

NOTE DE CONJONCTURE

LES FREINS SE DESSERRENT UN PEU

DECEMBRE 2014





NOTE DE CONJONCTURE

Décembre 2014

© Insee 2014

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

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

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

ISSN 0766-6268

Impression d'après documents fournis
JOUVE - PARIS

Rédaction achevée le 11 décembre 2014

LES FREINS SE DESSERRENT UN PEU

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

DOSSIERS

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

CONJONCTURE FRANÇAISE

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

DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

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

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

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

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

Les freins se desserrent un peu

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Le PIB a de nouveau progressé modérément dans la zone euro

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

Les économies émergentes ont conservé une croissance modérée

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Les pays anglo-saxons conserveraient une croissance soutenue

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

Les économies émergentes conserveraient un rythme ralenti

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

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

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

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

Le marché du crédit reste anémié en zone euro

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

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

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

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

La consommation serait plus dynamique dans la zone euro

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

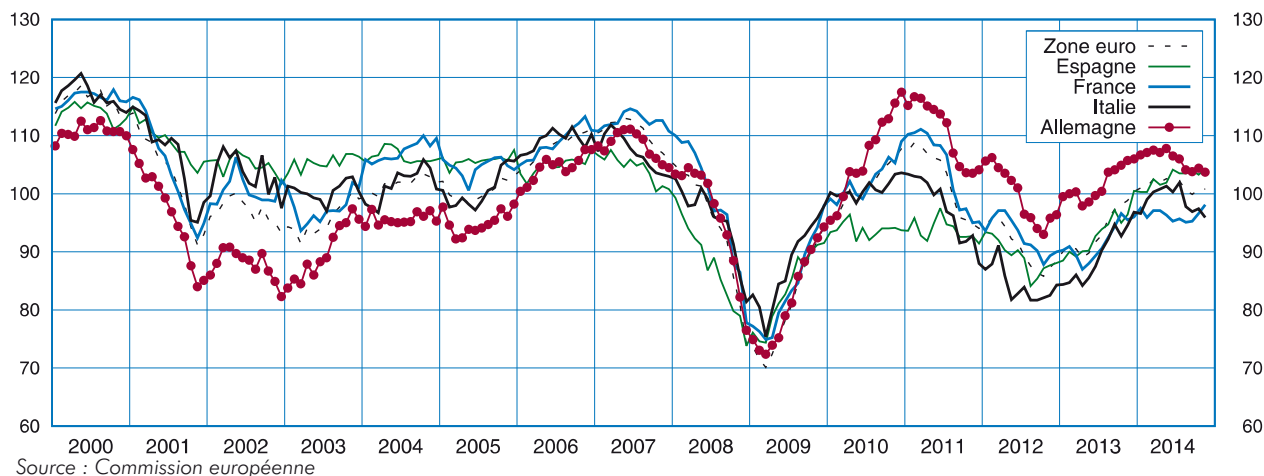
L'investissement accélérerait un peu dans la zone euro

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

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

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

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



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

Les exportations françaises soutenues par la dépréciation de l'euro

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

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

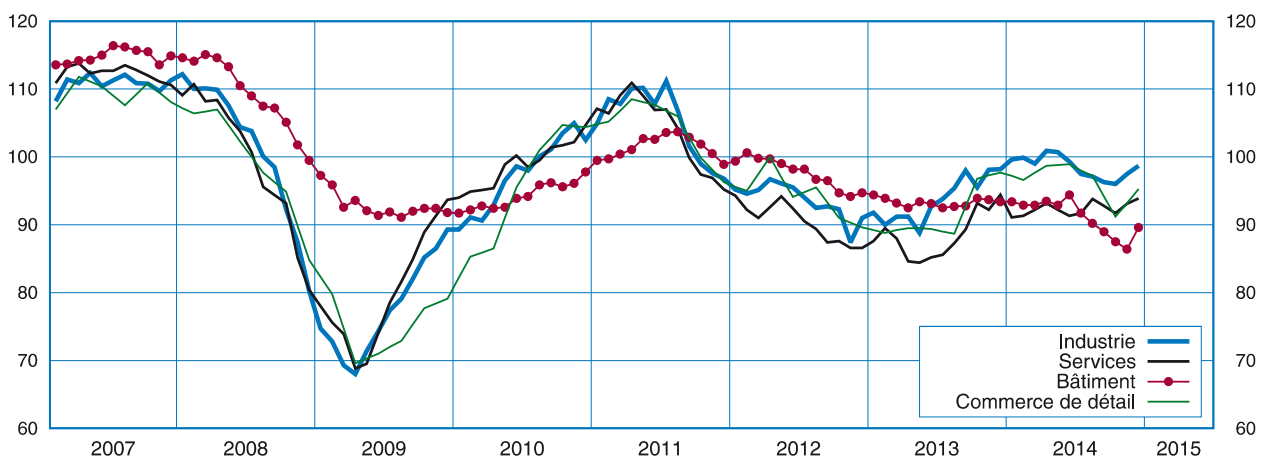
Le climat des affaires s'est nettement amélioré en novembre en France

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

La production manufacturière croîtrait modérément dans les prochains trimestres

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

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



Source : Insee

Vue d'ensemble

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

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

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

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

Le chômage augmenterait légèrement d'ici mi-2015

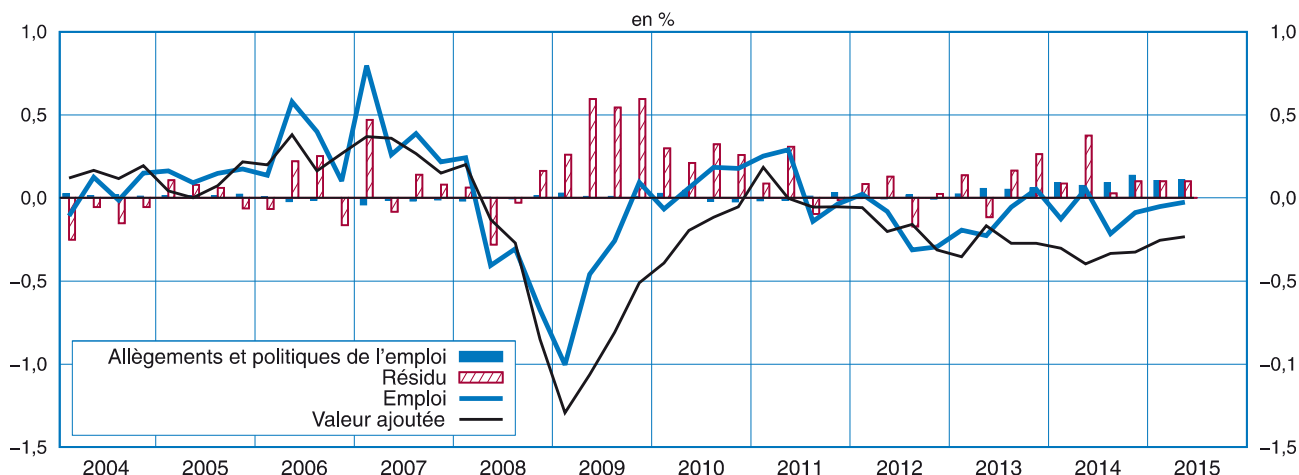
Le CICE et le Pacte de responsabilité et de solidarité permettraient un moindre recul de l'emploi marchand d'ici mi-2015

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

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

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

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



Source : Insee

Le chômage augmenterait légèrement d'ici mi-2015

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

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

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

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

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

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

Le pouvoir d'achat des ménages accélérerait

Les salaires réels ralentiraient nettement début 2015

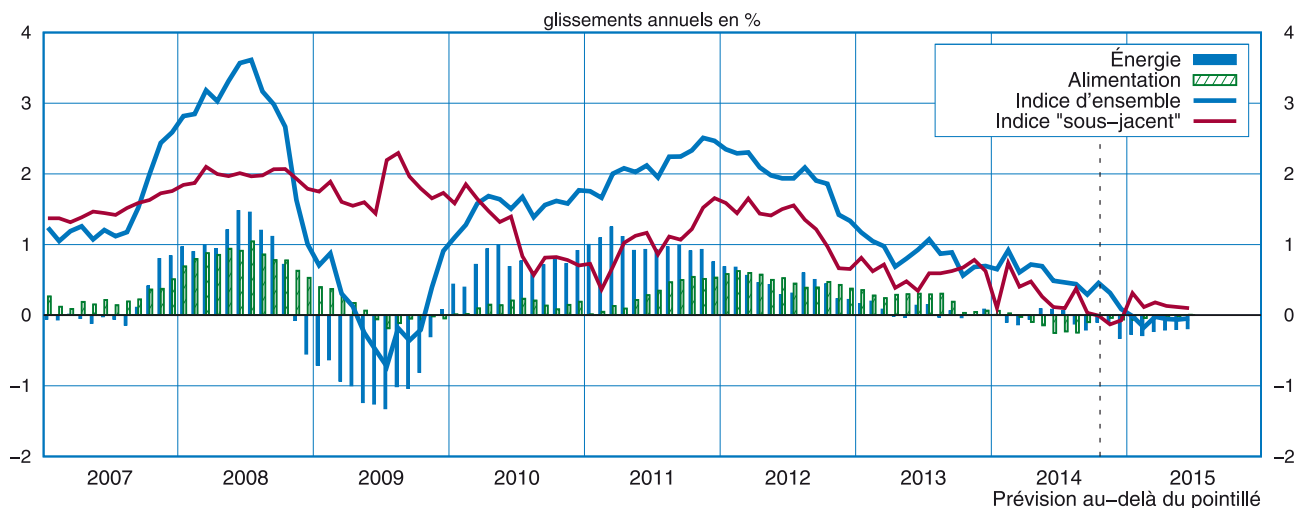
Le salaire moyen par tête (SMPT) dans les branches marchandes ralentirait en cours d'année (+0,6 % au second semestre après +1,0 % au premier). Compte tenu de la faible inflation, d'un chômage élevé et d'une revalorisation du Smic sans coup de pouce au 1^{er} janvier 2015 (+0,9 %) plus faible qu'habituellement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

Le pouvoir d'achat se redresserait

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

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

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



Source : Insee

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

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

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

Vers une stabilisation de l'investissement des ménages

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

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

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

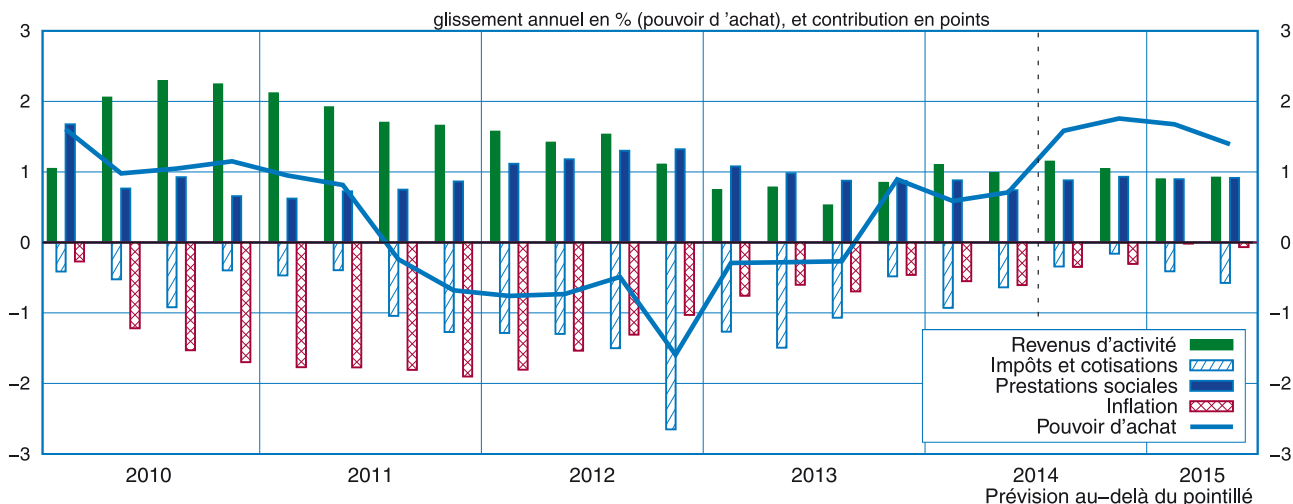
Au total, de mi-2014 à mi-2015, la consommation des ménages progresserait de 1,0 %, un peu inférieure à la progression de leur pouvoir d'achat (+1,3 %), et le taux d'épargne des ménages serait donc mi-2015 de 16,0 %, légèrement supérieure à son niveau de fin 2014 (15,7 %). Par trimestre, le profil du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

L'investissement croîtrait faiblement dans les trimestres à venir

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

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

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



Source : Insee

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

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

Aléas : prix du pétrole et investissement des entreprises françaises

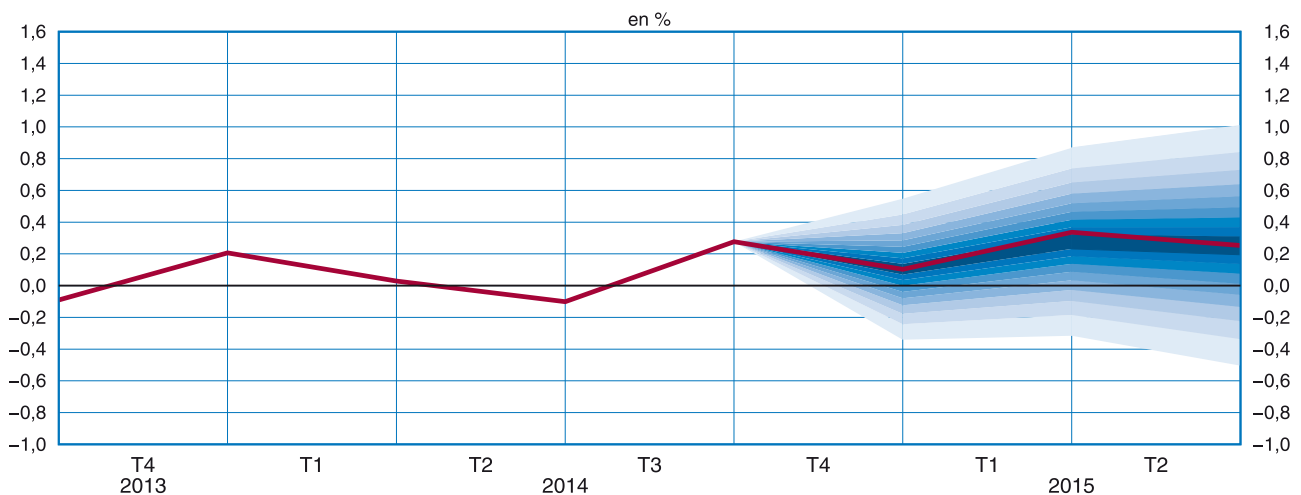
Prix du pétrole et taux de change

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

Investissement des entreprises françaises

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

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



Note de lecture : le graphique des risques retrace, autour de la prévision centrale (en trait rouge), 90 % des scénarios probables. La première bande, la plus foncée, décrit les scénarios les plus probables autour du scénario central, l'ensemble de ces scénarios ayant une probabilité totale de 10 %. La deuxième, un peu moins foncée, se décline en deux sous-bandes immédiatement au-dessus et en dessous de la bande centrale ; elle contient les scénarios qui suivent en termes de probabilité, de telle sorte que la probabilité totale des deux premières bandes atteigne 20 % ; et ainsi de suite, en allant du centre vers l'extérieur et de la bande la plus foncée à la bande la plus claire, jusqu'à atteindre 90 % (cf. la Note de conjoncture de l'Insee de juin 2008, pages 15 à 18). On peut alors estimer que le premier résultat qui sera publié pour le quatrième trimestre 2014 a 50 % de chances d'être compris entre -0,1 % (bas de la cinquième bande en partant du bas) et +0,3 % (limite supérieure de la cinquième bande en partant du haut) et 90 % de chances d'être compris entre -0,4 % et +0,6 %. Au premier trimestre 2015, l'intervalle de confiance à 90 % est [-0,2 % ; +0,8 %].
Source : Insee

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Chiffres-clés : la France et son environnement international

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

Prévision

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

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

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

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

APU : administrations publiques

ENF : entreprises non financières

ISBLSM : institutions sans but lucratif au service des ménages

PIB : produit intérieur brut

FBCF : formation brute de capital fixe

Chômage BIT : chômage au sens du Bureau International du Travail

Source : Insee

Dossiers



Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées

Vincent Alhenc-Gelas

**Département de la
conjoncture**

*D*ans les années 1990, de nombreux pays émergents ont construit leur modèle de croissance sur de forts déséquilibres extérieurs : larges déficits du compte courant, niveaux élevés d'endettement public et privé financés par des capitaux étrangers de court terme, mauvaise régulation du système bancaire. Ces déséquilibres, apparus dans des régimes de change fixe, ont mené à plusieurs reprises à des crises de la balance des paiements, telle la crise asiatique de 1997-1998.

Au cours des années 2000, au contraire, les pays émergents ont changé de modèle de financement de la croissance : les déficits courants ont été réduits, les régimes de change assouplis, les réserves de change augmentées, les systèmes bancaires assainis, la dépendance aux financements extérieurs amoindrie. Ils ont alors connu une période de forte croissance sans précédent dans leur histoire, de sorte qu'ils représentent aujourd'hui la moitié de la richesse mondiale produite.

Aujourd'hui, certains pays émergents présentent à nouveau de forts déséquilibres macroéconomiques externes : c'est le cas, par exemple, du Brésil, de l'Inde, de l'Indonésie, de la Turquie ou de l'Afrique du Sud. L'abondance de liquidité mondiale assurée par les politiques monétaires accommodantes des pays avancés, mises en place dans le sillage de la Grande Récession, ont en effet entraîné des entrées substantielles de capitaux dans les économies émergentes. Depuis 2013, cependant, le ralentissement de ces économies et les prémices de la normalisation de la politique monétaire américaine ont entraîné plusieurs épisodes de fortes tensions financières, faisant craindre un ralentissement marqué, voire une crise, dans les pays émergents. Les réformes accomplies durant les années 2000 rendent néanmoins un tel scénario moins probable que dans les années 1990.

Cependant, si un choc d'activité devait advenir dans un ou plusieurs pays émergents, les économies avancées en subiraient les conséquences. L'intégration accrue des relations commerciales au niveau mondial rendrait les effets commerciaux plus sensibles. La baisse des importations émergentes, qui représentent 35 % des exportations des pays avancés, entraînerait une baisse de la demande mondiale, qui pourrait être amplifiée par des effets d'entraînement entre partenaires commerciaux. Ces effets ont été estimés à l'aide d'une maquette des échanges mondiaux : à titre d'exemple, un choc de -10 % d'activité dans les pays d'Asie émergente coûterait à la France 0,4 point de croissance à court terme, et jusqu'à 1,5 point à moyen terme. Parmi les pays de la zone euro, l'Allemagne apparaît comme le pays le plus exposé à un choc défavorable dans les pays émergents. En pratique, le ralentissement à l'œuvre dans les pays émergents depuis fin 2013 aurait déjà pesé sur l'activité des pays avancés en 2014, coûtant entre 0,1 et 0,2 point de croissance à la France. En outre, les créanciers des pays avancés, et en particulier les banques européennes, détiennent une part substantielle de leurs actifs dans les pays émergents sous forme d'investissements de portefeuille, et sont donc exposés à des pertes élevées. ■

Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées

Plusieurs pays émergents présentent aujourd'hui d'importants déséquilibres macroéconomiques

Les années 2000 ont été une période faste pour les pays émergents

Durant les années 2000, les pays émergents ont connu une croissance robuste

Durant les années 2000, la croissance économique des pays émergents est restée soutenue (*graphique 1*). Ainsi, entre 2000 et 2007, la croissance moyenne dans ces pays a atteint +6,6 % par an, après +3,7 % entre 1990 et 1999, soit un rythme bien plus élevé que dans les pays avancés (+2,6 % en moyenne sur la période 2000-2007). Puis, même si la crise financière de 2008-2009 a conduit à un net ralentissement dans les pays émergents, le différentiel de croissance leur est resté nettement favorable (+5,4 % par an en moyenne entre 2008 et 2013, contre +0,7 % dans les économies développées). Le poids des pays émergents dans la production de richesse mondiale a donc considérablement augmenté notamment en raison du dynamisme de la Chine : en 2013, les pays émergents représentaient la moitié du PIB mondial en parité de pouvoir d'achat, alors qu'ils en pesaient seulement 37 % en 2000.

Les années 1990 avaient été marquées par plusieurs épisodes de crise financière

Ce mouvement de rattrapage trouve ses origines dans une modification du modèle de croissance des pays émergents au début des années 2000, sous l'effet d'une combinaison de facteurs externes et de l'amélioration des fondamentaux macroéconomiques internes de ces pays. Dans les années 1990, en effet, les pays émergents les plus dynamiques, notamment les tigres asiatiques (*encadré 1*), avaient fondé leur modèle de croissance sur de forts déséquilibres externes, en particulier de la balance des transactions courantes. La résorption brutale de ces déséquilibres avait entraîné plusieurs épisodes de crise, caractérisés par une forte dépréciation des monnaies et un rééquilibrage des comptes courants au prix d'une forte contraction de la demande intérieure (*encadré 2*).

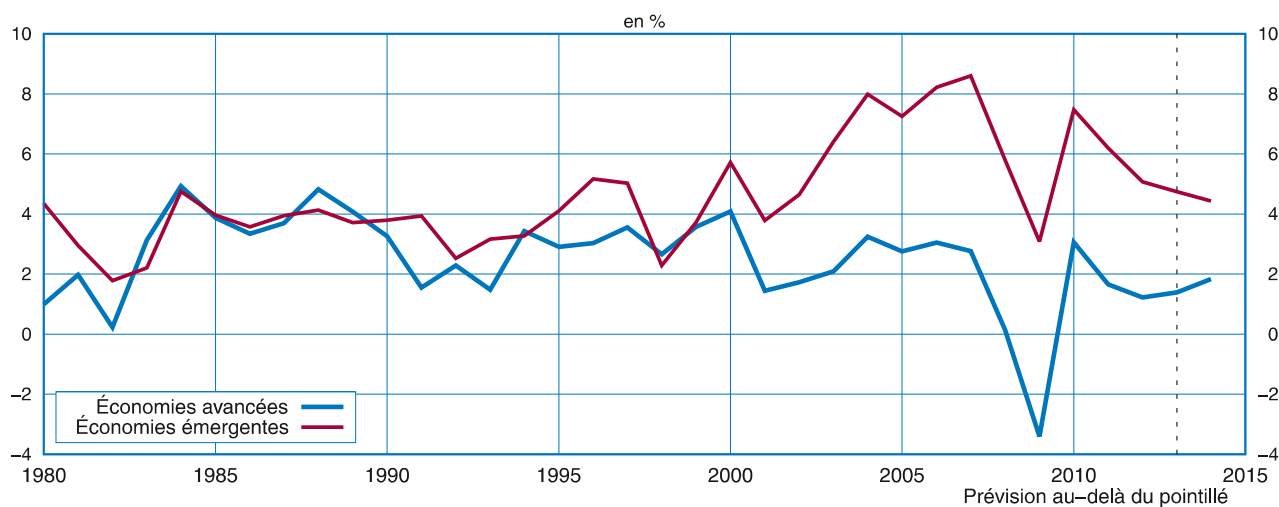
Ce dynamisme est notamment dû à un environnement international favorable

Les années 2000-2007 ont été une période de fort développement du commerce mondial. Portés par la croissance dans les économies avancées et la progressive libéralisation des échanges commerciaux, les échanges mondiaux se sont en effet accrus sur un rythme soutenu (+6,8 % par an en moyenne selon le CPB¹). La croissance de l'activité dans les pays avancés a soutenu la demande adressée aux pays émergents, alors même que l'internationalisation des chaînes de production leur était favorable. Cette configuration s'est traduite par un modèle de croissance fondé sur le dynamisme des exportations (*graphique 2*) et la faiblesse de la demande intérieure. En conséquence, le compte des transactions courantes des pays émergents est devenu nettement excédentaire dès le début des années 2000, alors qu'il était déficitaire dans les années 1990 (*graphique 3*). Enfin, de nombreux pays ont mené des réformes de structure (dérégulation partielle des marchés de capitaux, instauration de banques centrales indépendantes, etc.) qui ont, dans une certaine mesure, amélioré la rencontre entre épargne domestique et besoins de financement et restauré la confiance des investisseurs étrangers.

(1) Le CPB (en hollandais *Centraal Planbureau*) est une agence indépendante hollandaise dont les principales missions sont l'analyse des politiques économiques et les prévisions ; à ce titre, cet institut produit des statistiques sur les échanges internationaux qui font référence.

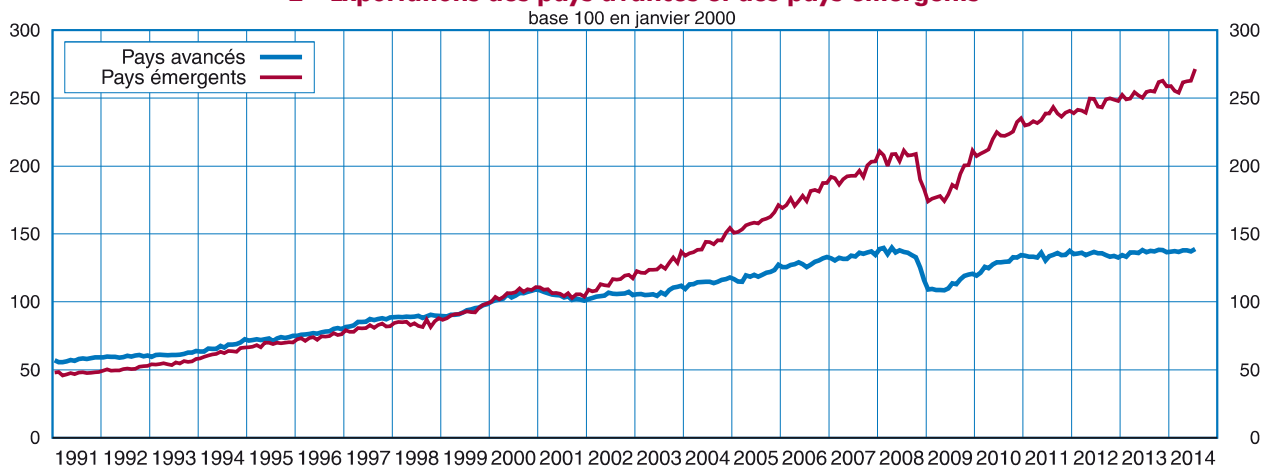
Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées

1 - Croissance du PIB réel dans les pays avancés et les pays émergents



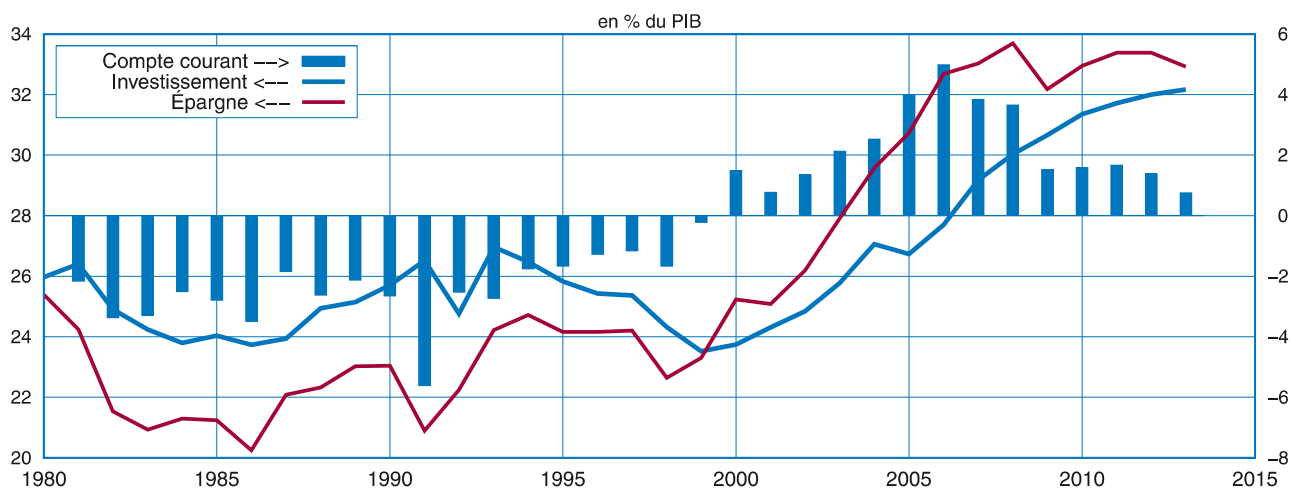
Source : FMI

2 - Exportations des pays avancés et des pays émergents



Source : FMI

3 - Déséquilibre épargne - investissement dans les pays émergents



Source : FMI

Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées

Encadré 1- Qui sont les pays émergents ?

On regroupe sous le terme de « pays émergents » un ensemble de pays dont le PIB par tête reste inférieur à celui des pays avancés, mais croît à un rythme tel qu'il permet une certaine convergence des niveaux de vie, à la fois en termes économique et social, et des structures de l'économie. En ce sens, les pays émergents sont les plus avancés des pays en développement. Il s'agit d'un concept initialement forgé dans les années 1980 pour désigner des marchés à fort potentiel de retour sur investissement, mais qui n'a jamais fait l'objet d'une définition précise.

Dans ce dossier, l'expression « pays émergents » est utilisée dans une acception très large, celle du FMI. Celle-ci se fonde sur deux critères principaux :

- le niveau de PIB par tête, substantiellement plus faible que celui des avancés ; néanmoins, la diversification des exportations est également un critère, de sorte que les pays exportateurs de pétrole, qui possèdent un niveau élevé de PIB par tête, sont inclus dans les pays émergents.
- un niveau d'intégration au système financier mondial relativement faible.

Cette définition recouvre 153 pays sur les 189 membres du Fonds monétaire international (FMI). Néanmoins, l'analyse proposée dans ce dossier porte essentiellement sur les plus importants d'entre eux en termes de PIB en parité de pouvoir d'achat. La plupart d'entre eux font l'objet d'un suivi particulier à l'Insee, à l'exclusion des pays exportateurs de pétrole dont les économies ont une dynamique propre liée à leurs ressources

naturelles. Il s'agit essentiellement de la Chine, l'Inde, la Russie, le Brésil, le Mexique, la Turquie, l'Indonésie, l'Afrique du Sud et la Pologne.

La situation des pays émergents est très diverse, mais certains d'entre eux ont, au cours de leur développement, présenté des caractéristiques communes en terme de dynamisme économique, et de modèle de croissance sous-jacent à ce dynamisme. En conséquence, les analystes ont proposé des regroupements qui permettent de clarifier les différentes vagues d'expansion des pays émergents, et les pays dans lesquelles elles ont eu lieu. Ainsi, dans les années 1980, les quatre « dragons asiatiques » (Hong Kong, la Corée du Sud, Singapour et Taiwan) ont désigné les premiers pays émergents. Puis, dans les années 1990, les « tigres asiatiques » (Thaïlande, Malaisie, Indonésie, Viet Nam, Philippines) ont à leur tour accédé au développement. Après la chute de l'URSS, on a regroupé les anciennes républiques soviétiques d'Europe émergente sous le terme de « PECO » (Pays d'Europe centrale et orientale). Lors de la troisième grande vague de développement des pays émergents, dans les années 2000, l'anagramme « BRICS » (Brésil, Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud) a permis de regrouper les pays dont le dynamisme économique et démographique était moteur.

Depuis la grande récession, des concepts ont été introduits pour désigner des pays présentant des vulnérabilités économiques et financières. C'est le cas des « *Fragile Five* » (Inde, Russie, Brésil, Indonésie, Turquie), selon le terme forgé par un analyste de la banque *Morgan Stanley* en 2013. ■

Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées

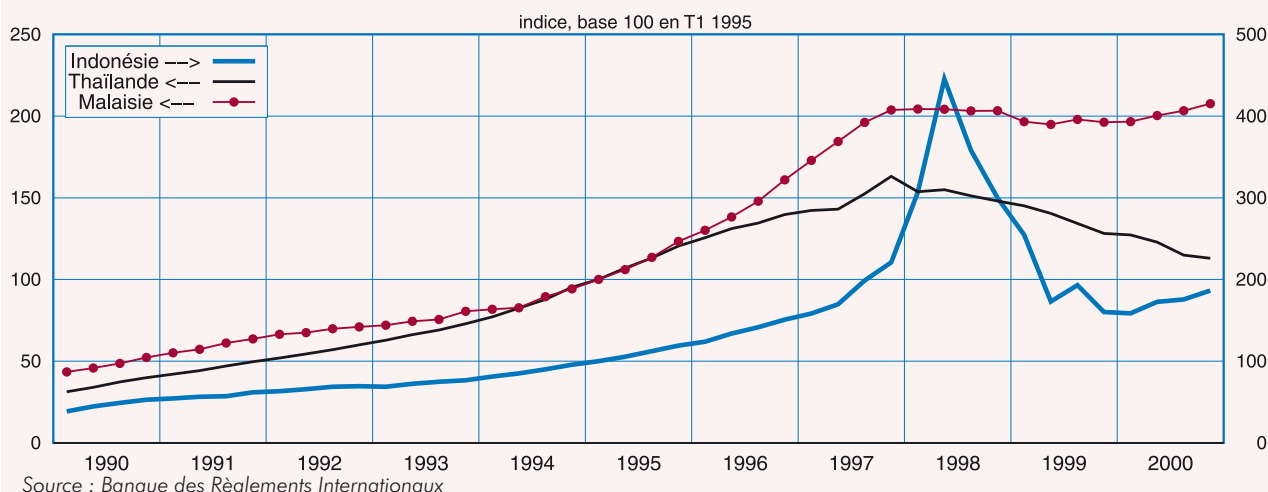
Encadré 2 - Les crises de balance des paiements des années 1990

Dans les années 1990, plusieurs pays émergents ont connu des épisodes de crise financière présentant des caractéristiques communes : forte et brutale dépréciation du taux de change, entraînant une chute marquée de la demande intérieure. Deux cas l'illustrent en particulier : la crise du peso mexicain de 1994-1995, et la crise asiatique de 1997-1998. Dans les deux cas, la crise intervient dans un contexte de net déséquilibre du compte courant, accompagné d'un régime de change fixe et d'un faible contrôle de la mobilité des capitaux. Une demande intérieure en forte croissance, alimentée par un développement non maîtrisé de l'endettement (public au Mexique, privé dans les dragons asiatiques), génère en effet un déficit d'épargne par rapport à l'investissement. Ce déficit est entretenu par des entrées de capitaux extérieurs, sous forme d'investissements de portefeuille plus que d'investissements directs. Cette situation de déséquilibre extérieur rend le pays dépendant des anticipations des prêteurs étrangers : le financement de la croissance par endettement extérieur fonctionne tant que ces créanciers jugent l'ancrage de la monnaie soutenable. En cas de retournement des anticipations (les raisons peuvent en être diverses, ce qui rend les crises de change difficiles à prévoir), les prêteurs retirent leurs capitaux, ce qui pèse à la baisse sur le cours de la monnaie. La banque centrale défend alors le régime de change en vendant ses réserves en devises, jusqu'à ce que leur faible niveau ne lui permette plus de le faire. La monnaie se déprécie alors brusquement, ce qui entraîne dans un premier temps une sévère contraction de la demande intérieure via l'envolée des prix, une montée du chômage, ainsi qu'une hausse de la dette extérieure. Par la suite, la dépréciation de la monnaie aide au redressement de la compétitivité-prix et donc à celui de la balance

commerciale, tandis que l'intervention de bailleurs de fonds internationaux, notamment le FMI, peut permettre la restructuration d'une partie du passif extérieur du pays pour en restaurer la soutenabilité.

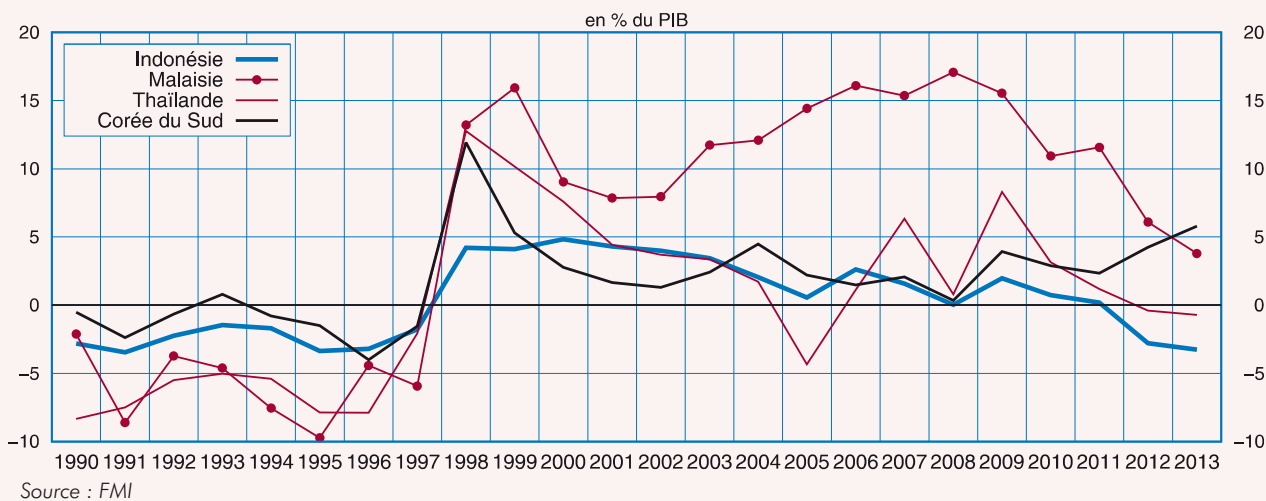
La crise asiatique de 1997-1998 présente une telle configuration. Cette crise, survenue en juillet 1997, a conduit la Thaïlande, puis plusieurs autres économies émergentes d'Asie du Sud-Est, à abandonner leur régime de change fixe vis-à-vis du dollar. Dans les années 1990, la croissance de la demande intérieure a été vive dans ces pays, nourrie par un développement très rapide du crédit au secteur privé (notamment pour financer le marché immobilier, alors en pleine expansion, cf. graphique 1). L'épargne privée n'étant pas suffisante pour couvrir cette demande intérieure, celle-ci a été en partie financée par d'importants déficits courants (graphique 2). Les banques, en effet, contractaient des emprunts à court terme en devises, qu'elles transformaient en prêts de long terme dans la monnaie nationale. Les prêteurs internationaux couraient donc un risque de perte en capital important en cas de dévaluation de la monnaie. À l'été 1997, les inquiétudes sur la solvabilité du système bancaire thaïlandais se sont concrétisées, enclenchant l'arrêt brutal du financement externe. Les réserves de change, très insuffisantes, n'ont pas permis d'éviter le désancrage de la monnaie. Le 2 juillet, la Thaïlande a laissé flotter le bath. L'inquiétude des prêteurs s'est alors reportée sur les pays voisins présentant des caractéristiques macroéconomiques similaires, dans un mouvement de « fuite vers la qualité » hors de la zone sud-asiatique, entraînant la chute des monnaies indonésienne, malaisienne et philippine (graphique 3). ■

1 - Encours de crédit aux agents privés non financiers

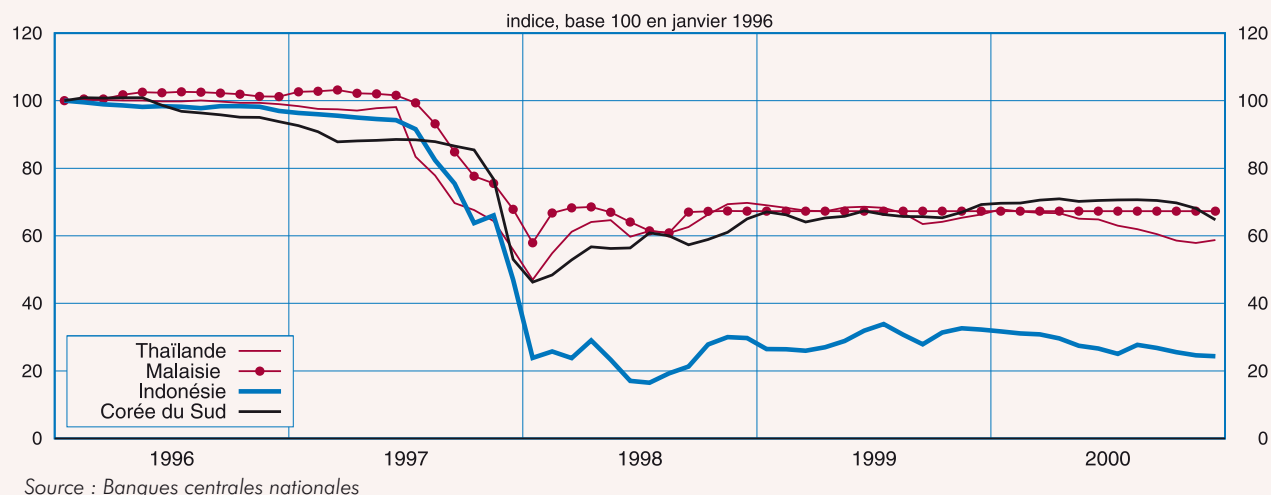


Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées

2 - Balances courantes des principaux pays touchés par la crise asiatique



3 - Les taux de change par rapport au dollar des principaux pays touchés par la crise asiatique



Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées

Le récent ralentissement des pays émergents a révélé d'importants déséquilibres chez certains d'entre eux

Les pays émergents ont tiré la reprise mondiale au sortir de la crise financière

Leurs bonnes performances ont attiré les capitaux des pays avancés

Les performances économiques des pays émergents sont aujourd'hui moins bonnes

Si dans un premier temps les pays émergents ont beaucoup mieux résisté à la crise financière, celle-ci a fait réapparaître des fragilités pour plusieurs d'entre eux, notamment le Brésil, l'Inde, l'Indonésie, la Turquie et l'Afrique du Sud.

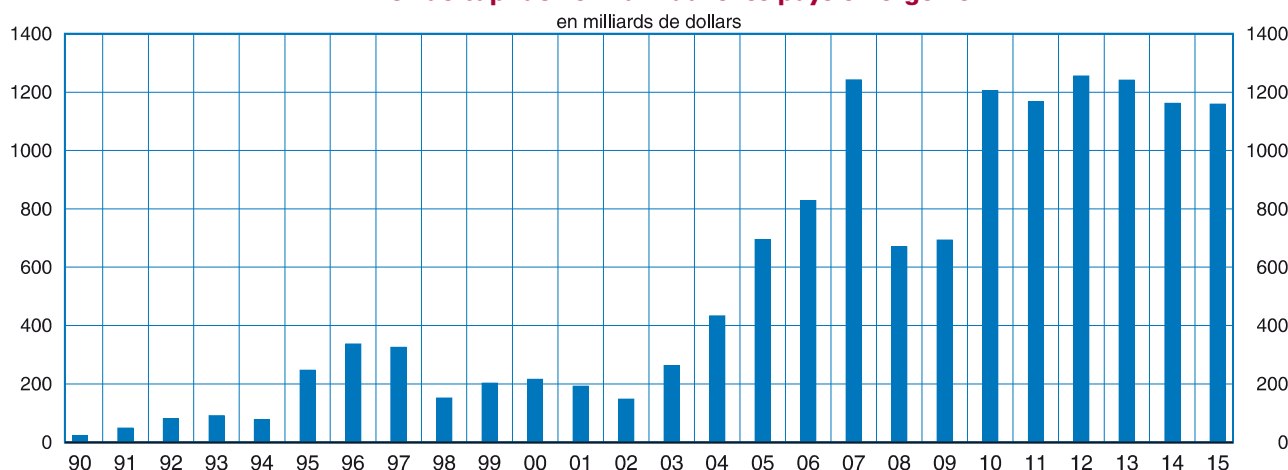
En 2008-2009, la crise financière n'a pas entraîné la majorité des pays émergents dans une profonde récession, au contraire des pays développés. Elle a cependant suscité un net ralentissement de ces économies. Toutefois, au sortir de la crise financière, la reprise y a été vigoureuse, notamment grâce à de vigoureux plans de relance mis en place rapidement, alors qu'elle restait anémiée dans les pays avancés. Les pays émergents ont ainsi donné une impulsion décisive à la reprise mondiale. En Chine, par exemple, un plan de relance de l'ordre de 12 % du PIB a été mis en place dès 2008. Il a soutenu la demande intérieure chinoise, mais également les économies voisines.

En outre, les grandes économies avancées ont mis en place, à partir de 2008, des politiques monétaires expansionnistes qui ont augmenté la liquidité mondiale. D'importants flux de capitaux ont irrigué les pays émergents, sous l'attrait de meilleures performances économiques et de taux d'intérêt durablement plus élevés, alors même que les perspectives de rendement s'assombrissaient dans les pays avancés (*graphique 4*).

Depuis mi-2013, la situation semble se retourner : alors que la reprise devient un peu plus vigoureuse dans les économies avancées, notamment dans les pays anglo-saxons, le climat conjoncturel dans les pays émergents se détériore, relativement à son dynamisme passé. Le faible élan de la reprise dans les pays développés entraîne en effet un déficit de demande extérieure préjudiciable aux pays émergents. Ainsi, sur la période 2008-2013, le commerce mondial n'a crû que de 2,5 % par an en moyenne, très en deçà du rythme de la période 2000-2007 (+6,8 %), selon les données du CPB ².

(2) Une partie du ralentissement comporte un caractère structurel, lié à la diminution progressive de l'activité d'assemblage "processing trade" de l'économie chinoise. La part du "processing trade" était de l'ordre de 50% des importations à la fin des années 2000 et n'est plus que de 25 % aujourd'hui (cf. dossier de D. Roucher, 2014).

4 - Flux de capitaux entrant dans les pays émergents



Source : Institute for International Finance

Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées

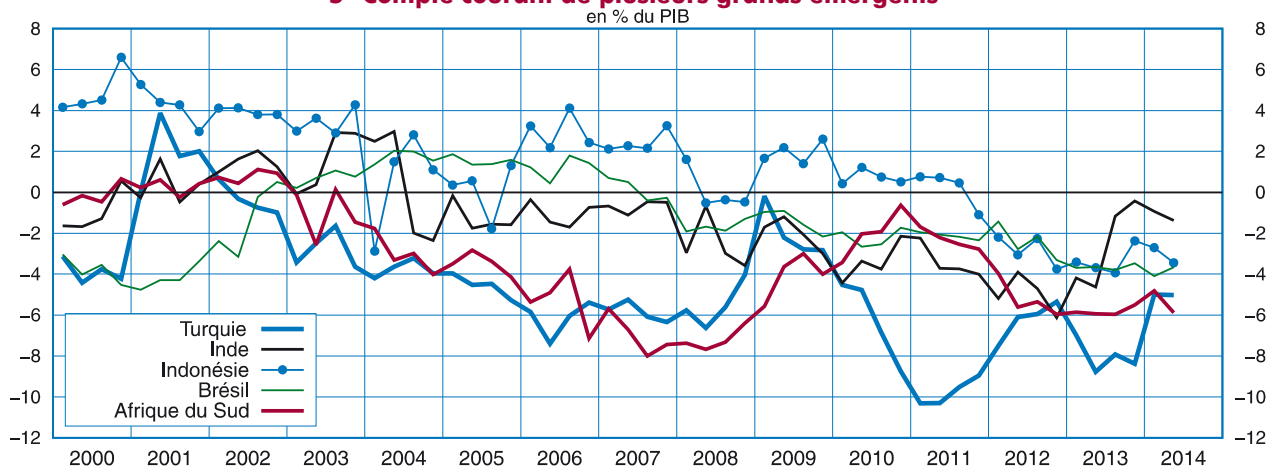
Plusieurs grands pays émergents présentent d'importants déséquilibres macroéconomiques

À ce ralentissement conjoncturel s'ajoutent un certain nombre de déséquilibres macroéconomiques externes qui se sont aggravés lors de la crise. Ainsi, certains pays émergents présentent aujourd'hui des fondamentaux économiques qui, dans une certaine mesure, rappellent le contexte des crises de balance des paiements des années 1990 : notamment d'importants déficits de leurs comptes courants, en partie nourris par le dynamisme des entrées de capitaux induites par les politiques monétaires expansionnistes des pays avancés. D'autres facteurs de risque de fuite des capitaux étrangers se cumulent : de larges déficits budgétaires, une faible croissance et une inflation élevée. Dans l'ensemble, les pays aujourd'hui concernés (notamment l'Inde, l'Indonésie, le Brésil, la Turquie et l'Afrique du Sud) diffèrent de ceux qui, dans les années 1990, ont connu des crises de la balance des paiements (*graphique 5*). En outre, les conditions de financement externe très favorables ont attisé une vive croissance du crédit au secteur privé dans plusieurs pays émergents, selon une dynamique rappelant celle à l'œuvre dans les pays asiatiques dans les années 1990. Ainsi, au Brésil, en Chine, en Pologne et en Turquie, le crédit au secteur privé a crû plus rapidement que le PIB nominal sur la période 2009-2012, ce qui expose fortement les secteurs bancaires de ces pays aux effets négatifs d'un éventuel choc macroéconomique défavorable sur la solvabilité des agents privés.

Des épisodes de tensions financières ont déjà eu lieu en 2013 et début 2014

L'exposition de plusieurs grands pays émergents aux risques extérieurs s'est matérialisée à partir du second semestre 2013, lorsque la Réserve fédérale américaine a amorcé un retour vers une politique monétaire moins expansionniste. La hausse des taux longs américains qui en a résulté a alors entraîné des vagues de sorties de capitaux de plusieurs pays émergents, provoquant des baisses boursières et des épisodes de dépréciation des monnaies (*graphique 6*). Les autorités monétaires de ces pays ont été contraintes de réagir. Plusieurs d'entre elles se sont alors trouvées devant un dilemme de politique monétaire encore d'actualité : soit la banque centrale défend la valeur de la monnaie en intervenant sur le marché des changes, ce qui fait baisser le niveau des réserves de change sans garantie de stabiliser durablement le taux de change ; soit elle défend sa monnaie par des hausses de taux directeur, ce qui risque de déprimer la demande intérieure. En 2013, la plupart des pays émergents ont choisi la seconde option : via le renchérissement du coût de l'emprunt qu'il a provoqué, ce choix a eu pour conséquence un ralentissement marqué des économies concernées, notamment le Brésil, la Turquie et l'Inde.

5- Compte courant de plusieurs grands émergents



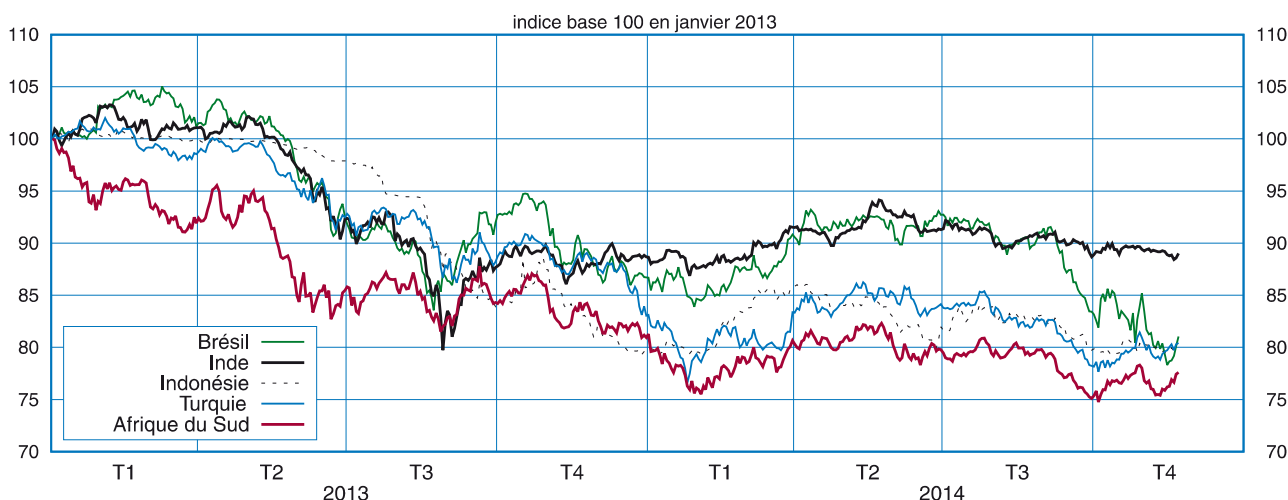
Sources : instituts statistiques nationaux, banques centrales nationales

Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées

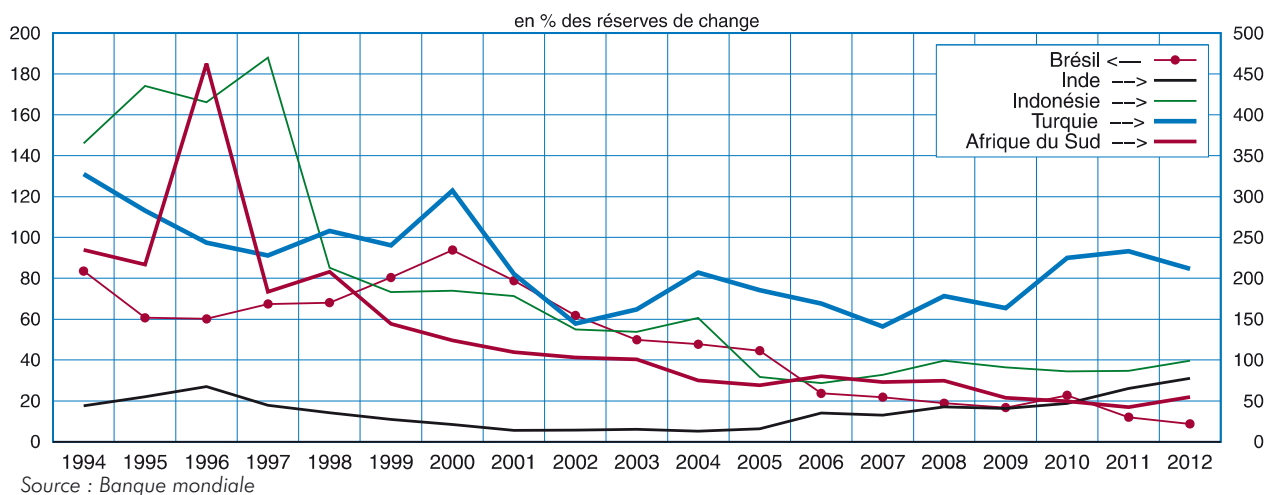
Le risque de crise dans les pays concernés a cependant été amoindri par les réformes et les pratiques des années 2000

En dépit de ces facteurs de risque, la plupart des pays concernés sont aujourd'hui mieux armés contre une éventuelle crise de la balance des paiements que ne l'étaient les pays émergents à la veille des crises de 1997-1998. Tout d'abord, ces pays ont abandonné l'ancrage dur de leur devise sur le dollar, en la laissant flotter avec un peu plus de souplesse (« flottement administré »). Le risque d'attaque spéculative sur le marché des changes en est amoindri. En outre, les réserves de change accumulées par les pays émergents sont aujourd'hui bien plus substantielles que celles dont ils disposaient dans les années 1990, ce qui permettrait aux autorités monétaires de faire face, si nécessaire, à un tarissement du financement extérieur. Enfin, la dette extérieure de la plupart de ces pays a nettement décliné depuis les années 1990, et sa structure actuelle est plus solide, en termes de composition comme de maturité. Ainsi, le passif financier des pays émergents est aujourd'hui constitué de plus d'investissements directs étrangers et de moins d'investissements de portefeuille, de sorte que le risque de retrait de capitaux apparaît plus faible. De même, la maturité de la dette externe des pays émergents s'est allongée, ce qui réduit l'asymétrie entre les échéances des passifs et des actifs. La combinaison de ces facteurs a ainsi, dans la plupart des pays, fait décroître la part de la dette externe de court terme non couverte par les réserves de change (graphique 7).

