

Croissance française en 2015 : les impulsions extérieures et les facteurs internes se sont compensés

Camille Sutter

Département de la conjoncture

Benoît Campagne
Quentin Laffeter
Raphaël Lee

Département des études économiques

En 2015, la croissance française a atteint +1,2 %, après +0,7 % en 2014. Cette accélération de l'activité a eu lieu au sein d'un environnement international marqué par plusieurs inflexions significatives : la forte baisse du prix des matières premières énergétiques, le renforcement de la politique monétaire accommodante mise en place par la Banque centrale européenne, le ralentissement des économies émergentes et la reprise des pays d'Europe du Sud.

Après un plafond atteint entre début 2011 et mi-2014, le prix du pétrole a fortement diminué depuis lors, entraînant avec lui celui des autres matières premières énergétiques. La baisse s'est poursuivie en 2015, le prix en euros du baril de Brent se situant 42 % en deçà de son niveau moyen de 2013. Des simulations effectuées à l'aide de modèles macroéconomiques (Mésange et NiGEM) permettent d'estimer les effets de cet allègement de la facture énergétique, à la fois pour la France et pour la plupart de ses partenaires : selon ces deux modèles, il aurait généré un surplus de croissance de l'ordre de 0,3 point en 2015 pour l'économie française.

Les mêmes modèles permettent d'estimer la contribution à la croissance des autres caractéristiques marquantes de 2015. La politique monétaire accommodante menée par la BCE, cumulant baisses des taux directeurs et mesures non conventionnelles, s'est tout d'abord traduite par une diminution continue des taux souverains et des taux privés d'une part et une dépréciation de l'euro d'autre part. Ces effets ont profité à l'ensemble des pays de la zone euro et, s'agissant de l'économie française, ils auraient apporté un surplus de croissance de l'ordre de 0,4 point en 2015, dont 0,2 point attribuable à la baisse des taux d'intérêt et 0,2 point à la dépréciation de l'euro.

Par ailleurs, la fin progressive des épisodes de consolidation budgétaire dans les pays de la zone euro a contribué à l'accélération de leur demande intérieure, donc à un surplus de demande adressée aux exportateurs français. Toutefois, le ralentissement des économies émergentes, outre les effets liés à la baisse des prix des matières premières énergétiques, a joué en sens inverse. Ces deux effets auraient globalement réduit la croissance française de 0,1 point en 2015.

L'ensemble des impulsions externes auraient ainsi soutenu la croissance de l'économie française à hauteur de 0,5 point en 2015. L'activité française est en revanche restée pénalisée par des facteurs internes. D'une part, le recul de l'investissement des ménages, entamé dès 2007 mais amplifié depuis 2013, s'est poursuivi en 2015, ôtant 0,1 point à la croissance. D'autre part, la consolidation budgétaire française a été moins forte que celles de ses partenaires européens en 2012 et 2013 mais s'est poursuivie ensuite, ce qui aurait encore affecté l'activité en 2015, à hauteur de 0,4 point de PIB. Au total, sous les hypothèses retenues, les facteurs internes auraient compensé les impulsions extérieures favorables et l'activité française a crû en 2015 pratiquement à son rythme tendanciel.

Croissance française en 2015 : les impulsions extérieures et les facteurs internes se sont compensés

La baisse du prix des matières premières énergétiques a soutenu l'activité

Les prix du pétrole et des autres matières premières énergétiques ont chuté en 2015...

Entre début 2011 et mi-2014, le cours du pétrole a atteint un plateau à un niveau élevé, autour de 110 \$ le baril de Brent de la mer du Nord. Ce cours reflétait la stratégie de l'OPEP de stabilisation des prix, ainsi que l'utilisation du pétrole comme valeur refuge sur les marchés financiers. À partir de l'été 2014, le cours du pétrole a chuté, pour atteindre 53 \$ en moyenne annuelle en 2015, soit une baisse de 52 %. Cette chute s'explique par un déséquilibre sur les marchés physiques, caractérisés par une abondance d'offre au moment où la demande ralentissait. Côté offre, les prix élevés du début des années 2010 ont stimulé une production non conventionnelle américaine à coût de production élevé. La nouvelle stratégie de l'OPEP visant à stabiliser ses parts de marché a accru davantage la production. Côté demande, le ralentissement des économies émergentes, notamment de la Chine, n'a pas été compensé par la reprise modérée des économies avancées. Le déséquilibre entre offre et demande s'est traduit par un stockage important qui a lui-même pesé en retour sur les cours.

