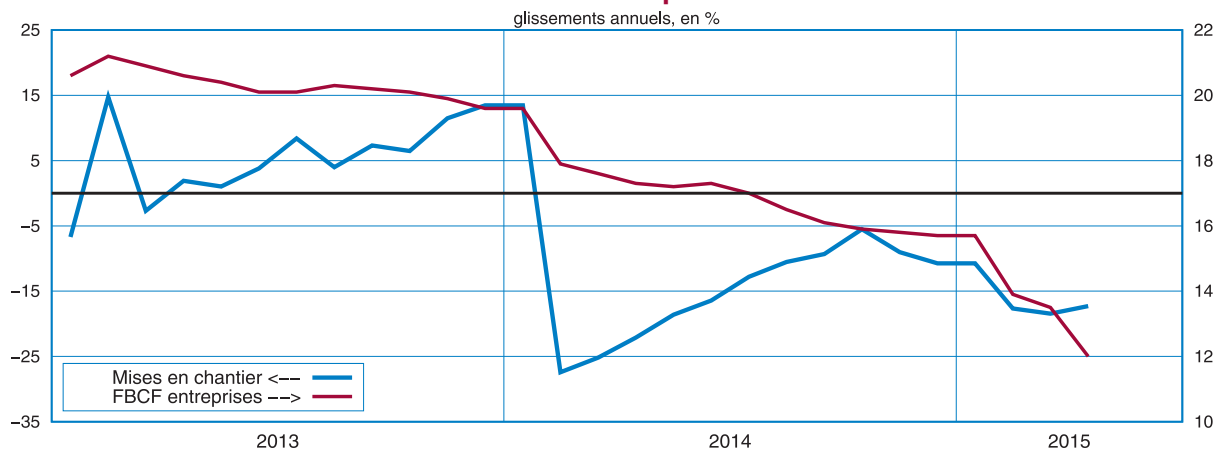
Sur l'ensemble des pays émergents, les enquêtes de conjoncture ne signalent pas d'amélioration substantielle à court terme, de sorte que ceux-ci continueraient de tourner au ralenti en 2015. En particulier, leur commerce extérieur ne retrouverait pas sa vigueur d'avant-crise : leurs importations, notamment, progresseraient de 1,2 % en 2015, contre 4,0 % en 2014 et 15,3 % en moyenne par an entre 2000 et 2007.

La croissance s'infléchirait de nouveau en Chine

Au premier trimestre 2015, l'activité a de nouveau ralenti en Chine et, au deuxième trimestre, le climat conjoncturel reste morose, en particulier dans le secteur manufacturier où la production industrielle continue de s'infléchir. La demande intérieure montre également des signes de faiblesse persistante. Ainsi, l'investissement, notamment immobilier, continue de ralentir fortement, après plusieurs années de progression dynamique (*graphique 1*). D'ici la fin de l'année, l'activité resterait peu allante car la demande intérieure ralentirait encore, en dépit d'une politique monétaire plus expansionniste.

Les échanges extérieurs chinois se sont nettement contractés au premier trimestre 2015. Une part de cet à-coup résulterait d'une importante grève des dockers dans les ports de la côte ouest aux États-Unis, qui a entravé les échanges commerciaux avec l'Asie émergente dans son ensemble. Mais, de manière générale, le ralentissement de la demande intérieure pèse sur les importations et la production industrielle, et la tendance des exportations s'infléchit. Au deuxième trimestre, importations et exportations rebondiraient, et gagneraient un peu en dynamisme au second semestre 2015, dans le sillage du redressement de l'activité intérieure et

1 - Chine : l'investissement privé freine encore



Développements internationaux

du regain du commerce mondial. Au total, l'économie chinoise ralentirait encore sur l'ensemble de l'année 2015, après avoir déjà atteint en 2014 sa plus faible croissance depuis 1990 (+7,4 %).

Le Brésil s'enlise dans une profonde crise de confiance

L'activité brésilienne a marqué le pas en 2014 (+0,2 % après +2,7 %). L'accélération des prix altère le pouvoir d'achat des ménages et donc leur confiance et leur consommation. Les augmentations du taux directeur de la banque centrale ne parviennent pas à endiguer la hausse de l'inflation mais pèsent sur l'activité. La production industrielle continue de chuter (-7,6 % en avril en glissement annuel, *graphique 2*), malgré le regain de compétitivité-prix apporté par la dépréciation du réal. Le scandale de corruption autour de l'entreprise pétrolière Petrobras accentue encore davantage la crise de confiance que traverse le pays, le climat des affaires étant au plus bas depuis 1998. Enfin, les mesures de resserrement budgétaire annoncées par le gouvernement déprimerait encore davantage la demande intérieure en 2015. La situation économique du Brésil resterait donc très dégradée et l'économie serait en récession sur l'ensemble de l'année.

En Russie, la situation est très dégradée mais une sortie de crise se profile

L'économie russe a fortement ralenti depuis 2012 et le PIB n'a augmenté que de 0,7 % en 2014. Liée aux sanctions économiques et financières et à la chute des cours pétroliers, la dépréciation du rouble – qui a perdu la moitié de sa valeur vis-à-vis du dollar – a fortement dégradé l'activité, entraîné

la flambée des prix, et conduit la banque centrale à des resserrements monétaires préjudiciables à la demande intérieure.

Malgré la contraction du PIB au premier trimestre (-1,9 % sur un an), de la production industrielle (-4,5 % sur un an en avril) et des ventes au détail (-9,8 % sur un an en avril), plusieurs éléments signalent une sortie de crise assez rapide. Le rouble s'est réapprécié d'environ 40 % par rapport au dollar depuis février, l'inflation a baissé à nouveau et la banque centrale abaisse rapidement son taux directeur (passant de 17 % à 12,5 % entre janvier et mai). Les conditions de financement se desserrent et la bourse de Moscou remonte depuis janvier. Enfin, le climat des affaires s'améliore rapidement et est repassé dans sa zone d'expansion en avril. Au total, la Russie serait en récession au premier semestre et en sortirait avant la fin de l'année, même si, en moyenne sur l'année, le PIB diminuerait en 2015.

La situation reste favorable en Inde et dans les PECO

L'Inde est le seul grand pays émergent conservant une dynamique favorable. La baisse des prix de l'énergie a renforcé la demande intérieure tout en diminuant le déficit du commerce extérieur. De plus, la banque centrale a pu abaisser son taux directeur. En 2015, la croissance de l'économie indienne pourrait ainsi se renforcer légèrement après une activité déjà dynamique en 2014 (+7,2 %).

Dans les pays d'Europe centrale et orientale (PECO), le climat des affaires a retrouvé un niveau élevé en 2014, et l'activité ne semble pas souffrir de la crise géopolitique en Ukraine. La croissance resterait donc soutenue au cours de l'année 2015. ■

2 - La production brésilienne décroche