6 - Taux de change de plusieurs grands pays émergents par rapport au dollar



7 - Dette de court terme de plusieurs grands pays émergents



Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées

Des risques modérés mais bien réels pour les pays avancés

Un coup d'arrêt dans certains grands pays émergents est moins probable que dans les années 1990. Mais s'il se produisait, il aurait des effets plus défavorables sur l'activité dans les pays avancés. La densification des échanges commerciaux et des liens financiers entre pays du Nord et pays du Sud au cours des années 2000 a en effet renforcé l'interdépendance de ces deux groupes de pays.

Un choc d'activité dans les pays émergents aurait un impact substantiel sur les pays avancés

Les liens commerciaux entre pays avancés et pays émergents se sont accrues

La forte croissance du commerce mondial depuis le début des années 2000 reflète en partie la densification des échanges de biens entre les pays avancés et les pays émergents. En 2013, ces derniers représentent 35 % des exportations des pays avancés, contre moins de 20 % en 1990. Cependant, tous les pays avancés ne sont pas exposés de la même manière au risque émergent, car la structure géographique des échanges commerciaux varie considérablement selon les pays (*tableau 1*). Certaines zones émergentes ont pris une place considérable dans le commerce de leurs partenaires plus avancés. L'Asie émergente représente ainsi, en 2013, 20 % des exportations de la zone euro, 25 % des exportations de l'Amérique du Nord et 51 % des exportations japonaises. Les pays d'Europe centrale et orientale représentent pour leur part 17 % des exportations de la zone euro, tandis que plus de 30 % des exportations nord-américaines sont destinées à l'Amérique latine.

Et les liens commerciaux entre pays avancés restent forts

En outre, un choc dans les pays émergents peut générer des effets amplifiés par l'interdépendance des pays avancés. Par exemple, un choc adverse en Amérique latine est susceptible d'entraîner une baisse de la demande adressée aux États-Unis. L'activité y sera donc affectée, ce qui génèrera une baisse de la demande d'exportations adressée par les États-Unis au reste du monde. En conséquence, la zone euro, qui destine 15 % de ses exportations aux États-Unis, sera touchée à son tour, plus fortement que par le simple effet direct (l'Amérique latine ne représente en effet que 6 % de ses exportations).

Une maquette du commerce mondial permet de quantifier l'importance de ces liens

Pour quantifier l'importance de ces liens commerciaux, et donc le coût qu'auraient à supporter les pays avancés en cas de choc adverse dans les pays émergents, une maquette des échanges mondiaux permet de prendre en compte, pour la plupart des pays du monde, l'essentiel de leurs échanges commerciaux avec leurs partenaires, de sorte qu'une contraction de l'activité se propage aux différents partenaires par le canal commercial (*annexe*).

Tableau 1

Structure des échanges mondiaux

Pourcentage des exportations des différentes zones en ligne à destination des zones en colonne

	Afrique	Amérique latine	Asie (hors Japon)	Zone euro	PECO	Europe (hors PECO et ZE)	Moyen-Orient	Océanie	USA et Canada	Japon	Total
Afrique		2,7	21,6	40,3	0,8	13,4	5,6	1	10,6	4	100
Amérique latine	1,7		19,7	13,3	0,9	3,1	1,7	0,5	56	3,2	100
Asie (hors Japon)	4	8,5		26,3	5,8	6,2	5,9	4,3	25,8	13,2	100
Zone euro	4,5	5,5	20,3		16,9	27,2	6,7	1,7	14,7	2,6	100
PECO	1,8	1,2	16,5	61,3		10,9	4,4	0,3	3	0,5	100
Europe (hors PECO et ZE)	1,7	2,8	13,6	55,5	4,7		3,7	1,5	14,3	2,1	100
Moyen-Orient	6,8	2,9	28,4	29,8	7	9,2		0,8	13,2	2	100
Océanie	1,2	1,1	67,6	4,2	0,2	2,8	1,9		5,7	15,2	100
US et Canada	1,8	31,9	25,5	18	1,1	8,6	4,3	2,6		6,3	100
Japon	1,1	5,5	51,2	9	0,9	2,9	2,4	3,2	23,8		100

Sources : UN Comtrade & UN Service Trade

Note de lecture : les échanges intra-zones ont été neutralisés ; PECO désigne les pays d'Europe centrale et orientale (Russie incluse), ZE la zone euro, USA les États-Unis.

Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées

La zone euro plus exposée à un choc commercial en Asie et en Europe centrale et orientale, les États-Unis à un choc en Amérique latine

Lorsqu'on tient compte du bouclage entre toutes les économies, la zone euro apparaît comme relativement exposée à un choc en Asie émergente. L'Allemagne et la France seraient, à court terme, les plus exposées, avec des baisses respectives de 0,7 % et 0,4 % du PIB en cas de choc défavorable de 10 % de l'activité de cette zone (tableau 2). À moyen terme, en tenant compte des effets indirects transitant par les autres pays (effets « d'écho »), cette baisse pourrait atteindre jusqu'à 2,3 % du PIB et 1,5 % respectivement. De par sa situation géographique, c'est au Japon que la baisse de l'activité serait la plus marquée (-3,4 %). Un choc dans les pays d'Europe centrale et orientale aurait également un effet substantiel sur certaines économies avancées. L'Allemagne serait la plus exposée (-1,0 % à court terme ; -2,1 % à moyen terme) : une part importante de ses exportations est en effet destinée aux pays de l'Europe de l'Est, avec lesquels elle entretient des liens commerciaux historiques forts. Pour tous les autres pays européens, l'effet serait nettement plus modéré. Un choc en Amérique latine aurait en revanche un effet assez modeste en Europe, mais serait ressenti plus fortement aux États-Unis : le choc subi par ce pays pourrait être de l'ordre de -0,7 % à court terme, et de -1,0 % à moyen terme. La faiblesse relative de l'effet d'un choc en Amérique latine par rapport à un choc dans les deux autres zones émergentes étudiées illustre la moindre intégration de cette zone dans le commerce mondial.

Le ralentissement dans les pays émergents depuis fin 2013 aurait légèrement pesé sur la croissance des pays avancés en 2014

La maquette permet également de quantifier les effets du ralentissement à l'œuvre dans les pays émergents depuis fin 2013 sur les autres économies en 2014. Pour cela, il est nécessaire de déterminer l'ampleur du choc exogène propre aux pays émergents, ce qui reste un exercice conventionnel par nature. Une première approximation de ce choc peut être déterminée par le différentiel de ralentissement d'activité, entre les années 2012 et 2014, entre d'une part les pays émergents et d'autre part les pays avancés. L'hypothèse forte sous-jacente est qu'en l'absence de ralentissement propre aux pays émergents, la différence entre leur croissance et celle des pays avancés serait restée, en 2014, la même qu'en 2012.

Le calcul est effectué pour les neuf principaux pays émergents de la maquette avec pour 2014 les prévisions de croissance annuelles du FMI, en date d'octobre 2014. Ce calcul conduit à retenir un choc en moyenne de 1,0 % de l'activité de ces pays, avec des disparités : bien plus fort pour la Russie, le Mexique, l'Indonésie et l'Afrique du Sud, proche de la moyenne pour la Chine et le Brésil, inférieur voire inexistant pour l'Inde, la Turquie et la Pologne.

Ces chocs sont ensuite, comme précédemment, introduits dans la maquette des échanges mondiaux, afin d'en étudier l'impact sur le PIB des pays avancés (tableau 3).

Tableau 2
Effet d'un choc négatif de 10 % du PIB dans les différentes zones émergentes sur les pays avancés

	Asie émergente		Amérique latine		PECO	
	Effet direct	Effet total	Effet direct	Effet total	Effet direct	Effet total
Allemagne	-0,7	-2,2	-0,2	-0,8	-1,0	-2,1
France	-0,4	-1,5	-0,1	-0,5	-0,3	-1,0
Espagne	-0,2	-1,2	-0,4	-0,8	-0,3	-1,1
Italie	-0,3	-1,4	-0,2	-0,6	-0,7	-1,5
Royaume-Uni	-0,3	-1,4	-0,1	-0,5	-0,2	-0,8
Etats-Unis	-0,4	-1,2	-0,7	-1,0	0,0	-0,3
Japon	-1,8	-3,2	-0,2	-0,6	-0,1	-0,5

Note de lecture : l'effet direct est un effet bilatéral entre la zone où a lieu le choc (en colonne) et le pays concerné (en ligne) ; l'effet total prend en compte les effets d'écho via tous les autres partenaires commerciaux du pays concerné : en cas d'un choc de -10 % sur le PIB en Asie émergente, le PIB du Japon subirait un effet direct de -1,8 % et un effet total de -3,4 % ; PECO désigne les pays d'Europe centrale et orientale (Russie incluse).

Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées

En 2014, le ralentissement dans les pays émergents aurait légèrement pesé sur la croissance des pays avancés. Notamment, en prenant en compte les effets d'« échos », il pourrait avoir coûté jusqu'à 0,4 point de croissance à l'Allemagne, et 0,2 point de croissance à la France. L'activité ayant nettement freiné au Mexique, l'effet aux États-Unis aurait également été non négligeable, de l'ordre de 0,2 point de croissance.

Ces résultats doivent néanmoins être interprétés avec quelques précautions

Ces résultats ne doivent pas être considérés comme une contribution immédiate à la croissance du trimestre considéré, mais davantage comme un ordre de grandeur du frein global à la croissance, qui peut s'étaler sur plusieurs trimestres. En effet, la diffusion de la reprise par le commerce extérieur, bien que rapide, n'est pas instantanée, les entreprises pouvant notamment commencer par ajuster leurs stocks. De plus, ces simulations sont effectuées toutes choses égales par ailleurs. Cela signifie que de nombreux autres mécanismes à l'œuvre simultanément sont laissés de côté. L'un de ces effets négligés, potentiellement important, est l'effet du taux de change : si un choc défavorable a lieu dans une zone émergente, les monnaies nationales des pays concernés vont avoir tendance à baisser, ce qui hausse le taux de change effectif des pays avancés et pénalise donc leurs exportations. Cet effet amplificateur vient alors s'ajouter à la simple baisse de la demande mondiale. Ensuite, ces simulations font l'hypothèse que la structure du commerce mondiale est inchangée : le poids des différentes destinations dans les exportations d'un pays donné reste le même. Cette hypothèse est raisonnable à court terme, mais moins à moyen et long terme, ce qui fragilise l'estimation des effets d'« écho ». Enfin, la maquette ne prend pas en compte les réactions des pays en matière de politique budgétaire ou monétaire.

Le risque de transmission par le canal bancaire reste modéré

Les banques européennes sont plus exposées que les banques américaines au risque émergent

Même si la transmission d'un choc par le canal commercial est susceptible de rester limitée, d'autres liens existent entre les économies avancées et les économies émergentes, en particulier de nature financière. D'une part, les économies avancées réalisent d'importants investissements directs dans les pays émergents ; d'autre part, les agents privés des pays développés, et en particulier les banques, détiennent une quantité substantielle de titres émis par des contreparties émergentes sous forme d'investissements de portefeuille.

Les banques européennes détiennent à leur actif une grande quantité de titres émis par des contreparties (publiques ou privées) localisées dans des pays émergents. Selon les données publiées par la Banque des Règlements Internationaux, les banques européennes possédaient 3 280 milliards de dollars d'actifs émergents au deuxième trimestre 2014, soit environ 13 % de la taille du secteur financier européen consolidé. Cette exposition est, en valeur, quatre fois plus forte que ne l'est celle des banques américaines. En outre, au sein des pays développés, le

Tableau 3

Effet du ralentissement déjà observé dans les pays émergents sur les pays avancés

	Ralentissement en 2014	
	Effet direct	Effet total
Allemagne	-0,1	-0,4
France	-0,1	-0,2
Espagne	-0,1	-0,2
Italie	-0,1	-0,3
Royaume-Uni	-0,1	-0,2
Etats-Unis	-0,1	-0,2
Japon	-0,1	-0,3

Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées

degré d'exposition aux différentes zones émergentes est variable, ce qui accroît la vulnérabilité de certains pays en cas de choc localisé (*tableau 4*). Ainsi, les banques espagnoles seraient particulièrement exposées en cas de choc en Amérique latine, tandis que les banques britanniques seraient en première ligne en cas de choc en Asie. Les banques françaises et allemandes, en revanche, ne présentent pas de distorsion majeure de leurs portefeuilles de titres émergents en faveur d'une zone géographique particulière. Cette forte exposition des banques européennes aux risques des pays émergents est toutefois à relativiser : l'évaluation de la qualité des bilans des banques de la zone euro et les tests menés par la Banque centrale européenne en 2014, globalement satisfaisants, donnent la mesure de la capacité de résistance du système financier à des épisodes de crise marquée (cf. éclairage dans la fiche marchés financiers).

Un choc brutal dans les pays émergents est aujourd'hui moins probable que dans les années 1990, mais coûterait plus cher aux pays avancés

Même si l'activité a fortement ralenti dans les pays émergents depuis 2013, mettant à jour les faiblesses externes d'un certain nombre d'entre eux, une crise de la balance des paiements sur le modèle de celles observées dans les années 1990 apparaît aujourd'hui comme moins probable. La plupart des pays émergents, tirant les leçons de ces dernières, ont en effet considérablement assaini leurs systèmes bancaires, maîtrisé et rationalisé leur endettement extérieur, développé considérablement leurs réserves de change et modernisé leurs banques centrales. Même si les fondamentaux agrégés sont aujourd'hui meilleurs, certains pays sont néanmoins dans une situation préoccupante (par exemple le Brésil, l'Inde, l'Indonésie, l'Afrique du Sud ou la Turquie) et pourraient être déstabilisés en cas de tarissement du financement extérieur, par exemple à la faveur de la poursuite du désengagement progressif de politique monétaire expansionniste de la Réserve fédérale.

Cependant, s'il est moins probable, un choc d'activité dans les pays émergents n'en serait pas moins préjudiciable aux pays avancés : la forte intégration des relations commerciales au niveau mondial intervenue dans les années 2000 se traduirait par des effets commerciaux plus sensibles. En outre, les banques européennes détiennent une quantité importante d'actifs dans les pays émergents, ce qui les rend vulnérable à une perte de valeur soudaine. ■

Tableau 4

Exposition des banques des pays avancés au risque émergent

(en milliards de dollars)

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Royaume-Uni	États-Unis
Afrique et Moyen-Orient	120	31	9	3	208	59
Asie et Océanie	157	119	14	11	553	354
PECO	193	118	199	66	67	102
Amérique latine	40	21	3	508	137	247

Note de lecture : les banques françaises possèdent à leur actif 120 milliards de dollars de titres émis par des contreparties localisées en Afrique ou au Moyen-Orient.

Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées

Annexe - Estimation d'une maquette des échanges mondiaux

Cette annexe décrit le fonctionnement de la maquette des échanges mondiaux qui a permis la quantification des impacts de chocs par le canal commercial.

On considère un pays i . Son équilibre comptable emplois-ressources s'écrit :

$$Y_i = D_i + X_i - M_i$$

où Y_i est le PIB de ce pays, D_i la demande intérieure, X_i les exportations et M_i les importations. On peut écrire les exportations de ce pays en fonction des importations de ses partenaires et de ses parts sur les marchés étrangers :

$$X_i = \sum_{j \neq i} \lambda_{ij} M_j \text{ avec } \lambda_{ij} = \frac{X_{i \rightarrow j}}{M_j}$$

où λ_{ij} est la part des exportations du pays i dans les importations du pays j .

On suppose que, dans tous les pays i , les importations réagissent aux variations du PIB avec une élasticité σ_i :

$$dM_i = \frac{M_i}{Y_i} \sigma_i \cdot dY_i$$

En outre, on note c_i la sensibilité de la demande intérieure au PIB : $dD_i = c_i \cdot dY_i$

On peut alors réécrire l'équilibre emploi-ressource différencié :

$$dY_i = dD_i + dX_i - dM_i = c_i dY_i - \sigma_i \frac{M_i}{Y_i} dY_i + dX_i$$

En outre, on peut écrire, en supposant que la structure du commerce mondial est fixe à court terme :

$$dX_i = \sum_{j \neq i} \lambda_{ij} dM_j = \sum_{j \neq i} \lambda_{ij} \frac{M_j}{Y_j} \sigma_j \cdot dY_j$$

Soit finalement :

$$dY_i = \frac{1}{1 - c_i + \sigma_i \frac{M_i}{Y_i}} \sum_{j \neq i} \lambda_{ij} \frac{M_j}{Y_j} \sigma_j \cdot dY_j \quad (1)$$

Effet direct et effet total

Imaginons un choc sur l'activité d'un pays j . Au premier tour, son impact sur le pays i est :

$$dY_i = \frac{1}{1 - c_i + \sigma_i \frac{M_i}{Y_i}} \lambda_{ij} \frac{M_j}{Y_j} \sigma_j \cdot dY_j$$

Le choc initial est donc décomposé en 3 effets :

- l'impact résultant de la seule variation des exportations

- un effet multiplicateur keynésien dû à la sensibilité de la demande intérieure au PIB

- un effet atténuateur d'éviction du choc par les importations (en cas de choc négatif dans le pays j , une partie de ce choc va se traduire par une baisse des importations du pays i et non par une baisse de l'activité domestique)

La somme de ces 3 impacts donne l'effet direct du choc. Par construction, il est nul dans le pays dans lequel le choc a lieu.

Effet total

Une fois l'impact initial passé, le choc peut être amplifié par le fait que les autres partenaires commerciaux du pays j l'ont également subi : ce sont les effets d'entraînement. On peut donc écrire :

$$dY_i = dY_{i, \text{direct}} + \frac{1}{1 - c_i + \sigma_i \frac{M_i}{Y_i}} \sum_{j \neq i} \lambda_{ij} \frac{M_j}{Y_j} \sigma_j \cdot dY_{j, \text{direct}}$$

La suite des chocs ainsi constituée converge vers la relation (1), qui sert à l'estimation de l'effet total.

Écriture matricielle

Matriciellement, la relation (1) peut se réécrire :

$$dY = (I + A - C)^{-1} \cdot \Lambda \cdot A \cdot dY$$

où dY est le vecteur de chocs, I la matrice identité, C la matrice diagonale de terme c_i , Λ la matrice des parts de marché λ_{ij} , et A la matrice diagonale de terme $\sigma_i \frac{M_i}{Y_i}$

La solution du problème avec effets totaux s'écrit alors :

$$dY = [I - (I + A - C) \cdot \Lambda \cdot A]^{-1}$$

Fixation des paramètres

En théorie, les valeurs de c_i et σ_i diffèrent pour chaque pays. Le grand nombre de pays présents dans la maquette empêche cependant d'estimer ces paramètres pour chacun d'entre eux. On fixe donc conventionnellement $c_i = 0,6$ et $\sigma_i = 2$.

Origine des données

Les flux commerciaux entre pays sont estimés à partir des bases *UN Comtrade* et *UN Services Trade* de l'ONU pour l'année 2012, pour un total de 118 pays. Les données de PIB proviennent de la base *World Economic Outlook* du FMI. ■

Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés pour les économies avancées

Bibliographie

- "Capital Flows to Emerging Market Economies: a Brave New World?", Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers* n°1081, juin 2013.
- **IMF**, "Emerging Markets: External Risks and Transition Challenges", *Global Financial Stability Report*, avril 2014.
- **IMF**, "On the receiving end? External conditions and emerging market growth before, during and after the global financial crisis", *World Economic Outlook*, avril 2014.
- **Jude C. et Baillehache S.**, « Économies émergentes : vers une croissance durablement moins soutenue qu'avant crise », *Trésor Éco*, n°123, janvier 2014.
- **Lalanne G. et Mauro L.**, « L'Asie émergente a-t-elle tiré la reprise mondiale ? », *Économie et statistique*, n°438-440, Insee, juin 2011.
- **Ollivaud P., Rusticelli E. et Schwellnus C.**, "Would a growth slowdown in emerging markets spill over to high-income countries ? A quantitative assessment", *OECD, Economics Department Working Papers*, n°1110, avril 2014.
- **Pradhan M.**, « La politique monétaire des marchés émergents : les cinq dernières et les cinq prochaines années », *Revue d'économie financière*, n°113, 1-2014.
- **Roucher D. et Xu B.**, « La Chine ralentit : quels risques pour l'économie mondiale ? », *Note de conjoncture*, Insee, juin 2014. ■

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

Aurélien Fortin
Kevin Milin

**Département de la
conjoncture**

*D*epuis mi-2012, l'inflation baisse régulièrement en zone euro, passant de +2,6 % en août 2012 à +0,3 % en novembre 2014. Cette baisse est assez généralisée, à la fois en termes de secteurs concernés et de pays touchés. L'effet est plus fort dans les économies périphériques de la zone, mais il est également marqué en Allemagne et en France.

Plusieurs raisons pourraient expliquer cette baisse de l'inflation, notamment la faiblesse de l'utilisation des capacités de production, le niveau élevé du chômage, un excès d'offre global dans l'économie et la baisse des prix d'importation via l'appréciation passée de l'euro et la baisse du prix du pétrole. Empiriquement, ces éléments sont significatifs et expliquent plus de la moitié de la désinflation observée en zone euro. Une part significative de la désinflation reste toutefois difficile à expliquer.

Compte tenu de l'existence de rigidités nominales et au vu des mesures d'anticipation d'inflation disponibles, la part inexpliquée de la désinflation passée n'a pas été prolongée en prévision. Sous cette hypothèse, l'inflation sous-jacente serait relativement stable en France d'ici mi-2015, positive mais très faible. En analysant la distribution historique des écarts entre les prévisions des Notes de conjoncture successives et les réalisations d'inflation, la probabilité que l'inflation sous-jacente soit négative mi-2015 serait de l'ordre de 30 %. Ainsi, le risque que l'inflation sous-jacente devienne durablement négative est réel, même s'il ne constitue pas le scénario le plus probable.

À court terme, cette désinflation constituerait une bonne nouvelle puisqu'elle soutiendrait le pouvoir d'achat et, partant, la demande intérieure. De plus, comme elle touche plus spécifiquement les économies de la zone euro, cette diminution des prix des pays de la zone relativement à ceux de ses concurrents permettrait des gains de compétitivité comme lorsque l'euro se déprécie. L'Espagne et la France en seraient alors les principaux bénéficiaires, leurs exportations étant plus sensibles aux variations de change que l'Allemagne notamment.

À l'inverse, la faiblesse de l'inflation pèse sur les agents endettés et constitue un risque, croissant à mesure qu'elle se prolonge, de provoquer une spirale déflationniste. Mais le risque qu'un épisode de baisse des prix débouche sur une telle spirale est difficilement anticipable, faute d'indicateurs permettant de prédire cet enclenchement. ■

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

Fin 2014, l'inflation est à un niveau très bas en France et en zone euro

L'inflation est tombée en dessous de 0,5 % en zone euro

Depuis mi-2012, l'inflation en zone euro (mesurée par l'évolution de l'indice des prix à la consommation sur un an) diminue de façon quasi continue. En novembre 2014, elle s'établissait ainsi à +0,3 %, contre +1,6 % à l'été 2013 et +2,6 % en août 2012, soit une baisse de 2,3 points en 2 ans. Cette valeur est très éloignée de la cible explicite de la Banque centrale européenne, qui vise une inflation « proche mais inférieure à +2 % ». Elle est également très éloignée des anticipations habituelles des agents (qui guident notamment les négociations salariales ou la fixation d'un taux d'intérêt), usuellement autour de +2 % également.

Historiquement, cette situation n'est pas inédite : les évolutions très volatiles des prix de l'énergie et de l'alimentaire ont parfois conduit l'inflation à s'écarter fortement de la cible de la BCE. En 2008, la très forte hausse du prix du pétrole avait notamment poussé l'inflation jusqu'à +4,1 %, tandis que sa forte baisse en 2009 l'avait amenée temporairement à -0,4 %.

Sur la période récente, les principales composantes volatiles de l'indice des prix (pétrole et alimentaire) ne sont cependant pas les seuls facteurs de cette évolution. L'inflation sous-jacente s'établit ainsi à +0,7 % en novembre, au plus bas depuis que la série est disponible (c'est-à-dire depuis 1996 ; *graphique 1*). La désinflation est particulièrement forte dans les pays « périphériques », en Espagne notamment où les prix à la consommation reculent sur un an depuis juin 2014, tandis qu'elle est plus mesurée en Allemagne et en France (*graphique 2*).

Le prix de nombreux produits baisse ...

Le prix de nombreux produits est même en baisse. En octobre 2014, le prix de 25 % des 72 postes principaux de l'indice sous-jacent ont ainsi baissé sur un an. Cette part est légèrement plus faible qu'au printemps 2014 (en mai, 27 % des composantes diminuaient sur un an), mais elle reste supérieure au niveau le plus élevé atteint sur la période 1997-2007 (20 %). Pour plus de la moitié de ces 72 postes, l'évolution des prix sur un an est inférieure à +1 % (*graphique 3*).

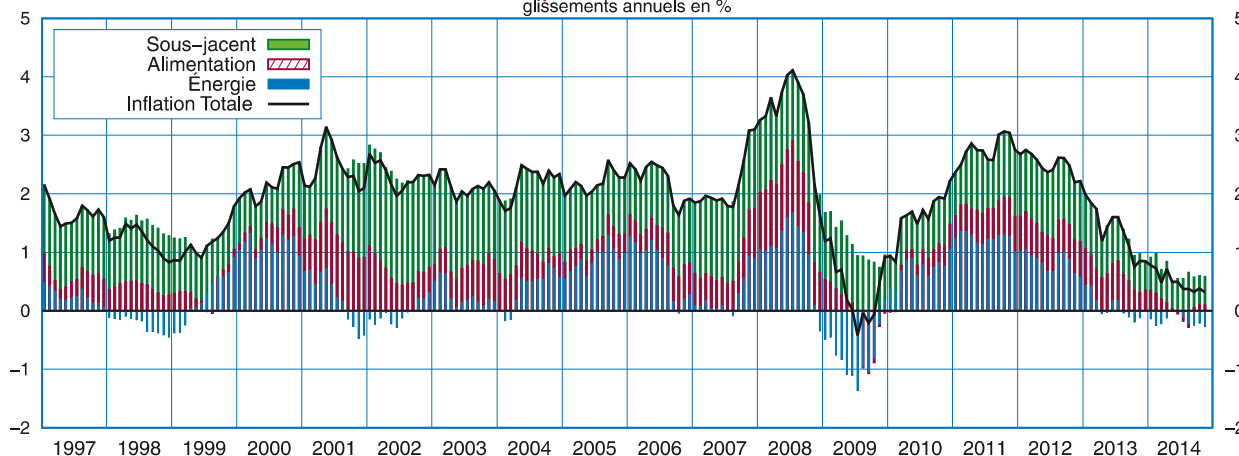
La désinflation est particulièrement forte pour les biens manufacturés

... notamment des produits manufacturés

Bien qu'assez générale, la baisse de l'inflation constatée depuis mi-2012 en zone euro résulte tout particulièrement des prix des produits manufacturés, dont le recul s'est accentué. Ils contribuent pour -0,6 point à la baisse de 1,0 point de l'inflation sous-jacente entre juillet 2012 et novembre 2014.

1 - Décomposition de l'inflation en zone euro

Dernier point : novembre 2014
glissements annuels en %



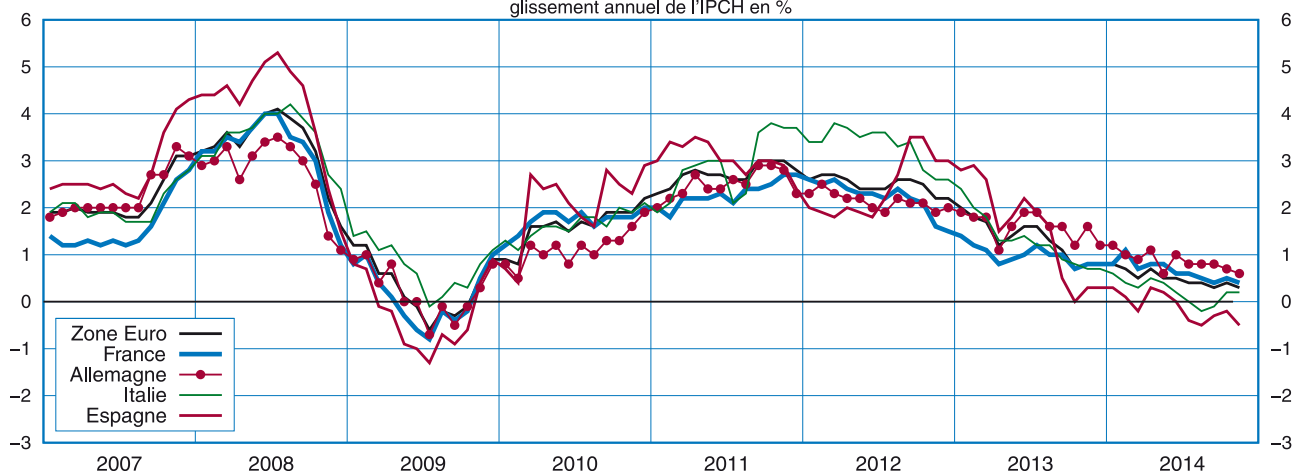
Source : Eurostat, estimation provisoire : novembre 2014

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

2 - Inflation dans les grands pays de la zone euro

Dernier point : novembre 2014

glissement annuel de l'IPCH en %

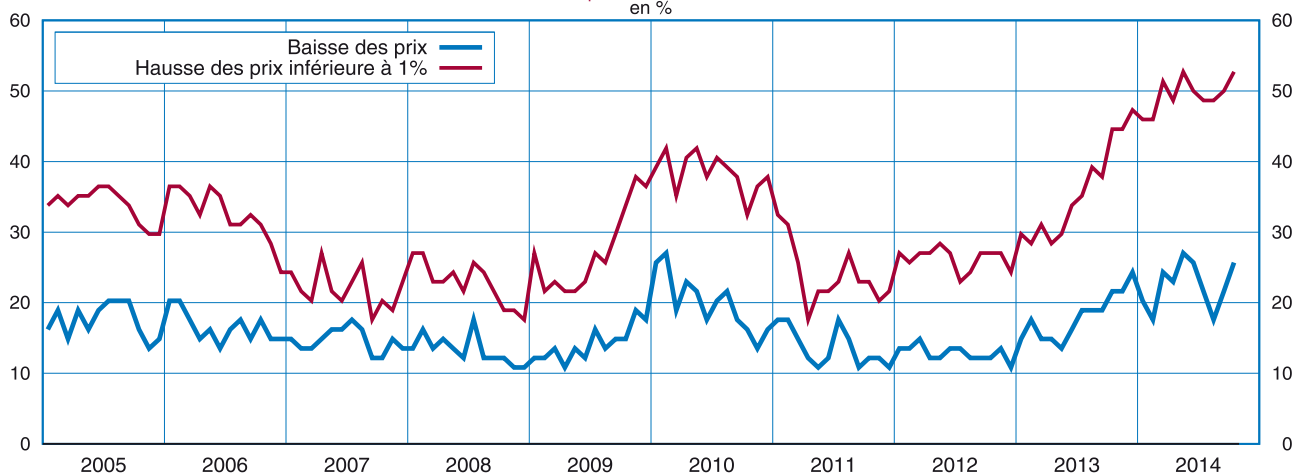


Source : Eurostat, estimation provisoire : novembre 2014

3 - Part des composantes de l'indice en position de croissance faible ou de baisse des prix en zone euro

Dernier point : octobre 2014

en %



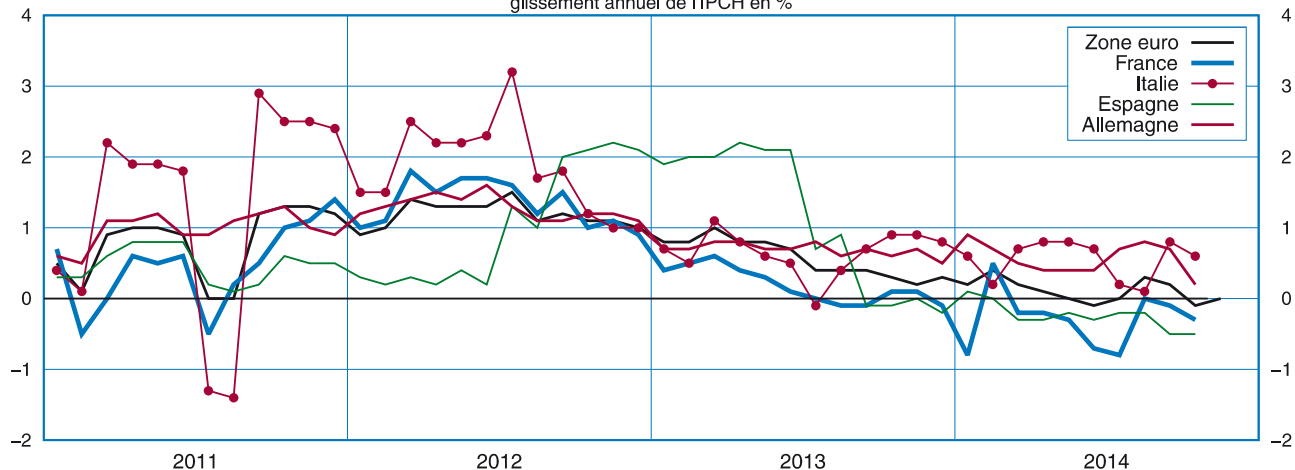
Note de lecture : en octobre, pour 26 % des produits, les prix ont baissé relativement à l'an dernier dans la zone euro ; 53 % des produits ont une évolution inférieure à 1 %.

Sources : Eurostat, calculs Insee

4 - Prix des produits manufacturés dans les grandes économies de la zone euro

Dernier point : novembre 2014

glissement annuel de l'IPCH en %



Source : Eurostat, estimation provisoire : novembre 2014

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

Le ralentissement des prix des produits manufacturés concerne toutes les grandes économies de la zone euro. Entre juillet 2012 et octobre 2014, le glissement annuel des prix des produits manufacturés a ainsi reculé de 1,9 point en France à - 0,3 %, malgré l'effet des hausses de taux de TVA au 1^{er} janvier 2014, et de 1,1 point en Allemagne à +0,2 % (*graphique 4*).

En Espagne, les prix des produits manufacturés sont marqués par la hausse de 3 points du taux général de TVA en septembre 2012. Partant de +0,2 % en juin, l'inflation des produits manufacturés a baissé, pour s'établir à -0,5 % en octobre 2014, soit un écart de -0,7 point.

De même, les prix en Italie sont marqués par les hausses de taux de TVA en septembre 2011 (de 20 % à 21 %) puis en octobre 2013 (de 21 % à 22 %). Partant d'un point haut (hors effet de TVA) de +1,2 % en octobre 2012, deux ans plus tard, les prix des produits manufacturés n'augmentent plus que de 0,6 % sur un an, soit un écart de -0,6 point.

La désinflation observée depuis deux ans peut être attribuée à la modération des prix d'importations et à la sous-utilisation des capacités productives ...

On cherche alors à analyser les causes de la désinflation récente

Pour mieux cerner la probabilité que cette désinflation se poursuive dans les mois à venir, il est nécessaire d'en analyser les causes, et notamment de discerner les facteurs purement conjoncturels, appelés à ne pas persister, des tendances plus durables.

Trois éléments principaux peuvent a priori expliquer la récente désinflation :

- en premier lieu, la modération des prix des matières premières importées, industrielles et alimentaires, puis du pétrole à partir de l'été 2014, s'est transmise aux prix à la consommation, assez directement pour les prix du pétrole et plus indirectement, via la chaîne de production, pour l'ensemble des matières premières ;
- ensuite, l'appréciation de l'euro entre l'été 2012 et le printemps 2014 (le taux de change effectif nominal de l'euro s'est apprécié d'environ 6 % sur cette période) a amplifié le mouvement de baisse des prix des matières premières, mais aussi ceux des produits finis importés par les pays de la zone euro ;
- enfin, la faible utilisation des capacités productives, capital et travail, a pu peser sur les marges des entreprises et le pouvoir de négociation des salariés.

La désinflation récente peut s'expliquer ...

L'impact de ces éléments peut être évalué à l'aide d'un modèle économétrique simple reliant l'inflation à ces déterminants (*encadré 1*). Dans le cas de la France, cette analyse peut être affinée en s'appuyant sur une modélisation détaillée de la « boucle prix-salaires » (*encadré 2*). De cet exercice ressortent les conclusions suivantes (*graphique 5*) :

... pour moitié par les prix d'importations ...

- La baisse de l'inflation des prix d'importations depuis mi-2012 correspond en moyenne à environ la moitié de la désinflation observée. Une estimation économétrique simple¹ montre que cet impact est lié pour 2/3 à la variation des prix du pétrole sur la période (ces derniers contribuaient fortement à l'inflation en 2012, les prix ayant fortement augmenté en 2011 ; ce n'est plus le cas en 2014), et pour 1/3 à la variation du taux de change effectif. Ce choc est donc en partie seulement commun aux autres pays du monde.

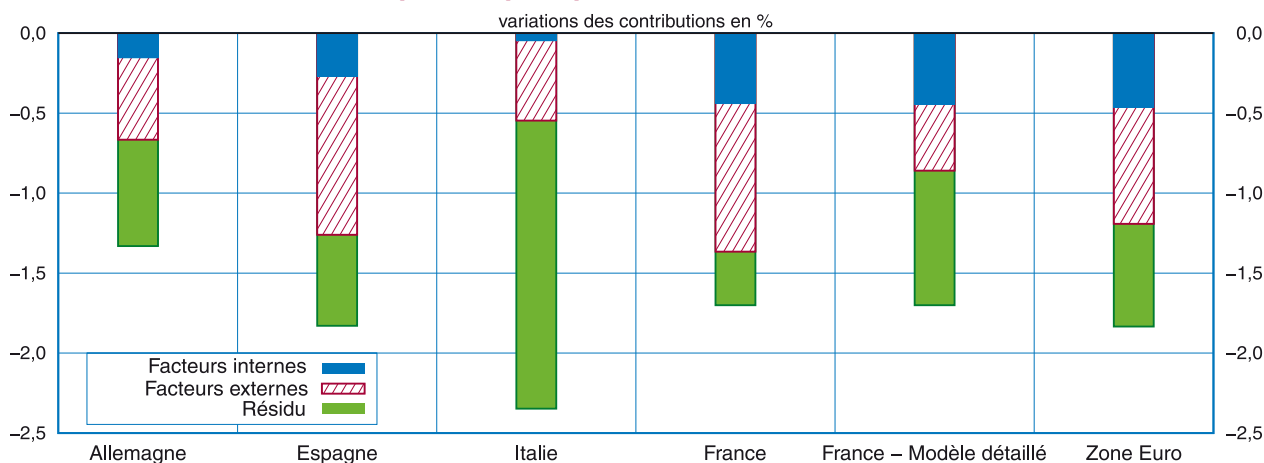
... pour une petite part par la faiblesse de l'utilisation des capacités de production

- Dans tous les pays, la faiblesse de l'utilisation des capacités productives du travail et du capital a également contribué à réduire l'inflation, mais dans de moindres proportions ; en France comme dans l'ensemble de la zone euro, cette contribution à la baisse de l'inflation est évaluée à environ 0,5 point.

(1) Modélisant la variation trimestrielle des prix d'importations en zone euro par la variation des prix du pétrole (contemporaine et retardée) et celle du taux de change nominal effectif.

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

5 - Contributions économétriques des principaux facteurs à la désinflation observée en zone euro



Source : calculs Insee

Note de lecture : le graphique présente les contributions à la baisse de l'inflation (mesurée par le glissement annuel des prix) entre le premier trimestre 2012 et le deuxième trimestre 2014. La contribution négative des prix d'importations résulte notamment du fait que les prix du pétrole avaient fortement augmenté en 2011, soutenant l'inflation du premier trimestre 2012, alors que l'inflation énergétique était nettement plus faible au deuxième trimestre 2014.

Remarque : les résultats correspondent aux équations présentées en encadré 1, sauf pour les résultats du modèle « France - Modèle détaillé » qui correspondent aux équations présentées dans l'encadré 2 pour l'inflation sous-jacente, enrichies d'équations sur les composantes volatiles.

- Cet impact estimé est non seulement faible, mais il ne se poursuivrait pas, pour peu que le degré de sous-utilisation des capacités de production (travail et capital) n'augmente plus, ce qui est le cas depuis le début de 2014 ; sur la base des comportements que l'économétrie fait ressortir au cours des vingt dernières années, une baisse durable de l'utilisation du capital ou de la main-d'œuvre ne fait en effet qu'amener l'inflation à un niveau plus bas, alors que les comportements qui ressortaient des estimations menées sur des années 1970 et 1980 auraient entraîné le déclenchement d'une baisse entretenue de l'inflation.

...mais l'ampleur du phénomène reste cependant difficile à expliquer

Mais elle est pour partie inexpliquée par l'impact estimé de ces déterminants ...

Mais ce résultat plutôt rassurant doit être tempéré par le fait qu'une partie significative de la désinflation observée (20 % en France, 30 % en Espagne, 50 % en Allemagne, 75 % en Italie²) reste largement inexpliquée par ces facteurs usuels. Des facteurs propres à certains pays ont pu jouer ; en France notamment, l'évolution atypique des prix dans les télécommunications, consécutive à l'arrivée d'un quatrième opérateur sur le marché, peut expliquer une partie du résidu observé. Mais globalement pour la zone euro et les différents pays étudiés, le phénomène de désinflation depuis 2012 reste difficile à expliquer.

Selon la manière dont on interprète cette part inexpliquée, et donc qu'on la prolonge, les perspectives en matière d'inflation peuvent être très différentes.

... peut-être parce que celui-ci est sous-estimé en phase de basse conjoncture ...

Une première hypothèse envisageable est que ces résidus traduisent une simple sous-estimation de l'impact du chômage et du taux d'utilisation des capacités de production, par exemple si la sous-utilisation des capacités de production a un impact non linéaire, pesant d'autant plus qu'elle se creuse. L'inertie du taux de chômage pourrait ne traduire qu'en partie la fragilisation du marché du travail et le moindre pouvoir de négociation des salariés depuis 2009. Sous cette hypothèse, dans la mesure où cette sous-utilisation n'augmente pas, la part résiduelle ne devrait plus s'accroître dans les trimestres à venir et la désinflation s'interromprait.

(2) En Italie, la baisse de l'inflation a été calculée sur les séries à taxation constante pour neutraliser l'effet des hausses de la TVA.

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

Encadré 1 - Modélisation simple de l'inflation totale en zone euro

Une modélisation de l'inflation dans les principaux pays de la zone euro, simple mais tenant compte de ses principaux déterminants, peut être mobilisée. Elle fait dépendre la variation trimestrielle désaisonnalisée de l'IPCH : des variations des prix d'importations ; de l'écart des TUC à leur moyenne de long terme ; du taux de chômage en niveau (ou de l'écart entre le taux de chômage et sa tendance lorsque le taux de chômage n'est pas stationnaire). L'effet de l'évolution de la productivité a également été testé mais elle est apparue comme non significative sur tous les pays testés.

Les résultats sont présentés dans le tableau ci-après.

Aucun retard de l'endogène n'est apparu significatif lors de l'estimation. Ce résultat est important car il signifie que, sur la période d'estimation (1996 à 2011), une élévation durable du taux de chômage au-dessus de son niveau d'équilibre ou un abaissement durable du taux d'utilisation des capacités de production, entraîne une baisse de l'inflation en « marche d'escalier » sans enclenchement d'une spirale déflationniste. Une manière de rationaliser ce résultat est de considérer qu'il traduit

l'ancrage des anticipations d'inflation. En effet comme les salaires et les prix sont en général fixés à l'avance pour une certaine période de temps, les anticipations d'inflation sont un déterminant important des négociations salariales ou de la fixation de leurs prix par les entreprises ; si la banque centrale est crédible, les agents anticipent donc que l'inflation reviendra peu ou prou vers la cible de la banque centrale, alors que si elle ne l'est pas, ils auront tendance à bâtir leurs anticipations à partir des évolutions récentes. Plus une banque centrale sera crédible, moins l'inflation passée aura ainsi tendance à nourrir l'inflation courante.

Ce résultat rejoint les résultats de plusieurs études mettant en évidence le fait que la cible d'inflation proposée par la BCE avait contribué à ancrer fortement les anticipations au niveau de la zone dans son ensemble. Celles-ci étaient notamment jugées, avant la Grande Récession (*Beechey et Österholm (2007), Levin et al. (2004)*) comme très récemment (*Astrup et al. (2014)*), comme plus ancrées en zone euro qu'aux États-Unis, notamment parce qu'elles réagissent moins fortement aux surprises économiques. ■

Variable	Allemagne	France	Italie	Espagne	Zone Euro
Constante	0,4% (11,0)	1,3% (6,2)	5,2% (17,5)	5,5% (10,8)	0,4% (15,6)
TUC	1,9% (2,6)		1,6% (2,6)		
DL(PM)	11,6% (4,0)	18,0% (9,4)	6,7% (4,6)	12,7% (5,1)	14,3% (7,9)
Chom		-0,1% (-4,5)		-0,04% (-2,7)	-0,09% (-3,6)
R ² ajusté	42,1%	62,4%	33,2%	36,5%	56,3%
DW	2,1	1,8	1,6	1,7	1,6
Période	1996T1-2011T1				

Sources : Eurostat, calculs Insee.

Encadré 2 - Modélisation détaillée de l'inflation en France

La modélisation de l'inflation « sous-jacente » habituellement utilisée pour établir des prévisions de court terme permet d'apprécier l'ampleur de la désinflation à l'œuvre au regard des déterminants usuels en France.

La modélisation de l'inflation sous-jacente repose sur une boucle prix-salaire comprenant notamment quatre équations : pour le salaire moyen par tête, pour les prix de production sur le marché intérieur, pour les prix de consommation intermédiaire, et pour l'inflation sous-jacente (*figure*). Ce cadre est similaire à celui décrit dans Bourquard et al. (2005).

Le salaire moyen par tête (SMPT) est modélisé par une équation de type *Phillips*, sans relation de long terme. Ses déterminants sont l'inflation, le taux de chômage et les coups de pouce sur le Smic. Différents indices de prix à la consommation sont intégrés à l'équation : d'une part l'indice sous-jacent, en tant qu'approximation de l'inflation anticipée par les différents agents économiques lors de la formation des salaires ; d'autre part les indices de prix à la consommation des carburants et de

l'alimentation qui représentent les composantes non sous-jacentes de l'inflation (des chocs persistants de prix dans de tels secteurs provoquent, avec un retard de quelques trimestres, une indexation compensatoire des salaires.)

Le taux de chômage apparaît comme un indicateur du pouvoir de négociation des salaires par les salariés. Les coups de pouce du Smic ayant une propension à se diffuser au delà de leur seul effet comptable sur les rémunérations des salariés concernés, la variable correspondante s'avère également importante dans le modèle.

Le seul déterminant des prix de production pour le marché français est le coût unitaire de production, somme du coût salarial unitaire (CSU) et du coût unitaire des consommations intermédiaires (CUCI). À court terme, l'indexation des prix de production sur ces coûts est partielle mais elle est totale à long terme, les prix de production s'ajustent complètement sur le coût unitaire de production : tout écart du taux de marge des entreprises à sa moyenne de long terme est progressivement corrigé.

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

Les prix des consommations intermédiaires sont formés par les prix des importations des biens industriels et des prix de production pour le marché français. Le modèle de long terme est estimé avec une contrainte d'homogénéité afin d'éviter des effets de sur-réaction : la somme du paramètre associé aux prix à la production et du paramètre associé aux prix des importations est fixée à 1. L'écart à la moyenne de long terme s'avère essentiel dans la relation de court terme, qui comprend également les variations de prix de production et d'importation.

La modélisation de l'indice de prix à la consommation sous-jacent comprend une relation de long terme, avec une indexation sur les prix à la production. Ses évolutions de court terme intègrent le taux d'utilisation des capacités manufacturières et le taux de chômage comme indicateurs du déséquilibre entre l'offre et la demande. Par ailleurs, puisque l'inflation sous-jacente est corrigée des mesures fiscales, les taux de TVA apparents dans les secteurs manufacturiers et de l'hébergement-restauration permettent de capter dans le modèle le surcroît des effets comptables de ces corrections lorsque

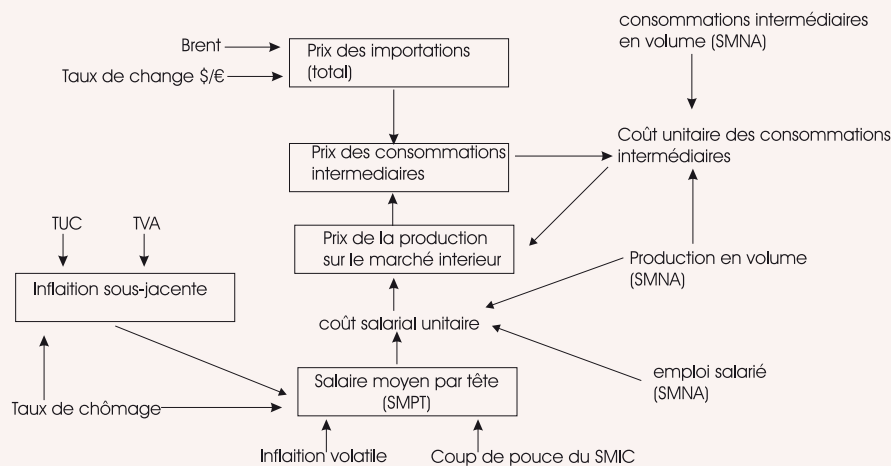
celui-ci n'est de fait pas instantanément répercuté dans les prix. L'équation s'écrit alors de la manière suivante :

$$\begin{aligned} \Delta \log(IPCSJ_t) = & 0,11 + 0,22 \cdot \Delta \log(IPCSJ_{t-2}) \\ & - 0,02 \cdot \Delta(TVA_IZ_t) - 0,03 \cdot \Delta(TVA_DIM_t) \\ & - 0,0006 \cdot TxCho_{t-3} + 0,00008 \cdot TUC_t \\ & - 0,06 \cdot \log(IPCSG_{t-1}) + 0,04 \cdot \log(Pxprod_{t-1}) \\ & + \varepsilon_t^{IPCSJ} \end{aligned}$$

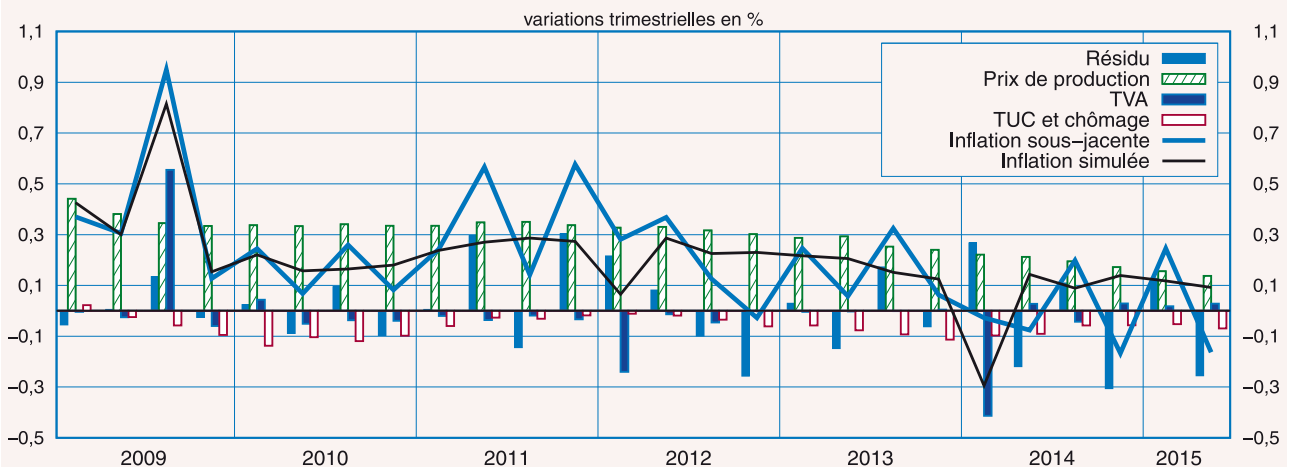
Période d'estimation : premier trimestre 1991 - quatrième trimestre 2013 avec :

- TVA_IJZ : taux de TVA apparent dans le secteur « Hébergement-restauration »
- VA_DIM : taux de TVA apparent dans le secteur manufacturier
- TUC : taux d'utilisation des capacités de production. ■

Modélisation des prix



Contributions économétriques à l'inflation sous-jacente



Source : Insee

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

... ou de faiblesse persistante de la demande ...

Une deuxième hypothèse est que cette part inexpliquée traduirait la réaction des agents, entreprises notamment, à la persistance d'un déficit de demande. Selon cette interprétation, les entreprises auraient initialement cherché à préserver leurs marges face à une perte de demande considérée comme transitoire, puis se seraient trouvées contraintes de baisser leurs marges pour essayer d'attirer des clients et employer les capacités existantes. Sous cette hypothèse, la légère reprise qui s'amorce en zone euro permettrait aux entreprises de ne plus accroître leur effort de marge, même si on ne peut pas exclure que la reprise soit insuffisante à empêcher le mouvement de baisse des marges de se poursuivre.