L'appréciation du dollar vis-à-vis de l'euro sur la même période a limité la diminution du prix du pétrole en euros, de 82 € en moyenne en 2013 à 47 € en 2015, soit -42 % (graphique 1). La baisse du cours du pétrole oriente également celui des autres matières premières énergétiques, du gaz naturel notamment. Le cours moyen du million de *British Thermal Unit* sur les marchés européens est ainsi passé de 8,9 € à 6,5 € entre 2013 et 2015, soit -30 %.

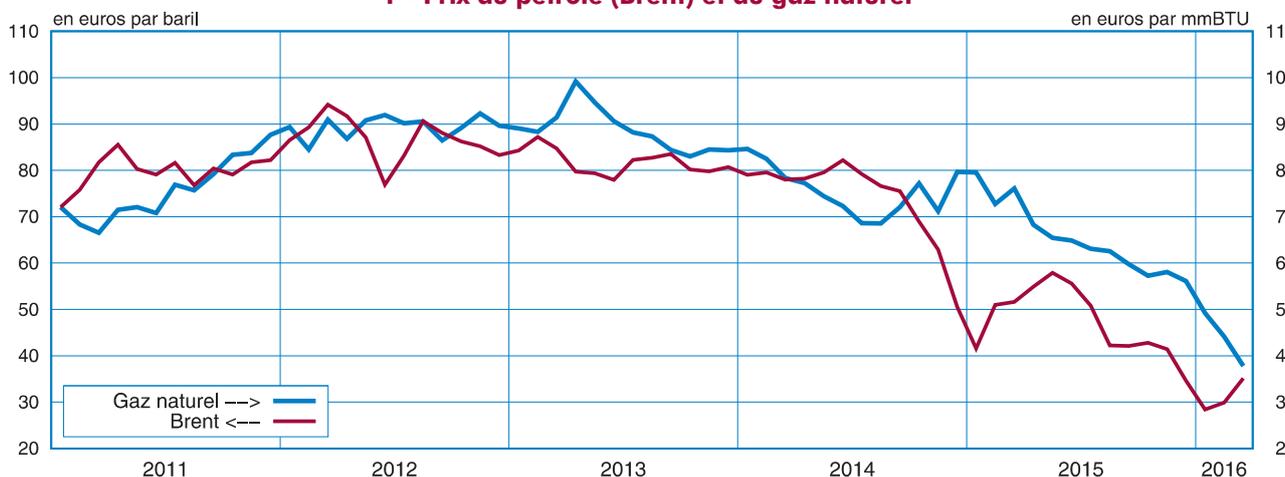
...ce qui a réduit le prix des importations et la facture énergétique...

La France étant importatrice nette d'hydrocarbures bruts et de produits pétroliers raffinés, la baisse des cours a réduit le prix des importations. En 2015, le prix des importations en produits pétroliers bruts a en effet diminué de 40 % par rapport à 2013, celui des produits raffinés de 34 %, tandis que celui du gaz a diminué de 26 %. La facture énergétique de la France a ainsi été allégée de 23 milliards d'euros en 2015, soit 1,1 point de PIB, par rapport à la situation de 2013 (Bortoli et Milin, 2016).

... et a permis aux entreprises de restaurer leurs marges via la baisse des coûts des consommations intermédiaires...

La baisse du cours des hydrocarbures représente un transfert de richesse des pays producteurs vers les pays importateurs comme la France. Les matières énergétiques participent en effet au processus de production en tant que consommations intermédiaires, dans l'industrie (notamment dans la cokéfaction-raffinage et la chimie) comme dans la fourniture de services (de transport essentiellement). Pour les entreprises de ces secteurs, la baisse du cours des matières énergétiques se matérialise par une baisse du coût de production, leur offrant la possibilité d'arbitrer entre redressement des marges et baisse des prix de vente.

1 - Prix du pétrole (Brent) et du gaz naturel



Sources : APX Endex, Insee

Croissance française en 2015 : les impulsions extérieures et les facteurs internes se sont compensés

Le redressement des marges, privilégié à court terme, fait en général ensuite place à la baisse des prix de production, qui se diffuse progressivement à l'ensemble de l'économie, y compris aux secteurs peu consommateurs de matières premières énergétiques.