... ou enfin en raison d'un désancrage des anticipations

Une troisième hypothèse est que ces résidus traduisent le désancrage progressif des anticipations des agents. Ceux-ci, anticipant que l'inflation restera durablement faible, intégreraient dans la formation des prix une prévision d'inflation plus basse que s'ils anticipaient un retour progressif à la cible de 2 % de la Banque centrale européenne.

En prévision, la part inexpliquée de la baisse de l'inflation n'est pas prolongée ...

En prévision, la part inexpliquée a été prolongée à son dernier niveau atteint ...

Pour la construction du scénario de cette *Note de conjoncture*, une hypothèse doit être réalisée en prévision sur cette part inexpliquée. Le choix a été fait de considérer que la part inexpliquée de la tendance à la baisse de l'inflation, observée récemment, ne se prolonge pas. Si une incertitude forte existe autour de cette hypothèse, celle-ci paraît assez centrale pour au moins trois raisons.

... l'hypothèse que la légère reprise en cours permettra une stabilisation des pressions désinflationnistes

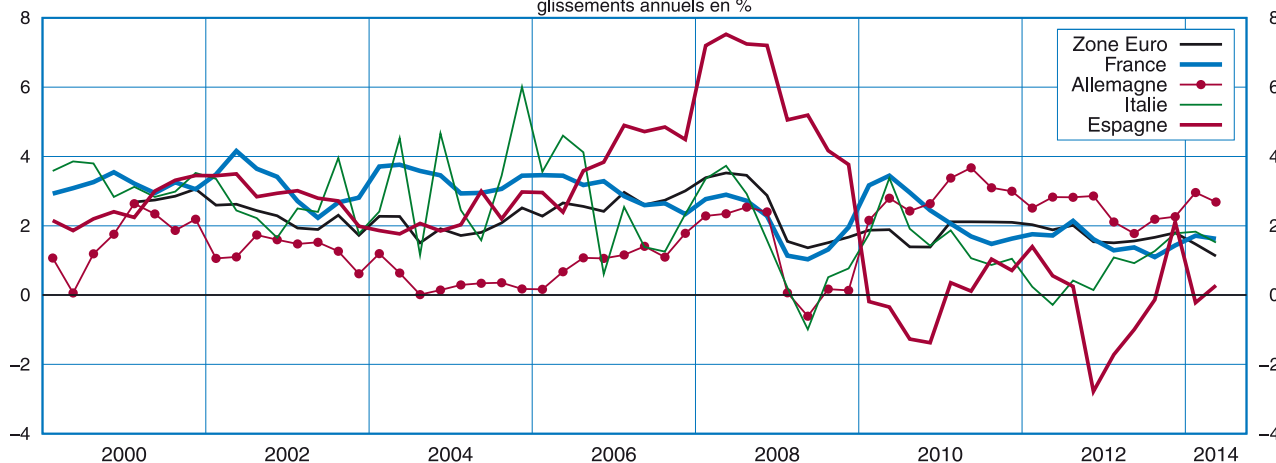
Tout d'abord, comme il est détaillé ci-dessus, si la part inexpliquée résulte d'une sous-estimation de l'impact des facteurs de demande (effet de non-linéarité), celle-ci ne devrait pas s'accroître au cours des prochains trimestres, et pourrait même se réduire en raison de la modeste reprise en cours en zone euro.

... d'autant que l'inertie des salaires nominaux limitera la transmission de la désinflation aux salaires ...

Ensuite l'inertie des évolutions salariales serait un frein à la désinflation. En effet, l'inflation est actuellement à un niveau proche de zéro : la concrétisation durable d'une inflation négative devrait donc, à terme, entraîner une baisse des salaires nominaux. Or, à la différence du Japon, les salaires en zone euro, notamment en France et en Allemagne, présentent une importante résilience, qui pourrait empêcher une telle baisse des salaires en cas de baisse des prix (voir par exemple Audenaert & al. (2014) pour une analyse de cette résilience dans le cas français). Par exemple, la réglementation peut contraindre les possibilités de baisser le salaire, au moins en ce qui concerne le salaire de base (les primes pouvant, elles, s'ajuster). Ainsi, l'existence d'un salaire minimal crée des rigidités nominales, qui sont d'autant plus importantes pour les secteurs d'activité employant des salariés à bas salaires. En France, la hausse prévue du Smic au 1^{er} janvier 2015 modérerait

6 - Salaire moyen par tête en zone euro

Dernier point : 2014T2
glissements annuels en %



Sources : Eurostat, calculs Insee

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

ainsi la désinflation dans des secteurs de services comme l'hôtellerie-restauration. En Allemagne, l'instauration d'un salaire minimum début 2015 devrait dynamiser les bas salaires. À plus long terme, si les prix baissaient durablement, il ne peut toutefois être exclu que certains épisodes de baisses de salaires nominaux, comme l'a récemment connu l'Espagne, concernent également d'autres pays de la zone euro (*graphique 6*).

...notamment parce que les anticipations des agents ne semblent pas « décrocher »

... et que les anticipations d'inflation ne semblent pas décrocher

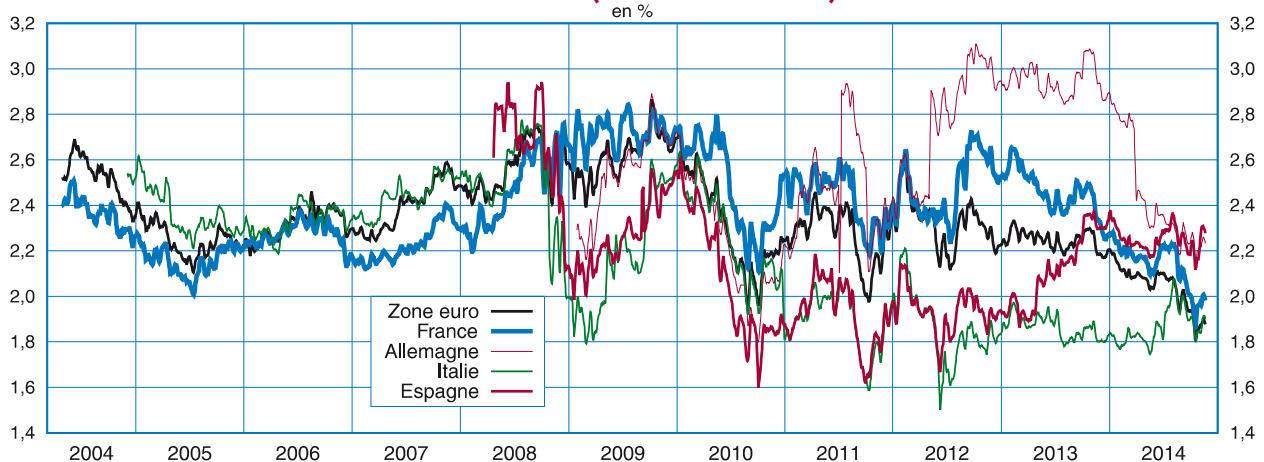
Enfin, les mesures disponibles sur les anticipations d'inflation ne mettent pas en évidence de tendance baissière. Les anticipations d'inflation peuvent en effet être déduites soit de l'évolution du prix des actifs financiers (« points morts d'inflation ») soit des enquêtes de conjoncture auprès des ménages. Les banques centrales suivent avec attention ces mesures, en particulier les mesures financières : la mesure du point mort d'inflation « 5 ans dans 5 ans »⁽³⁾ est ainsi une mesure que la BCE suit particulièrement, comme M. Draghi l'indiquait en août dernier.

Du côté des marchés financiers (*graphique 7*), les anticipations d'inflation ont récemment diminué de près d'un point en Allemagne (de +3,1 % fin 2013 à +2,2 % en novembre 2014) et de 0,7 point en France (de +2,7 % à +2,0 %), tandis qu'elles se stabilisaient en Italie (autour de +1,9 % en novembre 2014) et augmentaient en Espagne (+2,3 % en novembre 2014 contre +1,9 % en moyenne en 2012). L'importance d'une variation telle que celle observée en Allemagne et en France doit cependant être pondérée, une telle variation n'étant pas sans précédent historique (l'écart-type mensuel de la série est de 20 points de base). De plus, dans tous ces pays, les anticipations restent dans une fourchette comprise entre 1,8 % et 2,3 %, avec une moyenne de 1,9 % pour la zone euro, soit très proche de la cible de la BCE.

Les anticipations d'inflation retracées dans les enquêtes auprès des ménages ont également baissé depuis mi-2012 (*graphique 8*), particulièrement en Espagne et en Italie, mais les niveaux atteints ne sont pas inédits, ce qui indiquerait que les anticipations des ménages n'auraient pas particulièrement « décroché ». Ces enquêtes sont toutefois fortement corrélées avec le niveau actuel de l'inflation, avec un caractère prospectif très limité.

(3) Inflation annuelle moyenne durant 5 années, à partir de 5 ans dans le futur, calculée à partir de l'inflation anticipée à 5 ans et l'inflation anticipée à 10 ans. Autrement dit, il s'agit de l'inflation annuelle moyenne entre les années N+6 et N+10 si les inflations anticipées à 5 ans et à 10 ans se réalisent. Cet indicateur reflète les anticipations des acteurs à moyen terme en faisant abstraction de la situation dans les 5 prochaines années. Cet indicateur peut être calculé à partir du cours des obligations d'État (le terme « point mort » est alors littéral), ou, comme ici, à partir des swaps d'inflation (le terme « point mort » est alors un raccourci linguistique).

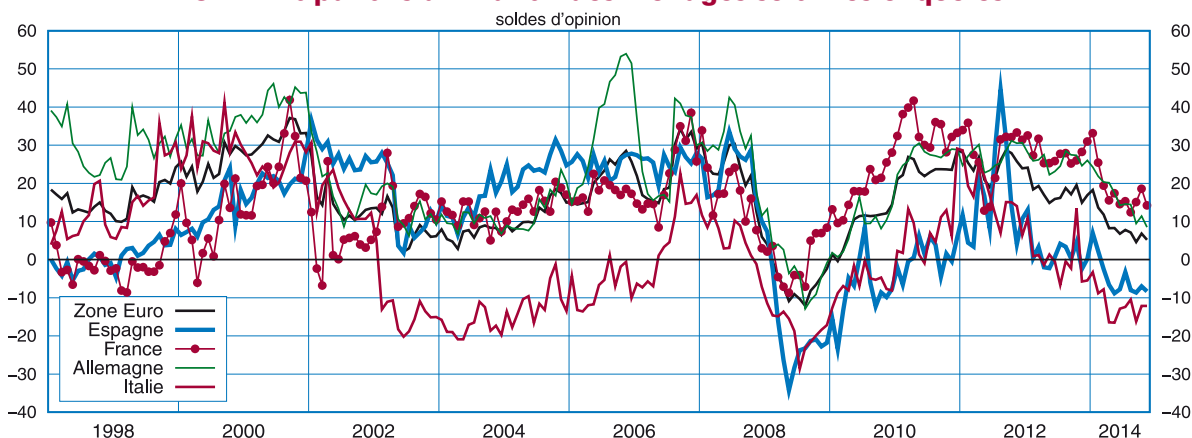
7 - Points morts d'inflation (à 5 ans dans 5 ans) en zone euro



Source : calculs Insee

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

8 - Anticipations d'inflation des ménages selon les enquêtes



Sources : Enquêtes de conjoncture auprès des ménages, Commission européenne

Cette hypothèse conduit à une relative stabilisation de l'inflation sous-jacente, le risque que celle-soit négative à l'horizon de la prévision étant estimé à environ 30 %

La prévision centrale est celle d'une inflation sous-jacente légèrement positive en juin 2015

Pour apprécier le risque de baisse des prix en France, on se concentre ici sur l'inflation sous-jacente : par définition en effet, elle élimine les composantes les plus volatiles, qui peuvent masquer les tendances à l'œuvre. Compte tenu de l'hypothèse retenue sur la part inexpliquée, en France, l'inflation sous-jacente resterait négative en décembre 2014 (-0,1 % après -0,2 % en novembre), elle serait basse mais positive au cours du premier semestre pour s'établir à +0,1 % en juin 2015 (cf. fiche « Prix à la consommation »). Cette prévision ne constitue toutefois que le scénario central entouré d'une certaine marge d'incertitude.

Mais le risque qu'elle soit négative à cet horizon est de l'ordre de 30 %

En analysant de façon statistique la distribution historique des écarts entre les prévisions des Notes de conjoncture successives et les réalisations d'inflation, la probabilité que l'inflation sous-jacente soit négative au deuxième trimestre 2015 est de l'ordre de 30 % (graphique 9 et encadré 3). Ainsi, dans l'hypothèse d'une stabilisation de la part inexpliquée, le risque d'entrer dans la zone où l'inflation sous-jacente devient durablement négative est significatif, même si ce n'est pas le scénario le plus probable.

À court terme, la désinflation peut constituer un choc positif de compétitivité ...

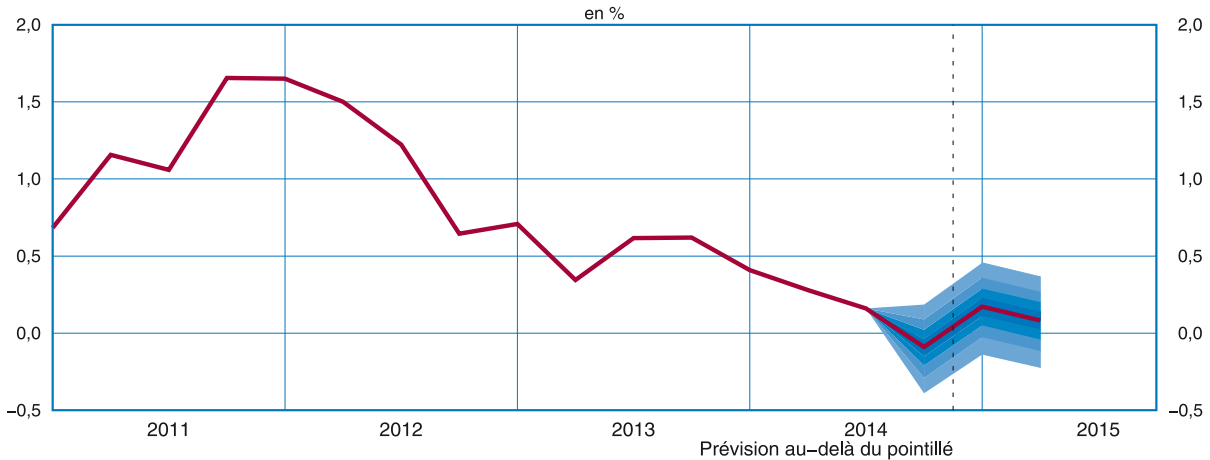
La désinflation actuelle procure des gains de compétitivité à la zone euro ...

Un choc désinflationniste peut être bénéfique pour l'économie. D'une part, une baisse de l'inflation peut soutenir la situation financière des agents domestiques, surtout quand la désinflation est importée. C'est le cas pour les ménages dont le pouvoir d'achat est rehaussé, notamment à court terme car la transmission de la désinflation à une moindre progression des salaires n'est pas immédiate. C'est le cas également pour les entreprises car elle baisse les coûts de production et donc augmente leurs marges. Mais ces effets favorables disparaissent lorsque la désinflation vient de facteurs internes, par exemple si elle tient à la modération salariale (qui limite les gains de pouvoir d'achat) ou au creusement des marges des entreprises, ce qui limite leurs dépenses d'investissement.

D'autre part, la désinflation, d'autant plus que le déficit de demande est fort, a des effets positifs sur l'activité si elle est propre à cette zone. Cela semble largement le cas actuellement de la zone euro, si l'on compare aux États-Unis dont l'inflation s'est stabilisée depuis mi-2012, ou au Royaume-Uni, dont l'inflation a moins reculé sur la même période (baisse de 1,2 point au Royaume-Uni entre août 2012 et octobre 2014, contre 2,2 points en zone euro). Le différentiel d'inflation relativement aux partenaires économiques permet en

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

9 - 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 (en trait rouge), 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

Encadré 3 - Construction d'un graphique de risques autour de la prévision d'inflation

La capacité de prévision des économistes peut être évaluée à partir de la comparaison historique entre inflation réalisée et prévue. Pour la France, la prévision trimestrielle de l'Insee (inflation trimestrielle et annuelle) à horizon de deux trimestres (*Notes de conjoncture* de juin et décembre) est ainsi confrontée à l'indice des prix à la consommation et à l'indice sous-jacent (*graphique*). On y observe que :

1. la prévision d'inflation sous-jacente est globalement centrée (médiane très faiblement négative de l'erreur de -0,05). Un biais à la surestimation existe cependant, l'erreur moyenne étant significativement négative (-0,13).
2. la prévision d'inflation totale sous-estime structurellement l'inflation (médiane et moyenne significativement positive, à +0,30 et +0,17 respectivement). Ceci s'explique pour l'essentiel par l'hypothèse de stabilité du cours du pétrole retenue

pour l'exercice de prévision, alors qu'en moyenne, le prix du baril de pétrole a augmenté de 2,9 % par trimestre sur la période 2000-2013, soit un impact moyen de 0,25 point sur l'inflation totale.

Statistiques associées :

Moyenne de l'erreur de prévision :

Inflation totale = 0,17

Inflation sous-jacente = -0,13

Médiane de l'erreur de prévision :

Inflation totale = 0,30

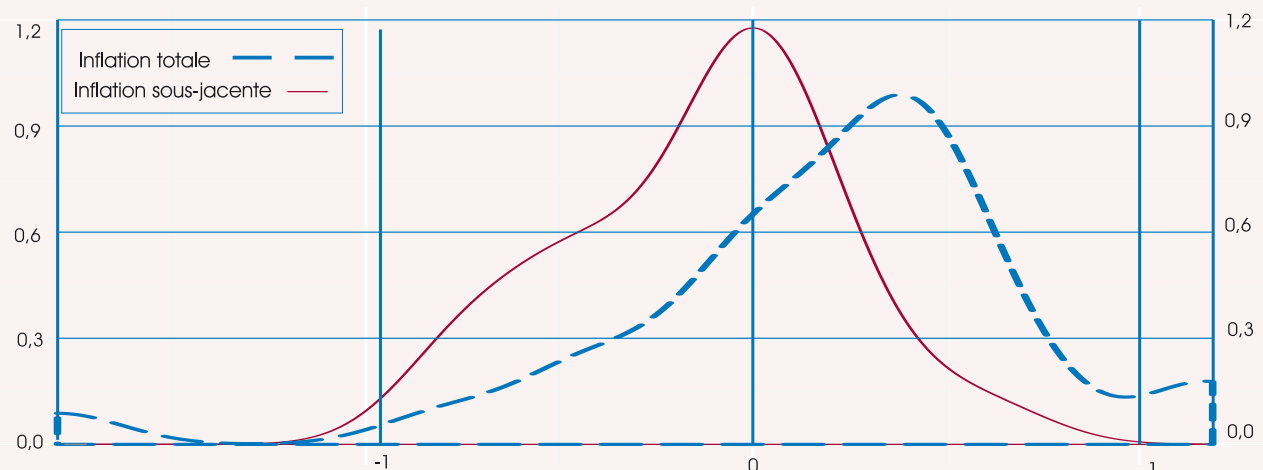
Inflation sous-jacente = -0,05

Écart-type de l'erreur de prévision :

Inflation totale = 0,35

Inflation sous-jacente = 0,60 ■

Densité de l'erreur de prévision de l'inflation France



Note de lecture : une erreur positive signifie que l'observé a été supérieur au prévu, i.e. que la prévision avait sous-estimé l'inflation

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

effet de gagner de la compétitivité sur les marchés extérieurs et de stimuler la demande interne, parce que les biens produits localement redeviennent plus compétitifs relativement aux produits importés. Selon les estimations proposées dans le dossier de la *Note de conjoncture* de juin 2013 (Borey et Quille (2013)), cet impact positif serait, en zone euro, particulièrement favorable en Espagne et en France, tandis que l'Allemagne serait peu affectée

... mais présente des risques pour les agents endettés...

... mais une faible inflation est coûteuse ...

En contrepartie, cette faible inflation a pour effet pervers, croissant à mesure que ce bas niveau devient durable, de remettre en cause la soutenabilité de la dette des agents économiques (États, ménages et entreprises).

...pour les finances publiques ...

Une faible inflation réduit mécaniquement une partie des recettes publiques, soit car elles sont directement indexées aux prix (TVA notamment), soit car elles sont indexées à des éléments eux mêmes indexés aux prix (impôt sur les sociétés par exemple, qui dépend du bénéfice nominal des entreprises, et donc des prix de vente). La contrepartie en termes d'ajustement des dépenses publiques peut être plus limitée en cas de rigidités nominales à la baisse (cas des pensions de retraites notamment) ce qui peut dégrader au moins à court terme la situation budgétaire de l'État.

... et ne permet pas à la banque centrale d'ajuster ses taux d'intérêt

De façon plus diffuse dans le temps selon les agents considérés, ceci augmente les taux d'intérêt réels, si les taux d'intérêt nominaux ne s'ajustent pas à la baisse de l'inflation, et donc limite l'incitation à emprunter. L'effet peut être limité dans le cas d'un prêt immobilier tant que les anticipations à moyen terme n'évoluent pas. L'effet peut également être limité dans le cas des entreprises si la désinflation est importée, car c'est l'écart entre taux d'intérêt et prix de leur valeur ajoutée qui importe ; mais dans le cas général, une hausse des taux d'intérêt réels peut inciter les entreprises à adopter une position attentiste. Il peut devenir particulièrement important lorsque les taux d'intérêt nominaux sont à un niveau plancher, comme c'est le cas aujourd'hui en zone euro : la banque centrale ne peut pratiquement pas baisser ses taux face à la baisse de l'inflation et le taux d'intérêt réel s'élève donc. La banque centrale est ainsi plus contrainte dans sa capacité de réagir à un choc d'inflation ou d'activité, même si le recours à des politiques non conventionnelles peut permettre de pallier dans une certaine mesure cette difficulté.

Une faible inflation peut conduire à des reports d'achats

Si la désinflation conduit jusqu'à une baisse des prix, ceci pourrait théoriquement inciter les agents à adopter une position attentiste, les ménages notamment repoussant leurs achats de biens durables en raison d'anticipations de poursuite de la baisse des prix. Plusieurs éléments suggèrent cependant que dans le cadre d'une baisse des prix modérée, cet effet devrait être très limité. Tout d'abord car, pour nombre de biens durables (automobiles, équipement du logement), des baisses de prix sont déjà à l'œuvre (d'où la baisse d'ensemble des prix des produits manufacturés) sans que l'on observe de baisse de la demande pour ces biens, au contraire. Il faudrait en outre que les baisses soient substantielles pour engendrer des comportements de report importants, comme les dispositifs spécifiques encourageant à l'achat de certaines voitures (primes à la casse, bonus-malus). Enfin car, au Japon, durant la période de déflation, le taux d'épargne des ménages a diminué, suggérant l'absence de reports d'achats.

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

... qui pourraient théoriquement provoquer, à plus long terme, l'apparition d'une spirale déflationniste

Une inflation durablement basse ...

Une inflation durablement basse rend l'économie vulnérable à un choc négatif sur les prix et, en rendant moins soutenable la dette des agents économiques, risque à terme d'enclencher une spirale déflationniste, comme celle observée au Japon depuis le milieu des années 1990 (encadré 4).

... peut déboucher sur une déflation par la dette

Ce mécanisme, détaillé dès 1933 par Fisher (puis complété notamment par Minsky en 1982 et Bernanke en 1983), se présente de la façon suivante : les agents économiques, trop endettés, doivent vendre leurs actifs pour équilibrer leur budget. Une spirale s'enclenche alors, dans laquelle la déflation initiale est amplifiée progressivement par effet de bouclage sur l'économie.

Une telle spirale peut se mettre en place suivant trois phases distinctes (figure) :

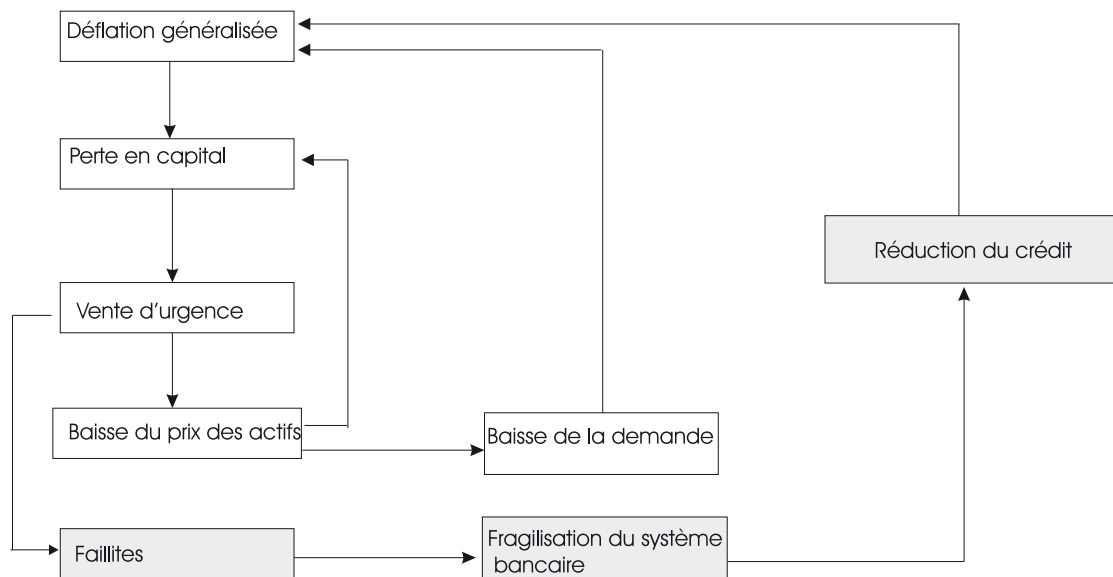
(i) Une baisse généralisée des prix provoquerait des pertes en capital pour les agents (par exemple, en provoquant une baisse des bourses) qui pourrait les amener à vendre certains de leurs actifs par anticipation d'une poursuite de la baisse ou pour équilibrer leur bilan. Ceci pourrait alors conduire à une baisse entretenue du prix des actifs.

(ii) Cette baisse du prix des actifs pourrait aussi avoir un impact négatif sur la demande par effet de richesse.

(iii) Les ventes d'actifs provoqueraient également des faillites plus nombreuses, ce qui fragiliserait le système bancaire – le taux de créances douteuses augmentant –, conduisant à une restriction du crédit et ainsi à l'amplification de la baisse de la demande.

L'ensemble de ces mécanismes traduit le simple ajustement à la baisse des anticipations d'inflation et n'est pas *a priori* propre aux périodes de baisse des prix. Mais deux facteurs viennent les renforcer lorsque l'inflation est initialement faible : d'une part une inflation durablement basse entraîne en général une baisse des primes de risque propice à une forte hausse des prix d'actifs et donc à un accroissement excessif de l'endettement ; d'autre part, du fait de la rigidité nominale sur les taux d'intérêt, une inflation basse, voire négative, limite la capacité des autorités monétaires à contrecarrer la baisse de la demande et de l'inflation qui finit par en résulter.

Schéma d'une spirale déflationniste



Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

Encadré 4 - La déflation au Japon

On peut isoler trois phases dans le processus d'entrée en déflation de l'économie japonaise.

1. Fragilisation de l'économie (1990-1996)

L'économie japonaise a été très fragilisée par l'éclatement des bulles boursière et immobilière au début des années 1990 et par la récession qui a suivi en 1993. Les entreprises ont alors fortement contracté leurs investissements et ont tenté de se désendetter.

2. Entrée en déflation (1997-1998)

L'entrée en déflation en 1997-1998 (les prix n'ont commencé à baisser qu'en 1998, mais ils étaient artificiellement stimulés en 1997 par la hausse de la TVA) est liée à plusieurs chocs négatifs : des chocs fiscaux qui ont déprimé la consommation (augmentation de la TVA, arrêts des baisses d'impôts), la crise asiatique qui a touché de plein fouet les exportations du Japon, et la crise financière qui a éclaté de manière endogène ensuite. Pendant plusieurs années le problème des créances douteuses,

amplifié par le lien très fort entre entreprises et banques, avait en effet été masqué ; il n'a éclaté que lorsque le Japon a été au bord de la crise systémique. Les difficultés des banques les ont alors conduites à fortement rationner le crédit. La baisse des prix qui est alors survenue en 1998 a été amplifiée par le modèle de fixation des salaires : les salariés sont prêts à accepter des baisses de salaires en période de ralentissement de l'économie pour éviter de perdre leur emploi.

3. Spirale déflationniste (1998-2003)

La spirale déflationniste s'est entretenue à cause du mauvais état du système financier (incapacité de relance par le crédit), des pressions structurelles à la baisse sur les salaires, et d'un policy mix mal adapté qui n'a pas su empêcher l'apparition d'une trappe à liquidité : *ex post*, de nombreux économistes (par exemple *Bernanke (1999)*) estiment ainsi que la banque centrale japonaise est intervenue trop tardivement, à un moment où le canal du crédit était bouché, et l'inflation négative ; la politique de taux zéro en 1999 s'est donc avérée inefficace. ■

Encadré 5 - L'indicateur de risque de déflation du FMI

L'indicateur de déflation construit par *Kumar et alii (2003)* et utilisé par le FMI repose sur l'utilisation d'un large éventail de variables économiques (croissance du PIB, taux de change réel, etc.). À chaque variable est associé un indicateur de risque qui peut prendre deux valeurs (0 ou 1), selon que la variable a ou non franchi un certain seuil. L'indicateur final retenu par le FMI est construit comme le pourcentage des variables ayant franchi le seuil considéré à risque.

Plus précisément, les variables et seuils associés (de façon ad hoc) sont les suivants :

- L'inflation totale est-elle inférieure à +0,5 % ?
- L'inflation au sens du déflateur du PIB est-elle inférieure à +0,5 % ?
- L'inflation sous-jacente est-elle inférieure à +0,5 % ?
- L'*output gap* (écart entre le PIB effectif et le PIB potentiel) s'est-il agrandi de plus de 2 points au cours des 4 derniers trimestres ?

- L'*output gap* est-il actuellement inférieur à 2 % ?
- La croissance a-t-elle été inférieure à la croissance moyenne des 2 dernières années précédentes ?
- Les cours de bourse ont-ils diminué au cours des 3 dernières années ? de plus de 30 % ?
- Le taux de change réel s'est-il apprécié de plus de 3 % au cours de la dernière année ? de plus de 4,0 % ?
- La croissance cumulée du crédit sur les 3 dernières années a-t-elle été inférieure à 10 % ?

Un tel indicateur a pour principal avantage de condenser plusieurs variables de vulnérabilité d'une économie. Il offre ainsi une mesure synthétique de risque de « faible activité dans un contexte de faible inflation », et donc implicitement du risque de déflation. ■

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

La baisse récente de l'inflation peut donc constituer une bonne nouvelle dans les pays sensibles au choc favorable de compétitivité qu'elle représente. Elle fait cependant peser un risque important sur les agents endettés qui pourrait, théoriquement, conduire à la mise en place d'une spirale déflationniste.

Compte tenu du bas niveau qu'a atteint aujourd'hui l'inflation en France comme dans l'ensemble de la zone euro, évaluer le risque d'entrée en déflation est donc important.

L'indicateur proposé par le FMI pointe un risque de déflation non négligeable en zone euro...

Le FMI a développé un indicateur visant à mesurer le risque d'entrée en déflation ...

L'indice de vulnérabilité construit par le FMI (cf. notamment *Decressin J. and Laxton D., 2009* et *encadré 5*) est une première réponse à cette question. Cet indice vise à mesurer le risque d'entrée en déflation, celle-ci étant définie comme « une baisse durable de l'indice total des prix qui s'autoentretient ». Une baisse temporaire guidée par un facteur particulier (par exemple une baisse des prix des produits pétroliers) ne correspond donc pas à cette définition. Plus le risque d'entrée en déflation est grand, plus le risque d'une inflation durablement inférieure à sa cible de long terme est lui aussi élevé.

Actuellement, cet indicateur pointe vers un risque de déflation particulièrement élevé en Espagne (*graphique 10*). Le risque serait également présent dans une moindre mesure en Italie voire en France, tandis qu'il serait très faible en Allemagne.

... mais ce type d'indicateur est au mieux concomitant et différencie peu le recul des prix de l'entrée en spirale déflationniste

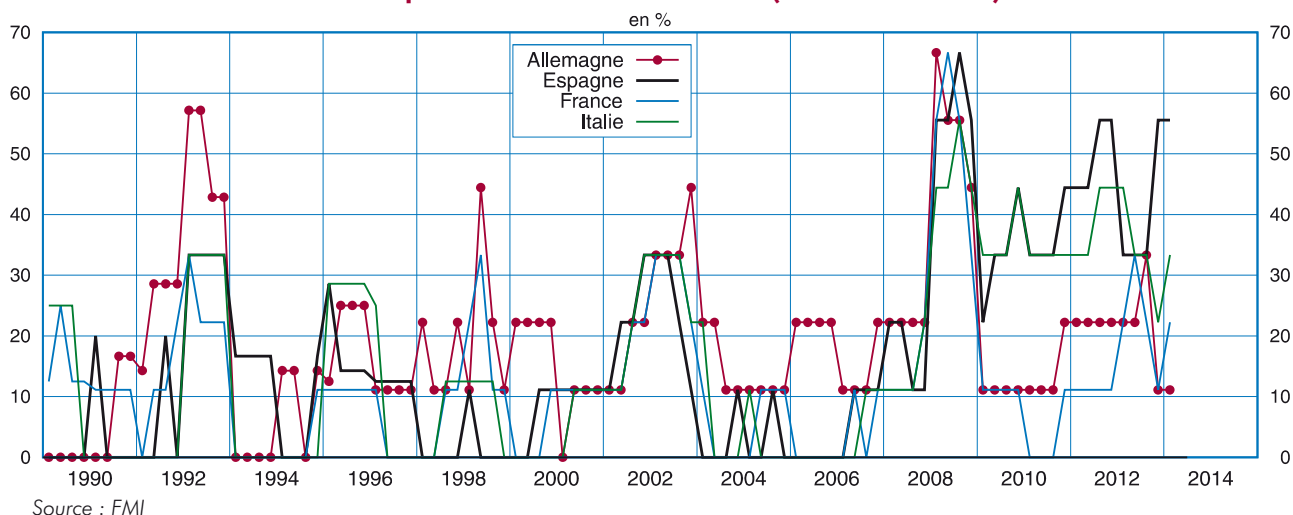
... mais ce n'est pas un indicateur avancé...

Toutefois cet indicateur donne une vision au mieux concomitante du risque de baisse des prix, mais ne permet pas de prévoir l'entrée en déflation. L'exemple du Japon illustre cette limite (*graphique 11*) : l'indicateur y est très corrélé à l'inflation et en 1998, il n'a augmenté que concomitamment à la baisse des prix.

... et il différencie peu le recul des prix de l'entrée en spirale déflationniste

Aujourd'hui, cet indicateur met en avant un risque particulièrement important de déflation en Espagne. De fait, l'inflation d'ensemble y est négative depuis juin 2014 et devrait rester très faible, d'ici mi-2015. Cependant, l'Espagne ne semble pas entrée dans une spirale déflationniste, en particulier en raison de la nette reprise de l'activité et du léger regain de salaires réels (*encadré 6*).

10 - Risque de déflation en zone euro (indicateur du FMI)



Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

Encadré 6 : le recul des prix en Espagne

Alors que les Espagnols ont dû consentir à des baisses de salaires nominaux au cours des années récentes (*graphique 6*), les prix sont en recul en Espagne depuis juin 2014. Au vu de ces critères l'Espagne est menacée de déflation. Pour autant, elle ne serait pas entrée dans une spirale telle que la connaît le Japon ; plusieurs signaux favorables, plaident en effet pour une sortie rapide de cette situation :

- la nette reprise de l'activité depuis six trimestres avec une croissance du PIB de +1,8 % en glissement annuel au troisième trimestre 2014 qui accélérerait même encore légèrement en prévision (+2,1 % mi-2015) ;
- la moindre sous-utilisation des capacités productives, avec la nette remontée du taux d'utilisation des capacités (à 77 % au troisième trimestre 2014 contre 69 % fin 2012 et 80 % en

moyenne de 2000 à 2008) et la baisse du taux de chômage (à 23 % mi-2015, soit -4 points depuis début 2013) ;

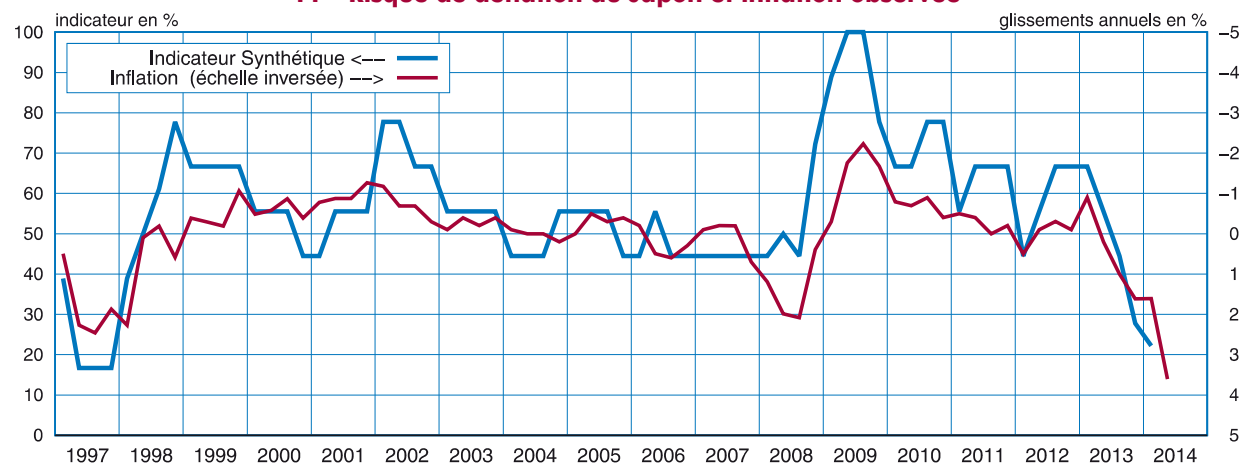
- la tendance haussière des prix des actifs financiers et, surtout, la récente stabilisation des prix des actifs immobiliers (en légère hausse sur un an mi-2014, après plusieurs années de reculs importants, *graphique 14*) ;
- le léger regain de salaires réels depuis début 2014, qui se poursuivrait d'ici mi-2015 (à +0,9 % en glissement annuel) et une évolution qui reviendrait ainsi en ligne avec les gains de productivité (+0,9 % en glissement annuel mi-2015) après une phase d'ajustement marqué ;
- la relative bonne santé du secteur bancaire espagnol qui a passé les récents tests de résistance conduits par l'Autorité bancaire européenne sans besoin de recapitalisation (cf. *éclairage de la fiche « marchés financiers »*). ■

Le mécanisme théorique de spirale déflationniste souligne l'importance de suivre les anticipations, l'endettement, les prix d'actifs et les défaillances... mais la détermination de seuils « d'alerte » est difficile

Le mécanisme théorique de spirale déflationniste souligne l'importance de suivre l'endettement des agents...

Au-delà des indicateurs financiers ou d'enquête sur les anticipations d'inflation des agents (cf. *supra*), le mécanisme théorique de spirale déflationniste et l'expérience japonaise soulignent le rôle important du désendettement des agents. Pour apprécier dans quelle mesure les agents peuvent se désendetter en cas de baisse des prix, il faut tenter de déterminer *ex ante* si le niveau d'endettement des agents financiers est soutenable. Une comparaison historique ou géographique peut donner une idée relative du niveau d'endettement : malgré une phase de désendettement depuis 2009, la part de l'endettement se situe aujourd'hui à un niveau encore bien plus élevé pour les ménages espagnols (représentant 114 % du revenu annuel) qu'au début des années 2000 (*graphique 12*). En quinze ans, le ratio d'endettement sur revenus a progressé en France et a diminué en Allemagne ; mais ils retrouvent en 2014 des niveaux comparables. Le ratio des ménages italiens a progressé mais reste en dessous de celui des autres grands pays européens. Du côté des entreprises, l'encours de crédit a également augmenté davantage que le PIB dans les principaux pays de la zone euro, sauf en Allemagne, et se situe aujourd'hui à un niveau plutôt élevé en perspective depuis le début des années 2000 (*graphique 13*). Pour autant, la

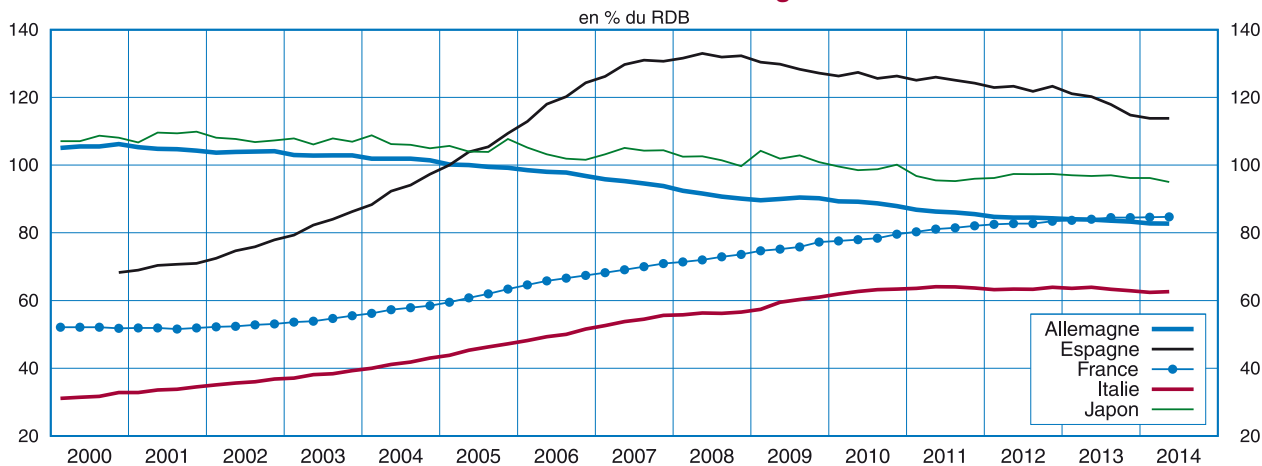
11 - Risque de déflation au Japon et inflation observée



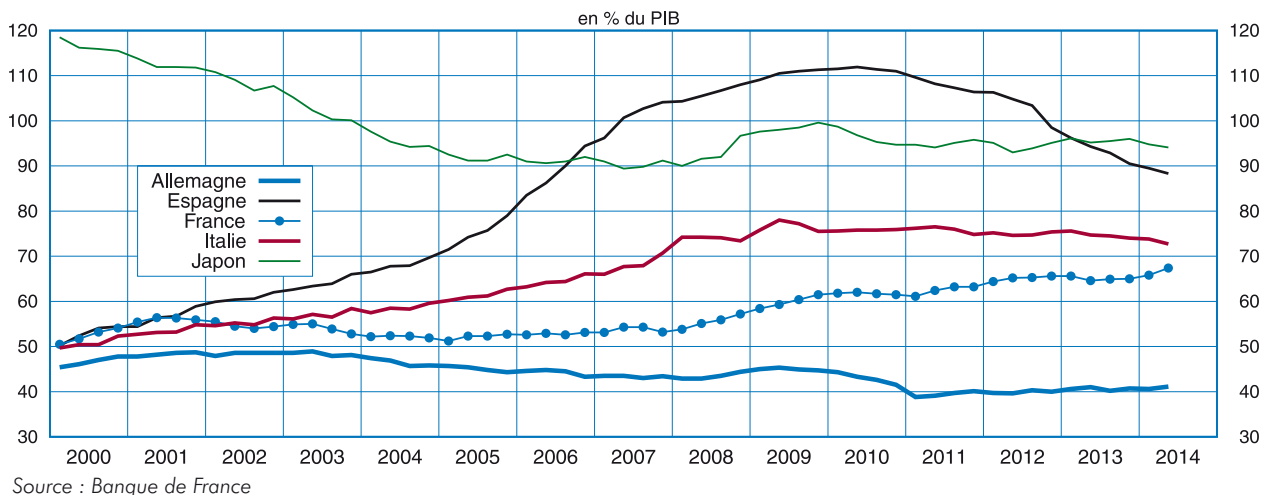
Sources : FMI, Statistics Bureau of Japan

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

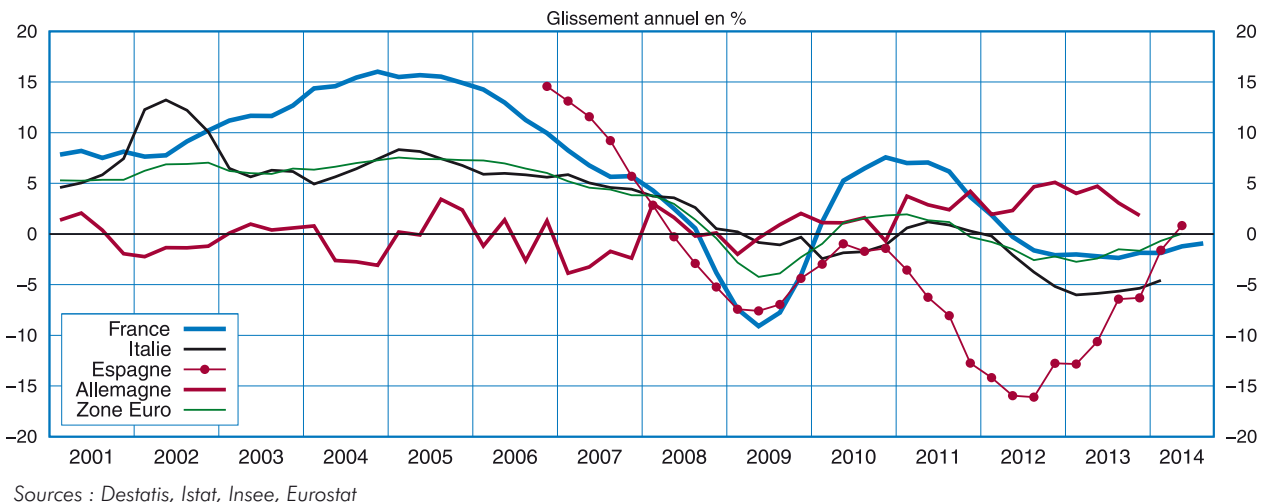
12 - Endettement des ménages



13 - Endettement des SNF



14 - Prix de l'immobilier



Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

progression de l'endettement peut tenir à un allongement des maturités, à une meilleure diversification des risques de crédit ou à d'autres différences sur la structure de financement de l'économie. Il est ainsi difficile d'isoler, à l'aune de ces différences dans le temps ou entre pays, si les niveaux d'endettement actuels contiennent un potentiel déflationniste et donc de déterminer un seuil « d'alerte ».

... l'évolution du prix des actifs,...

À défaut de pouvoir déterminer le risque posé par le niveau d'endettement, l'évolution des prix d'actifs doit être suivie car elle renseigne sur l'état des tensions sur ces marchés, sur les anticipations de prix des agents, et permettrait de signaler d'éventuels comportements de désendettement massif. Aujourd'hui, les prix de l'immobilier des logements neufs et anciens (*graphique 14*) diminuent encore en moyenne en zone euro, notamment en France et en Italie, alors qu'ils se sont stabilisés en Espagne et progressent régulièrement en Allemagne. Les indicateurs de bourses nationales (CAC40, Dax30, Stoxx50, MIB, Ibex35) sont, quant à eux, sur une tendance positive, ce qui ne préjuge toutefois pas de leur évolutions si l'inflation devenait durablement négative.

... ainsi que les défaillances d'entreprises qui peuvent fragiliser le système financier...

Dans le processus de spirale déflationniste par la dette présenté précédemment, le système financier peut être fragilisé par les faillites des agents économiques surendettés. De fait, le déficit prolongé de demande en zone euro conduit aujourd'hui à un niveau de défaillances d'entreprises relativement élevé, par exemple en France depuis le début des années 1990 (*graphique 15*), comparable aux autres phases basses du cycle économique.

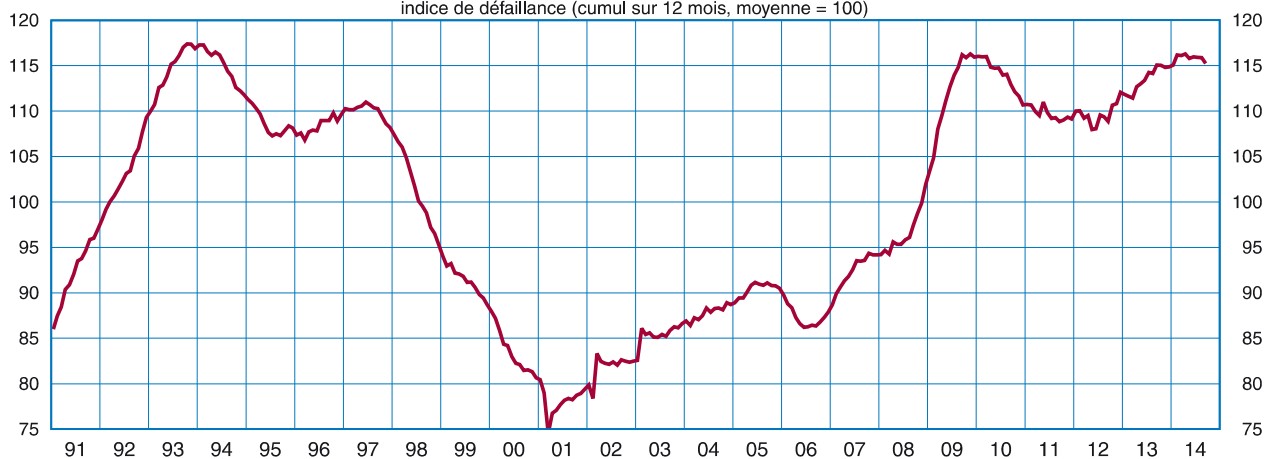
Pour autant, les résultats fournis par la BCE dans le cadre de son exercice de revue des bilans et des tests de résistance (*cf. éclairage de la fiche « Marchés financiers »*) permettent d'évaluer plus finement le système bancaire des principaux pays de la zone euro. Parmi les banques de la zone euro, les banques espagnoles et françaises auraient le niveau de fonds propres le plus proche du niveau optimal, suivies de près par les banques allemandes. À l'inverse, les banques italiennes auraient besoin d'un ajustement plus important, en valeur (12 Mds€) comme en proportion de leur actif (0,8 % de leur actif pondéré des risques). Les banques italiennes seraient également plus vulnérables au scénario de stress testé par la BCE.

... ce qui peut le conduire à restreindre son offre de crédit

Au-delà des comportements de désendettement des agents qui peuvent peser sur la demande de crédit, la dégradation bilancielle du secteur financier peut le conduire à restreindre son offre de crédit, freinant encore davantage l'activité et les prix. Il est donc important de suivre également les éventuelles restrictions de crédits. Aujourd'hui, selon l'enquête Safe de la BCE sur l'accès des PME

15 - Défaillances d'entreprises en France

indice de défaillance (cumul sur 12 mois, moyenne = 100)



Source : Banque de France

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

européennes au financement et portant sur la période d'avril à septembre 2014, 13 % des entreprises européennes disent encore rencontrer des difficultés d'accès au financement externe (contre 11 % six mois plus tôt). En Italie, où les contraintes d'offre de crédit ont eu un impact défavorable depuis la Grande Récession (cf. *Del Giovane, Eramo et Nobili (2011)*), les PME rapportent une nouvelle augmentation des refus de leurs demandes de crédit (à 20 %) et témoignent d'un resserrement récent de l'accès aux prêts bancaires et des possibilités de découverts. À l'inverse, selon l'enquête Safe, la situation est en légère amélioration en Espagne et est nettement plus favorable en Allemagne et en France.

Mais la détermination de seuils " d'alerte " est difficile

L'analyse du mécanisme de spirale déflationniste, décrit par la théorie économique et observé au Japon, invite à suivre plusieurs indicateurs : l'endettement des agents, le prix des actifs, les défaillances d'entreprises et l'offre de crédit. À ce stade, plusieurs de ces indicateurs pointent quelques fragilités, liées pour partie au moins à la position basse dans le cycle économique ; mais il semble impossible de déterminer de manière robuste et rigoureuse si les niveaux atteints pour ces différents indicateurs favoriseraient le déclenchement d'une spirale déflationniste au cas où l'inflation rentrerait dans une phase durablement négative.

Au total, si le risque d'inflation négative est réel, il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

L'inflation devrait rester durablement basse en zone euro. En Espagne, en France voire en Italie, ceci pourrait favoriser la croissance dans un premier temps, en offrant des gains de pouvoir d'achat aux ménages et de compétitivité aux entreprises. Mais la situation des agents endettés - y compris de l'État - pourrait ensuite s'avérer plus compliquée, ce qui pourrait limiter le stimulus offert à l'économie.

En outre, compte tenu des incertitudes qui pèsent sur l'évolution des prix du pétrole, la croissance économique en zone euro et les marges des entreprises, le risque que l'inflation sous-jacente devienne négative au cours du premier semestre 2015 est aujourd'hui réel.

Le risque qu'un tel épisode de baisse des prix débouche sur une spirale déflationniste par la dette, comme au Japon à la fin des années 1990, est difficilement anticipable, faute d'indicateur permettant de prédire cet enclenchement. ■

Bibliographie

- Audenaert D., Bardaji J., Lardeux R., Orand M. et Sicsic M.**, 2014, « La résistance des salaires depuis la grande récession s'explique-t-elle par des rigidités à la baisse ? », *Économie française*, Insee.
- Autrup S. L. et Grothe M.**, 2014, "Economic Surprises and Inflation Expectations. Has anchoring of expectations survived the crisis?", *document de travail de la BCE n°1671*.
- Beechey M. et Österholm P.**, 2007, "The Rise and Fall of U.S. Inflation Persistence, *Federal Reserve Board*.
- Bernanke B.**, 1983, "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in Propagation of the Great Depression", *American Economic Review*.
- Bernanke B.**, 1999, "Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis?", Princeton University.
- Borey G. et Quille B.**, 2013, « Comment s'explique le rééquilibrage des balances commerciales en Europe », *Note de conjoncture de l'Insee*.
- Bourquard V., Carnot N., Deruennes A. et Pamies-Sumner S.**, 2005, « Une maquette de prévision à court terme pour la France », document de travail de la DGTPE.
- Decressin J. et Laxton D.**, 2009, "Gauging Risks for Deflation", *IMF Staff Position Note SPN/09/01*, FMI, 28 janvier 2009.
- Del Giovane, Eramo et Nobili**, 2011, 2011, "Disentangling demand and supply in credit developments: A surved-based analysis for Italy", *Banking and Finance*, Elsevier, vol.35 (10), pp.2719-2732, octobre
- Draghi M.**, 2014, "Unemployment in the euro area", Speech at the Annual central bank symposium in Jackson Hole.
- Fisher I.**, 1933, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*.
- Levin A., Natalucci F. et Piger J.**, 2004, "Explicit Inflation Objectives and Macroeconomic Outcomes", document de travail de la BCE n°383.
- Minsky H. P.**, 1982, "Can it happen again?: essays on instability and finance", Armonk, N.Y.■

C onjoncture française



Retour sur la précédente prévision

Au troisième trimestre 2014, l'activité a plus nettement progressé (+0,3 %) qu'attendu (+0,1 %) dans le Point de conjoncture d'octobre. La consommation et l'investissement ont globalement été un peu plus dynamiques qu'anticipé, contribuant pour +0,2 point à la croissance du troisième trimestre (contre +0,1 point prévu). Le commerce extérieur a contribué négativement à la croissance (-0,2 point) alors qu'une contribution nulle était attendue. En contrepartie, les variations de stocks ont augmenté à hauteur de 0,3 point de PIB (contribution nulle attendue).

Les premières estimations d'emploi sont plus basses que la prévision du Point d'octobre : -55 000 pour l'emploi au troisième trimestre contre -29 000 pour le Point. L'inflation d'ensemble a légèrement baissé en septembre (+0,2 %), comme attendu.

La prévision de croissance pour le quatrième trimestre est inchangée (+0,1 %), avec un diagnostic un peu modifié sur sa composition. Comme dans le Point de conjoncture, mais pour des raisons légèrement différentes, la demande intérieure (hors stocks) soutiendrait la croissance à hauteur de +0,1 point. La contribution du commerce extérieur serait un peu plus dynamique (+0,2 point en contribution) ; en contrepartie, les variations de stocks contribueraient négativement à la croissance (-0,2 point).

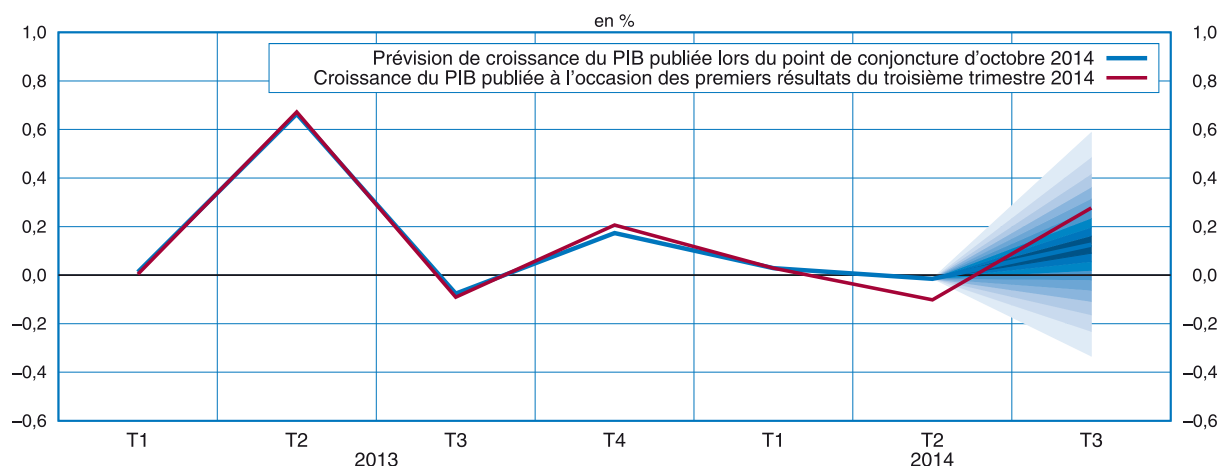
La hausse de l'activité a été un peu plus forte que prévu au troisième trimestre 2014

Au troisième trimestre, l'activité a nettement progressé (+0,3 % après -0,1 %), alors qu'une légère hausse était attendue (+0,1 % après 0,0 %). Cet écart à la prévision se retrouve dans la production totale, qui a été plus dynamique que prévu, au total comme dans la plupart des branches. Le rebond de la production manufacturière a été un peu plus important qu'attendu (+0,5 % contre +0,2 % dans le Point d'octobre). De même, la production de la branche commerce (+0,8 % contre +0,2 %) et celle des services marchands hors commerce (+0,5 %, contre +0,2 %) ont été un peu plus dynamiques. La production d'énergie-eau-déchets a été plus dynamique qu'anticipé (+2,2 % après +1,0 % contre +1,0 % après +2,1 %), en lien avec les révisions du profil trimestriel des dépenses de chauffage. À l'inverse, la production dans la construction a plus reculé que prévu (-1,0 % contre -0,7 % dans le Point).

La demande intérieure finale a plus contribué qu'attendu à la croissance

La demande intérieure finale (hors stocks) a été plus dynamique (contribution de +0,2 point à la croissance) que prévu (+0,1 point).

Graphique des risques associé au Point de conjoncture d'octobre 2014 et croissance réalisée



Source : Insee

La hausse de la consommation des ménages a été bien anticipée (+0,2 %). En revanche, les dépenses de consommation des administrations publiques ont été plus dynamiques que prévu, notamment celles individualisables en médicaments, du fait de la montée en charge d'un nouveau traitement contre l'hépatite C.

L'investissement des entreprises non financières (ENF) a légèrement moins reculé (-0,1 %) qu'attendu (-0,3 %). L'investissement en produits manufacturés a été plus dynamique qu'anticipé. Comme attendu, l'investissement en construction a relativement moins baissé qu'au deuxième trimestre pour les ENF (-1,0 % contre -0,9 % dans le *Point*). Cependant, le repli de l'investissement des ménages s'est moins atténué qu'anticipé (-1,7 % contre -0,8 % prévu).

Le commerce extérieur a surpris par une contribution ponctuellement négative au troisième trimestre, compensée par une contribution positive des stocks.

Les exportations ont moins progressé qu'attendu au troisième trimestre (+0,5 % contre +0,7 % attendu). En particulier, les ventes de produits manufacturés se sont stabilisées alors qu'elles étaient attendues en nette progression (+0,9 % dans le *Point*). Cette mauvaise performance est essentiellement imputable aux exportations décevantes en aéronautique qui se sont fortement contractées, malgré des carnets de commande toujours bien garnis. Hors aéronautique, les exportations ont en revanche été plus dynamiques que prévu. À l'inverse, les importations totales ont été plus dynamiques qu'anticipé (+1,1 % contre +0,7 % prévu). L'aéronautique a aussi contribué à l'accélération des achats de produits manufacturés (+1,5 % contre +0,8 % prévu).

Au total, pour le troisième trimestre, une contribution neutre du commerce extérieur à l'évolution du PIB était anticipée, notamment celle du solde aéronautique : hors aéronautique, la contribution est en fait un peu plus dynamique (+0,1 point), mais elle est de -0,2 point y compris aéronautique. La contrepartie de ces fluctuations sur le solde commercial se retrouve dans les variations de stocks, qui contribuent plus fortement que prévu (+0,3 point contre une contribution nulle dans le *Point*).

L'emploi a reculé comme attendu

Les estimations d'emploi sont plus basses que les prévisions du *Point* d'octobre : - 55 000 emplois marchands au troisième trimestre contre -29 000 attendus pour le *Point*. L'emploi par branche a été relativement bien anticipé pour l'industrie (-11 000) et pour la construction (-15 000). L'emploi tertiaire a déçu (-29 000 contre -10 000

prévus), le contrecoup de la hausse de l'intérim au deuxième trimestre a été un peu plus ample que prévu (-22 000 contre -11 000 dans le *Point*). Le taux de chômage a légèrement plus augmenté qu'attendu au troisième trimestre (9,9 % contre 9,8 % prévu en France métropolitaine), la population active ayant été un peu plus dynamique que les trimestres précédents.

En septembre, l'inflation d'ensemble a légèrement baissé, comme prévu (+0,2 %) ; l'inflation sous-jacente a comme attendu, atteint son plus bas niveau depuis que la série existe (0,0 %).

La prévision de croissance du PIB pour le quatrième trimestre est inchangée

La prévision de croissance du PIB pour le quatrième trimestre est inchangée (+0,1 %), de même que pour l'ensemble de l'année 2014 (+0,4 %). Les enquêtes de conjoncture et les données d'activité disponibles conduisent à retenir une production manufacturière en légère hausse au quatrième trimestre (+0,2 % comme dans le *Point*). Les dépenses de consommation des ménages progresseraient de seulement 0,1 % (contre +0,2 % dans le *Point*), la révision résultant de la consommation d'énergie qui chuterait en raison d'un climat très clément en octobre et novembre.

L'investissement des entreprises se stabiliserait au quatrième trimestre après trois trimestres de recul, alors qu'une légère baisse était attendue dans le *Point* (-0,2 %). Celui des ménages se dégraderait (-1,3 %), moins qu'au troisième trimestre (-1,7 %), mais un peu plus que prévu dans le scénario précédent (-0,6 %) : le délai moyen entre les permis de construire (en baisse en 2013) et l'investissement des ménages avait été sous estimé lors du *Point* d'octobre.

La contribution du commerce extérieur serait positive (+0,2 point contre 0,0 point précédemment), témoignant du retour à la normale des échanges en aéronautique et d'un effet favorable de la dépréciation du change. En contrepartie, la contribution des stocks serait de -0,2 point (0,0 point anticipé dans le dernier *Point* de conjoncture).

L'emploi marchand reculerait un peu moins que prévu au quatrième trimestre : -15 000 contre -23 000 dans le *Point* d'octobre. Le taux de chômage augmenterait légèrement, comme prévu dans le *Point* (+0,1 point).

La prévision d'inflation en décembre est légèrement abaissée (+0,1 % contre +0,4 % prévu dans le *Point*), de même que l'inflation sous-jacente (-0,1 % contre 0,0 %). ■

Production

Au troisième trimestre 2014, la production de biens et services s'est redressée (+0,5%), après un premier semestre atone (+0,2% puis -0,1%). Le profil de la croissance du PIB est similaire : +0,3% au troisième trimestre, après une quasi-stabilité aux premier (0,0%) et deuxième (-0,1%) trimestres. Cette accélération de la production, commune à l'ensemble des branches, est particulièrement marquée dans la branche manufacturière (+0,5% après -0,8%).

En novembre, le climat des affaires s'améliore dans tous les secteurs d'activité, après un repli général au cours du troisième trimestre. En revenant à son niveau de juin dernier, l'indicateur qui le synthétise reste toutefois inférieur à sa moyenne de longue période.

La production de biens et services progresserait donc à un rythme modéré au quatrième trimestre 2014 (+0,2%), grevé notamment par la branche « énergie », puis accélérerait au premier semestre 2015 (+0,4% puis +0,3%). La production de biens et services croîtrait de 0,6% en moyenne annuelle en 2014, et l'acquis pour 2015 à l'issue du premier semestre 2015 serait de +0,9%.

La production de biens et services progresserait modérément

Au troisième trimestre 2014, la production de biens et de services s'est redressée (+0,5%), après un premier semestre maussade (+0,2% puis -0,1%). Le climat des affaires en France, mesuré par les enquêtes de conjoncture auprès des chefs d'entreprise, s'améliore en novembre, effaçant le

recul progressif intervenu de juin à octobre ; l'amélioration est commune aux différents secteurs d'activité (graphique 1). Ces indicateurs synthétiques restent toutefois inférieurs à leur moyenne de longue période.

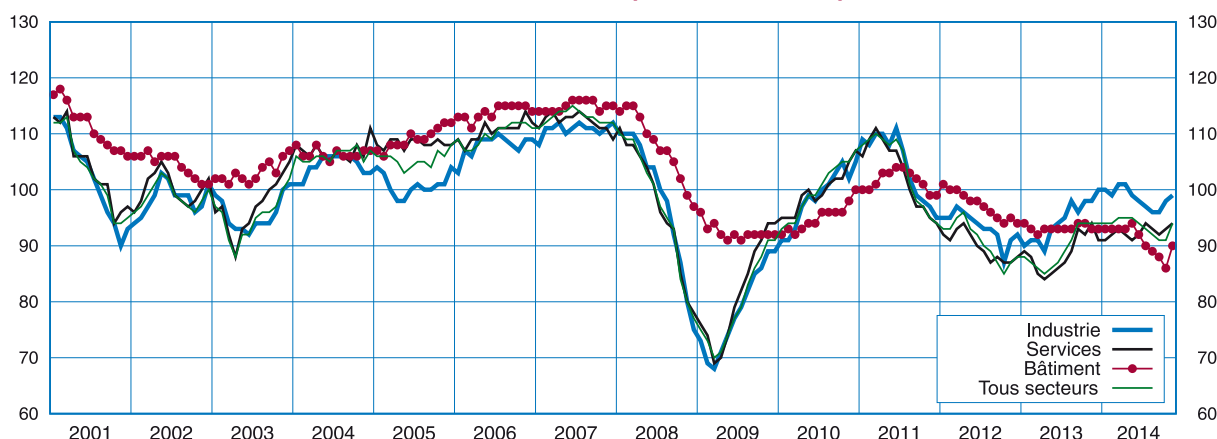
Ces enquêtes ne laissent cependant pas augurer d'accélération à court terme : la production de biens et services continuerait d'augmenter au rythme modéré de +0,2% au quatrième trimestre, puis de +0,4% au premier trimestre 2015 (graphique 2). Le profil d'ensemble serait en effet marqué par la conjoncture spécifique de la branche « énergie, eau, déchets », liée aux températures et à la demande de chauffage. Puis, au deuxième trimestre 2015, la production d'ensemble progresserait de 0,3%. Sur l'ensemble de l'année 2014, la production de biens et services accélérerait légèrement (+0,6% après +0,5%) ; pour 2015, l'acquis de croissance annuelle à la fin du premier semestre serait de +0,9%.

Après un rebond à l'été, la production manufacturière ralentirait

Après un deuxième trimestre défavorable (-0,8%), la production manufacturière a rebondi au troisième trimestre 2014 (+0,5%). L'accélération, commune à l'ensemble des branches, est accentuée dans les branches de cokéfaction-raffinage (+3,0% après -5,8%), et de matériels de transport (+1,7% après -0,3%).

Au quatrième trimestre, les soldes d'opinion s'améliorent sur la production passée et, un peu plus nettement, sur les perspectives de production,

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



Source : Insee

mais ils restent à des niveaux bas (*graphique 3*). Ainsi, la production manufacturière progresserait faiblement au quatrième trimestre 2014 (+0,2 %) puis accélérerait légèrement au premier semestre 2015 (+0,4 % par trimestre).

La production manufacturière croîtrait de 0,3 % sur l'ensemble de l'année 2014. L'acquis de croissance pour 2015 s'établirait à +1,0 % à l'issue du deuxième trimestre.

Dans la construction, la baisse de l'activité s'atténuerait

Au troisième trimestre 2014, la production dans la construction a continué de se dégrader (-1,0 %, après -1,4 % au deuxième trimestre 2014). Ce recul est sensible tant dans le bâtiment que dans les travaux publics.

Au quatrième trimestre 2014, la production dans la construction continuerait de baisser (-1,0 %), comme le suggèrent les carnets de commandes, de nouveau jugés très inférieurs à la normale dans le bâtiment, et la détérioration marquée des soldes d'opinion des entrepreneurs du secteur concernant l'activité prévue (*graphique 4*). Au premier semestre 2015, cette baisse se poursuivrait mais avec moins d'ampleur (-0,7 % puis -0,5 % aux premier et deuxième trimestres), comme l'indique la stabilisation du nombre de permis de construire de logements au cours de l'année 2014. Néanmoins, l'activité dans les travaux publics resterait dégradée, en raison d'une demande anémiée tant des entreprises que des collectivités locales.

Sur l'ensemble de l'année 2014, la production dans la construction baisserait de 3,1 %. Mi-2015, l'acquis de croissance pour 2015 serait de -2,6 %.

Après une accélération à l'été, l'activité commerciale ralentirait

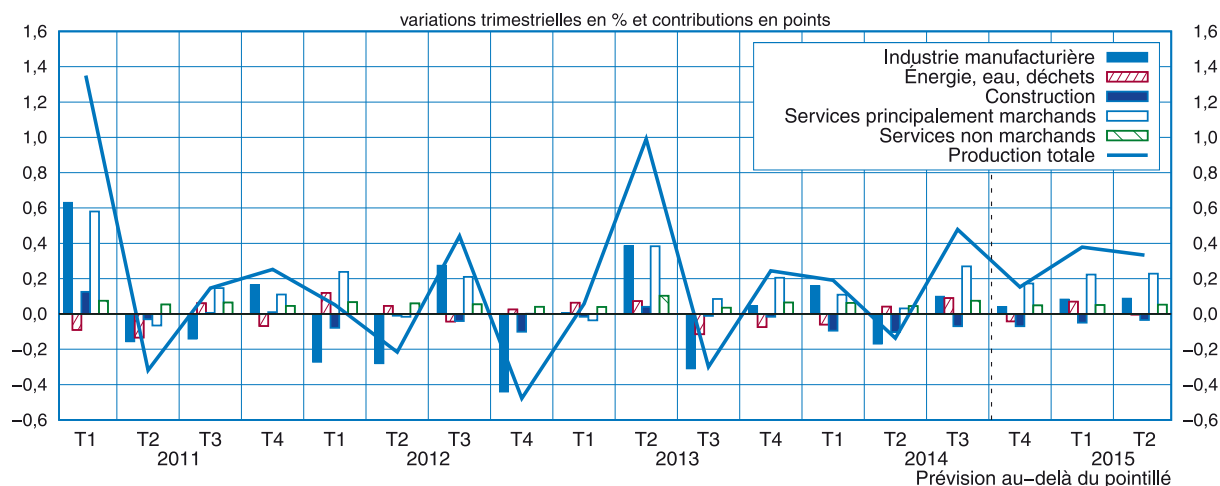
L'activité dans le commerce a accéléré au troisième trimestre 2014 (+0,8 % après +0,2 % au deuxième trimestre), portée notamment par les activités, par essence volatiles, du négoce international⁽¹⁾. Sous l'hypothèse d'un retour à la normale de la croissance de ces dernières, l'activité commerciale ralentirait au quatrième trimestre 2014 (+0,4 %), dans le sillage d'une croissance modérée de la demande en produits manufacturés (+0,2 % au quatrième trimestre pour la consommation, +1,7 % attendu pour les exportations).

Après un fort repli à l'été, les indicateurs de climat dans le commerce de détail et le commerce de gros se sont redressés à l'automne mais restent encore inférieurs à leur moyenne de longue période ; les soldes d'opinion relatifs aux prix, notamment, sont restés très bas. Les soldes sur l'activité passée restent atones, tant dans le commerce de gros que dans le commerce de détail ; ceux sur les perspectives d'activité pour les prochains mois progressent légèrement dans les deux secteurs, tout en restant inférieurs à leur niveau moyen.

Au premier semestre 2015, l'activité commerciale progresserait sur un rythme proche de celui de fin 2014 (+0,4 % par trimestre). Au total, l'acquis de croissance de la production dans le commerce s'établirait à +1,4 % à la fin du premier semestre 2015, après une croissance de +1,4 % sur l'ensemble de l'année 2014.

(1) Le négoce international correspond à l'activité commerciale consistant à acheter des biens à l'étranger, puis à les revendre avec une marge, sans que ceux-ci n'entrent sur le territoire national.

2 - Contributions par branche à la croissance de la production totale



Services marchands hors commerce : l'activité augmenterait légèrement

La production de services marchands hors commerce a progressé au troisième trimestre 2014 (+0,5 %), après avoir stagné au deuxième trimestre. L'activité a rebondi dans l'hébergement-restauration (+0,4 % après -0,1 %) et l'information-communication (+0,8 % après -0,1 %). Elle est restée dynamique dans les services financiers (+0,9 % après +0,3 %) et les services aux entreprises (+0,6 % après +0,2 %). Les activités immobilières ont conservé un rythme de croissance proche du trimestre précédent (+0,3 % après +0,2 %).

Au quatrième trimestre 2014, l'activité dans les services marchands hors commerce continuerait de croître modérément (+0,3 %). Selon les chefs d'entreprise interrogés en novembre, le climat conjoncturel est quasi stable depuis plusieurs mois : l'indicateur qui le synthétise, qui s'établit à 94 en novembre, oscille légèrement autour de ce niveau depuis septembre 2013, et reste inférieur à

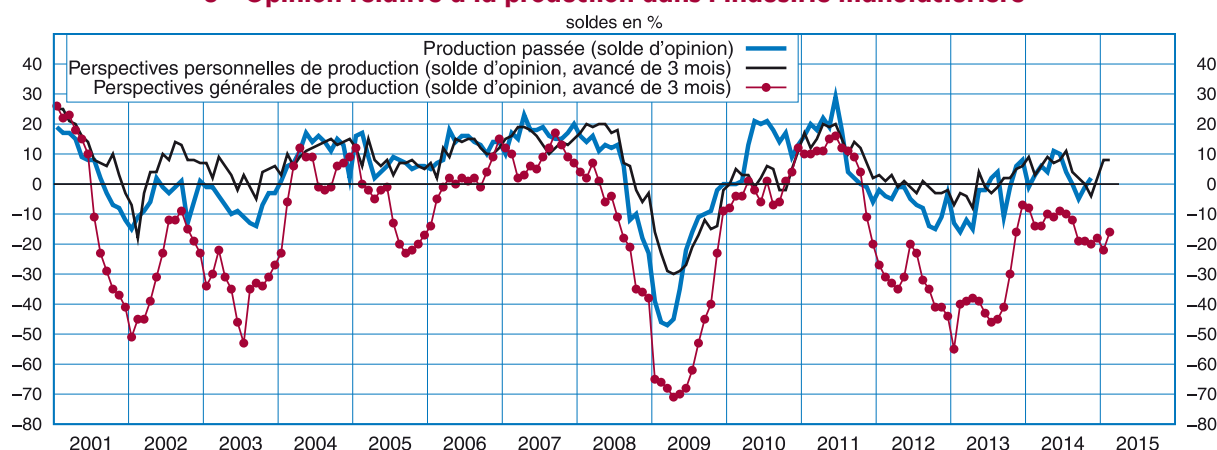
sa moyenne de long terme (100). L'activité continuerait ainsi de progresser modérément au premier semestre 2015 (+0,4 % puis +0,5 % aux premier et deuxième trimestres).

Sur l'ensemble de l'année 2014, la production de services marchands hors commerce augmenterait de 1,1 %, une hausse similaire à celle de 2013 (+1,0 %). Mi-2015, l'acquis de croissance pour l'année serait de +1,3 %.

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

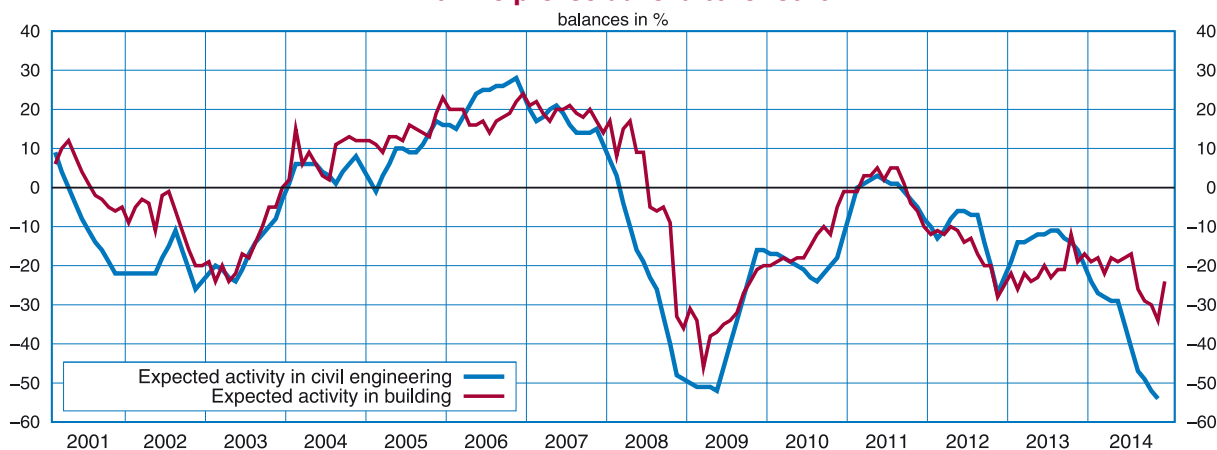
La production de services principalement non marchands a progressé au troisième trimestre 2014 (+0,5 % après +0,3 % au deuxième trimestre). La croissance garderait un rythme proche au quatrième trimestre 2014 et au premier semestre 2015 (+0,3 % par trimestre). Au total sur l'année, la production croîtrait de 1,6 % en 2014 dans ces branches, après +1,5 % en 2013. Mi-2015, l'acquis de croissance serait de +1,2 %.

3 - Opinion relative à la production dans l'industrie manufacturière



Source : Insee

4 - Activité prévue dans la construction



Source : Insee

Après un repli en fin d'année, la production d'énergie rebondirait début 2015

Le profil d'activité de la branche « énergie, eau, déchets » est dépendant de celui de la demande de chauffage, elle-même liée aux aléas climatiques. Après un recul en début d'année 2014 (-1,4 %) puis un rebond au printemps (+1,0 %), la production d'énergie-eau-déchets a accéléré à l'été (+2,2 %), du fait du retour à un niveau normal

des dépenses de chauffage. Avec la douceur des températures en octobre puis en novembre, la production se replierait à nouveau à l'automne (-1,0 %). Dans l'hypothèse d'un retour à la normale des dépenses de chauffage, la production d'énergie rebondirait au premier trimestre 2015 (+1,7 %) avant de se stabiliser au deuxième trimestre (-0,1 %). L'acquis pour 2015 s'établirait ainsi à +2,2 % à la mi-année, après une production qui baisserait au total de 2,1 % sur l'ensemble de l'année 2014. ■

Production par branche au prix de l'année précédente chaînés

données CVS-CJO, en %

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

Prévision

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

Source : Insee

Environnement international de la France

Au troisième trimestre 2014, l'activité a légèrement accéléré dans les économies avancées (+0,5 % après +0,4 %), un peu moins que prévu dans le Point de conjoncture d'octobre (+0,6 %). Les économies américaine (+1,0 %) et britannique (+0,7 %) ont de nouveau fortement progressé, tandis que la croissance est restée modeste dans la zone euro (+0,2 %), et que le PIB du Japon a de nouveau reculé (-0,5 % après -1,7 %). Dans les économies émergentes, l'activité a continué de tourner au ralenti, même si le climat des affaires s'est quelque peu redressé. L'activité a notamment de nouveau décéléré en Chine, et la conjoncture s'est dégradée dans plusieurs grands pays émergents dont les fondamentaux sont préoccupants.

Dans les économies avancées, le découplage perdure entre les pays anglo-saxons où le climat des affaires est à un niveau élevé depuis le début de l'année et signale une activité dynamique, et la zone euro où le climat conjoncturel reste morose. Ce découplage devrait perdurer à l'horizon de mi-2015. Au Japon, la hausse de la TVA en avril 2014 a pesé fortement sur la demande intérieure, de sorte que l'activité y est très dégradée, et ne se rétablirait que lentement. Au total, l'activité dans les pays avancés conserverait un rythme de croissance proche de celui du troisième trimestre : +0,4 % au quatrième trimestre 2014, puis +0,5 % au premier trimestre 2015, et +0,4 % au deuxième trimestre.

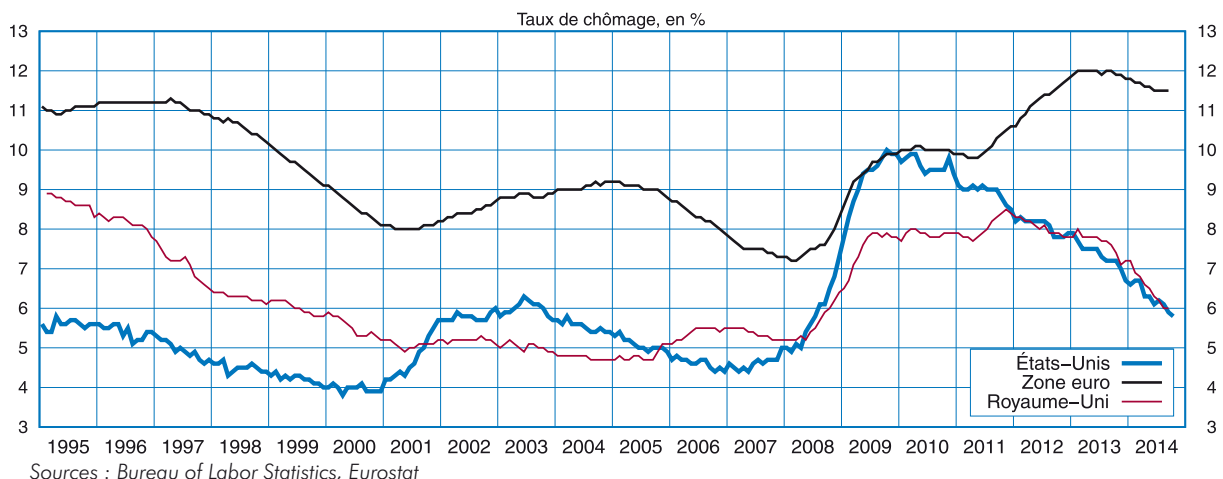
La croissance resterait modérée dans les économies émergentes. Outre le ralentissement de l'activité chinoise, marqué côté demande dans l'investissement et côté offre dans la production industrielle, la situation resterait dégradée dans plusieurs grands pays émergents (Brésil, Indonésie, Turquie, Russie), dans lesquels les resserrements monétaires passés, la forte dépréciation des monnaies et le risque de nouveaux retraits de capitaux étrangers pèseraient sur l'activité.

Les banques centrales ajustent leurs politiques monétaires

Dans les pays anglo-saxons, le chômage a continué de se replier au troisième trimestre et au début du quatrième trimestre 2014 (*graphique 1*). Ainsi, aux États-Unis, le taux de chômage s'établit à 5,8 % en octobre, et au Royaume-Uni il est à 6,0 % en septembre. Cette forte décrue engendrée par la solidité de la reprise autorise une inflexion de la politique monétaire dans ces deux pays. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a mis un terme à ses achats mensuels de titres en octobre, concluant son troisième programme d'assouplissement quantitatif. Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre maintient sa politique monétaire accommodante, mais la fin du *statu quo* sur les taux semble se rapprocher.

Au contraire, dans la zone euro, la Banque centrale européenne (BCE) est confrontée au niveau élevé du chômage (11,5 % en octobre) et à la faiblesse de l'inflation (+0,3 % en novembre, *graphique 2*), qui fait poindre le risque de la

1 - Entre anglo-saxons et zone euro, les divergences du marché de l'emploi s'accroissent



déflation à moyen terme. Face à la faiblesse de l'inflation et au manque de ressort de l'économie de la zone euro, la BCE a commencé à mettre en œuvre les différents programmes de rachats de titres annoncés à l'été, dont les premières étapes ont eu un succès modéré. Elle a par ailleurs dévoilé en novembre les résultats, dans l'ensemble satisfaisants, de l'évaluation de la qualité du bilan des banques de la zone euro qu'elle conduisait depuis fin 2013, en amont du mécanisme de supervision unique du secteur bancaire européen.

La faiblesse actuelle de l'inflation est en partie due à celle de l'inflation sous-jacente, mais aussi à la forte baisse des prix énergétiques depuis l'été 2014, dans le sillage de la chute des prix du pétrole. Celle-ci intervient alors qu'un certain nombre de pays producteurs ont restauré leurs capacités productives, dans un contexte de demande moins dynamique. Ainsi, début décembre, le prix du Brent se situe autour de 70 \$ le baril (59,6 €), son plus bas niveau depuis septembre 2010.

Le découplage persiste entre les pays anglo-saxons et la zone euro

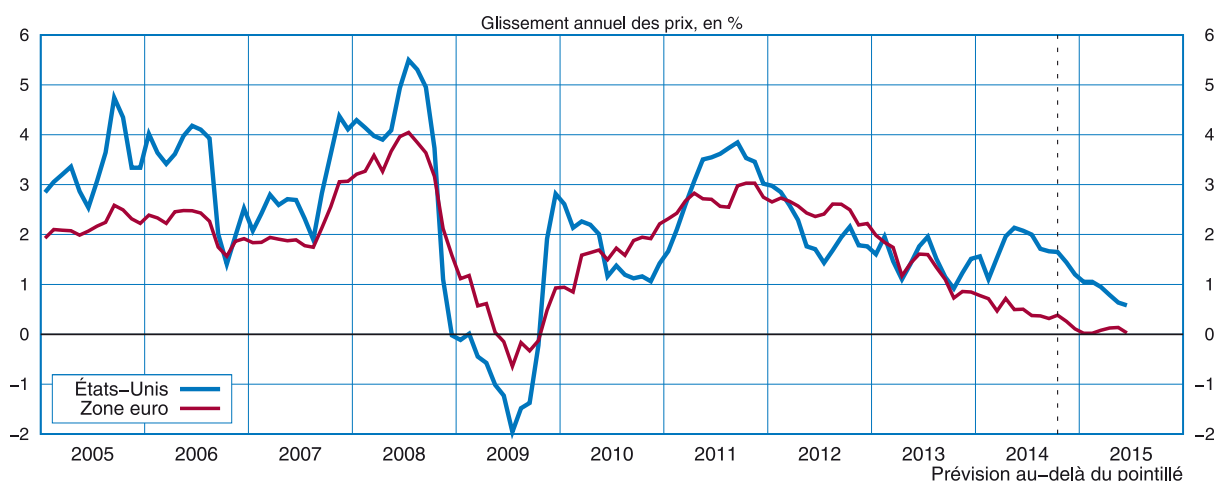
Dans les pays anglo-saxons, les principaux freins pesant sur la demande semblent à présent levés. Aux États-Unis, portée par le dynamisme attendu des salaires à mesure que le chômage se réduit, la consommation serait dynamique, de même que l'investissement des entreprises, soutenu par la bonne tenue de l'activité et la remontée du taux d'utilisation des capacités. Au Royaume-Uni, l'activité resterait également dynamique mais ralentirait légèrement : le taux de chômage baisserait en effet un peu moins rapidement et les prix de l'immobilier se modéreraient, de sorte que la consommation des ménages bénéficierait dans une moindre mesure de la baisse de l'épargne de précaution et des effets de richesse à l'œuvre depuis début 2013. Les indicateurs conjoncturels suggèrent que l'investissement, notamment immobilier, serait moins dynamique.

En zone euro, la croissance resterait modeste au quatrième trimestre, l'investissement des entreprises, notamment, étant de nouveau pénalisé par des perspectives de demande mal orientées, que renforcent les incertitudes géopolitiques. Elle reprendrait un peu de vigueur au premier semestre 2015, notamment en Allemagne où l'instauration d'un salaire minimum générerait des effets de revenus positifs. De plus, l'investissement, notamment en construction, retrouverait un peu de tonus. Ce contexte global recouvrerait cependant des situations hétérogènes au sein de la zone. En Espagne, la stabilisation de la construction desserrerait le principal frein restant à la croissance et l'activité y serait nettement dynamique. En Italie, en revanche, l'activité resterait atone.

Les pays émergents tournent au ralenti, le commerce mondial est relativement peu allant

La croissance reste modérée dans les économies émergentes depuis qu'en 2013, la Réserve fédérale a amorcé une politique monétaire moins expansionniste. Il en est résulté, jusqu'au début de l'année 2014, des sorties de capitaux et de fortes dépréciations monétaires dans plusieurs pays à l'économie fragilisée, conduisant certaines banques centrales à des hausses de taux d'intérêt préjudiciables à l'activité. Au deuxième trimestre 2014, les tensions sur les marchés de capitaux se sont apaisées, mais les resserments monétaires passés continuent de peser sur l'activité. Ainsi, le climat des affaires dans l'industrie reste, relativement à sa moyenne de long terme, à un niveau nettement inférieur à celui des pays avancés (*graphique 3*). Le peu de dynamisme de l'activité est en partie imputable à la Chine, où la croissance reste inférieure (+1,9 % au troisième trimestre) à sa moyenne d'avant-crise (+2,5 % par trimestre en moyenne entre 2000 et 2007) : à l'été, la production industrielle a marqué le pas et l'investissement, notamment immobilier, a

2 - La BCE fait face à la faiblesse de l'inflation



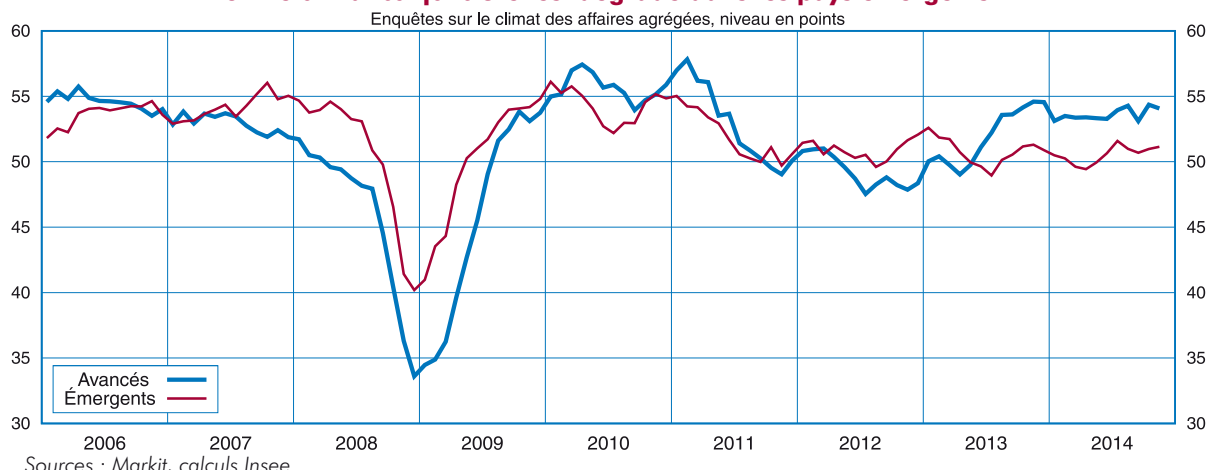
continué de ralentir. En outre, l'activité est restée dégradée dans plusieurs grands pays émergents, tels le Brésil et la Turquie, qui pâtissent d'une demande intérieure mise à mal par les resserrements monétaires et la dépréciation des monnaies¹.

Pour autant, le commerce mondial a accéléré au troisième trimestre (+2,0 % après +0,7 %), grâce au rebond des importations des pays émergents après deux trimestres de recul, mais aussi au dynamisme des importations des pays européens. Au quatrième trimestre, le commerce mondial ralentirait par contrecoup (+1,0 %), puis il

conserverait ce rythme au premier semestre 2015, notamment grâce aux importations des pays émergents. Il croîtrait néanmoins à un rythme inférieur à sa tendance (+1,6 % par trimestre en moyenne sur la période 2000-2007). Portée par les pays avancés, la demande mondiale adressée à la France serait aussi dynamique (+1,0 % par trimestre).■

(1) De manière générale, une partie du ralentissement des pays émergents comporte un caractère structurel, lié à la diminution progressive de l'activité d'assemblage.

3 - Le climat conjoncturel est dégradé dans les pays émergents



Synthèse du scénario international

	Variations trimestrielles en %									
	2014				2015		2013	2014	2015 acquis	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2				
PIB des économies avancées	0,3	0,4	0,5	0,4	0,5	0,4	1,4	1,8	1,5	
Commerce mondial	-0,6	0,7	2,0	1,0	1,0	1,0	2,7	3,1	3,7	
Importations des économies avancées	0,5	0,7	0,7	0,9	0,9	0,9	-0,3	2,7	2,8	
Importations des économies émergentes	-0,6	-1,0	3,5	1,1	1,1	1,1	5,8	3,7	4,3	

Prévision

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

La crise ukrainienne aurait un impact limité sur les échanges de la zone euro mais pourrait peser sur l'investissement

En réaction à l'intervention de la Russie en Ukraine, les États-Unis et l'Union européenne ont mis en place des sanctions économiques à son encontre, principalement en termes d'accès au financement et de gels d'actifs. De son côté, le gouvernement russe a décidé en août un embargo sur les importations de la plupart des produits agricoles en provenance des pays ayant imposé des sanctions.

La montée des tensions de cette crise géopolitique depuis fin 2013 avait déjà pesé sur l'activité économique en Russie : alors que la croissance était de +0,8 % par trimestre en moyenne jusqu'à mi-2013, elle n'est plus que de +0,3 % depuis, soit un écart cumulé de 3 points de l'activité par rapport à sa tendance à fin 2014. Corrélativement, la baisse

du prix du pétrole pourrait amplifier ce ralentissement. En conséquence, les importations russes ont fortement diminué au deuxième trimestre 2014 (-7,7 %), et pourraient baisser davantage avec les effets des sanctions réciproques à l'été.

Pour autant, cette forte contraction des échanges aurait un impact relativement limité sur l'économie française, car la Russie et l'Ukraine représentent une part faible des destinations des exportations françaises (respectivement 2,3 % et moins de 0,1 %). La contribution de la Russie à la demande mondiale adressée à la France serait ainsi de -0,04 point par trimestre en 2014, contre +0,06 point en moyenne depuis 2010, d'où un effet sur la baisse des exportations françaises totale de l'ordre de -0,10 point par trimestre.

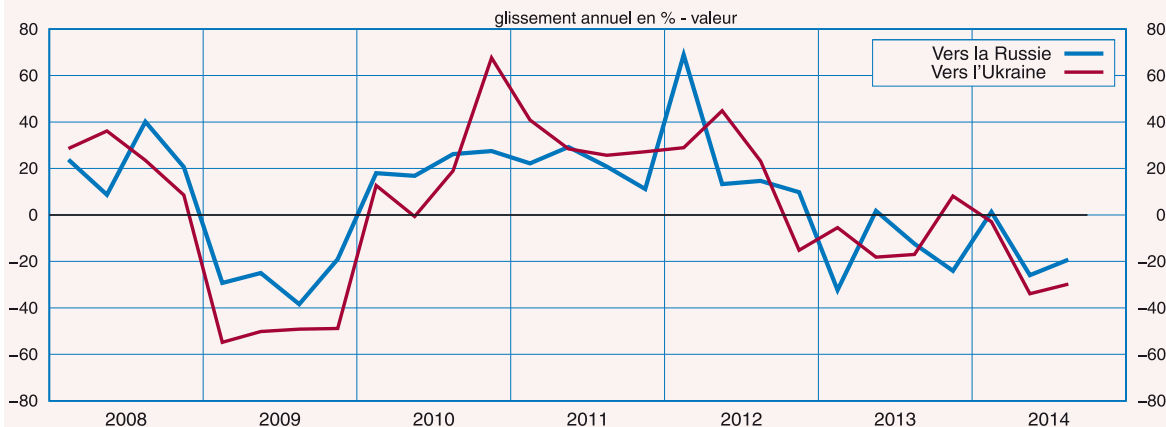
En Allemagne aussi, le poids de la Russie (3,9 %) et celui de l'Ukraine (inférieur à 0,2 %) sont relativement limités dans les exportations. La contribution du conflit peut être estimée à environ -0,15 point par trimestre sur le rythme des exportations allemandes. Enfin, au niveau de la zone euro, la contraction de la demande russe pèse négativement sur les exportations (-0,05 point en moyenne depuis le quatrième trimestre 2013, *graphique 2*), mais sans enrayer la dynamique de croissance de la demande adressée à la zone euro (+0,5 % par trimestre en moyenne).

(1) cf. maquette du dossier « Déséquilibres macroéconomiques dans les pays émergents : des risques modérés mais tangibles pour les économies avancées » de cette *Note de conjoncture*. Cette simulation considère l'ensemble des échanges extérieurs entre pays partenaires, sans tenir compte toutefois des effets de taux de change.

En prenant en compte les effets de second tour du canal commercial¹, une baisse de 3 points de PIB de la Russie aurait un impact à moyen terme de 0,1 point de PIB en France et de 0,15 point en Allemagne. Dans les deux cas, l'effet direct est faible et c'est l'effet d'écho qui pèse le plus. Celui-ci serait estimé à 0,05 point du PIB pour la France et 0,10 point de PIB pour l'Allemagne.

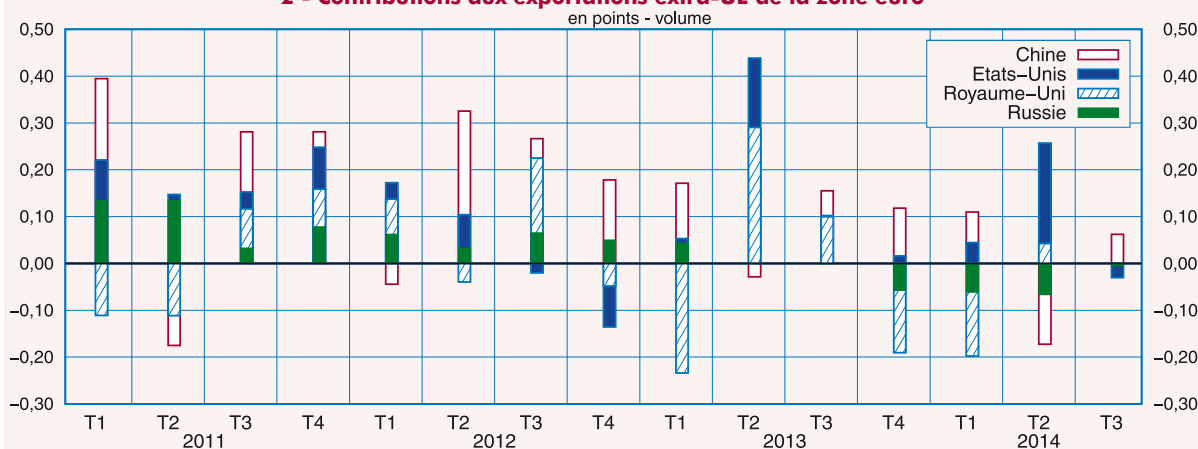
Au delà de l'impact sur les échanges extérieurs, la crise ukrainienne a également pu avoir un impact négatif sur la demande des entreprises (dépenses d'investissement et variations de stocks), par anticipation de la dégradation de leurs propres perspectives. En Allemagne, le recul marqué des dépenses d'équipement (-2,3 % au troisième trimestre 2014, soit -0,1 point de PIB) et la contribution très négative des stocks (-0,5 point de PIB) pourraient ainsi être pour partie une conséquence indirecte du conflit ukrainien, même si son ampleur excède ce qui *a priori* résulterait de ce conflit. ■

1 - Glissement annuel des exportations françaises vers l'Ukraine et la Russie



Source : DGDDI

2 - Contributions aux exportations extra-UE de la zone euro



Source : DG Trésor

Échanges extérieurs

Après une progression modeste au troisième trimestre (+0,5 %), les exportations accélèreraient au quatrième trimestre (+1,4 %), à la faveur notamment d'un rebond des livraisons d'avions et de la dépréciation récente de l'euro. Elles resteraient dynamiques au premier trimestre 2015 (+1,1 %), les effets de la dépréciation passée de l'euro jouant encore. Ces effets favorables s'estompant, les exportations ralentiraient un peu au deuxième trimestre 2015 (+1,0 %). Les importations ralentiraient au quatrième trimestre (+0,5 % après +1,1 %) du fait d'une décélération des achats de biens aéronautiques ; puis elles progresseraient de 0,7 % au premier trimestre et de 0,8 % au deuxième trimestre 2015, dans le sillage du redressement de la demande intérieure.

Au total, après une contribution négative au troisième trimestre 2014 (-0,2 point), les échanges extérieurs contribueraient positivement à la croissance du PIB au quatrième trimestre 2014 (+0,2 point) puis au premier trimestre 2015 (+0,1 point) et redeviendraient neutres au deuxième trimestre 2015.

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

Au troisième trimestre 2014, le commerce mondial a accéléré, à +2,0 % après +0,7 % au deuxième trimestre. Les importations des pays émergents se sont notamment redressées après un recul au deuxième trimestre.

Les indicateurs PMI sur les commandes à l'exportation, supérieurs à leur moyenne de long terme dans la plupart des pays, et les premières données douanières disponibles suggèrent une progression du commerce mondial d'environ +1,0 % au quatrième trimestre 2014. Le commerce mondial resterait sur ce rythme au premier semestre 2015. Corrélativement, la demande extérieure adressée à la France progresserait de 1,0 % par trimestre, à l'horizon de la prévision (graphique 1).

Les exportations accélèreraient au quatrième trimestre 2014

Au troisième trimestre, les exportations totales ont modérément progressé (+0,5 % après -0,1 %). Les exportations de produits manufacturés ont stagné, après une diminution de 0,6 % au deuxième trimestre. En particulier, les ventes de matériels de transports se sont contractées (-5,5 % après -1,8 %), notamment celles de biens aéronautiques et navals. Toutefois, l'accélération de quasiment tous les autres postes a compensé ce recul. Les ventes de services ont accéléré (+1,0 % après +0,3 %), soutenues par le dynamisme des ventes de services d'assurance. Les ventes d'énergie sont restées très dynamiques (+12,8 % après +10,7 %).

Au quatrième trimestre 2014, les exportations totales accélèreraient (+1,4 %), soutenues par une demande mondiale relativement dynamique, notamment en provenance des États-Unis, par la dépréciation récente de l'euro et par un retour des exportations aéronautiques à la normale. Les

Prévision de croissance des échanges extérieurs

évolutions en % aux prix de l'année précédente chaînés, contributions en points

	Variations trimestrielles						2013	2014	2015 acquis
	2014				2015				
	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Exportations									
Ensemble des biens et services	0,5	-0,1	0,5	1,4	1,1	1,0	2,4	2,2	3,1
Produits manufacturés (75 %*)	0,6	-0,6	0,0	1,7	1,2	1,0	1,5	1,4	3,1
Importations									
Ensemble des biens et services	0,7	0,3	1,1	0,5	0,7	0,8	1,9	2,9	2,3
Produits manufacturés (77 %*)	0,6	0,3	1,5	0,3	0,6	0,7	1,3	3,6	2,2
Contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB	-0,1	-0,1	-0,2	0,2	0,1	0,0	0,1	-0,2	0,2

Prévision

*Part des exportations (respectivement, importations) de produits manufacturés dans les exportations (respectivement, importations) totales, en 2013

Source : Insee

exportations de produits manufacturés contribueraient ainsi tout particulièrement à ce mouvement (+1,7 %).

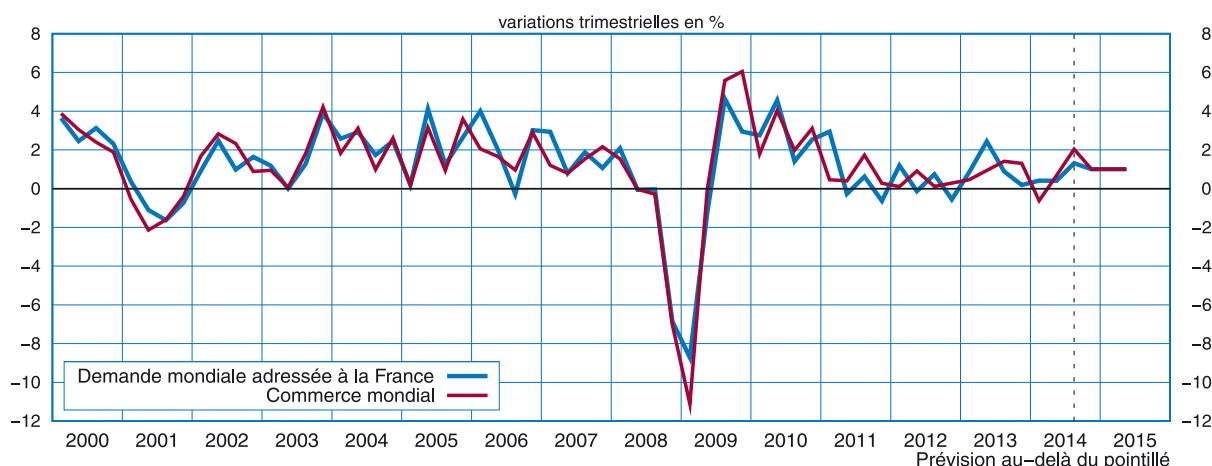
Au premier semestre 2015, les exportations progresseraient d'un peu plus de 1 % en moyenne par trimestre. La demande mondiale adressée à la France (+1,0 % par trimestre) serait surtout soutenue par les pays avancés (*graphique 2*). En outre, au premier trimestre 2015, la baisse passée du taux de change effectif réel (-1,7 % au quatrième trimestre 2014) favoriserait encore ponctuellement les exportations manufacturières (*graphique 3*), qui croîtraient de 1,2 %, avant de ralentir au deuxième trimestre (+1,0 %). Les services progresseraient à un rythme proche de leur tendance (+1,3 % par trimestre). En moyenne en 2014, les exportations progresseraient de 2,2 %, après +2,4 % en 2013. L'acquis de croissance pour 2015 serait de +3,1 % à la fin du premier semestre.

Les importations ralentiraient au quatrième trimestre 2014

Au troisième trimestre 2014, les importations françaises ont nettement augmenté : +1,1 % après +0,3 %. Les importations de produits manufacturés ont été particulièrement dynamiques (+1,5 % après +0,3 %), en lien avec un fort rebond des importations dans les matériels de transports (+5,5 % après -1,4 %) notamment dans le secteur aéronautique et naval. Les achats d'énergie ont de nouveau reculé (-0,4 % après -1,2 %). Les importations de services ont légèrement décéléré (+0,8 % après +1,0 %).