Entre 2013 et 2015, le taux de marge des sociétés non financières a augmenté de 1,5 point (de 29,9 % à 31,4 %), dont 0,6 point du fait de la variation des termes de l'échange, c'est-à-dire de l'écart entre prix de valeur ajoutée et prix de consommation finale, et dont la baisse du prix du pétrole constitue l'un des principaux facteurs. Sur les 23 milliards d'euros économisés par la France, environ 14 milliards ont ainsi été récupérés par les entreprises. Ce supplément de revenu se diffuse progressivement et lentement au reste de l'économie : les prix de vente ont un peu reculé, et l'amélioration de la situation financière a facilité l'investissement des entreprises.

... et qui a par ailleurs soutenu le pouvoir d'achat des ménages

Les ménages bénéficient directement de la baisse du prix du pétrole et du gaz : l'allègement de la facture en carburants, gaz et fioul domestique s'est ainsi traduit pour eux par un gain direct d'environ 10 milliards d'euros en 2015 par rapport à la situation de 2013. Cela représente un gain de pouvoir d'achat à hauteur de 0,8 point en 2015, par rapport à une situation où le prix des matières premières énergétiques se serait maintenu à son niveau moyen de l'année 2013, après 0,3 point en 2014 (Bortoli et Milin, 2016). De plus, indirectement, la baisse des prix de production des entreprises se traduit par une baisse des prix à la consommation, apportant un gain supplémentaire de pouvoir d'achat aux ménages.

Au total, le surplus de pouvoir d'achat a induit davantage de consommation, ce qui a par conséquent soutenu l'activité.

L'effet a également touché les partenaires commerciaux de la France, ce qui a compensé la baisse de la demande des pays producteurs

Les partenaires commerciaux de la France ont également été concernés par la baisse des prix des matières premières. Pour ceux qui, comme la France, sont importateurs nets de produits fossiles, la baisse des prix a stimulé leur économie avec les mêmes mécanismes. Leur demande intérieure a augmenté en conséquence, ce qui s'est traduit, toutes choses égales par ailleurs, par un surcroît de demande adressée à la France. Les pays producteurs de matières premières, en revanche, ont été pénalisés par la baisse des cours, ce qui a limité leurs importations. Cependant, le repli des exportations françaises en 2015 vers les pays producteurs de pétrole, ne provient quasiment que des exportations vers la Russie pour lesquelles d'autres facteurs que la baisse des revenus pétroliers ont pu jouer, notamment les sanctions économiques réciproques : la spécialisation sectorielle de la France semble avoir en partie protégé ses exportateurs du ralentissement de la demande en provenance des autres pays producteurs de matières premières (DGDDI, 2016). Au total, l'orientation géographique et sectorielle du commerce extérieur français implique un effet net positif sur la demande adressée aux exportateurs français.

En définitive, du fait de son impact direct sur l'activité française via le redressement des marges des entreprises et les gains de pouvoir d'achat des ménages, ainsi que de son impact indirect via le surplus de demande adressée par les partenaires commerciaux, la baisse du prix des matières premières énergétiques en 2014 et 2015 aurait conduit à un surplus de croissance de 0,3 point de PIB en 2015, par rapport à une situation où ces prix seraient demeurés à leur niveau moyen de 2013 (*annexe*). Cet effet se décompose en 0,2 point d'effet intérieur, essentiellement via la consommation des ménages et l'investissement des entreprises et 0,1 point d'effet de bouclage grâce à la hausse des exportations à destination des autres pays partenaires qui ont aussi bénéficié de ce choc favorable.

Croissance française en 2015 : les impulsions extérieures et les facteurs internes se sont compensés

Les mesures de politique monétaire ont fait baisser les taux d'intérêt et ont contribué à la dépréciation de l'euro

L'assouplissement quantitatif a fait baisser les taux d'intérêt de court terme et de long terme

Depuis la crise financière de 2008, la BCE a mis en place une série de mesures afin de soutenir l'activité et ramener ainsi l'inflation de la zone euro vers sa cible (« inférieure à mais proche de 2 % »). D'une part, la BCE a mobilisé les outils de politique monétaire conventionnelle : les taux directeurs ont été progressivement abaissés et sont quasi nuls depuis mi-2012. D'autre part, la BCE a lancé des mesures non conventionnelles : au cours de l'année 2014 (opérations monétaires sur titres (OMT), *Targeted Longer-term Refinancing Operations* (TLTRO)) puis début 2015 avec le programme d'assouplissement quantitatif consistant en l'achat, à partir de mars 2015, de 60 milliards d'euros d'actifs par mois, dont des obligations souveraines.