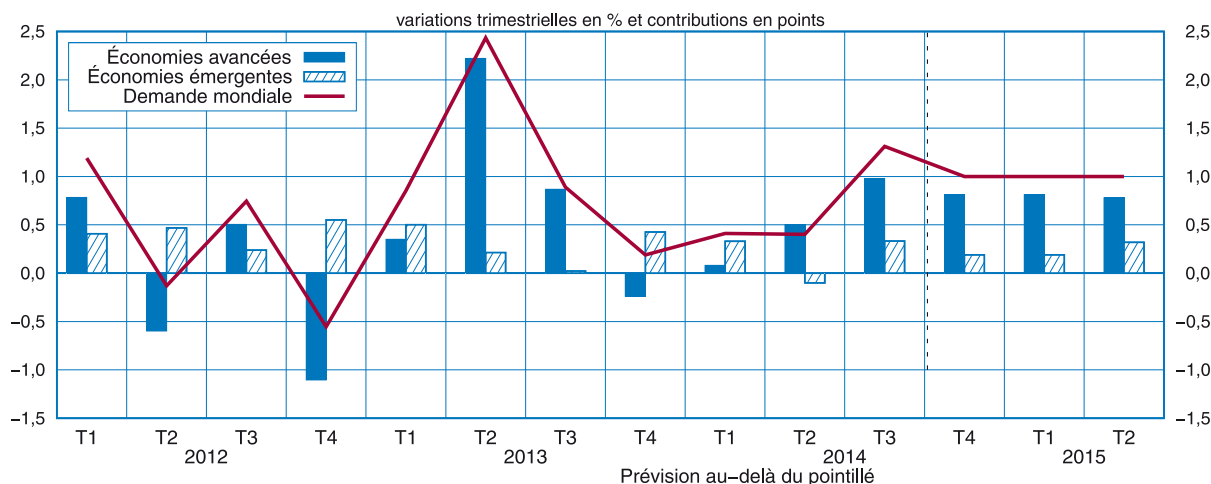
Au quatrième trimestre 2014, les importations totales ralentiraient (+0,5 % après +1,1 %), l'impact du ralentissement de la demande intérieure (+0,1 % après +0,4 %) serait amplifié par le retour à la normale des importations aéronautiques.

1 - Demande mondiale adressée à la France et commerce mondial



Sources : Insee, DG Trésor, Centraal PlanBureau

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



Sources : Insee, DG Trésor, Centraal PlanBureau

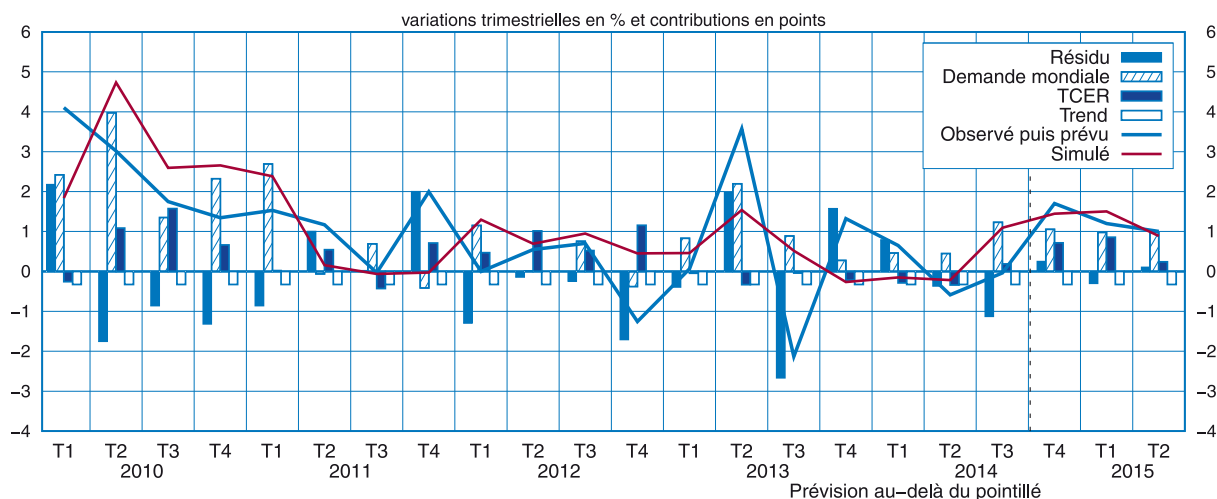
Conjoncture française

Au premier semestre 2015, les importations accéléreraient à nouveau (+0,7 % au premier trimestre et +0,8 % au deuxième). Les achats de produits manufacturés retrouveraient du dynamisme (+0,6 % puis +0,7 % après +0,3 % au quatrième trimestre 2014), dans le sillage de la demande intérieure. Les achats de services se poursuivraient à un rythme proche de leur tendance (+1,2 %).

En moyenne en 2014, les importations progresseraient de 2,9 %, après +1,9 % en 2013. L'acquis de croissance des importations pour 2015 à l'issue du premier semestre s'élèverait à +2,3 %.

Au total, la contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB serait négative en 2014 (-0,2 point). Elle serait en revanche favorable au premier semestre 2015 : son acquis de croissance annuelle atteindrait +0,2 point à mi-année. ■

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



Emploi

L'emploi marchand a reculé au troisième trimestre 2014 (-55 000 postes) après avoir légèrement progressé au deuxième trimestre (+7 000). Au cours des trimestres suivants, une activité globalement mieux orientée ainsi que les effets du CICE et du Pacte de responsabilité et de solidarité permettraient une moindre baisse.

Sur l'ensemble de l'année 2014, la baisse de l'emploi marchand serait légèrement plus importante (-77 000 postes) qu'en 2013 (-69 000). Elle serait concentrée dans l'industrie (-37 000 postes) et dans la construction (-43 000 postes).

Dans les secteurs non marchands, l'emploi continuerait de progresser d'ici mi-2015, notamment en raison du plus grand nombre de bénéficiaires de contrats aidés. Il augmenterait de 58 000 en 2014 puis de 19 000 au premier semestre 2015.

Au total, l'emploi stagnerait en 2014 (après une hausse de 49 000 en 2013) et augmenterait de 18 000 au premier semestre 2015.

Le nombre de salariés dans les secteurs marchands reculerait moins fortement d'ici la mi-2015

En 2013, l'emploi marchand a diminué de 69 000 postes, principalement au premier semestre (-74 000 personnes). En 2014, les pertes d'emplois se poursuivraient (-77 000, *tableau 1*).

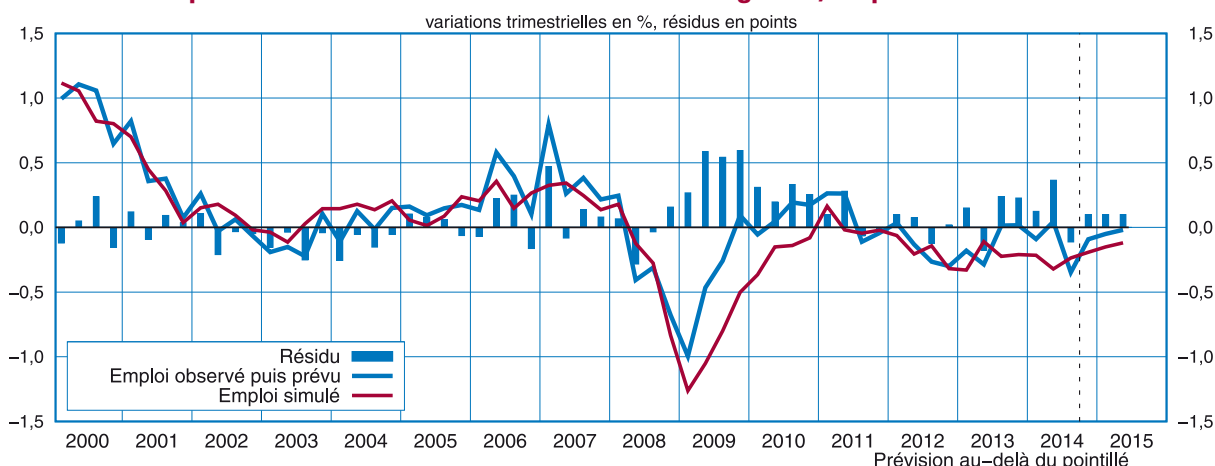
Ce recul est relativement conforme à ce que laissent attendre les déterminants usuels de l'emploi (*graphique 1*). Le ralentissement de l'activité a été en partie compensé par l'effet de la montée en charge du crédit d'impôt compétitivité emploi (CICE).

Au cours du premier semestre 2015, la légère accélération de l'activité et les effets cumulés du CICE et du Pacte de responsabilité et de solidarité (*cf. éclairage*) permettraient de limiter encore un peu plus les pertes d'emplois marchands (-11 000 postes).

L'intérim serait quasi stable et l'emploi tertiaire hors intérim progresserait modérément

Les fluctuations de l'emploi intérimaire au cours des quatre derniers trimestres (+18 000 fin 2013 puis -15 000 ; +12 000 au deuxième trimestre 2014 puis -22 000) ont marqué le profil d'ensemble de l'emploi marchand. Mais globalement, dans tous les secteurs, le taux de recours à l'intérim est resté stable sur un an et le

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 2013, 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

resterait d'ici mi-2015. L'emploi intérimaire serait ainsi quasi stable en première partie d'année 2015 (+8 000 postes).

L'emploi dans le tertiaire marchand hors intérim a progressé au premier semestre 2014 (+27 000 postes). Il stagnerait au second semestre avant de repartir à la hausse au premier semestre 2015 (+14 000 postes).

Au total, l'emploi dans le tertiaire y compris intérim baisserait au second semestre 2014 (-22 000 emplois, essentiellement dans l'intérim), avant d'accélérer au premier semestre 2015 (+22 000 postes).

L'emploi industriel baisserait de nouveau

Les pertes nettes d'emplois industriels se sont légèrement amoindries au premier semestre 2014 (-17 000, après -29 000 en moyenne par semestre en 2013). Compte tenu du recul enregistré au troisième trimestre et des perspectives des industriels en termes d'emploi, elles s'accroîtraient à nouveau au second semestre 2014 (-20 000 postes). Au premier semestre 2015, 12 000 emplois seraient supprimés (*graphique 2*).

L'emploi dans la construction reculerait un peu plus fortement

L'emploi salarié dans la construction décroît presque continûment depuis 2008. Le secteur a ainsi perdu 15 000 emplois au premier semestre 2014 et 15 000 au troisième trimestre. Au vu des perspectives dégradées qu'indiquent les enquêtes dans le bâtiment (*graphique 3*), le recul s'intensifierait : 27 000 postes seraient perdus au second semestre 2014, puis 22 000 au premier semestre 2015.

L'emploi non marchand progresserait grâce aux contrats aidés

L'emploi non marchand progresserait de 58 000 postes en 2014, équitablement répartis sur les deux semestres. Il ralentirait légèrement au premier semestre 2015 (+19 000 emplois). Ce ralentissement proviendrait de celui des effectifs dans la fonction publique hors contrats aidés.

En 2014, les entrées dans les dispositifs de contrats aidés atteindraient près de 380 000, dont un peu plus de 200 000 au second semestre. Puis ces entrées ralentiraient au premier semestre 2015, du fait des contrats uniques d'insertion - contrats d'accompagnement dans l'emploi (CUI-CAE¹). Pour les CUI-CAE, les entrées nombreuses de fin 2013 se seraient traduites par des sorties plus importantes au second semestre 2014 et le nombre de bénéficiaires devrait diminuer légèrement. Cet effet ne jouerait plus début 2015. Au total, le nombre de bénéficiaires de contrats aidés accélérerait à nouveau, passant de +9 000 au second semestre 2014 à +19 000 au premier semestre 2015 (*tableau 2*).

Tous secteurs confondus, l'emploi total progresserait très légèrement au premier semestre 2015 (+18 000 postes) après une stabilité en 2014. ■

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

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

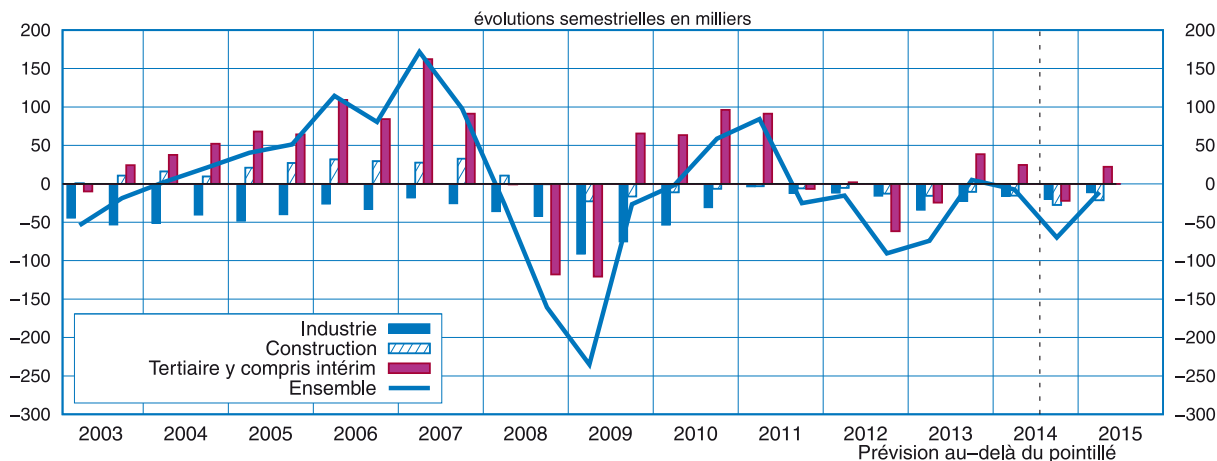


Tableau 1

Évolution de l'emploi en milliers, CVS

	2014				2015		2014 S1	2014 S2	2015 S1	2013	2014	2013 *
	T1	T2	T3	T4	T1	T2						
Secteurs principalement marchands non agricoles (1) dont :	-14	7	-55	-15	-8	-3	-7	-70	-11	-69	-77	15888
Industrie	-6	-11	-11	-9	-6	-6	-17	-20	-12	-57	-37	3172
Construction	-5	-11	-15	-12	-12	-9	-15	-27	-22	-26	-43	1393
Intérim	-15	12	-22	0	2	7	-3	-22	8	33	-25	543
Tertiaire essentiellement marchand hors intérim	11	16	-7	7	8	6	27	0	14	-19	27	10780
Salariés agricoles	1	1	1	1	1	1	2	2	2	7	4	
Tertiaire principalement non marchand	14	16	16	12	14	5	30	27	19	102	58	
Non-salariés	4	4	4	4	4	4	8	8	8	9	15	
EMPLOI TOTAL	4	28	-35	2	11	7	33	-33	18	49	0	

Prévision

* Niveau fin 2013 (en milliers, CVS)

Note de lecture : 11 000 emplois seraient détruits dans le secteur principalement marchand non agricole durant le premier semestre 2015. Ce secteur comprend, au 31 décembre 2013, 15 888 000 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	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2					
Emplois d'avenir	10	7	7	5	6	6	16	11	12	53	28
CUI-CAE	10	6	3	-5	11	-4	16	-2	7	17	14
Total	20	13	10	-1	18	1	33	9	19	71	42

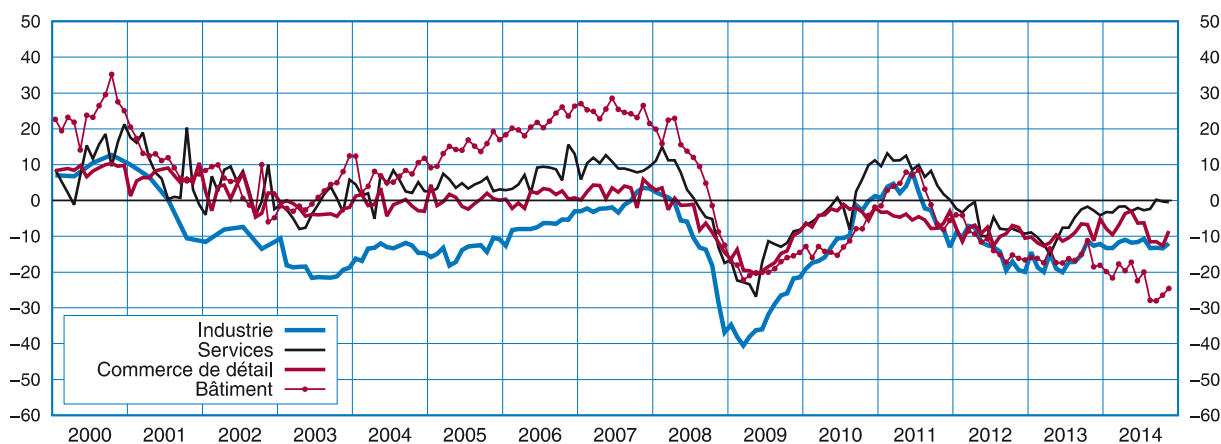
Prévision

Champ : France métropolitaine

Note : Y compris avenants de reconduction

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

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



Source : Insee, enquêtes de conjoncture

En 2015, le crédit d'impôt compétitivité emploi (CICE) monte en charge et le Pacte de responsabilité et de solidarité (PRS) est mis en œuvre

Le CICE continuera de monter en charge en 2015 même si le montant de créance fiscale dont bénéficient les entreprises se révèle un peu plus faible que prévu initialement

Le crédit d'impôt compétitivité emploi (CICE), instauré en 2013, est un avantage fiscal dont bénéficient la plupart des entreprises. Son assiette est constituée des rémunérations brutes versées au cours de l'année, pour les salaires n'excédant pas 2,5 fois le Smic. Sur cette assiette, la subvention est de 4 % pour les rémunérations versées au titre de 2013 et de 6 % pour les rémunérations versées les années suivantes.

Selon les déclarations sociales des entreprises auprès de l'Acoss et des Urssaf, la créance de CICE que les entreprises étaient fondées à demander au titre de 2013 s'élève à 12 Mds€ en 2014. La créance effectivement déclarée au fisc aurait théoriquement dû être égale à ce montant. Or, elle devrait finalement se situer entre 10 et 11 Mds€ à partir des remontées encore provisoires de la Direction générale des finances publiques, selon le rapport 2014 du Comité de suivi du CICE. Cette différence serait temporaire si elle provenait de déclarations retardées (montants qui seront donc présentés au fisc les prochaines années) ou permanente si elle résultait de choix délibérés de la part des entreprises (par crainte d'un contrôle fiscal par exemple). La chronique de montée en charge du CICE ici proposée retient des montants moins élevés que dans les premières estimations *ex ante* menées l'an dernier¹ ; notamment, le montant annuel théorique de créance fiscale est ramené à 17 Mds€ à long terme, contre 20 Mds€ dans les premières estimations, et le montant serait de 16 Mds€ en 2015.

Pour 2015, à croissance donnée, le CICE entraînerait un surcroît de 10 000 emplois par trimestre

Si on assimile le CICE à une baisse de cotisations sociales qui s'applique aux salaires les moins élevés (inférieurs à 2,5 Smic), il aurait un effet direct d'enrichissement de la croissance en emplois évalué à 15 000 emplois supplémentaires par trimestre au second semestre 2013 et en 2014, et de 10 000 emplois supplémentaires par trimestre en 2015.

Cet effet tient compte du fait qu'une partie des entreprises, notamment les plus importantes et les plus petites qui ont eu recours au mécanisme de préfinancement, a anticipé la mise en œuvre du dispositif en agissant comme si le CICE était versé la même année que les rémunérations ouvrant droit au crédit d'impôt, à l'instar d'un allègement de cotisations. Ce facteur, neutre à long terme, devrait avoir permis au CICE de commencer à créer des emplois dès 2013.

Les effets de CICE pourraient se révéler moins importants pour plusieurs raisons. En premier lieu, le CICE intervient dans un contexte où le taux de marge des entreprises est nettement en dessous de son niveau d'avant-crise ; la contrainte financière peut donc jouer plus fortement qu'au cours des années d'avant-crise et conduire les entreprises à davantage utiliser le CICE pour améliorer leur situation financière que ce que les évaluations portant sur les décennies 1990 ou 2000, qui servent d'outils d'étalonnage pour cette évaluation, peuvent laisser attendre. De même, le CICE doit être, à terme, financé par des mesures budgétaires (notamment la hausse de différents taux de TVA a déjà été

décidé en début d'année 2014), qui minorent les effets du dispositif sur l'emploi. Ensuite, en comptabilité d'entreprise, l'effet du CICE n'est pas toujours visible dans le compte d'exploitation des entreprises, puisque celles-ci peuvent choisir de l'enregistrer dans le bas de leur bilan. Dans ce cas, le lien du CICE avec la rémunération des salariés risque de ne pas être mesuré aisément : de ce fait, les choix d'investissement et d'embauche des entreprises pourraient ne pas intégrer, à tout le moins pas immédiatement, l'impact du CICE.

En revanche, ces effets pourraient se révéler plus importants si l'on tient compte des effets de « bouclage » macroéconomique au-delà de l'effet direct d'enrichissement de la croissance en emplois.

Les premières mesures du PRS soutiendraient également l'emploi à hauteur de 10 000 emplois par trimestre en 2015

Après la mise en place du CICE, le Pacte de responsabilité et de solidarité (PRS) est une nouvelle mesure de politique économique qui vise à relancer la croissance et l'emploi au travers d'allègements du coût du travail et de la fiscalité. Il est constitué de deux volets. Le premier, libellé « compétitivité », est destiné aux entreprises et montera progressivement en charge de 2015 à 2020. Le second, dénommé « solidarité », est destiné à soutenir le pouvoir d'achat des ménages modestes au travers d'une baisse de l'impôt sur le revenu (suppression de la première tranche d'imposition) et entrera en vigueur dès 2015.

En 2015, parmi ces mesures, environ 5,6 Mds€ auraient un effet sur l'emploi

Parmi les mesures entrant en vigueur en 2015 au bénéfice des entreprises, deux éléments peuvent avoir un effet sur l'emploi directement :

- Le coût du travail est allégé par une baisse de 4,6 Mds€ des cotisations sociales employeurs. Les cotisations de la branche Famille sont allégées d'1,8 point pour les salaires inférieurs à 1,6 Smic. En parallèle, les exonérations de cotisations sociales sur les bas salaires dites « Fillon » sont majorées (*graphique*).
- La fiscalité sur les sociétés est allégée via une baisse d'1,0 Md€ de la contribution sociale de solidarité des sociétés (C3S). Cet allègement prend la forme d'un abattement qui réduit son assiette imposable, le chiffre d'affaires. Pour modéliser cet impôt dans le cadre du modèle macroéconométrique Mésange², le choix est fait de faire porter cette réduction sur le coût du travail à 70 % et sur l'impôt sur les sociétés à 30 %.

Au total, ces deux mesures peuvent être assimilées à des baisses de cotisations sociales employeurs, à hauteur de 5,3 Mds€, et d'impôt sur les sociétés, pour 0,3 Md€ en 2015.

(1) « Quels effets attendre du crédit d'impôt compétitivité emploi (CICE) en 2014 ? », *Note de conjoncture*, décembre 2013 (pp. 74-76).

(2) C. Klein, O. Simon (2010) : Le modèle Mésange réestimé en base 2000. Tome 1 - Version avec volumes à prix constants.

D'autres mesures ont été prises, notamment la baisse des cotisations des entrepreneurs individuels ou celles réduisant l'impôt sur le revenu des ménages modestes mais elles sont plus susceptibles d'avoir un effet sur les revenus (intégré dans la prévision) qu'un effet direct sur l'emploi.

Les allègements du coût du travail pour 2015 se concentrent sur les bas salaires, ce qui accroît les effets attendus sur l'emploi

Comme pour le CICE, les allègements apportés par le PRS ont potentiellement plusieurs effets sur l'économie. Les entreprises peuvent accroître leur capacité de production en embauchant ou en investissant. Elles peuvent aussi baisser leurs prix pour gagner des parts de marché. Elles peuvent enfin décider d'améliorer leur situation financière en mettant à profit ces allègements pour se désendetter.

Une baisse globale des cotisations patronales de 4,6 Mds€ représenterait une baisse de 0,6 % du coût du travail moyen. Cependant, la baisse prévue pour 2015 porte sur les bas salaires, inférieurs à 1,6 Smic (*graphique*). L'effet à attendre de cette mesure ciblée est donc majoré par rapport à un allègement uniforme d'un montant identique. En effet, les études empiriques s'accordent sur un profil fortement décroissant de l'élasticité de la demande de travail à son coût en fonction du niveau de la rémunération³.

Le supplément d'emplois lié spontanément à l'enrichissement de la croissance en emplois resterait significatif, et atteindrait 10 000 emplois créés ou sauvegardés par trimestre.

Comme pour le CICE, les effets favorables de la mesure liés au supplément d'activité majorent ces effets spontanés ; en revanche les effets liés à son financement les minorent.

Au total, l'effet des deux dispositifs sur l'enrichissement de la croissance en emplois est évalué à 15 000 emplois créés par trimestre depuis le second semestre 2013 (dus au CICE) et 20 000 par trimestre en 2015 (10 000 pour le CICE et 10 000 pour le PRS). ■

(3) Sur le profil de l'élasticité de la demande de travail à son coût, voir **P. Cahuc** et **S. Carcillo** (2012) : « Les conséquences des allègements généraux de cotisations patronales sur les bas salaires », *Revue française d'économie* 2012/2. et **E. Malinvaud, A. Gauron** et **J. Pisani Ferry**, (1998), « Les cotisations sociales à la charge des employeurs : analyse économique », *Les Rapports du Conseil d'analyse économique*, décembre 1998.

Allègements totaux de cotisations sur les bas salaires en :



Sources : LFRSS 2014 et PLFSS 2015, calculs Insee

Chômage

Selon les résultats de l'enquête Emploi de l'Insee, le taux de chômage s'est établi à 10,1 % de la population active au deuxième trimestre 2014 puis à 10,4 % au troisième trimestre ; en France métropolitaine, le taux de chômage est passé de 9,7 % au deuxième trimestre à 9,9 % au troisième trimestre, le nombre de chômeurs s'étant accru de 77 000 personnes.

Au cours des trimestres suivants, la légère hausse attendue de l'emploi ne suffirait pas à absorber la progression de la population active et le nombre de chômeurs augmenterait légèrement. Le taux de chômage serait donc encore en hausse au cours des prochains trimestres et s'élèverait à 10,6 % mi-2015 (10,2 % en France métropolitaine).

Au troisième trimestre 2014, le nombre de chômeurs a vivement progressé

Au troisième trimestre 2014, le nombre de chômeurs a augmenté de 77 000 en France métropolitaine, après une quasi-stabilité au premier semestre (+7 000), et une baisse de 23 000 sur l'année 2013 (tableau). Le taux de chômage augmente ainsi, passant de 9,7 % à 9,9 % de la population active à l'été (graphique). Il revient ainsi au niveau atteint un an auparavant.

Le taux de chômage des 15-24 ans a augmenté de 1,0 point par rapport au deuxième trimestre

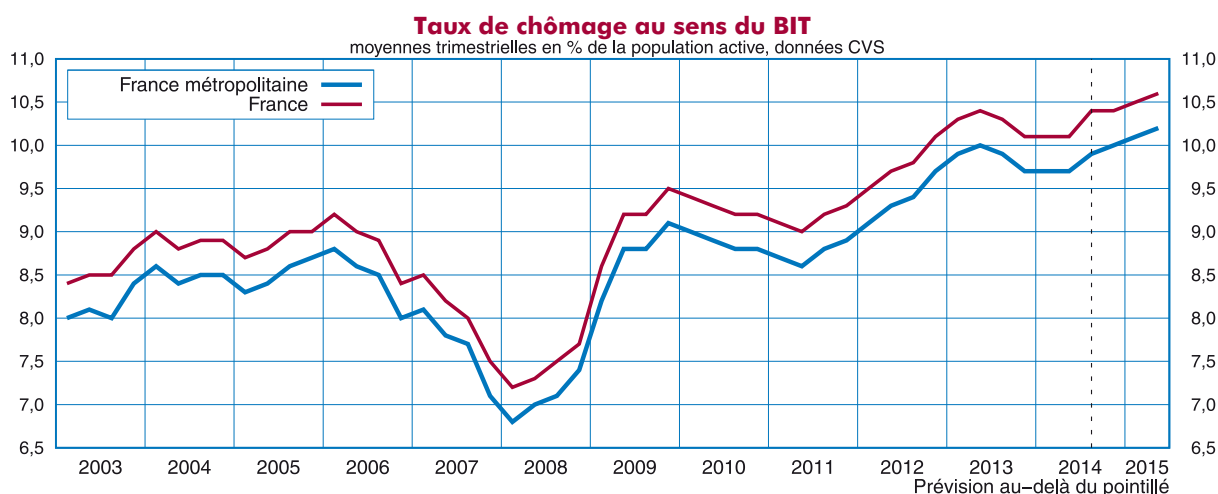
Après un pic à 25,3 % des actifs fin 2012, le taux de chômage des 15-24 ans a diminué tout au long de l'année 2013, avant de se stabiliser à 22,7 %

au premier semestre 2014. Les jeunes ont notamment bénéficié de la mise en place des emplois d'avenir, dédiés à ceux d'entre eux qui sont sans qualification ou peu diplômés. Leur taux de chômage augmente toutefois de 1,0 point au troisième trimestre 2014, pour s'établir à 23,7 %. Cette hausse peut en partie résulter de la baisse de l'emploi dans l'intérim, secteur employant surtout des jeunes. Sur un an, le taux de chômage des 15-24 ans est quasi stable (-0,1 point). Le taux de chômage des 25-49 ans augmente de 0,2 point par rapport au trimestre précédent, tout comme celui des 50 ans et plus. Sur un an, leur taux de chômage respectif est stable.

Les taux de chômage des hommes et des femmes augmentent dans des proportions assez similaires, de 0,2 point et 0,3 point par rapport au trimestre précédent, à respectivement 10,1 % et 9,7 %. Ils sont stables sur un an.

Le taux de chômage augmenterait de nouveau début 2015

La population active augmenterait de 145 000 personnes en 2014 et de 64 000 personnes au premier semestre 2015. En premier, la population active tendancielle augmenterait de 68 000 personnes au second semestre 2014, puis de 64 000 personnes au premier semestre 2015. En outre, la croissance de la population active serait soutenue par le recul de l'âge légal de départ à la retraite à 61 ans et 2 mois depuis début 2014 ; elle serait cependant limitée par les départs en retraite pour carrières longues, même si les effets de cette réforme s'estomperaient légèrement début 2015 (cf. ligne « effets estimés des politiques publiques » du tableau).



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

Source : Insee, enquête Emploi

Les créations nettes d'emploi, qui seraient de +15 000 au premier semestre 2015 après +34 000 en 2014, seraient ainsi trop faibles pour absorber cette hausse de la population active et le

chômage augmenterait de nouveau : le taux de chômage s'établirait à 10,0 % fin 2014 en métropole (10,4 % en France entière) puis à 10,2 % mi-2015 (10,6 % en France entière). ■

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

	Variations trimestrielles										Variations annuelles				
	2013				2014				2015		2011	2012	2013	2014	2015 S1
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2					
Population des 15-64 ans	-23	-23	-22	-22	-22	-22	-22	-22	-8	-6	8	-95	-90	-89	-14
Population des 15-59 ans	-21	-17	-14	-11	-9	-9	-9	-11	0	3	-80	-76	-63	-38	3
Population active	17	2	-22	-26	56	5	75	11	34	31	217	210	-29	146	64
dont :															
(a) Contribution de la population et du taux d'activité tendanciel	30	30	30	30	34	34	34	34	32	32	165	146	120	135	64
(b) Effets estimés des politiques publiques	-6	-5	-4	-4	-1	-3	-4	-7	2	-1	-6	15	-19	-14	1
(c) Autres fluctuations de court terme (résidu)	-7	-24	-48	-52	23	-26	45	-16	0	0	57	49	-131	26	0
Emploi	-29	-21	-2	46	37	16	-2	-15	6	9	166	-40	-6	36	15
Rappel : Emploi en fin de période (cf. fiche « Emploi »)	-17	-25	22	70	4	28	-33	2	11	7	125	-51	49	2	18
Chômage BIT	46	23	-20	-71	19	-12	77	26	27	22	51	250	-23	111	49
	Moyenne trimestrielle										Moyenne au dernier trimestre de la période				
Taux de chômage BIT (%)															
France métropolitaine	9,9	10,0	9,9	9,7	9,7	9,7	9,9	10,0	10,1	10,2	8,9	9,7	9,7	10,0	10,2
France (y compris Dom)	10,3	10,4	10,3	10,1	10,1	10,1	10,4	10,4	10,5	10,6	9,3	10,1	10,1	10,4	10,6

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

En novembre 2014, les prix à la consommation ont augmenté de 0,3 % sur un an. L'inflation d'ensemble serait quasi nulle d'ici mi-2015. Les effets de la hausse de la TVA au 1^{er} janvier 2014 disparaîtront progressivement en glissement annuel, mais la baisse induite sera en partie compensée par les hausses attendues de certains tarifs énergétiques et l'arrêt de la baisse des prix des télécommunications.

L'inflation sous-jacente a atteint son niveau le plus bas en novembre 2014 (-0,2 % sur un an) depuis que la série existe (1990). Elle se redresserait en janvier 2015 (+0,3 %), du fait notamment des corrections apportées pour assurer une mesure à législation constante. Par la suite, l'inflation sous-jacente diminuerait pour s'établir à +0,1 % en juin 2015.

L'inflation énergétique resterait négative à l'horizon de la prévision, sous l'effet de la chute des prix du pétrole et malgré la hausse des taxes sur les carburants et le gaz et des tarifs de l'électricité.

L'inflation d'ensemble et l'inflation sous-jacente resteraient très modérées

Depuis début 2013, l'inflation est restée très modérée. Le glissement annuel des prix à la consommation n'a plus dépassé +1,0 % depuis l'été 2013 et a atteint +0,3 % en novembre 2014 (*graphique 1* et *tableau*). Cette modération est

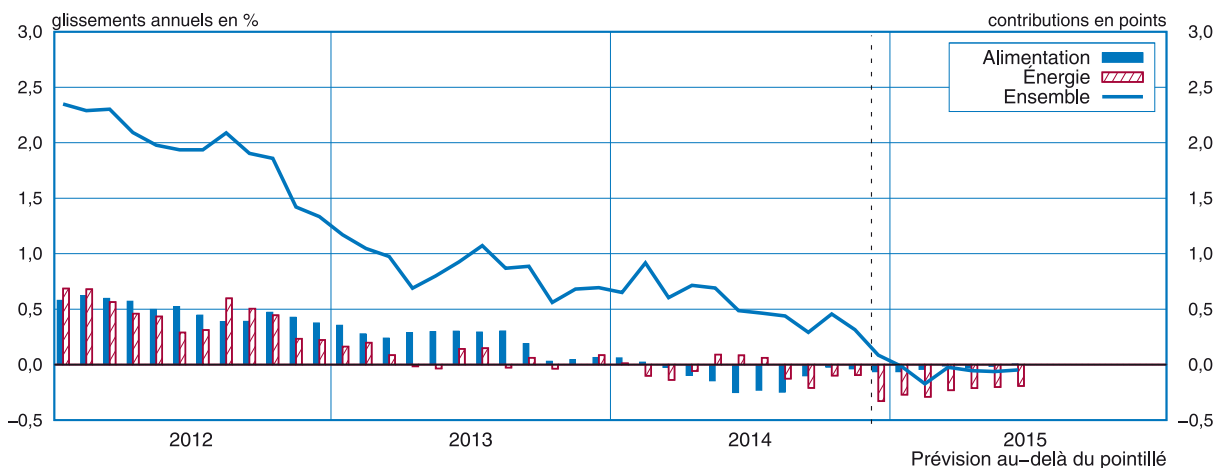
d'autant plus notable que les taux de TVA ont été rehaussés au 1^{er} janvier 2014. Cette hausse de TVA, en partie absorbée dans les marges des entreprises, ne s'est diffusée que progressivement en cours d'année. D'ici la mi-2015, l'inflation serait quasi nulle. La hausse de TVA ne jouerait plus sur l'indice d'ensemble.

L'inflation sous-jacente¹ a atteint en novembre son niveau le plus bas (-0,2 % sur un an) depuis que la série est calculée. Elle rebondirait en janvier 2015 (+0,3 %), du fait de la sortie des corrections appliquées à partir de janvier 2014 pour assurer une mesure à législation constante (contribution de +0,6 point à l'accélération, *graphique 2*). Par la suite, l'inflation sous-jacente diminuerait pour s'établir à +0,1 % en juin 2015, essentiellement du fait de la sortie de glissement de la diffusion de la hausse de TVA au cours du premier semestre 2014. Ce ralentissement serait partiellement compensé par le redressement progressif des prix des télécommunications, alors qu'ils ont baissé de 3,4 % en glissement annuel en novembre 2014.

En juin 2015, l'inflation d'ensemble serait alors un peu inférieure (0,0 %) à l'inflation sous-jacente (+0,1 %), en raison du fort repli du prix de l'énergie.

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

1 - L'inflation en France



Source : Insee

Forte baisse des prix des produits pétroliers

Les prix de l'énergie baisseraient davantage (-2,3 % en juin 2015 contre -1,1 % en novembre 2014 en glissement annuel). La chute du cours du pétrole entre juin et novembre, sous l'hypothèse qu'il se stabilise à 56,9 € (70 \$) à l'horizon de la prévision, contribuerait à la baisse à hauteur de -6,1 points. Mais plusieurs facteurs contribueraient à la hausse : l'augmentation des taxes intérieures de consommation sur les produits énergétiques et le gaz naturel en janvier 2015 (*encadré*) ; les sorties de glissement des baisses du tarif du gaz du premier semestre 2014 ; le renchérissement de l'électricité, du fait de la revalorisation de la contribution au service public de l'électricité.

L'inflation alimentaire en légère hausse

Avec le recul du prix du blé, et dans un contexte de « guerre des prix » des grandes surfaces, la hausse ponctuelle des cours des matières premières alimentaires importées début 2014 ne se diffuserait que très légèrement aux prix des produits alimentaires (hors frais), qui seraient quasi stables d'ici juin 2015 (-0,3 % en glissement annuel). Sauf aléas sur la production, les prix des produits frais progresseraient légèrement d'ici mi-2015 (+2,4 % en juin après +0,9 % en novembre en glissement annuel). Au total, l'inflation dans le secteur de l'alimentation serait nulle en juin 2015, après -0,2 % en novembre.

Le recul des prix des produits manufacturés se prolongerait

La baisse des prix des produits manufacturés s'accroîtrait légèrement (-1,3 % en juin 2015 contre -1,2 % en novembre 2014 en glissement annuel). Des capacités de production sous-

utilisées, le niveau élevé du chômage et les gains de productivité continueraient de limiter les pressions inflationnistes dans ce secteur.

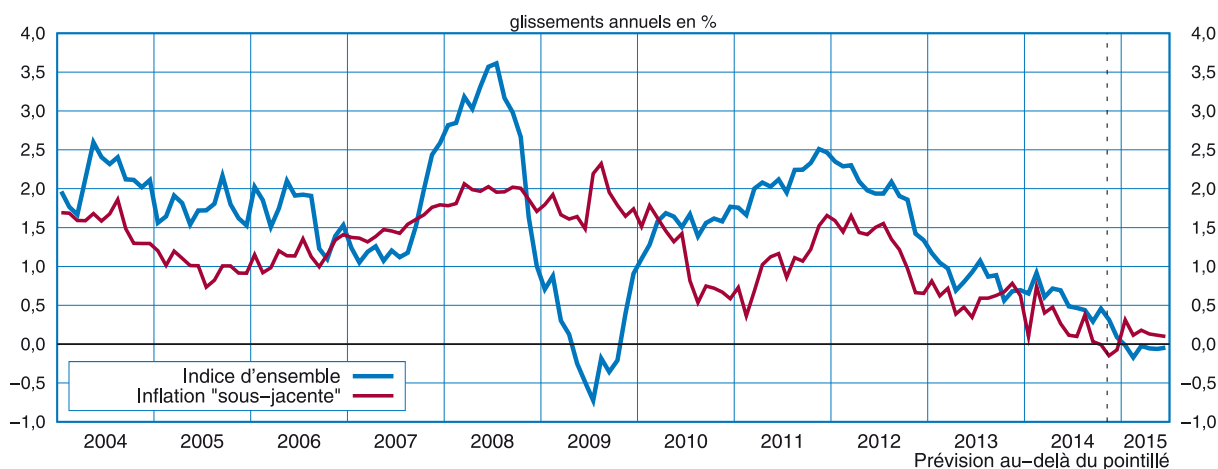
En outre, au-delà des à-coups au mois le mois dus au changement de législation des soldes, les prix dans l'habillement-chaussures seraient tirés vers le bas par le léger repli du cours du coton depuis le début d'année. Ils baisseraient légèrement en glissement annuel, à -0,1 % en juin, contre +0,2 % en novembre.

Par ailleurs, la baisse des prix des produits de santé se poursuivrait d'ici mi-2015. Elle découle des mesures de modération inscrites dans le projet de loi de financement de la sécurité sociale pour 2015. Elle serait de plus accentuée par la baisse de prix des lunettes et lentilles, sous l'effet de la loi « Consommation ». Le glissement annuel des prix dans ce secteur diminuerait ainsi à -3,3 % en juin 2015, après -3,0 % en novembre 2014.

L'inflation des services diminuerait légèrement

La hausse des prix des services s'atténuerait (+1,1 % sur un an en juin 2015, contre +1,5 % en novembre), du fait des sorties de glissement de la hausse de TVA en janvier 2014. Néanmoins, cet effet serait en partie compensé par les prix des services de télécommunications, qui tendraient à se stabiliser alors qu'ils ont encore fortement baissé en novembre (-3,4 %). ■

2 - Prix à la consommation en France



Source : Insee

Tableau

Les prix à la consommation

évolutions en %

Regroupements IPC* (pondérations 2014)	Juin 2014		Novembre 2014		Décembre 2014		Juin 2015		Moyennes annuelles	
	ga	cga	ga	cga	ga	cga	ga	cga	2013	2014
Alimentation (16,5 %)	-1,5	-0,3	-0,2	0,0	-0,4	-0,1	0,0	0,0	1,4	-0,6
Produits frais (2,1 %)	-10,6	-0,2	0,9	0,0	-0,6	0,0	2,4	0,1	4,4	-4,1
Hors produits frais (14,4 %)	-0,1	0,0	-0,4	-0,1	-0,4	-0,1	-0,3	0,0	0,9	-0,1
Tabac (2,0 %)	6,9	0,1	3,5	0,1	3,5	0,1	0,0	0,0	6,8	5,2
Produits manufacturés (26,6 %)	-1,2	-0,3	-1,2	-0,3	-1,1	-0,3	-1,3	-0,4	-0,4	-0,9
Énergie (8,5 %)	1,0	0,1	-1,1	-0,1	-3,9	-0,3	-2,3	-0,2	0,8	-0,9
Produits pétroliers (4,8 %)	-1,3	-0,1	-5,1	-0,2	-9,7	-0,5	-8,2	-0,4	-2,3	-4,2
Services (46,4 %)	1,8	0,8	1,5	0,7	1,5	0,7	1,1	0,5	1,2	1,7
Loyers-eau (7,5 %)	1,5	0,1	1,5	0,1	1,4	0,1	1,3	0,1	1,8	1,5
Santé (5,5 %)	0,2	0,0	0,4	0,0	0,4	0,0	0,3	0,0	0,8	0,3
Transports-communications (5,0 %)	1,7	0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,6	0,0	-4,2	1,1
Autres services (28,4 %)	2,2	0,6	2,1	0,6	2,0	0,6	1,2	0,3	2,1	2,2
Ensemble (100 %)	0,5	0,5	0,3	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,9	0,5
Ensemble hors énergie (91,5 %)	0,4	0,4	0,5	0,4	0,5	0,4	0,2	0,2	0,9	0,6
Ensemble hors tabac (98,0 %)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,4
Inflation « sous-jacente » (60,5 %)¹	0,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,6	0,2

Prévision

ga : glissement annuel.

cga : contribution au glissement annuel.

* Indice des prix à la consommation (IPC).

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

Source : Insee

Des mesures fiscales affecteront le prix de l'énergie en janvier 2015

En janvier 2015, une hausse de la taxe intérieure de consommation sur les produits énergétiques (TICPE) est attendue. D'une part, selon le projet de loi de finances pour 2015, la TICPE sera relevée de 2 centimes par litre de gazole, afin de compenser la suspension de l'écotaxe en octobre dernier. À cette hausse s'ajoutera d'autre part l'augmentation mécanique de la contribution climat énergie (CCE), de 2 centimes par litre pour le gazole et d'environ 1,7 centime par litre d'essence sans plomb (hors TVA). Au total, ces hausses auraient un impact de +2,7 points sur le prix des produits pétroliers en janvier. De même, une hausse de la taxe intérieure de consommation sur le gaz naturel (TICGN) est prévue et contribuerait pour 2,4 points à la hausse du tarif du gaz en janvier.

Le tarif de l'électricité augmenterait également d'ici juin 2015. Après avoir été rehaussé de 2,5 % en novembre 2014 (dont 0,9 point pour contrebalancer l'annulation de la revalorisation du tarif prévue en août 2014), il serait de nouveau augmenté de 3,2 % en janvier 2015 : d'une part, dans le cadre du projet de loi de finances pour 2015, la hausse de 3 € du montant unitaire de la contribution au service public de l'électricité (qui atteindrait dès lors 19,50 €) contribuerait pour +1,7 point à la hausse du tarif de l'électricité en janvier ; d'autre part, la composante du tarif associée au coût unitaire de production de l'électricité y contribuerait pour +1,5 point. ■

Salaires

En 2014, le salaire mensuel de base (SMB) dans les branches marchandes ralentirait modérément en termes nominaux (+1,4 % en moyenne annuelle après +1,7 %) ainsi qu'en euros constants (+1,0 % après +1,1 %). Le salaire moyen par tête (SMPT), qui couvre un champ plus large, serait en revanche plus dynamique en 2014 (+1,7 % en moyenne annuelle) qu'en 2013 (+1,5 %).

En rythme infra-annuel, le SMPT ralentirait toutefois en cours d'année. Compte tenu de la faible inflation, d'une revalorisation du Smic au 1^{er} janvier 2015 (+0,9 %) plus faible qu'habituellement à cette période de l'année, et d'un chômage en hausse, les salaires nominaux continueraient de ralentir légèrement au cours du premier semestre 2015.

En termes réels, après une hausse de 0,7 % en glissement semestriel au second semestre 2014, le SMPT ralentirait nettement au premier semestre 2015 (+0,3 %). L'acquis de croissance pour 2015 à l'issue du deuxième trimestre serait de +0,7 %, contre +1,0 % un an plus tôt.

Dans les administrations publiques, le SMPT accélérerait en 2014 en termes réels : +0,9 % après +0,3 %. L'acquis de croissance annuelle s'établirait à +1,1 % à l'issue du deuxième trimestre 2015.

En 2014, le salaire nominal moyen par tête accélérerait

En moyenne annuelle, le salaire mensuel de base (SMB)¹ dans les branches marchandes non agricoles serait légèrement moins dynamique en 2014 (+1,4 %) qu'en 2013 (+1,7 %) en termes nominaux. Le salaire moyen par tête (SMPT), qui couvre un champ plus large de rémunérations, accélérerait en revanche : +1,7 % après +1,5 % en 2013.

En termes réels, les salaires ont bénéficié de la décélération des prix : le SMPT a augmenté de 0,9 % en 2013 en moyenne annuelle, puis de 0,6 % au cours du premier semestre 2014 en glissement semestriel, malgré le niveau élevé du chômage qui continue de peser sur le pouvoir de négociation des salariés.

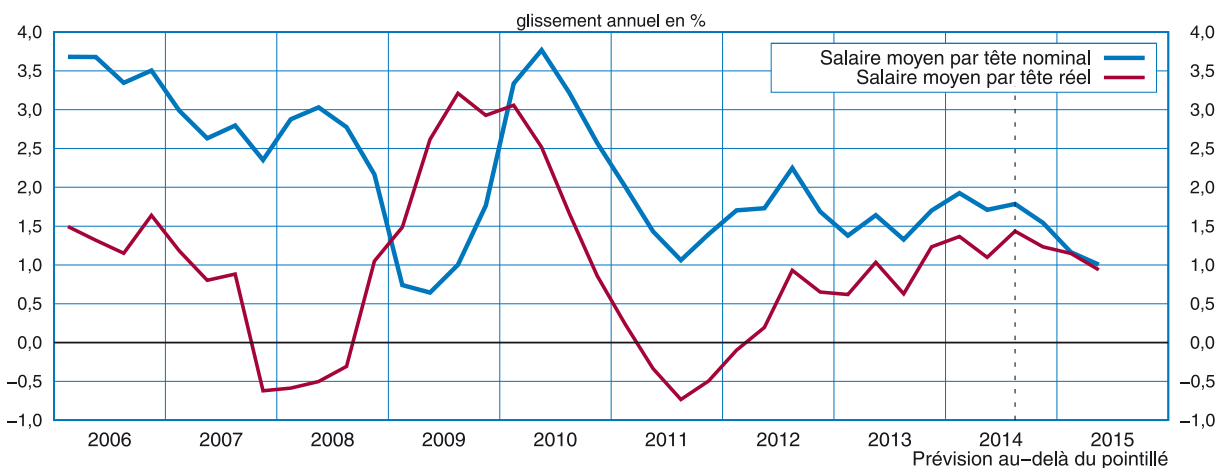
Au second semestre 2014, les prix continueraient de ralentir (-0,1 % en glissement semestriel, contre une hausse de 0,4 % au premier semestre). Le SMPT nominal ralentirait en s'ajustant avec retard à ces évolutions : +0,6 % sur le second semestre après +1,0 % au premier semestre. Les gains en termes réels seraient proches d'un semestre sur l'autre (+0,6 % puis +0,7 % en glissement semestriel).

Les salaires réels ralentiraient au premier semestre 2015

Début 2015, la revalorisation légale du Smic serait de +0,9 %, soit un peu moins que celle de début 2014 (+1,1 %). De plus, le chômage continuerait

(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



Champ : Secteur marchand non agricole
Source : Insee

d'augmenter au premier semestre 2015. Par ailleurs, l'inflation accélérerait légèrement (+0,1 % sur le semestre). Au total, les salaires nominaux continueraient de s'ajuster sur la baisse passée de l'inflation et décélèreraient légèrement au premier semestre (+0,4 %). L'infléchissement serait du même ordre en termes réels : +0,3 % au premier semestre 2015 après +0,7 %.

L'acquis de croissance annuelle à l'issue du deuxième trimestre 2015 serait de +0,8 % pour le SMPT nominal, contre +1,5 % un an plus tôt. En termes réels, le ralentissement serait légèrement plus faible : +0,7 % mi-2015 contre +1,0 % un an plus tôt.

Dans la fonction publique, les salaires nominaux accélèreraient en 2014 avant de ralentir début 2015

Dans la fonction publique, les salaires nominaux accélèreraient en 2014 : +1,4 % après +0,9 %. Le premier facteur de la hausse est l'effet « glissement vieillesse-technicité » (GVT). De plus, au 1^{er} février 2014, les traitements des agents de catégorie B et C de la fonction publique territoriale ont connu des

revalorisations indiciaires. Cependant, d'autres déterminants contribuent à modérer la hausse du salaire nominal : le point d'indice de la fonction publique est gelé depuis le 1^{er} juillet 2010 et l'indice minimum de la fonction publique n'a pas été revalorisé en 2014 alors qu'il l'avait été de +0,3 % au 1^{er} janvier 2013. En termes réels, le ralentissement des prix accentuerait l'accélération des salaires en 2014 (+0,9 % après +0,3 %).

Début 2015, aucune hausse du point d'indice n'est annoncée à l'heure actuelle. Cependant, de nouvelles grilles indiciaires entrent en vigueur au 1^{er} janvier 2015, revalorisant l'indice de 2,4 % pour le premier échelon de catégorie B dans la fonction publique territoriale par exemple. Le SMPT nominal dans les administrations publiques augmenterait néanmoins sur le même rythme au premier semestre et les acquis de croissance à l'issue du deuxième trimestre 2015 seraient de +1,2 % pour le SMPT nominal (comme un an plus tôt) et de +1,1 % pour le SMPT réel (contre +0,7 % un an plus tôt). ■

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

évolutions en %

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

Prévision

Sources : Dares, Insee

Revenus des ménages

Stable en 2013, le pouvoir d'achat du revenu des ménages se redresserait en 2014 (+1,2%). En termes nominaux, le revenu disponible brut des ménages accélérerait (+1,6 % après +0,6 % en 2013), du fait de l'accélération des revenus d'activité (+1,3 % après +0,9 %) et du moindre dynamisme des prélèvements obligatoires (+2,0 % après +4,2 %). Les prestations sociales ralentiraient néanmoins légèrement (+2,5 % après +2,8 %).

Au second semestre 2014, le pouvoir d'achat ralentirait (+0,3 % en glissement semestriel après +1,4 %), principalement du fait de l'accélération des impôts, liée aux mesures nouvelles rehaussant leur rendement en fin d'année. Début 2015, les impôts se replieraient par contrecoup alors que les revenus d'activité continueraient d'augmenter sur un rythme stabilisé. Au total, le pouvoir d'achat se redresserait (+1,0 % au premier semestre 2015).

Après une accélération début 2014, les revenus d'activité ralentiraient

En 2014, les revenus d'activité reçus par les ménages accéléreraient (+1,3 % après +0,9 % en 2013, *tableau 1*). La masse salariale reçue par les ménages serait plus dynamique (+1,6 % après +1,0 % en 2013, *tableau 2*), du fait notamment de l'atténuation du recul de l'emploi dans les branches marchandes non agricoles (-0,2 % après -0,7 % en 2013, *graphique 1*). En outre les revenus nets de la propriété accéléreraient en 2014 (+2,4 % après +1,0 % en 2013), du fait notamment de la baisse des intérêts payés par les ménages propriétaires emprunteurs. En revanche,

l'excédent brut d'exploitation des entrepreneurs individuels baisserait (-0,7 % après 0,0 % en 2013). Enfin, l'excédent brut d'exploitation des ménages purs progresserait au même rythme qu'en 2013 (+1,0 %)¹.

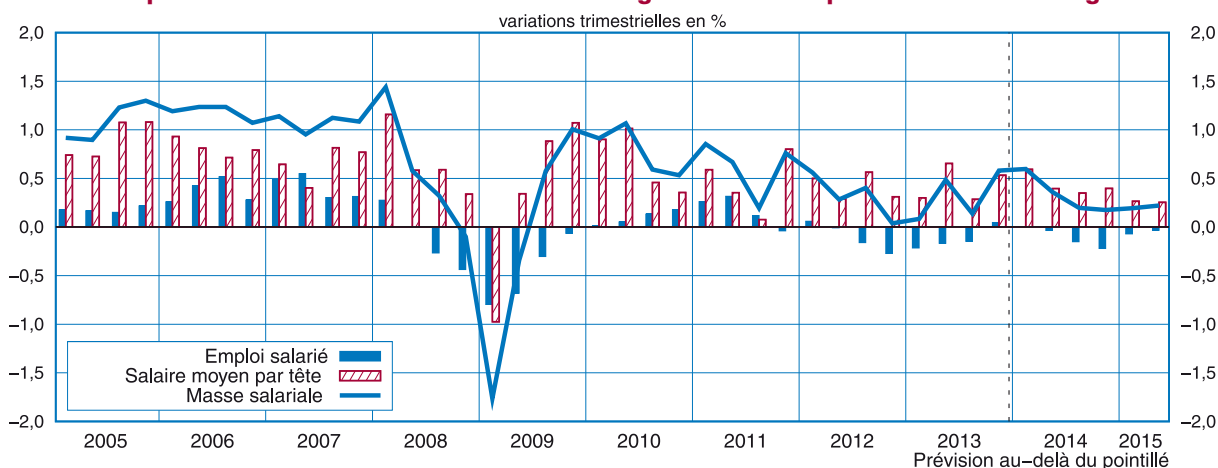
En termes infra-annuels, les revenus salariaux ralentiraient au second semestre 2014 (+0,5 % en glissement semestriel après +0,9 %). Puis au premier semestre 2015, les revenus salariaux continueraient d'augmenter au même rythme qu'au second semestre, une légère accélération de l'emploi compensant une légère décélération du salaire par tête. L'excédent brut d'exploitation des entrepreneurs individuels se stabiliserait au second semestre 2014, puis progresserait légèrement début 2015.

Les prestations sociales continueraient de ralentir

En 2014, les prestations sociales en espèces augmenteraient légèrement moins qu'en 2013 (+2,5 % après +2,8 %, *tableau 3*). En effet, les prestations de sécurité sociale ralentiraient (+2,1 % après +3,1 %). Les prestations d'assurance vieillesse ont contribué à ce ralentissement au premier semestre, car l'effet des moindres revalorisations, qui porte sur la grande majorité des retraites, domine

(1) Il correspond à la production de services de logement, déduction faite des consommations intermédiaires nécessaires à cette production (notamment les services financiers liés aux emprunts) et des impôts (taxe foncière). La production correspond aux loyers que les particuliers propriétaires du logement perçoivent de leurs locataires ou pourraient percevoir s'ils mettaient leur bien en location (« loyers imputés »).

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



Source : Insee

l'accroissement des départs en retraite pour carrières longues induit par l'assouplissement des conditions en juillet 2012. Les prestations familiales ont également été moins revalorisées en 2014 (+0,6 % au 1^{er} avril) que les années précédentes (+1,3 % en moyenne au cours des cinq dernières années), du fait d'une moindre inflation. Enfin, après une forte croissance en 2013, les allocations chômage ralentiraient nettement en 2014, sous l'effet notamment des nouveaux termes de la convention d'assurance-chômage entrée en vigueur au 1^{er} juillet 2014. En revanche, les prestations d'assistance sociale continueraient d'accélérer en 2014 (+3,9 % après +1,9 % en 2013) ; elles resteraient soutenues par les dépenses de revenu de solidarité active (RSA²) et d'allocation de solidarité spécifique (ASS), du fait du plus grand nombre de chômeurs de longue durée.

Après une accélération au second semestre 2014 (+1,7 % en glissement semestriel, après +1,0 %), les prestations sociales en espèces ralentiraient à nouveau au premier semestre 2015 (+0,9 %). Principalement, les prestations de sécurité sociale ralentiraient du fait de moindres revalorisations. Les prestations familiales seraient faiblement revalorisées au 1^{er} avril 2015 (+0,3 %), du fait de la désinflation. De même, les pensions servies par l'Agirc-Arrco ne seraient pas revalorisées au 1^{er} avril 2015, selon les termes de l'accord conclu entre les partenaires sociaux en mars 2013. Enfin, le barème du RSA

serait revalorisé de seulement +0,9 % au 1^{er} janvier, ce qui est inférieur aux revalorisations des dernières années.

Les prélèvements obligatoires, moins dynamiques en 2014 qu'en 2013, ralentiraient début 2015

Sur l'ensemble de l'année 2014, les prélèvements obligatoires versés par les ménages continueraient d'augmenter (+2,0 %), mais moins qu'en 2013 (+4,2 %). Le ralentissement concerne à la fois les recettes d'impôts sur le revenu et le patrimoine (+1,5 % après +3,9 %) et les cotisations sociales des ménages (+2,6 % après +4,7 %) et résulte de moindres mesures visant à en augmenter le rendement.

Les mesures nouvelles d'impôts sur le revenu et le patrimoine prévues pour 2014 (notamment la suppression de l'exonération d'impôt sur le revenu

(2) En 2014 comme en 2013, le barème du RSA a augmenté de 2 % au 1^{er} septembre (en sus de la revalorisation du 1^{er} janvier), conformément aux engagements du plan de lutte contre la pauvreté et pour l'inclusion sociale de décembre 2012.

Tableau 1

Revenu disponible brut des ménages

	2013				2014				2015		2013	2014	2015 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Revenu disponible brut (RDB) (100 %)	1,5	0,3	-0,1	-0,3	1,3	0,5	0,5	-0,2	0,9	0,3	0,6	1,6	1,3
dont :													
Revenus d'activité (70 %)	0,1	0,4	0,1	0,4	0,5	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,9	1,3	0,8
Masse salariale brute (62 %)	0,2	0,4	0,2	0,5	0,5	0,4	0,3	0,2	0,2	0,3	1,0	1,6	0,9
EBE des entrepreneurs individuels ¹ (9 %)	-0,1	0,4	-0,4	-0,2	0,0	-0,6	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-0,7	0,2
Prestations sociales en espèces (34 %)	0,5	0,8	0,6	0,6	0,6	0,4	1,0	0,7	0,5	0,4	2,8	2,5	1,9
EBE des ménages purs (13 %)	0,2	0,3	0,0	0,2	0,4	0,1	0,2	0,7	0,5	0,4	1,0	1,0	1,5
Revenus de la propriété (8 %)	0,7	0,2	0,0	0,8	0,1	1,8	0,1	0,8	0,9	0,5	1,0	2,4	2,4
Prélèvements sociaux et fiscaux (-25 %)	-4,2	1,1	1,7	3,3	-2,4	0,0	0,5	2,6	-1,5	0,6	4,2	2,0	1,1
Cotisations des ménages (-11 %)	0,4	1,1	0,9	0,6	0,4	0,7	0,8	0,4	-0,3	0,4	4,7	2,6	0,8
Impôts sur le revenu et le patrimoine (y compris CSG et CRDS) (-14%) (*)	-7,1	1,1	2,2	5,2	-4,4	-0,5	0,3	4,2	-2,3	0,7	3,9	1,5	1,3
Revenus hors impôts	0,3	0,4	0,2	0,5	0,5	0,3	0,4	0,4	0,5	0,3	1,1	1,6	1,3
Prix de la consommation des ménages (comptes nationaux trimestriels)	0,3	0,0	0,2	0,1	0,4	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,6	0,5	0,1
Pouvoir d'achat du RDB	1,2	0,3	-0,3	-0,3	0,9	0,5	0,5	-0,2	0,8	0,2	0,0	1,2	1,2
Pouvoir d'achat par unité de consommation	1,1	0,2	-0,5	-0,5	0,8	0,3	0,4	-0,3	0,7	0,0	-0,6	0,5	0,6

Prévision

Note de lecture : Les chiffres entre parenthèses donnent la structure de l'année 2013.

(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

des majorations de pension pour charges de famille, le nouvel abaissement du plafond du quotient familial, ainsi que la suppression de l'exonération fiscale de la prise en charge par l'employeur d'une partie des cotisations de prévoyance complémentaire) interviennent principalement au second semestre ; leur impact est limité par l'allègement de l'impôt sur le revenu des ménages les plus modestes. *In fine*, une légère hausse de l'impôt sur le revenu et le patrimoine des ménages est attendue au troisième trimestre (+0,3 %) puis une accélération sensible au quatrième trimestre (+4,2 %). Par contre-coup, il baisserait au premier trimestre 2015 (-2,3 %). Par ailleurs, les cotisations versées par les ménages seraient moins dynamiques que les revenus d'activité au premier semestre 2015 du fait d'une exonération destinée aux indépendants, dans le cadre du Pacte de responsabilité et de solidarité, pour un montant estimé à 1 Md€ en 2015. Au total, les prélèvements obligatoires baisseraient au premier trimestre 2015 (-1,5 %), puis augmenteraient légèrement au deuxième trimestre (+0,6 %).

Le pouvoir d'achat accélérerait début 2015

Le revenu disponible brut (RDB) nominal des ménages accélérerait en 2014 (+1,6 % après +0,6 % en 2013). Dans le même temps, les prix de la consommation ralentiraient légèrement (+0,5 % après +0,6 %). Par conséquent, le pouvoir d'achat du RDB accélérerait sensiblement, à +1,2 % en 2014 après une stagnation en 2013. Le pouvoir d'achat par unité de consommation, qui tient compte des évolutions démographiques, rebondirait donc en 2014 (+0,5 % après -0,6 % en 2013).

Début 2015, à la faveur du profil spécifique des impôts, le RDB des ménages accélérerait (+1,2 % en glissement semestriel sur le semestre, après +0,3 % au second semestre 2014). Dans un contexte de faible inflation, le pouvoir d'achat augmenterait ainsi à nouveau au premier semestre 2015 (+1,0 %, après +0,3 % au second semestre 2014). L'acquis de croissance pour 2015 à mi-année serait de +1,2 %.

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

	2013				2014				2015		2013	2014	2015 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Entreprises non financières (ENF) (67 %)	0,1	0,5	0,1	0,6	0,6	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	1,0	1,6	0,7
<i>dont : Salaire moyen par tête</i>	0,2	0,6	0,3	0,5	0,5	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	1,5	1,7	1,0
Entreprises financières (4 %)	0,6	-0,4	0,0	0,7	0,4	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	-0,6	1,3	0,9
Administrations publiques (22 %)	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	1,1	1,5	1,1
Ménages hors EI (2 %)	-0,1	0,0	0,4	-1,2	-0,7	0,7	0,2	0,2	0,6	0,6	0,2	-0,7	1,5
Masse salariale brute reçue par les ménages (100 %)	0,2	0,4	0,2	0,5	0,5	0,4	0,3	0,2	0,2	0,3	1,0	1,6	0,9
<i>dont : Secteurs concurrentiels non agricoles</i>	0,1	0,4	0,1	0,6	0,6	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,8	1,5	0,5

Prévision

Note de lecture : Les chiffres entre parenthèses donnent la structure de l'année 2013
Source : Insee

Tableau 3
Les transferts sociaux reçus et versés par les ménages

	2013				2014				2015		2013	2014	2015 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Prestations sociales en espèces reçues par les ménages (100 %)	0,5	0,8	0,6	0,6	0,6	0,4	1,0	0,7	0,5	0,4	2,8	2,5	1,9
Prestations de Sécurité sociale (72 %)	0,6	0,8	0,7	0,6	0,4	0,1	0,8	0,7	0,5	0,3	3,1	2,1	1,7
Autres prestations d'assurance sociale (20 %)	0,1	0,9	0,2	0,8	0,9	0,9	1,4	0,6	0,5	0,5	2,3	3,4	2,2
Prestations d'assistance sociale (8%)	0,4	0,3	0,9	-0,1	1,4	1,1	1,6	1,4	0,5	0,9	1,9	3,9	3,2
Total des prélèvements sociaux	0,1	0,9	0,9	0,1	0,7	0,3	0,8	0,3	0,1	0,4	2,9	2,2	1,1
Cotisations sociales effectives versées par les ménages (100 %)	0,0	0,9	0,9	0,1	0,9	0,0	0,8	0,3	0,3	0,3	3,0	2,1	1,0
<i>dont : Cotisations des employeurs¹ (63 %)</i>	-0,1	0,8	0,9	-0,3	0,9	0,0	0,8	0,3	0,3	0,3	2,1	1,9	1,1
<i>Cotisations des ménages (37%)</i>	0,4	1,1	0,9	0,6	0,4	0,7	0,8	0,4	-0,3	0,4	4,7	2,6	0,8

Prévision

Note de lecture : les chiffres entre parenthèses donnent la structure de l'année 2013

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

Consommation et investissement des ménages

Au troisième trimestre 2014, la consommation des ménages a légèrement ralenti (+0,2 % après +0,3 %). En particulier, les dépenses en produits alimentaires se sont repliées (-0,3 %) après une croissance soutenue au deuxième trimestre (+0,9 %). En revanche, les dépenses en équipements du logement ont accéléré (+3,4 % après +2,4 %).

Au quatrième trimestre 2014, les dépenses des ménages continueraient de ralentir (+0,1 %) notamment en énergie, en raison d'un automne très doux, et en automobile. Au premier trimestre 2015, la consommation des ménages accélérerait (+0,4 % après +0,1 %) du fait d'un rebond des dépenses d'énergie, sous l'hypothèse d'un retour des températures aux normales saisonnières. Elle se maintiendrait ensuite à un rythme proche (+0,3 %) soutenue par la progression du pouvoir d'achat.

Le taux d'épargne des ménages atteindrait mi-2015 un niveau (16,0 %) légèrement supérieur à celui de mi-2014 et de fin 2014 (15,7 %).

Au troisième trimestre 2014, les dépenses alimentaires se sont repliées

Au troisième trimestre 2014, la consommation des ménages a légèrement ralenti (+0,2 % après +0,3 %, *tableau*). Les dépenses alimentaires se sont repliées (-0,3 % après +0,9 %) ainsi que les achats d'automobiles (-0,9 % après +0,5 %).

La consommation énergétique a de nouveau progressé au troisième trimestre (+1,2 % après +2,2 %) en raison du retour à des normales saisonnières des dépenses de chauffage. En effet, les températures douces de l'automne 2013 et de l'hiver 2014 avaient maintenu les dépenses d'énergie à un niveau exceptionnellement bas. Par conséquent, par simple retour aux normales saisonnières, la consommation d'énergie a rebondi, en deux temps, au printemps puis à l'été.

Les dépenses en équipements du logement ont de nouveau accéléré (+3,4 % après +2,4 %), et les dépenses d'habillement ont reculé une nouvelle fois, mais dans une moindre mesure (-0,3 % après -2,2 %).

Dépenses de consommation et investissement des ménages

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

Prévision
Source : Insee

Au quatrième trimestre 2014, la consommation énergétique se replierait

La consommation totale des ménages ralentirait légèrement au quatrième trimestre 2014 : +0,1 % après +0,2 % au troisième trimestre (*graphique 1*). Sous l'hypothèse de températures proches des normales saisonnières en décembre, et après des mois d'octobre et novembre beaucoup plus doux que la moyenne, la consommation d'énergie se replierait en effet sensiblement au quatrième trimestre : -2,0 % après +1,2 %. En outre, les achats de biens ralentiraient du fait des produits fabriqués (+0,2 % après +0,4 %), notamment les automobiles. En revanche, la consommation alimentaire rebondirait légèrement (+0,5 % après -0,3 %). De même, la consommation globale de services accélérerait légèrement au quatrième trimestre (+0,3 % après +0,2 %), du fait d'un retour à la normale de la consommation de services de transports, perturbée en septembre par des grèves.

Au premier semestre 2015, la consommation accélérerait

La consommation des ménages accélérerait au premier trimestre 2015 (+0,4 %), principalement du fait des dépenses d'énergie, qui rebondiraient (+2,5 % après -2,0 %), sous l'hypothèse de températures proches des normales saisonnières. Les dépenses totales hors énergie progresseraient de 0,2 % au premier trimestre 2015, comme fin 2014.

Au deuxième trimestre 2015, la consommation d'énergie ralentirait pour revenir à un rythme de croissance plus tendanciel. Les achats des autres biens et services accéléreraient quelque peu, sous l'effet de l'accélération progressive du pouvoir d'achat du revenu (+0,3 % après +0,2 %).

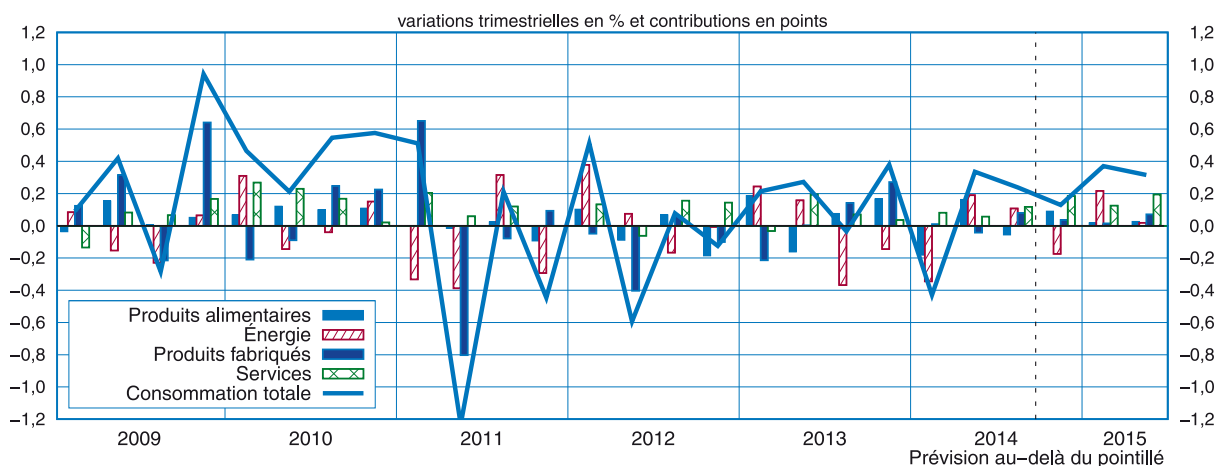
Mi-2015, le taux d'épargne serait légèrement supérieur à son niveau de mi-2014 et de fin 2014

Au total, la consommation des ménages augmenterait légèrement en 2014 (+0,3 %), nettement moins que leur pouvoir d'achat (+1,1 %), de sorte que leur taux d'épargne augmenterait, de 15,1 % en 2013 à 15,8 % en 2014 en moyenne annuelle (*graphique 2*). Cette hausse traduit principalement une épargne de précaution qu'entraînent les niveaux dégradés du marché du travail et de la confiance des ménages. Le profil trimestriel serait parfois heurté, du fait de celui des dépenses de chauffage, et parce que les ménages lisent leur consommation par rapport aux fluctuations de leur pouvoir d'achat. Au troisième trimestre 2014, le pouvoir d'achat aurait augmenté nettement plus que la consommation, de sorte que le taux d'épargne aurait atteint 16,0 %. À la fin de l'année, l'inverse se produirait : le pouvoir d'achat des ménages diminuerait, du fait de la hausse des impôts, tandis que la consommation augmenterait légèrement (+0,1 %). De ce fait, le taux d'épargne se replierait pour revenir à son niveau de mi-2014. Ensuite, au premier semestre 2015, le pouvoir d'achat se redresserait un peu plus vite que les dépenses de consommation ; le taux d'épargne des ménages augmenterait donc légèrement, de 0,3 point, et atteindrait 16,0 % mi-2015, légèrement supérieur à son niveau de la mi-2014.

L'investissement des ménages se stabiliserait au premier semestre 2015

Au troisième trimestre 2014, le recul de l'investissement des ménages s'est légèrement réduit (-1,7 % après -1,9 %). Les effets retardés des fortes baisses des permis de construire en 2013, qui se sont ensuite stabilisés courant 2014 (*graphique 3*), ne pèseraient quasiment plus sur l'investissement en logements neufs. Par ailleurs

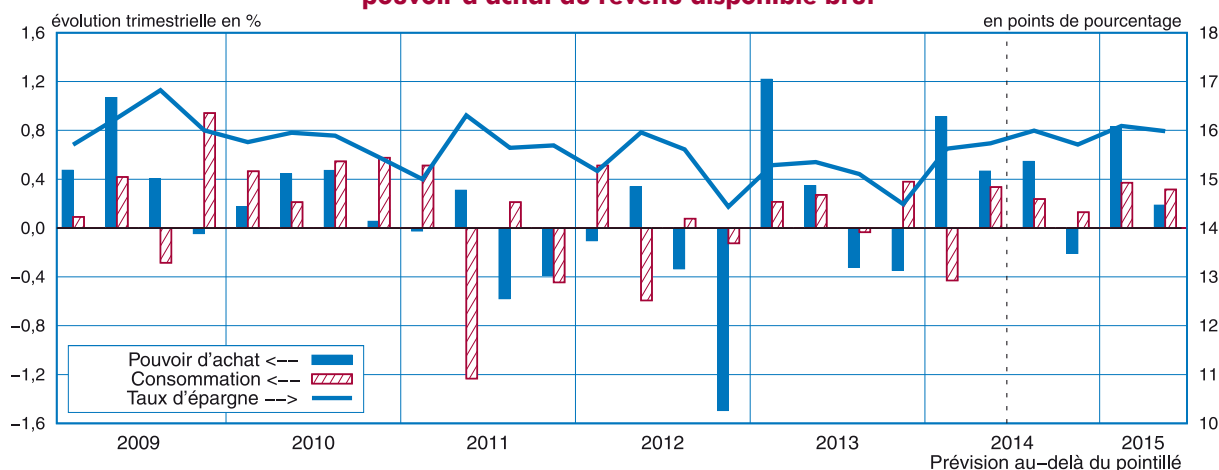
1 - Contributions des différents postes à la consommation trimestrielle des ménages



les dépenses d'entretien-amélioration des logements resteraient sur une tendance légèrement baissière. Au total, l'investissement des ménages reculerait avec une moindre ampleur au quatrième trimestre 2014 (-1,3 %) avant de progressivement se stabiliser : -0,7 % au premier trimestre 2015 puis -0,1 % au deuxième trimestre.

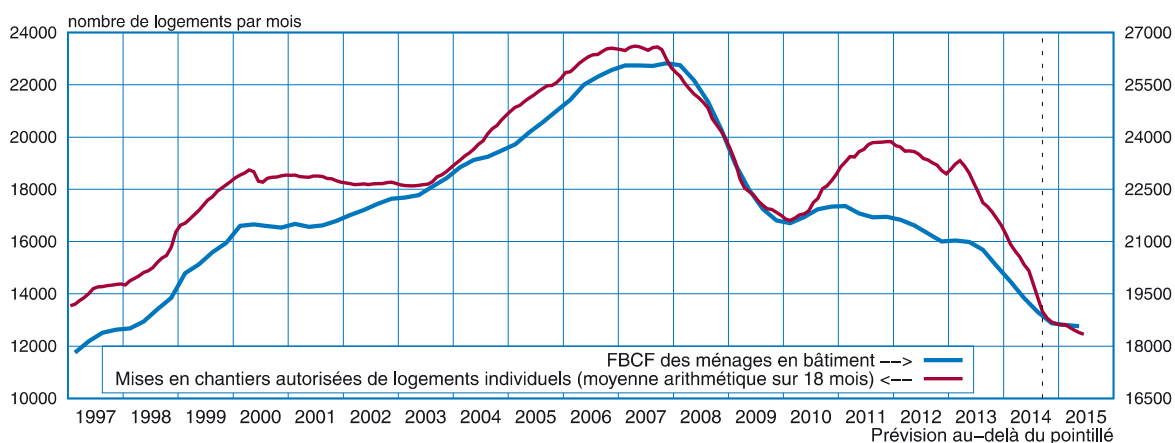
En moyenne annuelle, l'investissement des ménages reculerait très fortement en 2014 : -6,3 % (après -3,1 % en 2013), pesant pour -0,3 point sur la croissance annuelle du PIB. L'acquis de croissance annuelle de l'investissement des ménages s'établirait à -3,1 % mi-2015. ■

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



Source : Insee

3 - Investissement des ménages en bâtiment et mises en chantier



Sources : Insee, SOeS

Résultats des entreprises

Fin 2014, le taux de marge des sociétés non financières serait légèrement plus élevé (29,6 %) que celui atteint fin 2013 (29,4 %), son plus bas niveau depuis 1985. Le profil trimestriel du taux de marge a été heurté au premier semestre 2014 : il a augmenté de 0,5 point au premier trimestre, principalement du fait de la mise en œuvre du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) ; au deuxième trimestre, il est revenu à son niveau de fin 2013 (29,4 %) car le salaire réel a augmenté alors que la productivité a diminué. Après une quasi-stabilité au troisième trimestre, il augmenterait légèrement au quatrième trimestre (+0,2 point), en raison des effets favorables de la chute du prix du pétrole.

Au premier trimestre 2015, le taux de marge se redresserait nettement (+1,2 point) à 30,8 %, grâce à la conjonction de trois facteurs : la montée en charge du CICE et la mise en œuvre du Pacte de responsabilité et de solidarité, l'accroissement des gains de productivité, et une inflexion des salaires en termes réels. Le taux de marge se stabiliserait ensuite à ce niveau au deuxième trimestre.

Fin 2014, le taux de marge atteindrait un niveau légèrement supérieur à celui de fin 2013

En baisse depuis 2011, le taux de marge des sociétés non financières a rejoint fin 2013 son niveau le plus bas depuis 1985 (graphique 1). Au

premier trimestre 2014, le taux de marge a rebondi de 0,5 point. La mise en œuvre du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) y a contribué pour +0,8 point (tableau). À l'inverse, les entreprises ont en partie absorbé la hausse de la TVA dans leurs marges, ce qui pèse comptablement sur « les termes de l'échange ». Au deuxième trimestre 2014, le taux de marge s'est replié : le salaire réel a augmenté tandis que la productivité a diminué (graphique 2).

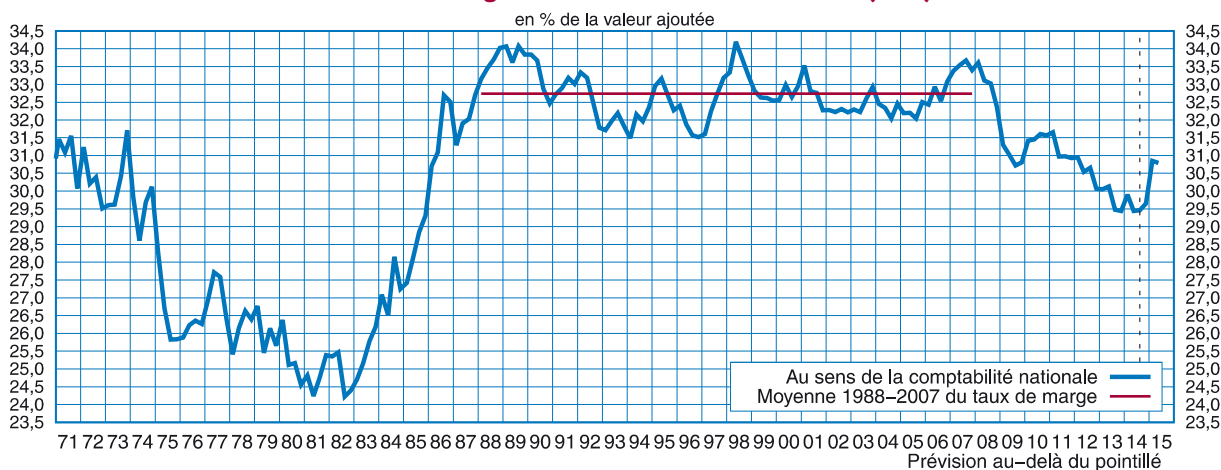
Au troisième trimestre, le taux de marge aurait été quasiment stable, productivité apparente du travail et salaires réels par tête se compensant pratiquement. Au quatrième trimestre, il se redresserait légèrement à 29,6 %, sous l'effet notamment de la baisse des prix du pétrole qui joue favorablement sur les « termes de l'échange ».

Au total, après une baisse de 0,6 point en glissement annuel fin 2013 (de 30,1 % à 29,4 %), le taux de marge des sociétés non financières se redresserait de 0,2 point fin 2014, à 29,6 % : l'impact favorable du CICE serait en grande partie compensé par une hausse des rémunérations en termes réels plus forte que celle de la productivité et par les effets de la hausse de TVA.

Au premier semestre 2015, le taux de marge augmenterait nettement

Le taux de marge augmenterait sensiblement, de 29,6 % fin 2014 à 30,8 % mi-2015. En premier lieu, l'augmentation du taux du CICE, porté de 4 % à 6 %, se traduirait par 5 Mds€ supplémentaires

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

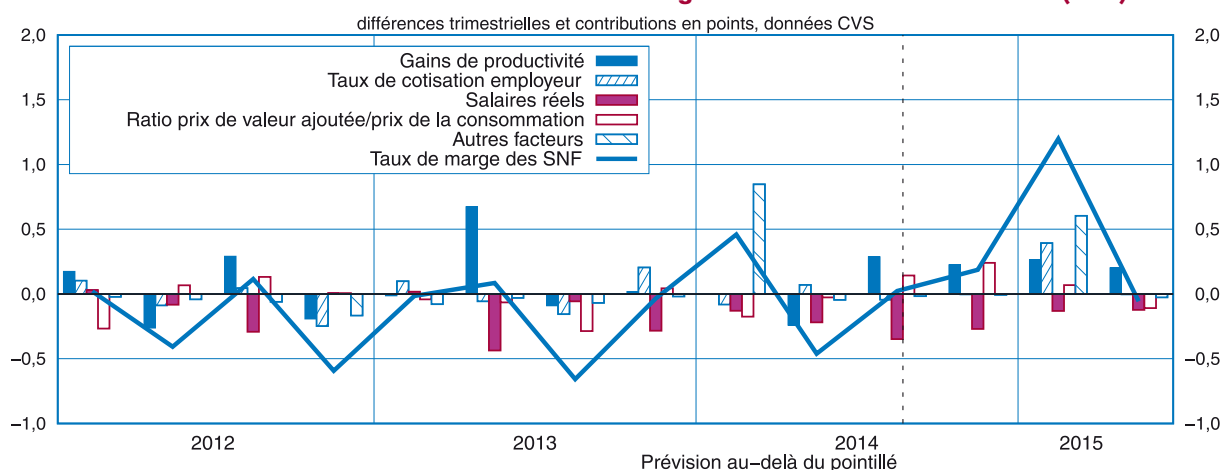


Source : Insee

de subventions sur la main-d'œuvre versées aux entreprises (cf. éclairage de la fiche *Emploi*); elle contribuerait à relever le taux de marge des sociétés de 0,6 point au premier trimestre 2015. En outre, dans le cadre du Pacte de responsabilité et de solidarité, les allègements de cotisations sociales patronales seront accrus, ce qui contribuerait à rehausser le taux de marge de 0,4 point supplémentaire.

Enfin, les gains de productivité augmenteraient tandis que le salaire par tête réel ralentirait, ce qui soutiendrait le taux de marge, à hauteur de 0,2 point au premier trimestre. Au total, le taux de marge s'établirait à 30,8 % au premier trimestre 2015, en augmentation de 1,2 point par rapport à son niveau fin 2014. Au deuxième trimestre, salaires réels et productivité apparente du travail augmentant sur des rythmes comparables, le taux de marge se stabiliserait quasiment. ■

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



Source : Insee

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

en % et en points

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

Prévision

(1) Le taux de marge TM mesure la part de la valeur ajoutée qui rémunère le capital. Sa variation se décompose de façon comptable entre :

- les évolutions de la productivité (Y/L), avec Y la valeur ajoutée et L l'emploi, et du ratio du prix de la valeur ajoutée au prix de la consommation, ou termes de l'échange (Pva/Pc), qui jouent positivement ;

- les évolutions du salaire moyen par tête réel (SMPT/Pc) et du taux de cotisation employeur (W/SMPT, où W représente 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 :

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

* Le CICE réduit l'impôt sur les sociétés, mais la comptabilité nationale l'enregistre comme une subvention sur la production des entreprises.

Source : Insee

Investissement des entreprises et stocks

L'investissement des entreprises s'est de nouveau légèrement contracté au troisième trimestre 2014 (-0,1 % après -0,5 %). Les dépenses en construction ont continué de baisser nettement (-1,0 % après -1,1 %). La légère hausse de l'investissement en services (+0,1 %) et en produits manufacturés (+0,4 %) n'a qu'en partie compensé ce recul.

Au quatrième trimestre 2014 l'investissement se stabiliserait, puis il augmenterait légèrement au cours du premier semestre 2015 (+0,1% par trimestre), en ligne avec l'amélioration des perspectives de demande que retracent les enquêtes de conjoncture. Sur l'ensemble de l'année 2014, les dépenses d'investissement des entreprises diminueraient de 0,2 % (après -0,6 % en 2013). L'acquis à mi-année pour 2015 serait nul.

Les variations des stocks ont fortement augmenté au troisième trimestre 2014, à hauteur de +0,3 point de PIB. Un fort mouvement de stockage en matériels de transports - notamment aéronautiques - en est la principale composante (à hauteur de +0,5 point de PIB). Un contrecoup est attendu au quatrième trimestre, pour une contribution totale des variations de stocks au PIB de -0,2 point. Au total, sur l'année 2014, le comportement de stockage des entreprises contribuerait pour +0,3 point à la croissance du PIB et en serait le principal soutien. Au premier semestre 2015, la contribution des stocks au PIB serait nulle.

Au troisième trimestre 2014, l'investissement des entreprises a légèrement baissé

L'investissement des entreprises non financières (ENF) a de nouveau baissé au troisième trimestre 2014, mais plus légèrement qu'au deuxième trimestre (-0,1 % après -0,5 %, [tableau 1](#)). Ces reculs tiennent à la baisse des dépenses en construction (-1,0 % au troisième trimestre, après -1,1 %). Celle-ci touche à la fois le secteur du bâtiment, tant dans le résidentiel que le non-résidentiel, et, encore plus fortement, les travaux publics.

La diminution des dépenses de construction des ENF est en partie compensée par un léger rebond de l'investissement en produits manufacturés (+0,4 % après -0,9 % au deuxième trimestre) et une légère hausse de l'investissement en services (+0,1 % après +0,2 %). Les dépenses en biens d'équipement ont rebondi (+0,6 % après -1,1 %), notamment en matériels de transport (+0,8 % après -1,5 %). Pour l'investissement en services, les dépenses en information-communication se sont stabilisées (0,0 % après -0,5 %) ; les investissements en services aux entreprises – qui comprennent la recherche et développement – continuent de croître mais à un rythme plus modéré (+0,3 % après +0,8 %). Au total, le taux d'investissement des ENF est stable à 20,8 % au troisième trimestre 2014 ([graphique 1](#)).

Tableau 1

Investissement des entreprises non financières (ENF)

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

Prévision
Source : Insee

L'investissement augmenterait légèrement au cours des prochains trimestres

Au quatrième trimestre 2014, les enquêtes de conjoncture dans l'industrie suggèrent que l'investissement des ENF se stabiliserait. Interrogés en octobre, les industriels sont ainsi presque aussi nombreux à envisager une hausse qu'une baisse de leur investissement entre le premier et le second semestre 2014. L'indicateur de révision de l'investissement dans l'industrie manufacturière reste positif, même si le jugement des entreprises sur leur investissement s'est un peu dégradé par rapport à avril (*graphique 2*).

Les conditions de financement continueraient de soutenir l'investissement. Les taux d'intérêt réels, après avoir augmenté en 2013 sous l'effet de la baisse non anticipée de l'inflation, restent bas. Cependant, les médiocres perspectives de demande et le faible taux d'utilisation des capacités de production (81,0 % dans l'industrie) limiteraient le rebond de l'investissement.

En moyenne sur l'année 2014, les dépenses d'investissement des ENF diminueraient de 0,2 % (après -0,6 % en 2013) : la dégradation de l'investissement en construction ne serait qu'en partie compensée par la légère augmentation des dépenses en biens manufacturés et en services.

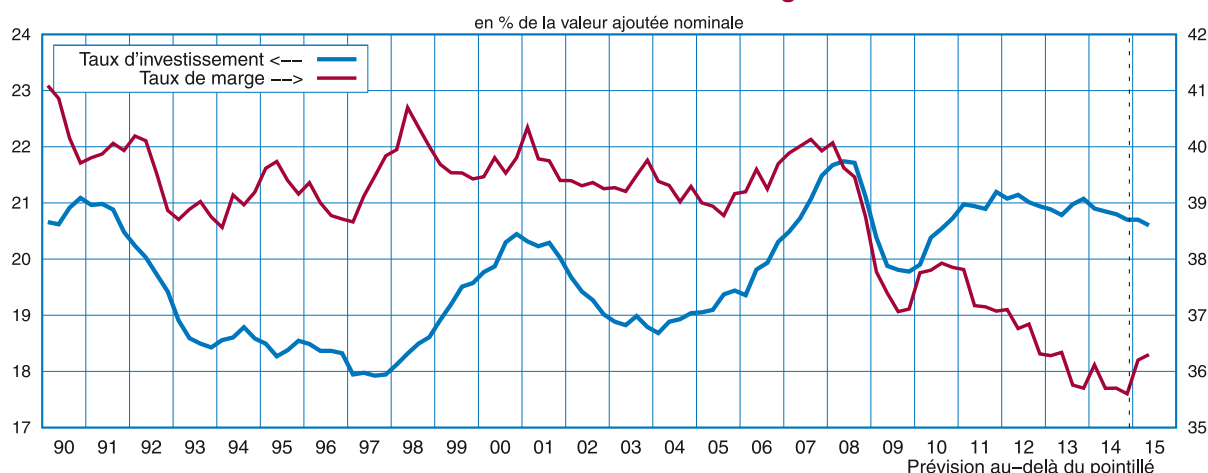
Au total, l'investissement des ENF progresserait à un rythme très modéré au cours du premier semestre 2015 (+0,1 % par trimestre). Pour 2015, l'acquis de croissance à mi-année serait nul.

Le taux d'investissement des ENF reculerait légèrement, passant de 20,8 % au troisième trimestre 2014 à 20,6 % au deuxième trimestre 2015 – ce qui reste un niveau supérieur à sa moyenne de longue période (19,6 % depuis 1980, graphique 1).

Les dépenses en produits manufacturés progresseraient modérément

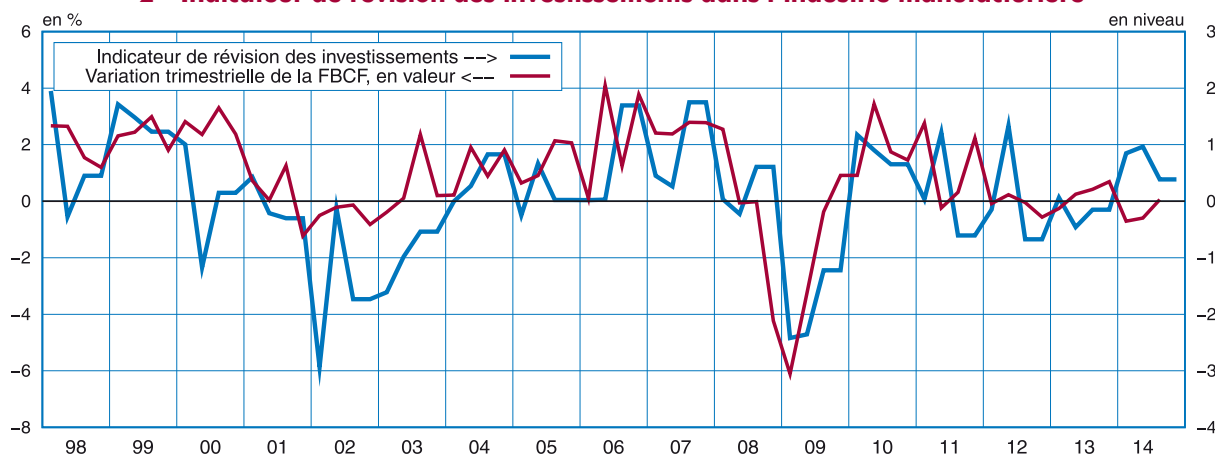
L'investissement des ENF en produits manufacturés progresserait (+0,3 % par trimestre au quatrième trimestre 2014 et au premier semestre 2015), à un rythme un peu inférieur à celui du troisième

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



Sources : Insee, enquête trimestrielle sur les investissements dans l'industrie et comptes trimestriels

Conjoncture française

trimestre 2014 (+0,4 %). D'un côté, les achats de biens d'équipement augmenteraient, ce que suggère le léger redressement des soldes d'opinion sur les ventes passées et les intentions de commandes des grossistes interrogés dans l'enquête de conjoncture de novembre. De l'autre, les achats de matériels de transports se redresseraient, selon les premiers chiffres du quatrième trimestre sur les immatriculations.

L'investissement en construction continuerait de baisser

Si les entrepreneurs du bâtiment interrogés en novembre font part d'une légère amélioration de leur activité, celle-ci reste à un niveau très dégradé. Le léger rebond des permis de construire de logements collectifs et des mises en chantier de bâtiments non résidentiels au troisième trimestre laisse attendre que l'investissement des ENF en bâtiment reculerait moins au cours des prochains trimestres. En revanche, la demande en travaux publics baisserait davantage. Au total, les dépenses en construction des entreprises diminueraient encore nettement au cours des prochains trimestres (-0,9 % au quatrième trimestre 2014 puis -0,8 % par trimestre au premier semestre 2015).

Les investissements en services augmenteraient sur leur rythme tendanciel

Les investissements de services, essentiellement en activités spécialisées, scientifiques et techniques (dont la recherche et développement) et en services

informatiques, progresseraient sur un rythme proche de leur tendance des années récentes : +0,4 % au quatrième trimestre 2014 et +0,5 % par trimestre au premier semestre 2015.

Les variations de stocks ont fortement augmenté au troisième trimestre 2014 mais se replieraient par contrecoup au quatrième trimestre

Au troisième trimestre 2014, les variations de stocks ont fortement augmenté, à hauteur de 0,3 point de PIB (*tableau 2*). Cette contribution positive provient principalement des variations de stocks en matériels de transport (+0,5 point), notamment en aéronautique : elles traduisent l'écart entre les exportations de matériels aéronautiques, qui ont chuté au troisième trimestre, et les importations, qui ont été dynamiques.

Au quatrième trimestre, la correction de ces écarts sur les flux d'échanges en aéronautique aurait pour contrepartie une contribution négative des stocks à la croissance (-0,2 point). D'après l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie de novembre 2014, le niveau des stocks est jugé stable et légèrement inférieur à la normale, ce qui suggère une contribution nulle hors contrecoup dans l'aéronautique. Sur l'ensemble de l'année 2014, le comportement de stockage des entreprises contribuerait pour +0,3 point à la croissance du PIB. La contribution des stocks au PIB serait ensuite nulle au premier semestre 2015. ■

Tableau 2

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

	Variations trimestrielles										Variations annuelles		
	2013				2014				2015		2013	2014	2015 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Produits agricoles	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Produits manufacturés	0,1	0,0	0,1	-0,2	0,4	-0,1	0,4	-0,3	0,0	0,0	-0,1	0,3	-0,1
<i>dont :</i>													
<i>Produits agro-alimentaires</i>	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0						
<i>Cokéfaction et raffinage</i>	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	-0,1	0,1						
<i>Biens d'équipement</i>	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0						
<i>Matériel de transport</i>	-0,1	0,2	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,5						
<i>Autres branches industrielles</i>	-0,1	-0,2	0,1	0,0	0,3	-0,1	-0,2						
Énergie, eau, déchets	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0
Autres (construction, services)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
TOTAL¹	-0,1	0,0	0,3	-0,3	0,4	-0,1	0,3	-0,2	0,0	0,0	-0,2	0,3	-0,1

Prévision

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

Source : Insee

Développements internationaux



Pétrole et matières premières

Le cours du pétrole chute

Depuis l'été 2014, le prix du pétrole a chuté, passant de 111,8 \$ le baril en juin (82,2 €) à 78,4 \$ (62,9 €) en novembre, atteignant son plus bas niveau depuis septembre 2010. La baisse résulte en partie de la diminution des tensions sur le marché physique, avec une demande peu soutenue face à une offre relativement abondante. Au quatrième trimestre 2014 et au premier semestre 2015, la demande croîtrait faiblement dans un contexte économique relativement peu dynamique. Dans le même temps, l'offre augmenterait de nouveau en moyenne à l'horizon de la prévision : la baisse au quatrième trimestre 2014 serait plus que compensée par un rebond au premier trimestre 2015.

Le prix du baril, figé en prévision à 70 \$, est toutefois soumis à plusieurs aléas : dans un contexte d'offre supérieure à la demande, il risque de continuer de baisser à court terme. À l'inverse, toute rupture d'approvisionnement en provenance de certains pays producteurs fragilisés (Irak, Libye, Nigéria, etc.) pourrait pousser à nouveau le prix à la hausse.

Le prix du pétrole a chuté depuis l'été

Depuis l'été 2014, le cours du pétrole a chuté, passant de 111,8 \$ (82,2 €) le baril en juin à 78,4 \$ (62,9 €) en novembre, atteignant son plus bas niveau depuis septembre 2010 (graphique 1). Trois facteurs peuvent expliquer ce recul. Tout

d'abord, la progression de la demande reste inférieure à 0,4 million de barils par jour (Mbpj) en moyenne trimestrielle, soit un rythme inférieur à celui observé depuis 2010. Du côté de l'offre, la progression est restée en moyenne supérieure à celle de la demande depuis l'été 2013, soutenue notamment par les sources non conventionnelles.

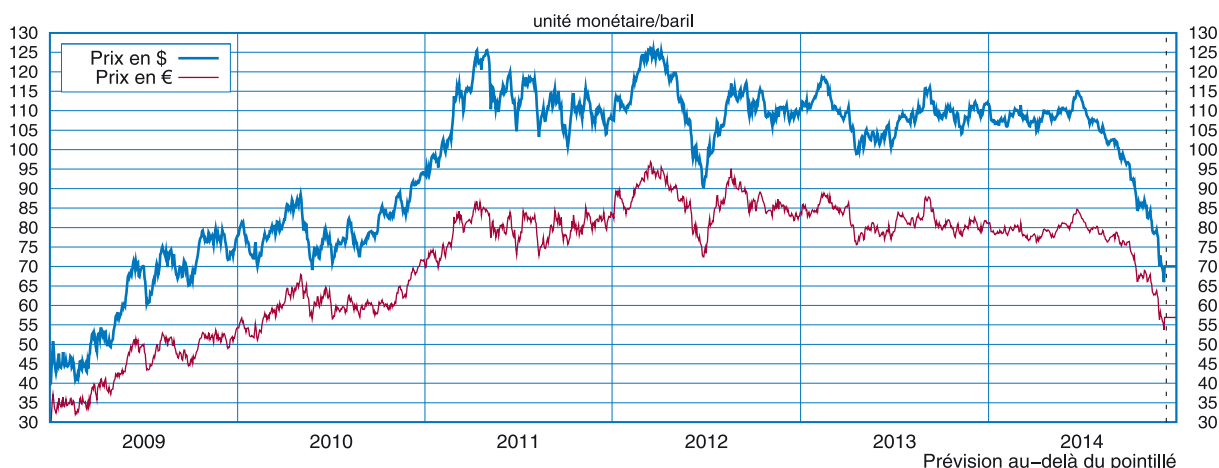
Au-delà de cette détente sur les marchés physiques, la chute des cours résulte également d'une révision à la baisse des anticipations de demande, notamment de la Chine et des pays émergents, qui semblent durablement inférieures aux prévisions du premier semestre.

Un troisième facteur est celui de l'atténuation des tensions géopolitiques. Dans la crise ukrainienne, les sanctions commerciales réciproques annoncées durant l'été n'ont pas explicitement porté sur les produits énergétiques. La Russie notamment n'a pas réduit ses exportations de pétrole qui représentent une part importante de son revenu national. Par ailleurs, en Libye et en Irak, la production a augmenté au troisième trimestre malgré les tensions géopolitiques.

La demande augmenterait faiblement au quatrième trimestre 2014 puis au premier semestre 2015

Au quatrième trimestre 2014, la demande croîtrait faiblement (+0,3 Mbpj en données CVS), dans un contexte économique mondial peu dynamique

1 - Prix du Brent en € et en \$



Développements internationaux

(graphique 2). Elle serait notamment en baisse dans les pays de l'OCDE et en hausse relativement moins importante que sa tendance en Chine. Puis, au premier semestre 2015, la demande continuerait d'augmenter au même rythme lent (+0,3 Mbpj par trimestre), soutenue par la Chine (+0,1 Mbpj) et les autres pays émergents (+0,3 Mbpj).

Au quatrième trimestre 2014, la production mondiale baisserait légèrement (-0,3 Mbpj en moyenne sur le trimestre en données corrigées des variations saisonnières), surtout dans les pays de l'Opep (graphique 3). Au premier trimestre 2015, l'offre rebondirait significativement (+0,8 Mbpj), portée par le pétrole non conventionnel américain (+0,4 Mbpj) et par le liquide de gaz naturel des pays de l'Opep (+0,2 Mbpj). Puis elle ralentirait au deuxième trimestre (+0,3 Mbpj) ; la production continuerait d'augmenter aux États-Unis (+0,2 Mbpj), tandis qu'elle stagnerait dans les pays de l'Opep.

Le prix du baril de Brent fluctuerait autour de son dernier cours observé (70 \$ le baril)

Le prix du baril de Brent est conventionnellement figé en prévision à son dernier cours observé (70 \$ début décembre 2014). Dans un contexte d'offre abondante et de demande peu soutenue, sa baisse pourrait toutefois se poursuivre à court terme, même si plusieurs facteurs devraient la limiter.

Tout d'abord, un cours inférieur à 80 \$ ne serait pas soutenable à moyen terme pour la majorité des producteurs de pétrole. D'une part, le coût de production de pétrole non conventionnel aux États-Unis dépasse le seuil des 80 \$ dans certaines zones de production. D'autre part, les pays de l'Opep ont établi leurs budgets avec des prévisions de prix supérieures au niveau actuel : face à une

baisse persistante des prix, le cartel pourrait donc finir par se mettre d'accord pour abaisser sa production afin de rehausser le cours du baril.

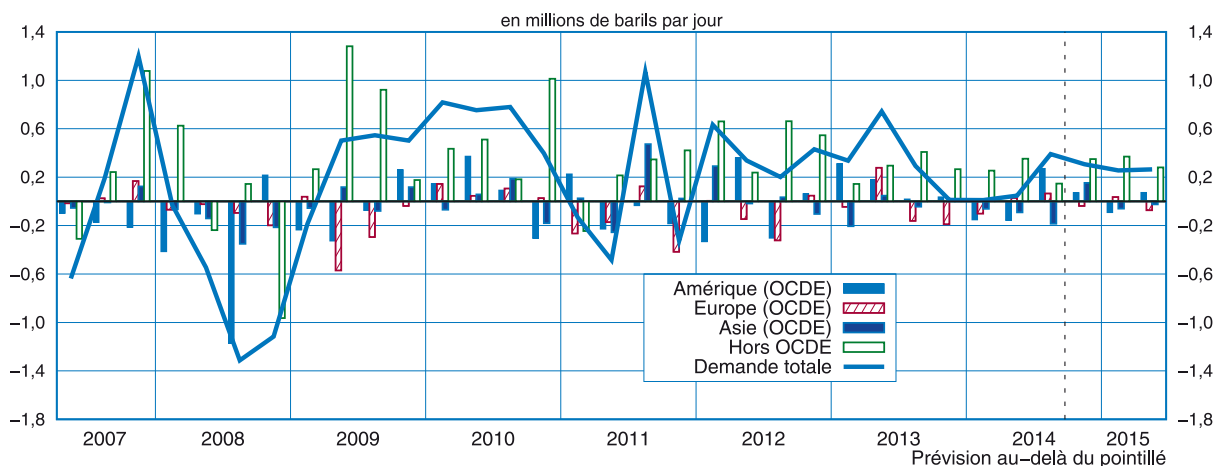
De plus, la restauration des capacités productives de l'Irak et de la Libye reste largement dépendante de facteurs géopolitiques. De même, les tensions internationales générées à la fois par la crise ukrainienne et par les difficultés à trouver un accord définitif sur le nucléaire iranien pourraient s'accroître à nouveau, et dès lors, avoir un effet haussier sur le prix du pétrole.

Au troisième trimestre 2014, les cours des matières premières industrielles se sont redressés

Les cours en euros des matières premières hors énergie ont augmenté de 5,0 % au troisième trimestre et ont rejoint en septembre 2014 leur plus haut niveau depuis mars 2013 (graphique 4). Les matières premières agro-industrielles, notamment, ont augmenté de 4,9 %, du fait de la forte hausse des cours de pâte à papier et de bois sciés. Les cours des matières minérales ont aussi augmenté au troisième trimestre (+5,9 %). En particulier, le cours du nickel a bondi à la fin du trimestre : les opérateurs craignent que les Philippines n'interdisent l'exportation de minerai brut dans le but de développer une filière locale de retraitement, sur le modèle indonésien.

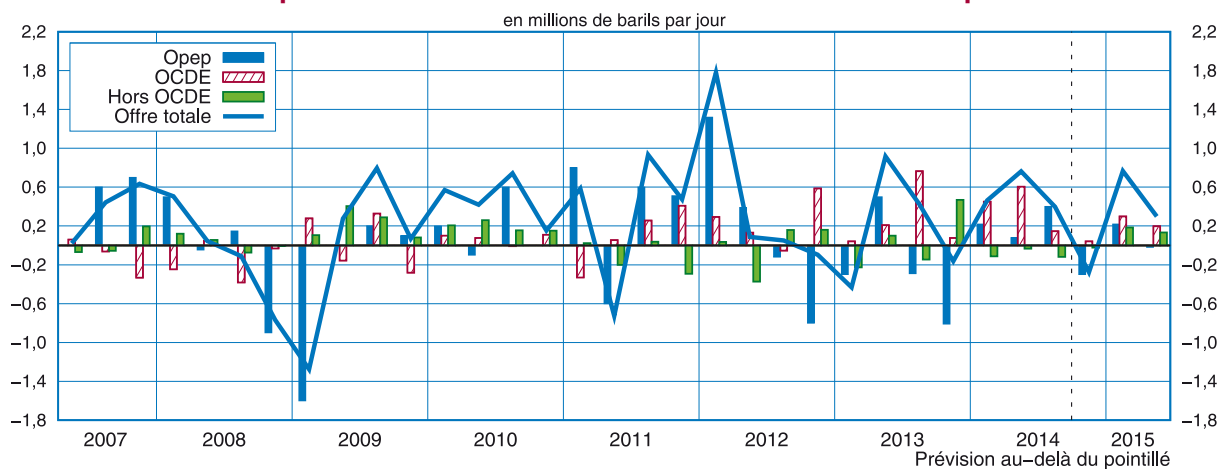
Le prix des matières premières agricoles a également augmenté au troisième trimestre (+4,1 %) sous la poussée des prix des oléagineux et des denrées tropicales. Ces derniers ont notamment reflété la hausse du cours de l'arabica, en lien avec la crainte d'une chute de la production brésilienne après une sécheresse historique. ■

2 - Principaux contributeurs à la variation de la demande mondiale de pétrole

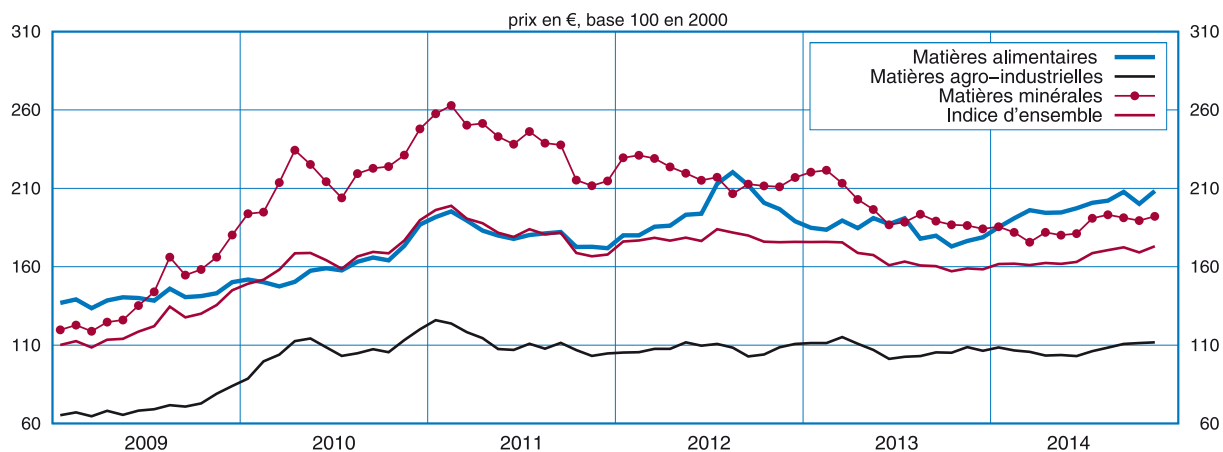


Source : AIE

3 - Principaux contributeurs à la variation de l'offre mondiale de pétrole



4 - Cours des matières premières



Marchés financiers

La BCE et la BoJ mettent le pied sur l'accélérateur

Après six années de politiques monétaires non conventionnelles, la Réserve fédérale des États-Unis a mis fin à son assouplissement quantitatif et prépare la hausse de son taux directeur dans un contexte de reprise robuste de l'activité et d'amélioration régulière du marché de l'emploi.

Dans le même temps, pour sortir plus fermement le pays de sa longue spirale déflationniste, la Banque du Japon (BoJ) a annoncé une nouvelle accélération de sa base monétaire. Par ailleurs, la BCE, confrontée à la faiblesse de l'inflation en zone euro, commence à mettre en œuvre les opérations d'achat de titres et de refinancement de très long terme annoncées en juin et septembre.

Ces nouvelles mesures visent à stimuler le marché du crédit, qui reste anémié dans la zone euro. Les conditions de financement souverain se sont encore améliorées : en novembre 2014, le taux des emprunts allemands à 10 ans a atteint pour la première fois 0,7 %. En parallèle, la dépréciation de l'euro face au dollar s'est atténuée après une nette baisse durant l'été.

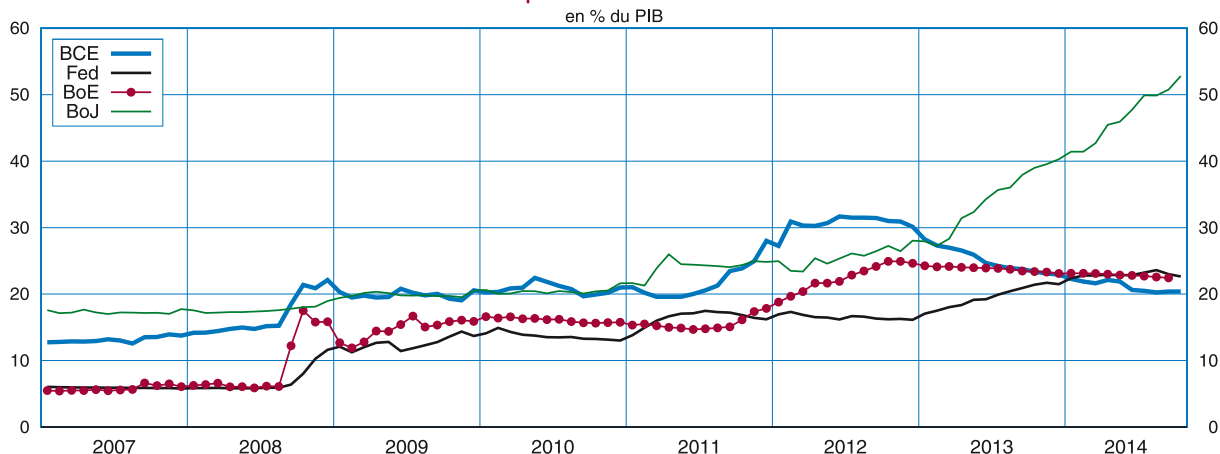
Les hypothèses conventionnelles de stabilité des taux de change d'ici la fin du premier semestre 2015 sont de 1,23 dollar, 148 yens et 0,79 livre pour 1 euro.

La politique monétaire se normalise aux États-Unis, mais s'assouplit dans la zone euro

La Réserve fédérale a arrêté ses achats de titres fin octobre 2014, marquant ainsi la fin du troisième assouplissement quantitatif et des politiques non conventionnelles démarrées en 2008. Ce changement était largement anticipé et n'a pas créé de tensions sur les marchés. Le taux directeur de la Fed est resté inchangé à 0,25 %, la dernière baisse de taux datant de septembre 2009. Une modification de cette politique est désormais conditionnée à une amélioration substantielle du marché du travail considéré dans son ensemble – la Réserve fédérale prend notamment en compte la faiblesse persistante du taux d'activité en plus du taux de chômage.

Après une première baisse de 0,25 % à 0,15 % en juin, la BCE a ramené son taux directeur à 0,05 % début septembre. Comme annoncé, elle a commencé à l'automne à racheter des obligations (*covered bond purchase programme*) émises par des institutions financières et des titres adossés à des créances d'entreprises non financières (*ABSPP - asset-backed securities purchase programme*) pour faciliter la transmission du crédit. Dans le même temps, elle a mis en œuvre les opérations de refinancement de très long terme ciblées (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*). La première

1 - Taille des bilans des grandes banques centrales
Dernier point : novembre 2014



Source : Banques centrales

Développements internationaux

étape des TLTRO, en septembre, n'a pas remporté le succès attendu à l'aune de ce que les banques européennes pouvaient emprunter. Par ailleurs, les banques ont utilisé une partie de ces TLTRO pour rembourser de manière anticipée les LTRO arrivant à échéance fin 2014. Déduction faite de ces remboursements anticipés, ces opérations de refinancement de long terme ont permis d'augmenter le bilan de la BCE d'environ 40 Mds€, pour un objectif affiché de 1 000 Mds€ pour l'ensemble des mesures (*graphique 1*).

Au Japon, la politique monétaire volontariste, initiée début 2013 dans le but de sortir le pays de la déflation, a conduit à une importante dépréciation du yen (-22 % entre décembre 2012 et janvier 2014) et à une augmentation concomitante de l'inflation importée. L'inflation a également augmenté du fait de la hausse de la TVA en avril dernier. Pour significative qu'elle soit, l'ampleur de la hausse de l'inflation n'est pas jugée suffisante (à +2,9 % en octobre 2014 alors que, d'après la BoJ, elle s'établirait à +1,0 % en l'absence de hausse de la TVA) et le Japon est à nouveau entré en récession au troisième trimestre. La banque centrale a ainsi annoncé fin octobre une nouvelle accélération de sa

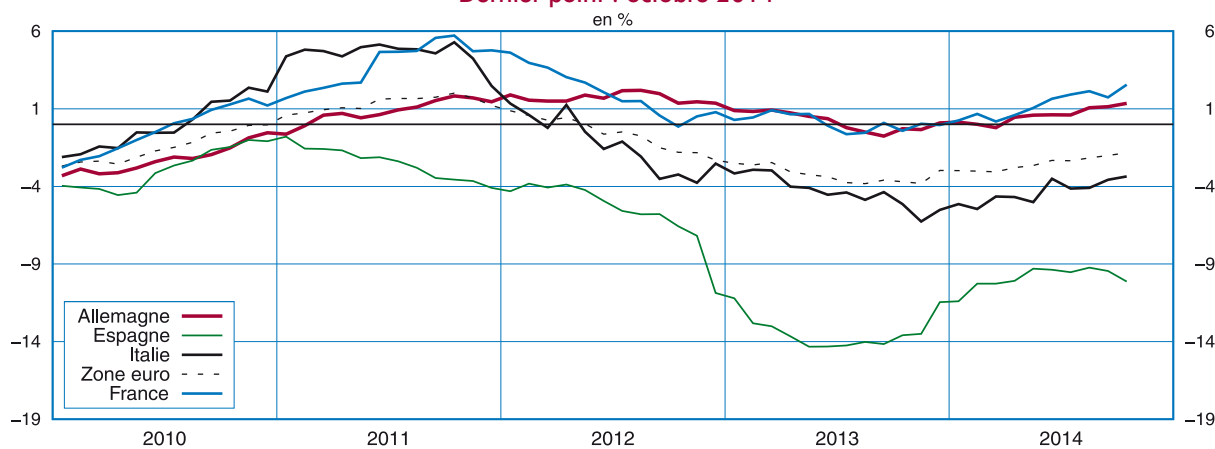
base monétaire, à un rythme annuel de 80 000 Mds¥ (environ 15 % du PIB par an), contre 60 000 à 70 000 Mds¥ précédemment.

Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre a maintenu son taux directeur à 0,5 % et conserve encore un stock important – mais inchangé depuis l'été 2012 – de titres du Trésor britannique (375 Mds£, soit 20 % du PIB environ) dont elle reverse les intérêts perçus au Trésor.

Dans la zone euro, la demande de crédit reste atone

Les nouvelles mesures de la BCE devraient permettre de stimuler le marché du crédit, qui reste anémié, en partie en raison de l'atonie de la demande, les agents privés non financiers continuant de se désendetter. Le désendettement des entreprises en zone euro – caractérisé par une baisse des encours de crédit, particulièrement prononcée en Italie et surtout en Espagne – s'est en effet poursuivi au troisième trimestre 2014, bien qu'à un rythme un peu moins prononcé qu'à la fin 2013 (*graphique 2*). Les encours de crédit ont même légèrement augmenté en France et en Allemagne.

2 - Croissance annuelle de l'encours de crédit aux sociétés non financières dans la zone euro Dernier point : octobre 2014



3 - Taux souverains à 10 ans Dernier point : 8 décembre 2014



Développements internationaux

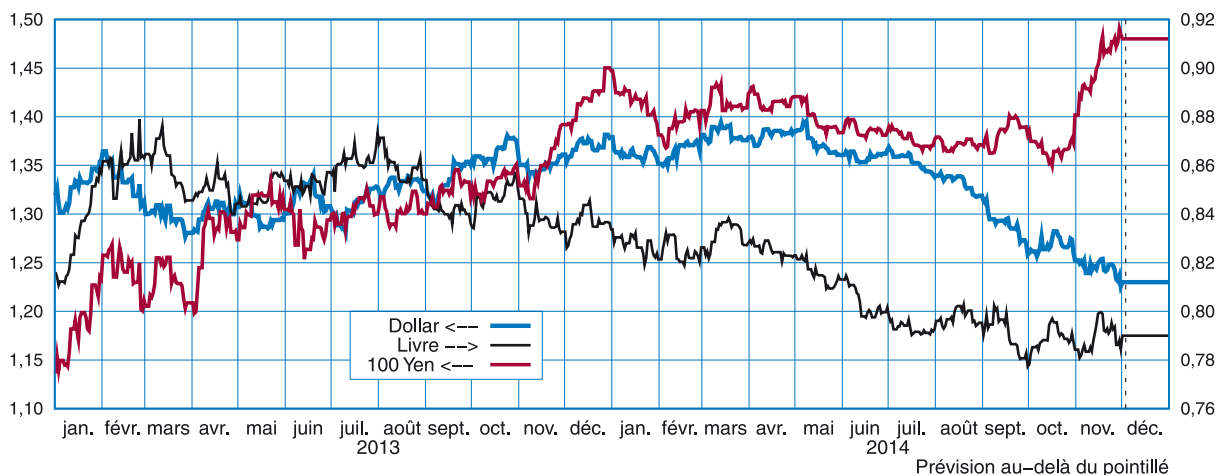
Les taux souverains allemands et français continuent de baisser

L'Allemagne et la France bénéficient de conditions d'emprunt de plus en plus avantageuses, tandis que les taux des États-Unis et du Royaume-Uni baissent légèrement depuis le début de l'année (graphique 3). Dans le même temps, la plupart des pays touchés par la crise de la dette souveraine de 2011 retrouvent des conditions d'endettement plus favorables : les taux souverains espagnols et italiens à 10 ans ont continué de diminuer (ils se situent début décembre 2014 autour de 1,8 % et 2,0 % respectivement), tandis que le Portugal confirme son retour sur les marchés obligataires. En revanche, la situation grecque semble encore inquiéter les marchés.

L'euro baisse à la suite des annonces de la BCE

À la suite des mesures d'assouplissement annoncées par la BCE, l'euro a commencé à baisser face à la livre et au dollar (graphique 4). Début décembre, il s'établit autour de 1,23 dollar pour 1 euro. Dans le même temps, l'annonce de la Banque du Japon d'accélérer la création monétaire a entraîné la chute du yen. Par ailleurs, les autorités chinoises ont laissé le yuan s'apprécier à nouveau depuis juin dernier. Début décembre, il est revenu à son niveau d'avril 2014. ■

4 - Taux de change de l'euro
Dernier point : 8 décembre 2014



Source : Banque centrale européenne

Les tests de résistance et l'Union bancaire renforcent le secteur bancaire de la zone euro

La crise de la dette souveraine dans la zone euro a mis en évidence les problèmes issus des liens étroits entre finances publiques et secteur bancaire : les États ont dû recapitaliser ou garantir le passif de certaines banques à la suite de la crise de 2008, dégradant ainsi leur situation financière ; les bilans des banques qui, dans certains pays, sont d'importants créanciers des États, se sont à leur tour dégradés. Pour sortir de ce cercle vicieux, les États membres ont mis en place le mécanisme européen de stabilité (MES) pour aider les États en difficulté. En parallèle, les gouvernements ont convenu en juin 2012 de créer une Union bancaire, complémentaire de l'Union économique et monétaire et permettant une supervision centralisée des banques de la zone euro (et de tout État membre hors zone euro souhaitant adhérer au dispositif).

L'Union bancaire devrait permettre aux banques de voir leur crédibilité sur le marché dépendre davantage de leur profil de risque spécifique, et moins de la solidité financière de

l'État membre dans lequel elles sont établies. Enfin, l'objectif de l'Union bancaire est d'assurer durablement la stabilité du secteur bancaire au sein de la zone euro.

L'Union bancaire est organisée autour de 3 piliers

Le premier pilier de l'Union bancaire est le mécanisme de supervision unique (MSU). Depuis le 4 novembre 2014, la BCE prend en charge la supervision directe des 130 plus grandes banques de la zone euro. Jusqu'à cette date, l'ensemble des banques étaient à la charge des superviseurs nationaux, qui ne conservent désormais en direct que la supervision des banques restantes (la BCE assurant ultimement la supervision). En préalable au MSU, la BCE a lancé une opération de revue des actifs des banques complétée de tests de résistance conduits par l'Autorité bancaire européenne (ABE).

Le deuxième pilier de l'Union bancaire concerne la résolution des crises bancaires. Le Mécanisme de résolution unique (MRU) mettra en œuvre le cadre européen harmonisé de résolution des banques défaillantes (directive BRRD) de manière centralisée au niveau de la zone euro et en limitant le coût pour les contribuables et pour l'économie réelle. Dans ce cadre sera mis en place un mécanisme de résolution faisant contribuer les créanciers obligataires, dit "bail in".

Enfin, le troisième pilier de l'Union bancaire serait la mise en place d'un fonds de garantie des dépôts. Depuis 1994, une directive européenne a instauré une couverture de base des dépôts bancaires. En 2009, une nouvelle directive a imposé une harmonisation progressive des montants garantis pour atteindre 100 000 euros fin 2010. La dernière étape serait la mise en place d'un fonds, mutualisé au niveau européen (toujours en cours de négociation).

Les règles prudentielles

La mise en place du MSU fait suite à la transposition en droit européen (paquet « CRD IV ») des accords internationaux de Bâle III à compter du 1^{er} janvier 2014. Dans cette optique est précisée la définition du noyau dur des fonds propres (Common equity Tier 1, c'est-à-dire les actions ordinaires et assimilées), à laquelle est associé le ratio CET1, rapport entre le noyau dur des fonds propres et des actifs pondérés par le risque (RWA) ; ce ratio doit, à tout moment, être au moins égal à 4,5 %, auquel est ajouté un volant de conservation de 2,5 %. Le ratio CET1 doit ainsi être supérieur à 7 % en temps normal. Lorsque le volant de conservation d'une banque sera inférieur à 2,5 %, elle sera limitée dans sa distribution de bénéfices pour reconstituer ce coussin de sécurité. À ces exigences sur les fonds propres s'ajoutent la mise en place d'un ratio de levier, l'amélioration de la gestion de la liquidité et un renforcement des exigences prudentielles concernant certains risques.

(1) Dans le scénario de référence, l'inflation de la zone euro était estimée à 1 % en 2014, 1,3 % en 2015 et 1,5 % en 2016. Dans le scénario adverse des tests, l'inflation tombait à 0,6 % en 2015 et 0,3 % en 2016. Les prévisions actuelles sont en deçà de ces niveaux (cf. dossier «Le risque d'inflation négative est probable mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation»).

Avant d'assurer la supervision des plus grandes banques de la zone euro, la BCE a procédé à une évaluation complète de leurs bilans (AQR) et l'ABE à des tests de résistance (« stress tests »).

Évaluation du bilan des banques

Les actifs des 130 banques évaluées s'élevaient à 22 000 Mds€ au 31 décembre 2013, représentant 82 % des actifs bancaires totaux et environ 2,2 fois le PIB de la zone euro. Le champ couvert englobe les principales banques de la zone euro (dès que leur actif dépasse 30 Mds€, 20 % du PIB du pays d'origine, ou si la banque fait partie des trois plus importants établissements de crédit du pays) ; il est un peu plus large que celui des tests de 2011 (qui ne concernaient que 90 banques dans l'ensemble de l'Union européenne).

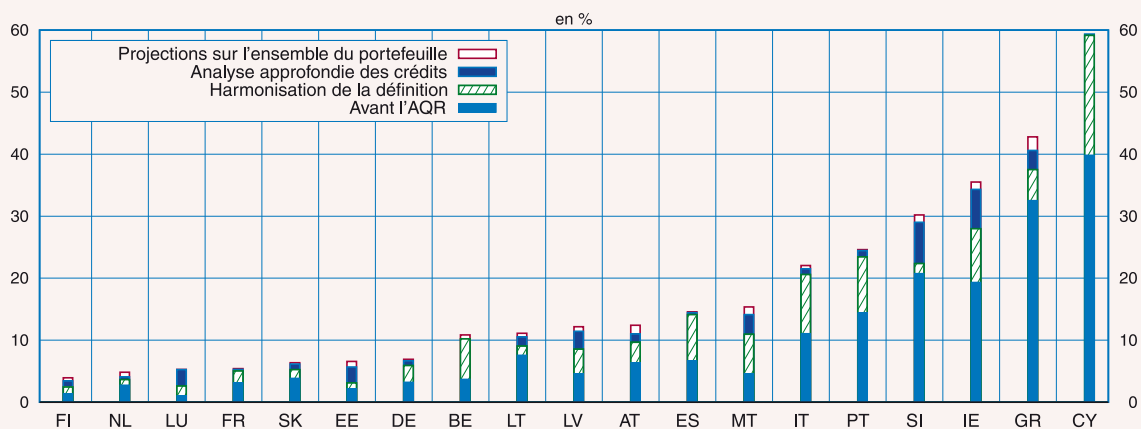
L'AQR a, en particulier, permis d'harmoniser et contrôler le classement des prêts non performants des banques (toute obligation échue depuis 90 jours, dépréciée ou en défaut). Au total, 136 Mds€ de prêts non-performants supplémentaires ont été identifiés (graphique 1) : 55 Mds€ via l'harmonisation des critères et 81 Mds€ via l'analyse approfondie des crédits.

L'exposition aux crédits non performants a été revue à la hausse pour l'ensemble des pays étudiés. L'ordre entre les pays reste globalement le même avant et après l'AQR : les pays du sud de l'Europe et l'Irlande sont les plus exposés aux créances douteuses. Toutefois, les expositions de certains pays comme la Belgique et l'Espagne ont été revues plus fortement à la hausse à la suite de l'harmonisation de la définition.

Tests de résistance

Dans le même cadre, l'ABE a conduit des tests de résistance sur les 130 banques de la zone euro entrant dans le champ de l'AQR. Ces tests sont basés sur des hypothèses d'activité inférieure au scénario de référence de 2,2 % en 2014, 5,6 % en 2015 et 7,0 % en 2016 et des hypothèses de chômage supérieur à celui du scénario de référence de 0,6 point en 2014, 1,9 point en 2015 et 2,9 points en 2016. Par contre, les tests de résistance n'ont pas été effectués sous l'hypothèse d'une déflation dans la zone euro¹.

1 - Part des prêts non performants après l'AQR



Source : Banque centrale européenne

Développements internationaux

Pour passer les tests, les banques devaient présenter un ratio CET1 supérieur à 8 % à la suite de l'AQR et un ratio supérieur à 5,5 % à l'issue du scénario adverse. Ces tests ont toutefois mis en évidence une sensibilité au scénario variable selon les pays (graphique 2). Par exemple, malgré un ratio CET1 équivalent au Portugal et en France, les banques françaises résisteraient beaucoup mieux au scénario des tests que les banques portugaises, qui s'approcheraient de la limite des 5,5 %.

Une insuffisance de fonds propres chez 25 banques

En définitive, sur les 130 banques étudiées, 25 n'ont pas atteint l'objectif d'un ratio CET1 supérieur à 5,5 % et totalisent une insuffisance de fonds propres de 25 Mds€ pour respecter les ratios imposés dans le cadre du MSU (graphique 3), dont 10 Mds€ pour les banques italiennes et près de 9 Mds€ pour les banques grecques.

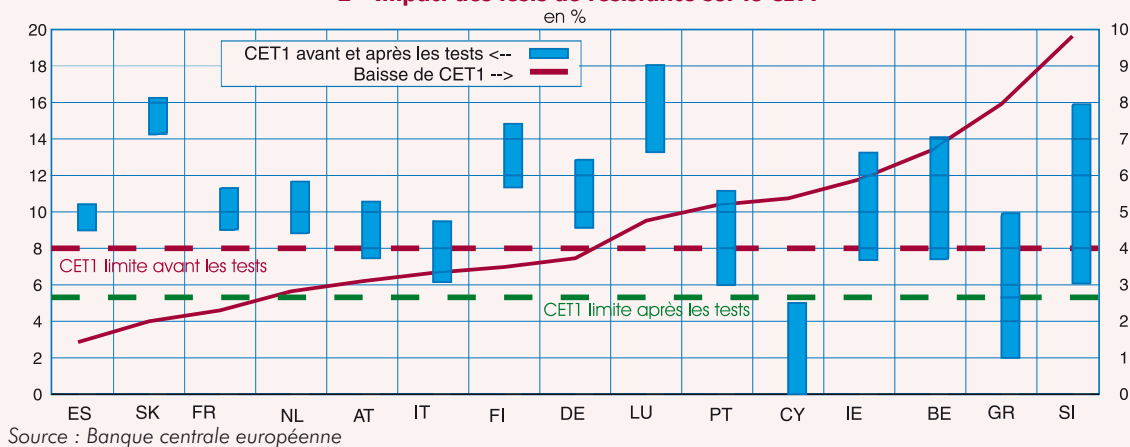
Toutefois, la moitié des banques concernées s'étaient déjà recapitalisées avant la publication des résultats des tests et les 12 banques restantes devront lever un peu moins de 10 Mds€ de capital au total.

L'AQR a favorisé un assainissement du bilan des banques

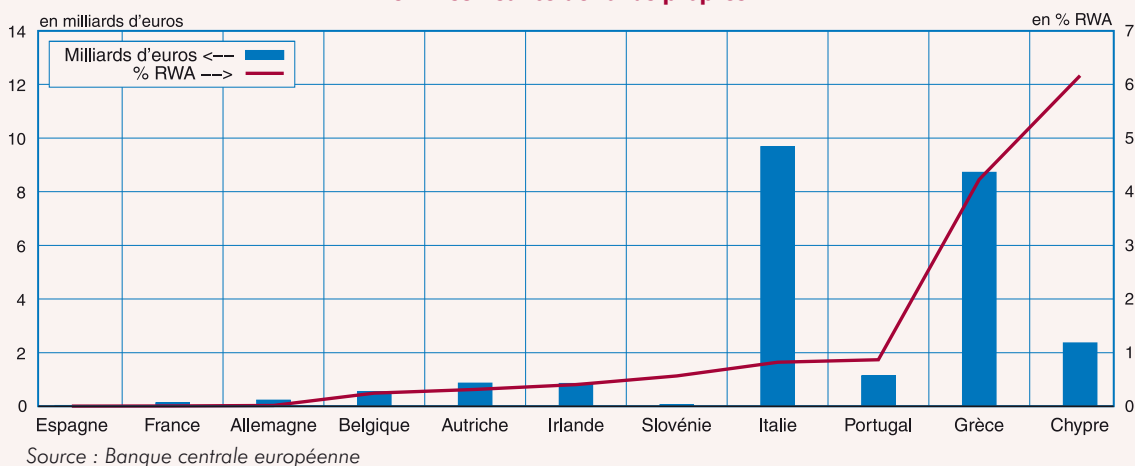
En définitive, le bilan de l'exercice est globalement positif et n'a pas entraîné de fortes réactions des marchés : les cours des actions des banques qui ont réussi les tests sont restés stables. La revue des actifs des banques a participé à l'assainissement de leur bilan. Pour augmenter leurs ratios de solvabilité et s'adapter aux nouvelles exigences réglementaires, elles ont levé des fonds propres ou ont parfois dû céder des actifs et des portefeuilles de créances.

La plupart des banques ont prouvé leur résistance et réduit les incertitudes autour de leur bilan, si bien que les doutes quant à leur capacité à octroyer des crédits sont levés. La BCE espère par exemple une montée en charge du TLTRO. On peut aussi espérer une amélioration du marché du crédit dans les pays où le crédit recule alors que les banques se sont avérées solides, notamment en Espagne. À l'inverse, la faiblesse des banques italiennes, soulignée par cette évaluation, peut expliquer leur réticence à allouer des crédits et vient renforcer l'atonie de l'investissement en Italie. ■

2 - Impact des tests de résistance sur le CET1



3 - Insuffisance de fonds propres



Zone Euro

Petite éclaircie

Au troisième trimestre 2014, le PIB a progressé en zone euro (+0,2 %, comme attendu dans le Point de conjoncture d'octobre), sous l'impulsion principalement du dynamisme des économies espagnole (+0,5 %) et française (+0,3 %), alors que les résultats de l'Allemagne ont été décevants (+0,1 %).

Le maintien à un bas niveau du climat des affaires entre juin et octobre suggère que l'activité conserverait ce rythme ralenti au quatrième trimestre (+0,2 %), en l'absence de reprise de l'investissement, affecté par un attentisme généralisé des entreprises.

Début 2015, l'activité accélérerait (+0,4 % au premier trimestre), stimulée par l'instauration d'un salaire minimum en Allemagne, et le retour à la normale de la dépense d'énergie, en particulier en France ; elle croîtrait ensuite de 0,3 % au deuxième trimestre 2015, soutenue par l'atténuation progressive de la crise de la construction en Espagne et en France.

Au total, la croissance en zone euro atteindrait +0,8 % en 2014 et, l'acquis de croissance pour 2015 serait de +0,9 % à l'issue du deuxième trimestre.

Au troisième trimestre 2014 l'économie de la zone euro a progressé de 0,2 %

Au troisième trimestre 2014, le PIB a de nouveau progressé en zone euro (+0,2 % après +0,1 %). L'Espagne (+0,5 %) et la France (+0,3 %) ont été les principaux contributeurs à cette croissance, tandis que l'activité a crû modérément en Allemagne (+0,1 %) et qu'elle s'est de nouveau contractée en Italie (-0,1 %). La consommation des

ménages, particulièrement vigoureuse en Allemagne et en Espagne, en a été le principal moteur du côté de la demande (+0,5 % dans la zone euro). Au contraire, l'investissement s'est de nouveau contracté (-0,2 % après -0,6 %) : le recul dans la construction s'est poursuivi, notamment en Espagne, en Italie et en France, et les dépenses d'équipement ont souffert du manque de perspectives des industriels dans un climat d'attentisme généralisé.

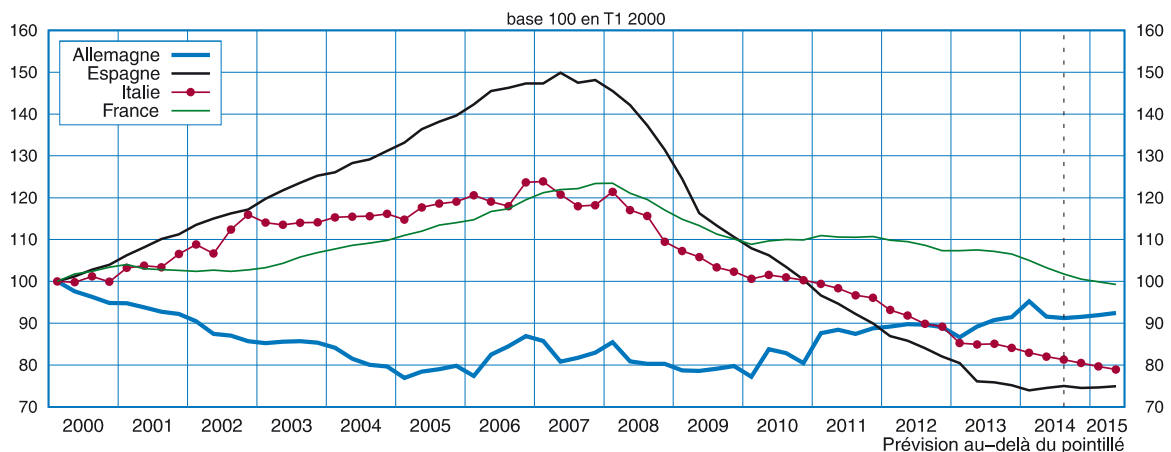
Les enquêtes de conjoncture suggèrent une croissance encore modérée au quatrième trimestre 2014

Entre juillet et octobre, les enquêtes de conjoncture se sont dégradées partout en zone euro, sauf en Espagne. Même si les perspectives se sont redressées dans l'enquête de novembre dans les principaux pays de la zone, les indicateurs de climat des affaires suggèrent un rythme encore modéré de l'activité en fin d'année. La croissance s'élèverait ainsi à +0,2 % au quatrième trimestre 2014. Du côté de la demande, l'investissement productif resterait atone et la consommation ralentirait en Allemagne et en France.

Début 2015, l'activité accélérerait à nouveau, stimulée par l'instauration d'un salaire minimum en Allemagne

Au premier trimestre 2015, le PIB accélérerait (+0,4 %) en raison d'une demande intérieure plus soutenue. La consommation serait dynamisée (+0,5 %) par le retour à la normale des dépenses de chauffage, notamment en France (par contrecoup d'une fin d'année en fort recul). En

1 - Investissement en construction en zone euro



Sources : Comptabilités nationales, Eurostat, prévisions Insee

Développements internationaux

outre, elle serait soutenue en Allemagne par la mise en place d'un salaire minimum et par l'instauration de nouvelles mesures favorables au revenu des ménages. Malgré la dissipation partielle de ces facteurs ponctuels, la consommation resterait dynamique au deuxième trimestre (+0,4 %), stimulée par le redressement progressif du pouvoir d'achat des ménages, du fait, selon les pays, de la reprise de l'emploi ou de l'évolution plus favorable des impôts.

Dans le même temps, l'investissement retrouverait progressivement un peu de tonus. Du côté des entreprises, l'investissement productif accélérerait très légèrement, sous l'effet d'un modeste regain des perspectives de demande et de la progression récente du taux d'utilisation des capacités de production. En Espagne comme en France, l'ajustement de la construction de logements neufs toucherait quasiment à sa fin mi-2015, permettant à l'investissement en construction de se stabiliser dans l'ensemble de la zone euro (*graphique 1*).

Exportations et importations augmenteraient sur le même rythme

Malgré une croissance modérée de la demande mondiale, la récente dépréciation de l'euro dynamiserait les exportations (+1,0 % par trimestre). Cependant, dans ce contexte de reprise progressive de la demande intérieure, les importations seraient également favorablement orientées (+0,9 % au quatrième trimestre 2014, puis +1,0 % aux premier et deuxième trimestres 2015). Dans l'ensemble, la contribution du commerce extérieur à la croissance serait donc légèrement positive en prévision.

L'inflation resterait très faible

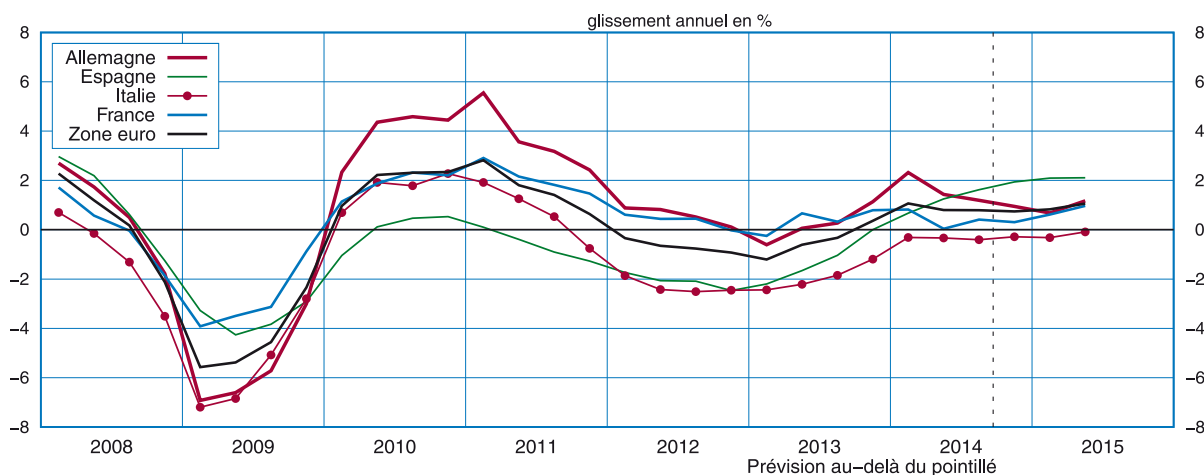
En novembre 2014, l'inflation d'ensemble dans la zone euro s'est établie, selon l'estimation provisoire, à +0,3 % en glissement annuel. Elle diminuerait d'ici juin 2015 à +0,1 %. En effet, sous l'hypothèse conventionnelle d'un baril de Brent stable en prévision à 70 \$ (56,9 €) et sous l'effet des sorties de glissement des hausses observées au deuxième trimestre 2014, la baisse des prix des produits énergétiques s'accroîtrait (-4,1% en juin 2015 en glissement annuel, après -2,5 % en novembre 2014). Néanmoins, ce serait en partie compensé par une nouvelle hausse des prix des produits alimentaires. Par ailleurs, les pressions inflationnistes étant limitées par un taux de chômage élevé dans la plupart des pays de la zone euro, l'inflation sous-jacente resterait contenue : en atteignant +0,5 % sur un an en juin 2015 après +0,7 % en novembre 2014, elle atteindrait son niveau le plus bas depuis que la série existe (1996).

Trois scénarios distincts en zone euro

Les perspectives de l'activité dans les grands pays de la zone euro illustrent trois types de reprise début 2015 (*graphique 2*) : une reprise dynamique en Espagne, pays où les entreprises commencent à reconstituer des capacités productives – via l'investissement notamment – ; une reprise modérée en France et en Allemagne, pays dans lesquels l'investissement qui a moins baissé depuis 2008, reste bridé ; une absence de reprise en Italie, où le recul de l'investissement, qu'il soit résidentiel ou d'équipement, continuerait de peser au premier semestre 2015.

En moyenne en 2014, la croissance de la zone euro s'éleverait à +0,8 % (après -0,4 % en 2013) et l'acquis de croissance pour 2015 serait de +0,9 % à l'issue du deuxième trimestre. ■

2 - PIB en volume en zone euro



Sources : Comptabilités nationales, Eurostat, prévisions Insee

Allemagne

Le salaire minimum pèse sur l'emploi, mais dope la croissance

L'activité est restée atone au troisième trimestre 2014 en Allemagne (+0,1 % après -0,1 %) : la consommation des ménages a été dynamique, mais l'investissement a de nouveau reculé. Au quatrième trimestre, l'activité accélérerait à peine (+0,2 %) : les ménages consommeraient à un rythme ralenti et l'investissement ne se redresserait pas. Début 2015, le pouvoir d'achat accélérerait du fait notamment de l'instauration du salaire minimum ; cela doperait la consommation (+0,7 %) et l'activité (+0,5 %). Au deuxième trimestre, les effets de ces facteurs ponctuels se dissipant, l'activité ralentirait quelque peu (+0,4 %).

Fin 2014 le climat conjoncturel est morose

Au troisième trimestre 2014, la croissance allemande a déçu (+0,1 % après -0,1 %), pour partie sous l'effet du calendrier atypique des vacances scolaires (encadré 1), mais aussi probablement sous l'effet du choc de confiance lié au conflit en Ukraine. Depuis l'été, le climat des affaires s'est quelque peu tassé notamment dans l'industrie, ce qui suggère que l'investissement ne repartirait pas d'ici la fin de l'année. Les dépenses en biens d'équipement stagneraient et celles en construction n'augmenteraient que faiblement au vu du récent repli des commandes dans ce secteur. Au quatrième trimestre, le principal soutien à l'activité serait une fois encore la consommation des ménages, qui ralentirait néanmoins (+0,2 %) après un troisième trimestre dynamique (+0,7 %). Les échanges extérieurs seraient neutres sur la

croissance. Au total, l'activité accélérerait à peine au quatrième trimestre (+0,2 %), ce qui porterait la croissance annuelle à +1,5 % en 2014.

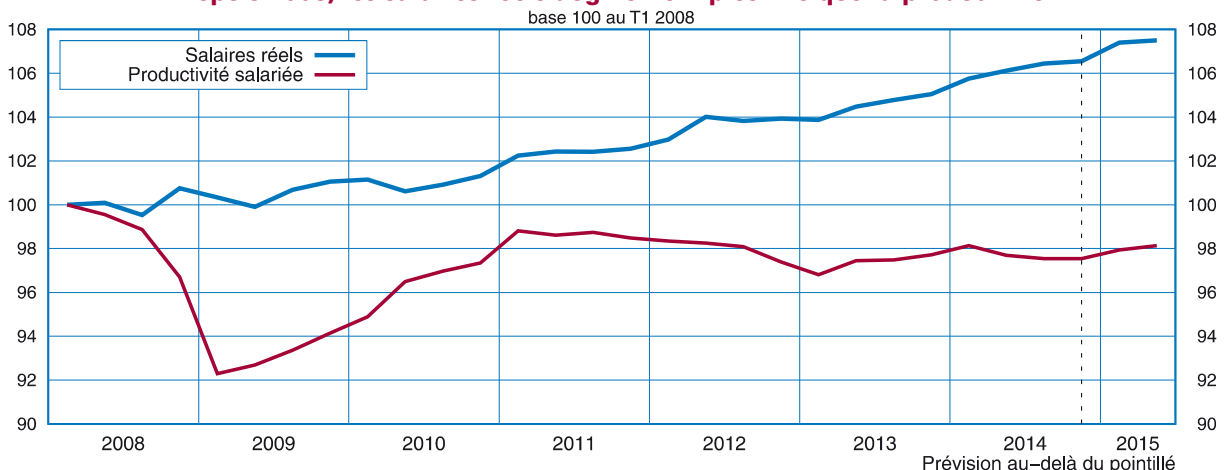
L'instauration d'un salaire minimum doperait la croissance en début d'année

À compter du 1^{er} janvier 2015, les salariés allemands ne pourront être payés moins de 8,50 € brut par heure travaillée (encadré 2). Le salaire moyen par tête augmenterait mécaniquement de 1,1 % dès le premier trimestre 2015, et les salaires réels continueraient d'augmenter plus rapidement que la productivité (graphique), alors que des emplois pourraient être supprimés dans les secteurs à bas salaires. Au total, le revenu des ménages bénéficierait nettement de l'instauration du salaire minimum ainsi que des effets conjugués de la baisse de cotisations sociales et de la hausse des prestations retraitées à partir de 2015 : il augmenterait de 1,1 % au premier trimestre 2015.

Les perspectives s'éclairciraient au premier semestre 2015

Le dynamisme du revenu des ménages se traduirait par une hausse substantielle de la consommation privée au premier trimestre (+0,7 %). Dans le même temps, l'investissement en équipement accélérerait (+0,8 %), compte tenu de la nécessité de réinvestir après une période d'ajustement, mais timidement, car les marges des entreprises seraient réduites du fait de l'accélération de la masse salariale. Les importations augmenteraient fortement, tirées par la demande intérieure, et la contribution des

Depuis 2008, les salaires réels augmentent plus vite que la productivité



Développements internationaux

échanges extérieurs à la croissance serait légèrement négative. Au total, l'activité accélérerait nettement au premier trimestre (+0,5 %).

Au deuxième trimestre 2015, les effets des facteurs ponctuels s'estomperaient, et l'activité ralentirait un peu (+0,4 %), principalement du fait de la

consommation des ménages, qui resterait toutefois dynamique (+0,5 %). L'acquis de croissance annuelle à l'issue du premier semestre serait de +0,9 %.

Encadré 1 - Allemagne - Variations de la production industrielle et vacances scolaires au troisième trimestre 2014

Les variations mensuelles de l'indice de production industrielle (IPI) en juillet et en août ont été perturbées par le calendrier des vacances scolaires, atypique pour l'été 2014. L'acquis d'IPI du mois de juillet a notamment conduit à surestimer les prévisions de croissance du troisième trimestre.

En effet, les vacances scolaires ont été plus tardives qu'usuellement dans de nombreux Länder, ce qui a soutenu la production industrielle de juillet (+1,0 %) et pesé sur la production d'août (-2,3 %).

Pour corriger les variations mensuelles de l'IPI (CVS-CJO) de l'effet des vacances scolaires, le modèle suivant a été utilisé :

$$ipi_ecart = -4,1 \cdot 10^{-5} * (vac_juillet + vac_août + vac_sept)$$

où :

* *ipi_ecart* représente l'IPI en écart à sa tendance. La tendance a été extraite par un filtre Hodrick-Prescott.

* *vac_juillet+vac_août+vac_sept* est le nombre de jours de vacances scolaires pour les trois mois d'été en écart à la

moyenne. Cette série a été obtenue après pondération par le nombre d'habitants des Länder concernés par les vacances scolaires (source : *schulferien.org*).

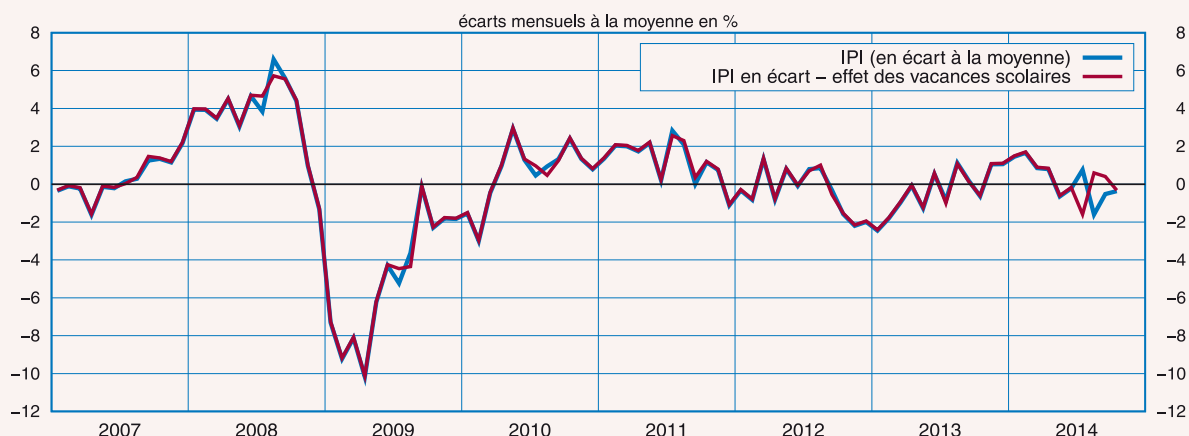
Par construction, l'estimation du modèle ne diffère de la série observée que pour les mois de juillet, août et septembre (*graphique*).

Hors effet des vacances scolaires, l'IPI aurait reculé en juillet, avant de progresser légèrement en août et en septembre (la tendance de l'IPI étant constante et proche de 0 sur les derniers mois, la variable *ipi_ecart* peut globalement s'interpréter comme l'IPI).

Au troisième trimestre 2014, l'effet total des vacances scolaires sur l'IPI serait négatif (-0,2 point), car il y a eu davantage de vacances que les autres années.

Mais *in fine*, la croissance sous-jacente de l'IPI a été faible au troisième trimestre, et plus particulièrement au mois de juillet (*tableau*). ■

IPI corrigé de l'effet des vacances scolaires



Source : Destatis, calculs Insee

Effets des vacances scolaires sur l'IPI

	juillet	août	septembre
Évolution observée de l'IPI	1,0	-2,3	1,1
Évolution de l'IPI hors vacances scolaires	-1,4	2,2	-0,2
Effet des vacances scolaires	2,4	-4,5	1,3

Sources : Destatis, calculs Insee

Encadré 2 - L'instauration d'un salaire minimum en Allemagne

En Allemagne, à partir du 1^{er} janvier 2015, les salariés ne pourront plus être payés moins de 8,50€ brut par heure travaillée¹. Ce nouveau seuil minimum serait ensuite revalorisé régulièrement.

Dans cette *Note de conjoncture*, l'impact de la mise en place de ce salaire minimum a été construit à partir des projections réalisées par les principaux instituts de conjoncture allemands².

Les salaires horaires augmenteraient significativement

En 2014, 5,3 millions de salariés sont payés moins de 8,50€/heure, soit 14 % de l'ensemble des salariés. Néanmoins, étant données les exceptions prévues par la loi, 4 millions de salariés seraient touchés par l'instauration du salaire minimum dès le 1^{er} janvier 2015, soit 10 % d'entre eux. En moyenne, pour les personnes concernées, le salaire horaire augmenterait de 2 euros par heure. Ceci correspond à une augmentation du salaire horaire moyen de l'ordre de 1,1 %³. Cet effet serait immédiat, dès le premier trimestre 2015.

(1) Quelques exceptions sont cependant prévues, notamment pour les salariés de moins de 18 ans, et les salariés couverts par un accord de branche qui contient un salaire minimum inférieur à 8,50€/heure.

(2) Gemeinschaftsdiagnose, *Deutsche Konjunktur im Aufschwung - aber Gegenwind von Wirtschaftspolitik*, Printemps 2014, pp 34-36.

(3) 10 % des salariés ont une augmentation de salaire de 30 % (de 6,5 € à 8,5 €), et leur salaire horaire représente actuellement 6,5 €/17,3 € = 38 % du salaire horaire moyen allemand. L'impact direct est donc de 10 % * 30 % * 31 % = 1,1 %.

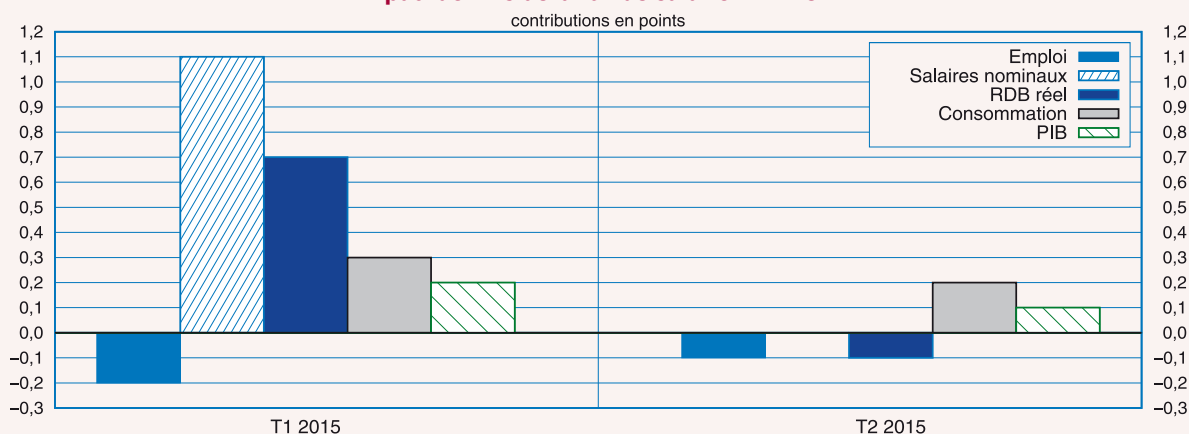
Un impact négatif est cependant attendu sur l'emploi

La littérature économique indique qu'un ajustement à la baisse de l'emploi est à attendre avec la hausse du coût du travail, avec une ampleur qui varie selon les estimations. Le scénario retenu implique une diminution du volume horaire de travail dans les secteurs à bas salaires de l'ordre de 4 % (0,3 % sur l'ensemble de l'économie). Les emplois dans ces secteurs étant souvent des emplois à temps partiel ou des minijobs, l'effet sur l'emploi par tête serait plus important : -0,4 % pour l'ensemble de l'économie, soit 200 000 emplois. Compte tenu des temps d'ajustement de l'emploi à son coût, cet effet sur l'emploi serait progressif et réparti sur les différents trimestres de l'année 2015 (-0,2 point au premier trimestre 2014 et -0,1 point pour les trimestres suivants par rapport aux prévisions d'emploi « spontanées »).

Un effet positif sur l'activité

Au total, la mise en place du salaire minimum provoquerait une hausse conséquente de la masse salariale au premier trimestre 2015 (+0,9 %). Toutefois, à court terme, les ménages ne dépenseraient pas la totalité du revenu supplémentaire ; ils en épargneraient une partie, avant d'ajuster leurs comportements de consommation à leurs nouveaux revenus. C'est pourquoi le salaire minimum aurait également un effet haussier sur la consommation au deuxième trimestre 2015 (*graphique*). ■

Impact de l'instauration du salaire minimum



Note de lecture : l'instauration du salaire minimum contribuerait pour -0,2 point à l'évolution de l'emploi au 1^{er} trimestre 2015.
Source : Gemeinschaftsdiagnose

Italie

Encalminée

L'activité a reculé de 0,1 % au troisième trimestre 2014, après -0,2 % au deuxième trimestre : techniquement, l'Italie est à nouveau entrée en légère récession, après une stabilité au premier trimestre 2014. Le PIB se stabiliserait au quatrième trimestre. 2014 serait ainsi la troisième année consécutive de baisse de l'activité (-0,4 %). L'atonie se maintiendrait au premier semestre 2015 et l'acquis de croissance à mi-année pour 2015 serait encore négatif (-0,1 %). L'équilibre entre le dynamisme modéré de la consommation privée et du commerce extérieur d'une part, et le repli persistant de l'investissement d'autre part, marquerait les trimestres à venir.

Le climat des affaires s'est dégradé à l'été

Après une légère amélioration en début d'année (qui ne s'est pas traduite dans les chiffres d'activité), le climat des affaires s'est dégradé en Italie. Les enquêtes de conjoncture suggèrent ainsi que l'activité stagnera au quatrième trimestre 2014. Cette stagnation de l'activité se poursuivrait ensuite jusqu'au deuxième trimestre 2015.

L'investissement recule de nouveau

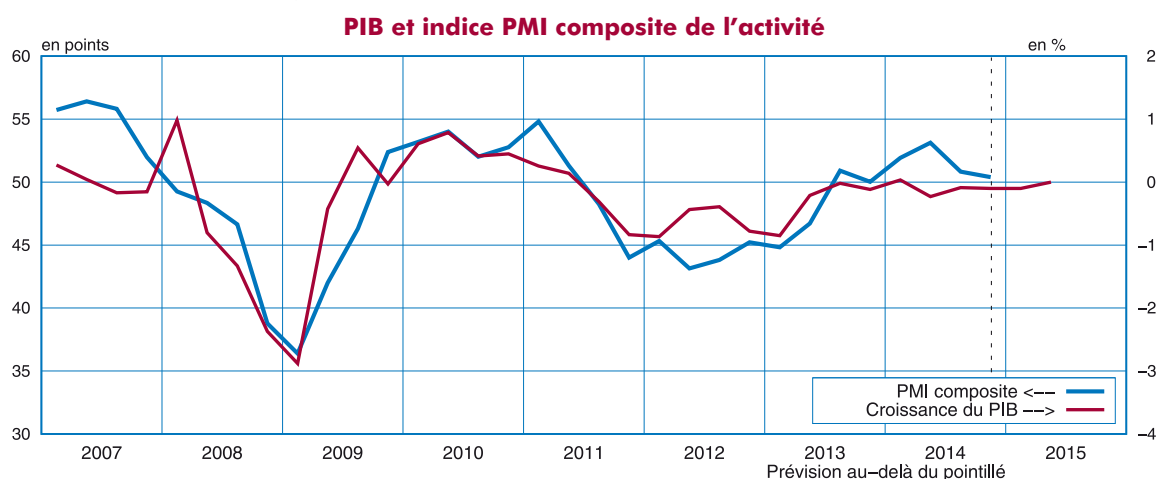
Le recul de l'investissement est le principal facteur de l'atonie de l'activité. D'une part, l'investissement en construction baisse continûment depuis 2008 (34 % de baisse cumulée) et a notamment coûté 0,4 point de croissance en 2014. Ni l'atonie persistante du revenu des ménages, ni les perspectives des chefs d'entreprise ne laissent attendre d'inversion de tendance à court terme (-1,0 % par trimestre d'ici mi-2015).

D'autre part, l'investissement productif baisse quasi continûment. Des perspectives de demande médiocres et le faible taux d'utilisation des capacités de production empêchent en effet toute reprise, alors même que le taux d'investissement des entreprises est au plus bas depuis 1995 (date de disponibilité des séries) : 5,8 % au deuxième trimestre 2014 contre 7,4 % en 2007. La baisse de l'investissement en équipement se poursuivrait donc d'ici mi-2015, mais s'atténuerait progressivement, grâce au raffermissement de la demande étrangère et à l'amélioration des conditions de financement : -0,5 % au quatrième trimestre 2014, -0,4 % et -0,3 % aux premier et deuxième trimestres 2015.

La consommation des ménages résiste

Au contraire, la consommation des ménages résiste (+0,1 % en moyenne par trimestre depuis mi-2013), grâce à la baisse du taux d'épargne. Avec la stabilisation de l'emploi et l'allègement mensuel de 80 euros des prélèvements entré en vigueur au printemps 2014, la consommation continuerait de croître au même rythme jusqu'à mi-2015, sans que les ménages aient à baisser de nouveau leur taux d'épargne.

Enfin, le commerce extérieur contribuerait favorablement à la croissance de l'activité, comme c'est le cas depuis début 2014 (+0,1 point par trimestre), grâce notamment aux effets favorables de la dépréciation récente de l'euro : les exportations accélèreraient en effet (+0,8 % au dernier trimestre 2014, puis +0,7 % par trimestre jusqu'à mi-2015), tandis que les importations resteraient peu dynamiques (+0,4 % au dernier trimestre 2014, puis +0,4 % et +0,5 % aux premiers trimestres 2015), en raison d'une demande intérieure peu dynamique. ■



Sources : Markit, Eurostat

Espagne

La vigueur de la reprise se confirme

L'économie espagnole a confirmé sa reprise au troisième trimestre 2014, l'activité progressant de façon vigoureuse (+0,5 %) pour le cinquième trimestre consécutif. À l'horizon de prévision, comme le laissent attendre les enquêtes de conjoncture encore favorablement orientées, la croissance espagnole resterait soutenue : +0,6 % au quatrième trimestre, puis +0,5 % par trimestre au premier semestre 2015. Cette vigueur de l'activité est avant tout portée par le dynamisme récemment retrouvé de la demande intérieure – particulièrement de la consommation privée et de l'investissement des entreprises –, après six ans de baisse. Au total, après deux années de recul du PIB (-2,1 % en 2012 et -1,2 % en 2013), le PIB progresserait à nouveau en 2014 (+1,4 %) et l'acquis de croissance pour l'année 2015 à l'issue du premier semestre s'établirait à +1,7 %.

La consommation privée resterait le moteur principal de la croissance

Depuis le second semestre 2013, la consommation des ménages croît à nouveau en Espagne, en phase avec le niveau relativement élevé des enquêtes de confiance auprès des consommateurs. À l'horizon du deuxième trimestre 2015, cette vigueur se confirmerait (+0,6 % par trimestre en moyenne), grâce à une forte progression de l'emploi, à l'arrêt de la contraction des salaires et à une baisse progressive de l'épargne de précaution permise par la baisse du chômage entamée mi-2013 et qui se poursuivrait jusqu'à mi-2015.

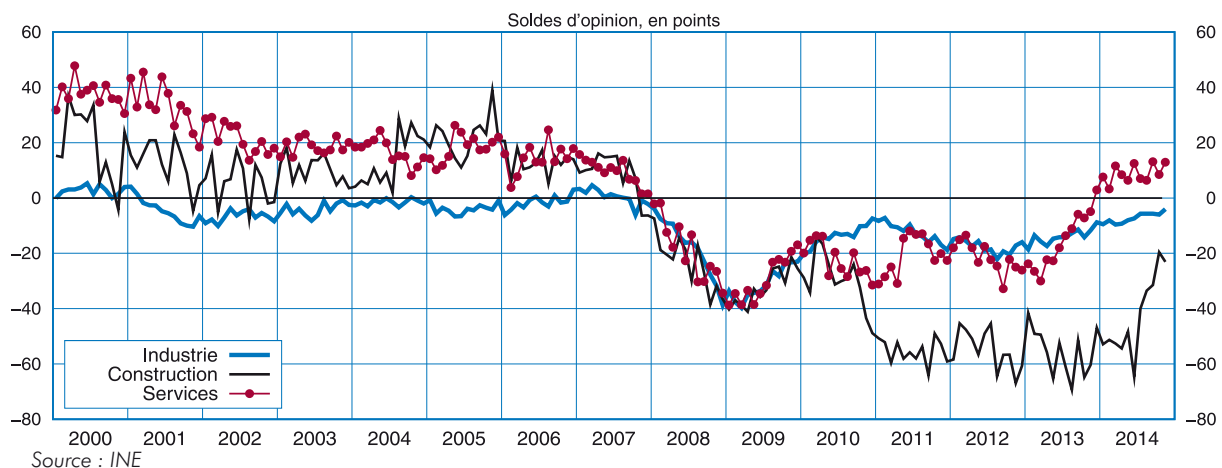
L'investissement dynamise également l'activité

Dans le même temps, la hausse récente des permis de construire et l'amélioration des enquêtes de confiance auprès des entrepreneurs du bâtiment (*graphique*) laissent envisager la fin de l'ajustement du marché immobilier. Celle-ci permettrait une moindre contraction de l'investissement en construction fin 2014, puis une légère hausse début 2015. Ce mouvement marquerait la fin de sept années de recul, durant lesquelles la part de la construction dans le PIB a baissé de plus de moitié, passant de 22 % mi-2007 à 9 % mi-2014.

D'ici mi-2015, l'investissement en biens d'équipement continuerait de croître à un rythme rapide (de l'ordre de +2 % par trimestre), comme depuis début 2013. Cette progression tient à la nécessité de réinvestir après une phase marquée d'ajustement, aux possibilités offertes par le niveau élevé des marges des entrepreneurs, enfin à la sollicitation plus importante de l'appareil productif.

Les exportations, soutenues par la compétitivité retrouvée de l'économie espagnole et la dépréciation récente de l'euro, resteraient dynamiques alors que les importations ralentiraient légèrement. Au total, la contribution du commerce extérieur à la croissance serait nulle en prévision, alors qu'elle était négative depuis mi-2013. ■

Climat des affaires par secteur dernier point : novembre 2014



Royaume-Uni

Légère perte de vitesse

Alors que le Royaume-Uni est en phase de reprise économique vigoureuse depuis début 2013, l'activité a ralenti au troisième trimestre 2014 (+0,7 % après +0,9 %). Le niveau des enquêtes de conjoncture reste élevé mais inférieur aux niveaux observés depuis fin 2013. La croissance se réduirait donc de nouveau au quatrième trimestre (+0,5 %). En particulier, le dynamisme des dépenses des ménages serait modéré par la baisse moins rapide de l'épargne de précaution et par la réduction des effets de richesse liée au ralentissement des prix immobiliers. En outre, le commerce extérieur continuerait de peser sur l'activité. Au premier semestre 2015, la croissance se maintiendrait (+0,5 % par trimestre) et l'acquis de croissance annuelle pour 2015 atteindrait +1,8 % à mi-année.

Le climat des affaires se replie

Au troisième trimestre 2014, la croissance britannique a atteint +0,7 %, après +0,9 % au deuxième trimestre. Ce léger ralentissement tient d'abord aux services (+0,7 % après +1,0 %) et, dans une moindre mesure, à l'industrie manufacturière (+0,4 % après +0,5 %). La dégradation du climat des affaires depuis août suivie du modeste rebond en novembre (*graphique*) suggère que l'activité ralentirait de nouveau au quatrième trimestre 2014 (+0,5 %), en lien avec le moindre dynamisme de la consommation publique et privée. Du côté de l'offre, le ralentissement proviendrait principalement des services et de la construction. Au premier semestre 2015, l'activité garderait ce rythme de croissance (+0,5 % par trimestre), soutenue par une demande intérieure certes moins dynamique, mais encore solide.

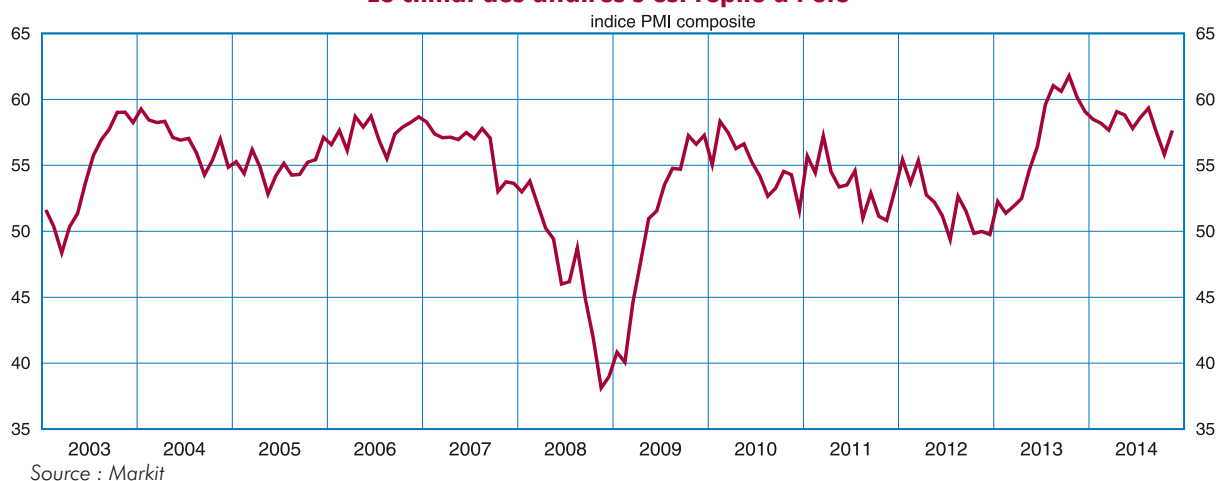
La demande intérieure ralentit

À l'horizon de la prévision, les ménages britanniques, dont la confiance reste élevée malgré un récent recul, abaisseraient légèrement le rythme de leurs dépenses (consommation et investissement résidentiel) par rapport à la tendance des derniers trimestres : +0,7 % au quatrième trimestre, puis +0,5 % par trimestre au premier semestre 2015. En effet, le chômage continuerait de baisser, mais plus lentement, ce qui atténuerait la baisse de l'épargne de précaution. En outre, le marché de l'immobilier s'est nettement assagi (ralentissement des prix, baisse du nombre de transactions et des montants de crédits accordés), ce qui limiterait les effets de richesse. Pour autant, le dynamisme de l'emploi salarié et le recul de l'inflation soutiendraient le pouvoir d'achat des ménages.

Le commerce extérieur continue de peser sur la croissance

Depuis deux ans, la progression des exportations reste modeste et les parts de marché du Royaume-Uni diminuent, pour partie sous l'effet de l'appréciation de la livre, qui pèse sur la compétitivité, mais aussi semble-t-il en raison de pertes de compétitivité « hors prix ». Par conséquent, d'ici mi-2015, les exportations progresseraient de nouveau nettement moins vite que le commerce mondial. Soutenues par le dynamisme de la demande intérieure, les importations croîtraient en revanche significativement. Au total, la contribution du commerce extérieur à la croissance de l'activité serait négative chacun des trimestres prévus (-0,1 point par trimestre). ■

Le climat des affaires s'est replié à l'été



Les comptes nationaux européens passent à la base 2010

Depuis septembre 2014, les comptes des différents pays européens sont diffusés dans une nouvelle base, la « base 2010 ». Changer de base, c'est revoir les méthodes, nomenclatures et sources statistiques utilisées par la comptabilité nationale afin de refléter au mieux la réalité économique. Le passage à la base 2010 est ainsi l'occasion d'un certain nombre d'ajustements conceptuels, liés le plus souvent au changement de système européen des comptes (passage du « SEC 95 » au « SEC 2010 »), et méthodologiques, comme à chaque changement de base¹. Incidemment, l'année de référence pour les prix est désormais 2010 (contre 2005 auparavant).

Comme pour la France, les révisions du PIB et des principaux agrégats de la demande (consommation, investissement, commerce extérieur, etc.) sont relativement faibles au regard de la variabilité des séries pour les autres pays européens étudiés (Allemagne, Espagne, Italie, Royaume-Uni).

Le niveau annuel du PIB est rehaussé d'environ 3 % dans chaque pays

Dans la zone euro (18 pays), le PIB en valeur de 2010 a augmenté de 3,5 % : en Allemagne et en France, l'augmentation s'élève à 3,2 %, alors qu'elle est de 3,6 % en Italie et de 3,4 % en Espagne. Cette réévaluation du niveau du PIB affecte généralement très peu les variations trimestrielles. Néanmoins, la chronique récente de l'activité change légèrement : notamment, la croissance a été plus vigoureuse au Royaume-Uni et en France depuis 2008, mais moins en Allemagne et en Espagne (graphique 1). Ces écarts ne traduisent pas seulement l'impact des changements conceptuels liés au nouveau SEC, mais souvent aussi l'introduction de nouvelles informations connues depuis lors.

L'investissement est relevé par la prise en compte des dépenses en R&D

Dans tous les pays étudiés, les dépenses d'investissement sont nettement rehaussées (+16 % pour l'ensemble de la zone euro), notamment du fait de la prise en compte des dépenses de recherche et développement, contribuant le plus à la réévaluation du PIB. En Italie, la FBCF n'augmente que de 6 % entre les deux bases et la révision à la hausse de la consommation des ménages, pour tenir compte de l'économie illégale, contribue presque autant à la hausse du PIB.

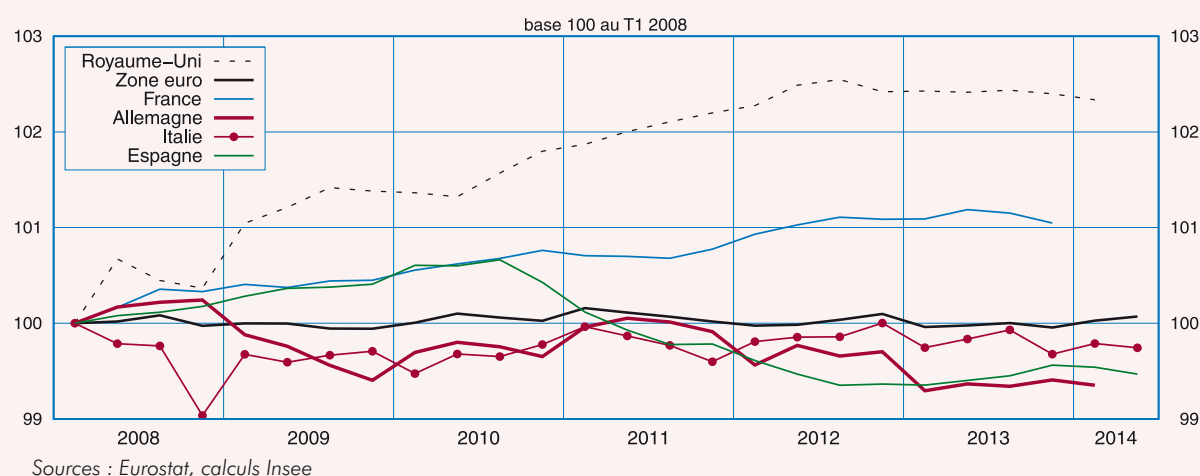
L'ampleur du choc de productivité britannique a diminué

Les révisions des comptes nationaux britanniques changent l'ampleur du décrochage de la productivité observée au Royaume-Uni². Les gains de productivité sont encore particulièrement faibles au Royaume-Uni depuis la crise de 2008 ; néanmoins, l'écart à la tendance de long terme est un peu atténué à 15 % contre un écart de 20 % auparavant. Tout d'abord, la tendance des gains de productivité est moindre avant la crise : +0,9 % de croissance annuelle moyenne entre 1970 et 2007 contre +1,1 % avant révisions. De plus, la contraction de la productivité est moins forte pendant la récession (-1,4 % contre -2,5 %) et la reprise est plus dynamique qu'avant révisions (graphique 2). En somme, le choc de productivité au Royaume-Uni reste d'actualité mais l'ampleur du phénomène a été revue à la baisse. ■

(1) Pour une présentation détaillée du passage à la base 2010 en France, voir « Les comptes trimestriels passent en base 2010 », Note de conjoncture de juin 2014.

(2) cf. N. Jess, J. Pramil, D. Roucher (2013) « À la recherche de la productivité britannique perdue », Note de conjoncture, décembre 2013, Insee.

1 - Écart du PIB en volume entre la base 2010 et la base 2005



États-Unis

La reprise est solide et entretient la hausse du dollar

L'activité est restée dynamique au troisième trimestre 2014 (+1,0 % après +1,1 %), l'économie américaine confirmant son rebond après la baisse en début d'année liée aux rigueurs de l'hiver. Une partie du dynamisme de l'été est néanmoins imputable à des facteurs ponctuels (baisse des importations, forte hausse des dépenses publiques de défense pour financer l'intervention militaire en Irak), de sorte que l'activité freinerait par contrecoup au quatrième trimestre (+0,6 %).

Au premier semestre 2015, la demande intérieure serait un peu plus dynamique, et l'activité accélérerait à nouveau (+0,7 % par trimestre).

La reprise est solide

L'activité ralentirait légèrement au quatrième trimestre 2014, conformément au message délivré par les enquêtes de conjoncture : le climat des affaires dans les différents secteurs reste à un niveau élevé mais s'est stabilisé depuis l'été (graphique). Puis l'activité accélérerait à nouveau au premier semestre 2015 (+0,7 % par trimestre), soutenue par une demande intérieure robuste.

L'investissement des entreprises reste robuste

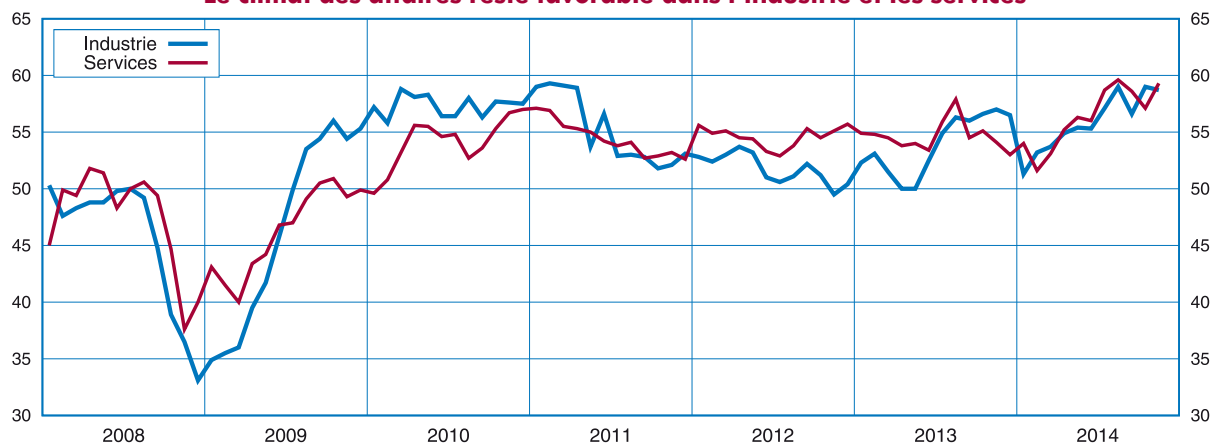
La bonne tenue de l'activité et la remontée du taux d'utilisation des capacités de production inciteraient les entreprises à poursuivre leur effort d'investissement non résidentiel sur un rythme compris entre 1 % et 1,5 % par trimestre. En revanche, l'investissement résidentiel ne retrouverait pas son dynamisme de 2012 et 2013, comme le suggèrent l'infléchissement des prix immobiliers et le ralentissement des mises en chantier de logements neufs courant 2014.

Le marché du travail continue de s'améliorer

Depuis janvier 2014, l'économie américaine crée en moyenne 241 000 emplois par mois et le taux de chômage recule régulièrement : à 5,8 % en octobre, il est à son plus bas niveau depuis juillet 2008. Les salaires, qui ont nettement accéléré en termes réels (+1,3 % en moyenne annuelle en 2014 contre +0,5 % en 2013), resteraient aussi bien orientés au premier semestre 2015. En conséquence, les gains de pouvoir d'achat resteraient dynamiques (+1,0 % en moyenne par trimestre), et la consommation des ménages en bénéficierait : après avoir légèrement ralenti au troisième trimestre (+0,5 %), elle retrouverait un peu plus d'allant au quatrième trimestre (+0,6 %) puis au premier semestre 2015 (+0,7 % par trimestre).

Après un net rebond au deuxième trimestre 2014 (+2,7 %), les exportations ont ralenti au troisième (+1,2 %). Elles resteraient sur un rythme à peine plus élevé en prévision (+1,4 % puis +1,3 % par trimestre), dans le sillage d'une demande mondiale moins porteuse et pénalisées par l'appréciation passée du dollar. Après la baisse du troisième trimestre (-0,2 %), les importations rebondiraient au quatrième trimestre (+1,5 %), puis conserveraient un rythme de progression soutenue au premier semestre 2015 (+1,3 % par trimestre), portées par le dynamisme de la demande intérieure mais ralenties par la baisse des importations de produits pétroliers. La contribution des échanges extérieurs serait légèrement négative au cours des prochains trimestres. ■

Le climat des affaires reste favorable dans l'industrie et les services



Source : ISM

Japon

La sortie de la déflation toujours en question

Le Japon est à nouveau entré en récession : l'activité s'est contractée de 0,5 % au troisième trimestre 2014, après -1,7 % au deuxième trimestre. Cette baisse est largement imputable à un fort mouvement de déstockage des entreprises nippones, mais l'atonie de la demande intérieure signale que la hausse de la TVA en avril a eu des effets plus défavorables qu'attendu. La consommation des ménages n'a que faiblement rebondi (+0,4 %) après sa chute au printemps (-5,2 %), l'investissement immobilier résidentiel a continué de se contracter fortement (-6,8 % après -10,0 %) et l'investissement des entreprises a de nouveau reculé (-0,4 % après -4,7 %). D'ici la fin du premier semestre 2015, les effets de la hausse de TVA s'estomperont et l'activité croîtra modérément (+0,4 % en moyenne par trimestre).

L'activité croîtra à nouveau à la fin 2014

Après une forte dégradation au deuxième trimestre, le climat des affaires dans le secteur manufacturier s'est progressivement redressé, soutenu par les commandes intérieures et à l'exportation (*graphique*). Toutefois, le climat des affaires dans les services est morose. Au total, l'activité croîtra modérément au quatrième trimestre (+0,4 %).

La demande intérieure se redresserait modestement

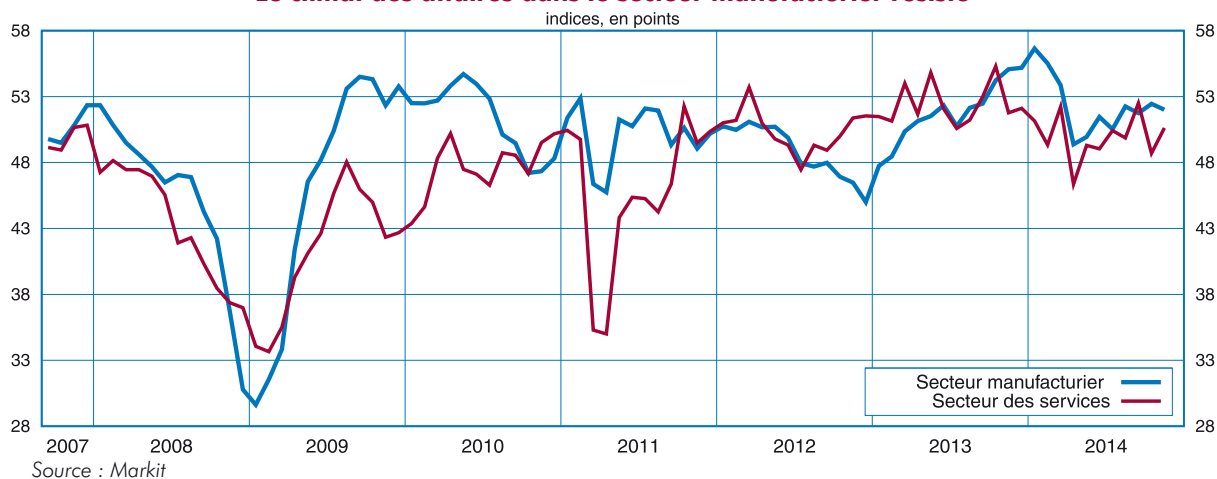
Les dépenses de consommation des ménages ne se sont que peu redressées au troisième trimestre. Le bas niveau de la confiance des ménages suggère que la hausse de la consommation ne resterait que modeste : +0,3 % au quatrième trimestre, puis +0,4 % par trimestre au premier semestre 2015. L'investissement des entreprises stagnerait au quatrième trimestre 2014 puis accélérerait légèrement au premier semestre 2015, entraîné par une activité un peu plus dynamique. L'investissement immobilier se stabiliserait lentement à l'horizon de la prévision : les mises en chantier tardent en effet à repartir après le choc de TVA.

Les enquêtes de conjoncture signalent que les exportations seraient dynamiques au quatrième trimestre, en ligne avec la demande mondiale. Elles le resteraient au premier semestre 2015, soutenues par le relatif dynamisme du commerce mondial et la dépréciation passée du yen. Entraînées par la demande intérieure, les importations retrouveraient aussi un peu de vigueur.

La sortie de déflation reste incertaine

La hausse de la TVA en avril 2014 a entraîné une nette accélération des prix de sorte que l'inflation atteint des niveaux inégalés depuis 1991,

Le climat des affaires dans le secteur manufacturier résiste



s'établissant à +2,9 % en octobre (sans la hausse de la TVA, la Banque du Japon estime que la hausse des prix ne serait que de 1,0 %). Ce niveau résulte donc en grande partie d'un stimulus ponctuel, auquel s'ajoute la forte dépréciation du yen. De fait, la progression des salaires reste timide au troisième trimestre et la dynamique de sortie de déflation n'est pas encore complètement

enclenchée. La Banque du Japon a donc annoncé en novembre une nouvelle accélération de la base monétaire. En outre, devant l'ampleur de l'effet de la hausse de TVA de cette année, le gouvernement a annoncé le report de la seconde hausse de TVA, initialement prévue en 2015, et a convoqué des élections générales anticipées pour décembre. ■

Un premier bilan en demi-teinte des Abenomics

Depuis 1998, le Japon est entré dans une spirale déflationniste, et peine à retrouver une activité économique dynamique dans un contexte de hausse massive de la dette publique. Début 2013, le gouvernement de S. Abe, à peine élu, a mis en place une politique en plusieurs volets ou « flèches » destinée à sortir le Japon de cette spirale : cette politique a été communément dénommée « Abenomics ». L'objectif est, d'une part, de relancer la demande au moyen d'un *policy mix* très accommodant susceptible de rehausser durablement les anticipations d'inflation, et d'autre part d'augmenter la croissance potentielle de l'économie japonaise au moyen de réformes structurelles.

Les « Abenomics » combinent plusieurs types de politiques volontaristes pour sortir de la déflation

Cette politique se décline en trois « flèches » : une relance budgétaire importante, une expansion monétaire massive, et la mise en place de réformes structurelles pour rehausser la croissance potentielle. À court terme, l'objectif est triple : générer une forte hausse des prix qui favorise l'investissement des entreprises en baissant les taux d'intérêt réels et permette d'enclencher une dynamique de sortie de déflation ; relancer les exportations par une forte dépréciation du yen ; générer un effet multiplicateur de la dépense publique.

Une relance budgétaire et un choc de TVA

Dès son entrée en fonction, le gouvernement de S. Abe a décidé la mise en place d'une politique budgétaire fortement

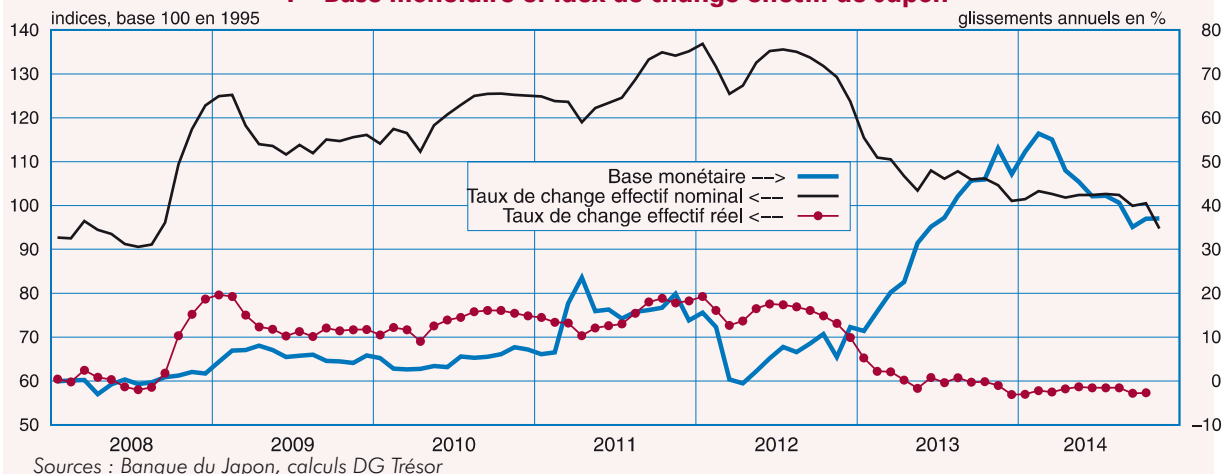
expansionniste, réactivant notamment les dépenses d'infrastructures. Un cinquième plan de relance depuis le séisme de mars 2011 a ainsi été voté en février 2013 pour environ 2,2 % du PIB. Une part importante de ce plan a été affectée à la reconstruction des régions dévastées par le séisme de 2011 (0,4 % du PIB) et au remplacement des infrastructures obsolètes (0,8 % du PIB). Les services sociaux et médico-sociaux ont également bénéficié de fonds supplémentaires à hauteur de 0,7 % du PIB.

Pour financer ce vigoureux plan de relance sans grever les finances publiques déjà très dégradées (le déficit des administrations publiques a atteint 12 % du PIB en 2013, portant sa dette à 244 % du PIB), le gouvernement a parallèlement décidé d'une hausse de la TVA. Controversée car susceptible de peser sur la reprise, cette hausse devait initialement être mise en place en deux étapes (de 5 % à 8 % en avril 2014, puis de 8 % à 10 % en octobre 2015).

Une politique monétaire très expansionniste

Parallèlement, en accord avec le gouvernement japonais, la Banque du Japon a, dès le début de l'année 2013, décidé d'accentuer très fortement le caractère expansionniste de sa politique monétaire. Elle a ainsi inauguré une politique de ciblage de l'inflation à 2 %, un objectif très élevé pour un pays dans lequel l'inflation s'est établie à -0,2 % en moyenne sur la période 1998-2013. Pour atteindre cet objectif, la Banque du Japon a décidé d'accroître massivement la base monétaire de 60 000 milliards à 70 000 milliards de yens

1 - Base monétaire et taux de change effectif du Japon



(soit 13 à 15 % du PIB) par an (*graphique 1*). Cette politique d'assouplissement qualitatif et quantitatif vise à abaisser les taux d'intérêt de long terme sur différentes classes d'actifs plus ou moins risqués, afin de stimuler l'investissement. Elle comprend des achats massifs de bons du Trésor de longue maturité, d'obligations souveraines et autres titres gouvernementaux, mais également de titres plus risqués, comme des titres de fonds cotés en bourse ou des titres de fonds communs immobiliers.

Sur le plan financier, la mise en place de cette politique a eu des effets notables, a priori bénéfiques à court terme pour l'économie japonaise. Elle a entraîné une forte dépréciation du Yen (près de 40 % depuis le premier janvier 2013, *graphique 1*). Elle a également conduit à une hausse de la valorisation boursière des entreprises nippones (*graphique 2*), à même de générer, chez les détenteurs de portefeuilles, des effets de richesse bénéfiques pour la demande intérieure. Enfin, les taux d'intérêt réels à long terme ont nettement baissé.

L'impact des deux premières « flèches » est contrarié par la hausse de TVA d'avril 2014

Les Abenomics ont tardé à produire des effets sur l'activité

Les effets du *policy mix* ont tardé à se transmettre à l'économie réelle : le rythme de progression du PIB a été de +1,5 % en 2013, comme en 2012. Ainsi, étant donné la faible élasticité-prix des exportations japonaises, la dépréciation du yen n'a pas eu d'effet significatif sur les volumes des exportations (*graphique 3*), tandis qu'elle a renchéri les importations, notamment énergétiques, de sorte que la balance commerciale a atteint un déficit historique. Par ailleurs, les hausses boursières ne semblent pas avoir accentué le dynamisme de la consommation des ménages via des effets de richesse. En revanche, l'investissement public a fortement contribué à la croissance en 2013 (à hauteur de 0,5 point), de même que l'investissement immobilier, avec pour corollaire une nette hausse des prix.

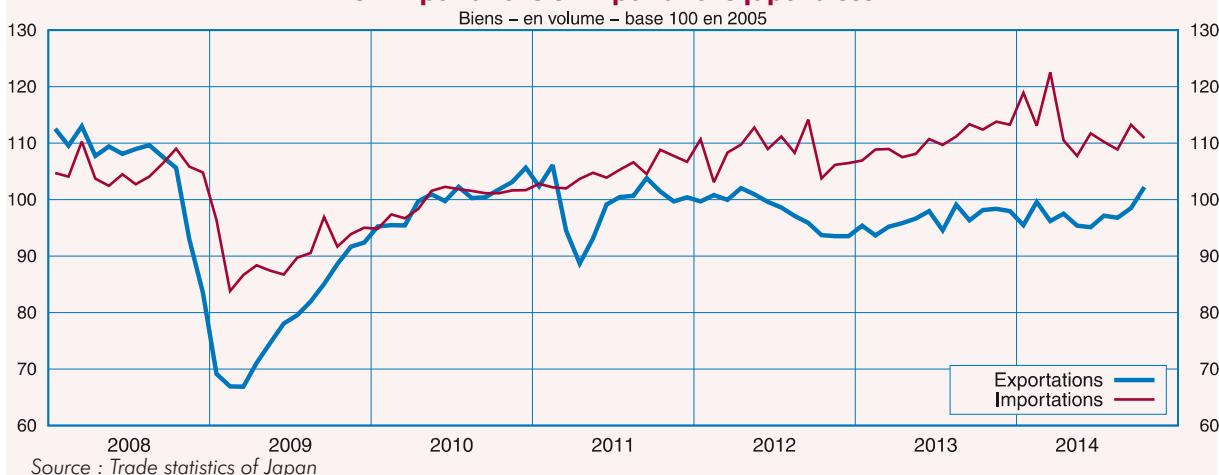
Les salaires se sont redressés, mais leur hausse est encore très timide

Pour sortir de la déflation, le gouvernement japonais espérait que les hausses de salaires que les entreprises accorderaient

2 - Indices boursiers de quelques économies avancées



3 - Exportations et importations japonaises



à leurs salariés leur permettraient de faire face à la hausse des prix. Ce mécanisme ne semble que partiellement enclenché. En 2014, les salaires de base ont renoué avec la croissance, pour la première fois depuis 2008, mais augmentent peu en glissement annuel (+0,3 % en octobre pour les salaires de base, *graphique 4*) alors que l'inflation est dynamisée par la hausse de la TVA (+2,9 % - cf. infra). La masse salariale est alimentée essentiellement par l'emploi et les primes exceptionnelles. En revanche, l'environnement financier favorable a bénéficié aux entreprises : leur taux de marge est très élevé et le taux d'utilisation des capacités de production manufacturière s'est redressé. Au total, le partage de la valeur ajoutée s'est déplacé en faveur des entreprises.

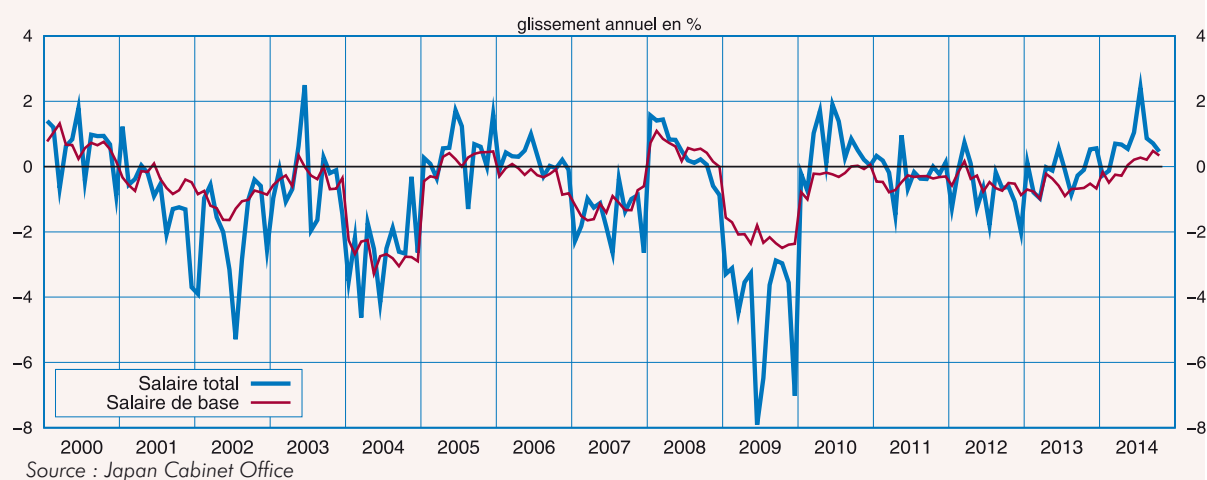
La hausse de TVA d'avril 2014 met en péril la stratégie des Abenomics

La hausse du taux de TVA (de 5 % à 8 %) en avril 2014 a bien nourri l'inflation : l'indice des prix à la consommation (hors produits périssables) a augmenté de 2,9 % sur un an en

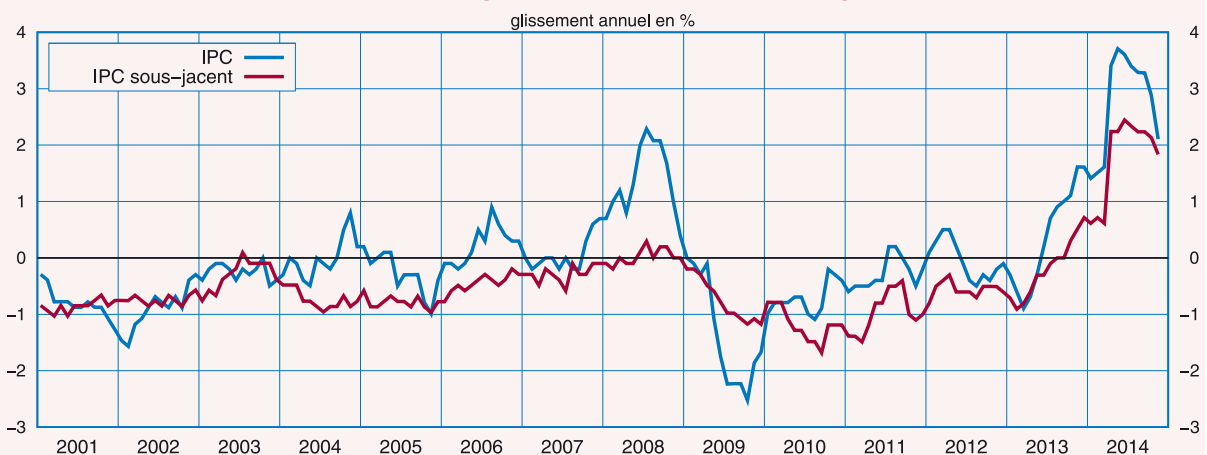
octobre 2014 (*graphique 5*). Mais la Banque du Japon estime qu'en l'absence de choc fiscal, la hausse des prix serait de 1,0 % seulement, soit un niveau comparable à celui du début de l'année, d'autant plus modéré qu'il est largement alimenté par l'inflation importée liée à la dépréciation du yen.

En outre, le choc fiscal semble avoir eu un puissant effet récessif sur l'économie japonaise, bien au-delà de ce qu'avaient anticipé les autorités : une fois la hausse de TVA passée, l'inflation risque ainsi de s'éroder progressivement. En conséquence, le gouvernement japonais a décidé en novembre, en même temps que la dissolution de la Chambre basse, de reporter la nouvelle hausse du taux de TVA, de 8 % à 10 %, initialement prévue pour octobre 2015. L'entrée du pays en récession a par ailleurs conduit la Banque du Japon à accentuer encore sa politique monétaire expansionniste, haussant l'objectif d'accroissement de la base monétaire à 80 000 milliards de yens (environ 17 % du PIB) par an.

4 - Les salaires au Japon



5- Indice des prix à la consommation au Japon



Note de lecture : Le dernier point connu est octobre 2014. Le point de novembre est une estimation basée sur les prix à la consommation à Tokyo uniquement.

Source : Statistics Bureau of Japan

La mise en place de la troisième « flèche » se fait attendre

La troisième « flèche » des Abenomics, la plus délicate à mettre en œuvre, consiste à mener une stratégie de croissance à moyen terme. Cette « stratégie de revitalisation du Japon », réaffirmée par le gouvernement de S. Abe en juin 2014, se décline en plusieurs projets de réformes structurelles à caractère macroéconomique ou sectoriel, annoncés par le gouvernement en juin 2014, mais qui restent à ce stade encore assez imprécis.

La réforme du marché du travail pour encourager l'activité

Le Japon est un pays vieillissant. Sa population active décroît tendanciellement depuis la fin des années 1990, ce qui pèse sur la croissance potentielle du pays. Pour lutter contre cette tendance, le gouvernement japonais faciliterait le travail des femmes, en retrait par rapport aux autres pays développés (graphique 6), en augmentant les capacités d'accueil dans les crèches et en favorisant la promotion des femmes à des postes d'encadrement.

En outre, au moyen d'une politique de soutien accru à l'innovation et à la recherche, le gouvernement entend soutenir la productivité du pays. Plusieurs programmes, notamment d'aide à l'investissement en R&D, ont été mis en place en 2014. À l'avenir, le gouvernement entend mener une « révolution robotique » pour renforcer massivement l'automatisation de l'économie (jusqu'à deux fois plus de robots dans l'industrie manufacturière, et vingt fois plus dans

l'industrie non manufacturière en 2020) et ainsi faire face au déficit prévu de main d'œuvre.

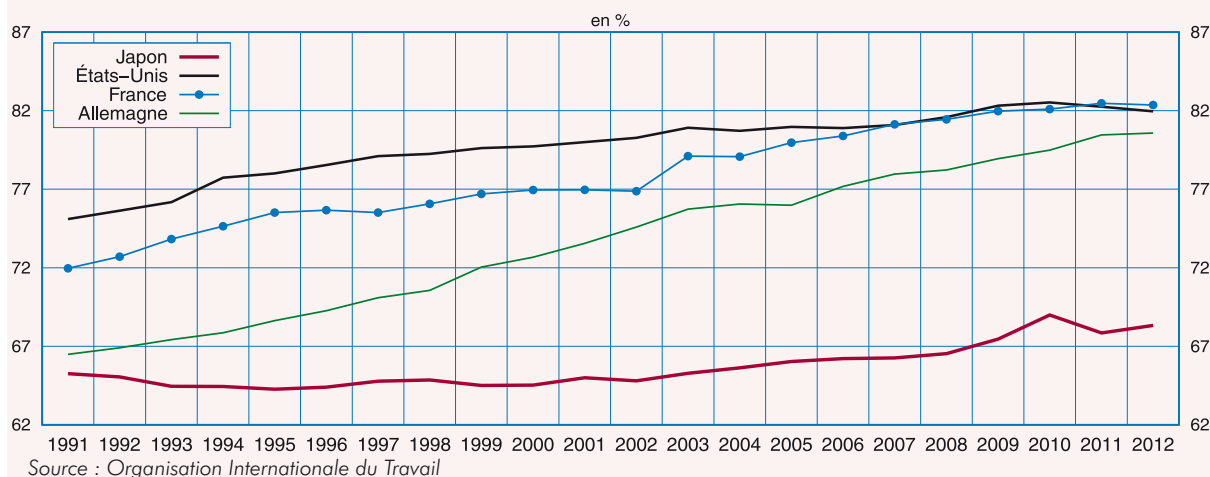
Une réforme fiscale qui vise à soutenir l'investissement

En avril 2014, le taux d'impôt sur les sociétés a été réduit de 38 % à 35,6 %, et une nouvelle baisse devrait avoir lieu en 2015. À terme, le gouvernement japonais devrait réduire la taxation des entreprises à un niveau inférieur à 30 %. Il compte aussi encourager les entreprises à améliorer la rentabilité de leurs capitaux propres, notamment par une réforme de la gouvernance des entreprises. Une réforme visant à améliorer l'offre de certains secteurs en les rendant plus concurrentiels, en particulier le secteur agricole et celui de l'énergie, est également prévue.

Conclusion : un bilan en demi-teinte

Au total, la politique volontariste du gouvernement de S. Abe, si elle a eu des effets marqués sur la baisse des taux d'intérêt et la hausse des prix, tarde à influencer sur l'économie réelle. Ainsi, les salaires n'ont que timidement suivi la dynamique des prix, de sorte que la hausse de la TVA mise en place en avril 2014 a fortement pesé sur la demande intérieure, plongeant le Japon dans la récession. En outre, malgré la forte expansion monétaire qui favorise un coût du crédit très peu élevé, les agents privés continuent de se désendetter, de sorte que l'investissement des entreprises, ne semble pas pour l'heure, avoir été tiré par les Abenomics. ■

6 - Rapport du taux d'activité féminin au taux d'activité masculin dans quelques pays avancés



Économies émergentes

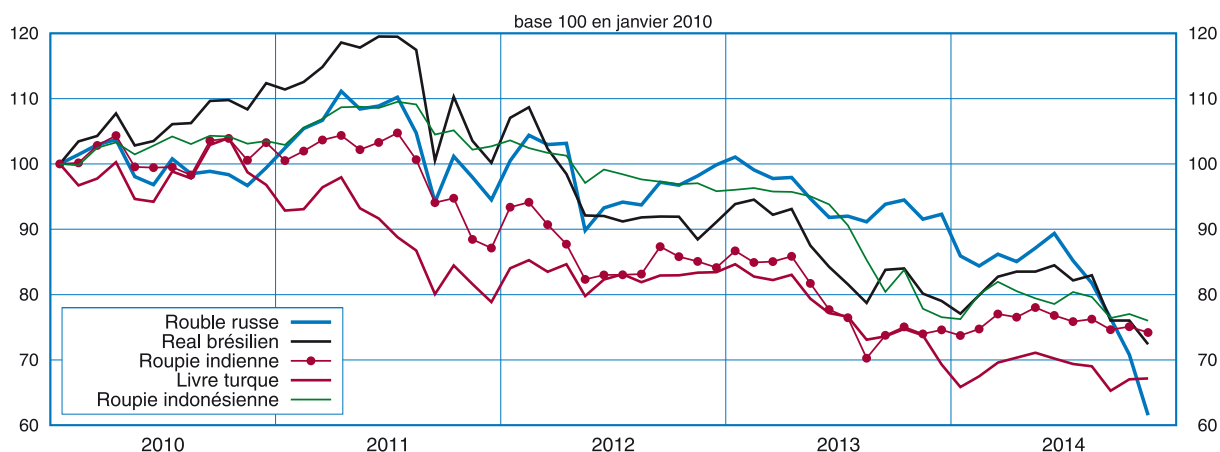
Les économies émergentes n'émergent plus au même rythme

Au troisième trimestre 2014, les économies émergentes ont conservé une croissance modérée. La production industrielle a marqué le pas, notamment en Chine et au Brésil. En dépit des dépréciations passées de leurs monnaies, les pays émergents garderaient une activité ralentie au cours des prochains trimestres. Le climat des affaires reste relativement mal orienté, même s'il s'est modestement redressé depuis mars. Les importations se sont contractées au premier semestre 2014 mais rebondiraient nettement au second semestre, puis progresseraient à un rythme toujours inférieur à celui d'avant-crise au premier semestre 2015. Les exportations ont rebondi dès le deuxième trimestre 2014, mais progresseraient moins rapidement jusqu'à mi-2015. Au total, les importations des économies émergentes seraient moins dynamiques en 2014 qu'en 2013 (+3,7 % après +5,8 %), tandis que les exportations progresseraient à peine plus rapidement (+4,6 % après +4,5 %). Au premier semestre 2015, le commerce extérieur des émergents serait un peu plus dynamique, sans toutefois retrouver sa vigueur d'avant-crise : à la fin du semestre, l'acquis de croissance serait de +4,7 % pour les exportations, et de +4,3 % pour les importations.

Malgré le desserrement des tensions monétaires, les banques centrales restent confrontées à des fondamentaux préoccupants

Une vague de sorties de capitaux à la fin de 2013 et au début de 2014 avait conduit plusieurs banques centrales de pays émergents à relever leurs taux directeurs pour soutenir leur monnaie qui se dépréciait fortement. Depuis le deuxième trimestre 2014, les devises des grands pays émergents se sont, dans l'ensemble, stabilisées, notamment en Inde, en Indonésie et en Turquie (*graphique 1*). Néanmoins, plusieurs pays restent sujets à des déséquilibres macroéconomiques qui jettent un doute sur leur capacité de rebond à moyen terme (cf. dossier) et poussent certaines banques centrales à modifier leurs politiques de nouveau. Ainsi, face aux fortes sorties de capitaux et aux pressions à la baisse sur le rouble, la banque centrale russe a abandonné son ancrage mixte sur l'euro et le dollar. Au Brésil, la dépréciation du réal a conduit la banque centrale à hausser de nouveau son taux directeur (11,75 %), ce qui pèserait un peu plus sur une demande intérieure déjà dégradée.

1 - La Russie dans la tourmente monétaire



Source : Macrobond financial AB

L'économie chinoise ralentit encore

L'atonie relative de l'activité est commune à l'ensemble des économies émergentes. En Chine, l'activité a légèrement décéléré au troisième trimestre 2014 (+1,9 % après +2,0 %). Le ralentissement du secteur manufacturier illustre l'infléchissement de la demande intérieure : la consommation reste morose et l'investissement des entreprises continue de ralentir. L'investissement immobilier tourne au ralenti, après avoir décroché au début de l'année 2014. Au quatrième trimestre 2014, le climat des affaires s'est redressé dans les services mais reste bas dans l'industrie, de sorte que l'activité n'accélérerait que très légèrement à l'horizon de la prévision. Côté demande, la consommation des ménages augmenterait modestement : depuis le début de l'année, la progression des ventes au détail se stabilise et les immatriculations de véhicules reculent. En outre, pénalisé par le tarissement du crédit, l'investissement continuerait de ralentir : son glissement annuel, de +15,9 % en octobre, a atteint son plus bas niveau depuis 2001.

Le Brésil est en difficulté

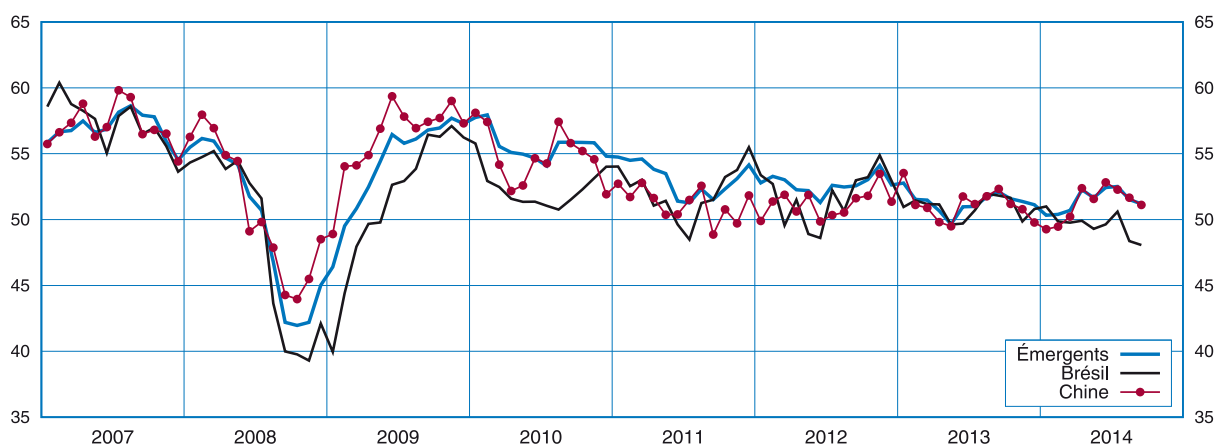
Le Brésil est sorti de récession de justesse au troisième trimestre (+0,1 %) mais le PIB reste inférieur à son niveau du troisième trimestre 2013 (-0,2 %). La remontée des taux d'intérêt et la longue période d'incertitude liée aux élections présidentielles en octobre ont affecté l'activité. Le climat des affaires reste dégradé selon les enquêtes de conjoncture (graphique 2). De plus, la confiance des industriels reste basse malgré la légère remontée entamée en septembre. Au troisième trimestre, la production industrielle s'est

de nouveau contractée, de sorte que l'activité est restée dégradée, dans son ensemble. De même, les exportations de biens ont largement baissé en volume malgré la dépréciation du réal. Enfin, de nouveau affaiblie par la hausse des taux d'intérêt, l'activité resterait déprimée à l'horizon de la prévision.

La Russie est confrontée aux sanctions économiques

En Russie, l'activité a de nouveau légèrement ralenti au troisième trimestre, à +0,7 % après +0,8 % en glissement annuel. La crise géopolitique et les sanctions économiques et financières ont entraîné une dépréciation de plus de 40 % du rouble par rapport au dollar depuis le début de l'été 2014. La conjonction du resserrement monétaire en réponse à la dépréciation du rouble, des sorties de capitaux et de la dégradation du pouvoir d'achat des ménages, affecté par la hausse des prix, laisse envisager une activité encore morose au cours des prochains trimestres. Cependant, le regain de confiance dans l'industrie et l'accélération de la production (acquis de croissance de +1,2 % en octobre pour le quatrième trimestre après +0,4 % au troisième trimestre), potentiellement imputables au recentrage de la consommation sur le marché intérieur et au regain de compétitivité offert par la baisse du rouble, permettraient à l'économie russe d'échapper à la récession à très court terme. Dans les pays de l'Europe de l'Est (Hongrie, République tchèque et Pologne), la crise ukrainienne semble peser moins fortement sur les perspectives des industriels, et l'activité pourrait accélérer quelque peu. ■

2 - Le climat des affaires est bas, notamment au Brésil



Source : Markit