La mise en œuvre de ces politiques a entraîné une baisse des taux d'intérêt, touchant directement les taux de court terme et, par effet de diffusion, les taux de long terme (Héam *et al.*, 2015). En effet, une baisse des taux de court terme, anticipée comme durable, entraîne une baisse des anticipations des taux courts futurs et conduit à une baisse des taux de long terme, ces derniers s'interprétant comme une combinaison des anticipations des taux courts successifs. Ainsi, les mesures mises en place par la BCE, et parmi elles le programme d'assouplissement quantitatif anticipé dès l'été 2014, annoncé en janvier 2015, prolongé en décembre 2015 et élargi en mars 2016, ont conduit à une baisse de l'ensemble des taux.

Par type d'emprunteur, la baisse des taux a d'abord concerné les taux souverains : ceux-ci ont en effet nettement diminué courant 2014 avec un creux atteint début 2015, avant de se redresser légèrement au deuxième trimestre 2015 (*graphique 2*). La baisse des taux s'est ensuite diffusée aux taux privés (*graphique 3*). Les banques peuvent en effet prêter aux entreprises et aux ménages avec des taux d'intérêt moindres car ceux-ci baissent par effet d'arbitrage avec les obligations, d'autant plus que les coûts de financement des établissements financiers diminuent. Par ailleurs, en allégeant la contrainte budgétaire des pays européens, la politique monétaire de la BCE a réduit la fragmentation financière entre les pays de la zone euro, dont les taux souverains comme privés ont convergé.

Cet assouplissement a soutenu l'investissement et la consommation en desserrant la contrainte financière des agents économiques

En allégeant les conditions d'emprunt des entreprises et des ménages, la baisse des taux longs favorise directement l'investissement productif et immobilier. Pour les entreprises, des opportunités d'investissement deviennent rentables du fait d'une baisse du coût du capital. Les encours de crédit aux sociétés non financières ont ainsi accéléré en 2015, en France notamment (*graphique 4*).

2 - Taux souverains européens à 10 ans



Source : Banque centrale européenne

Croissance française en 2015 : les impulsions extérieures et les facteurs internes se sont compensés

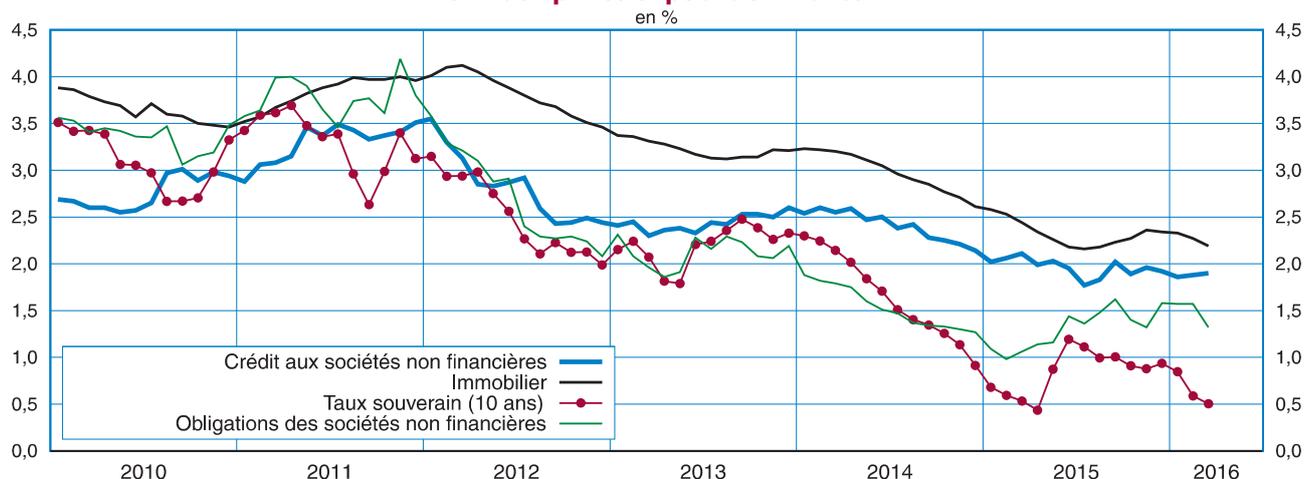
Pour les ménages, la capacité d'achat immobilier est accrue et peut se traduire par un surcroît d'investissement en logement, toutes choses égales par ailleurs.

Dans une moindre mesure, la baisse des taux courts soutient la consommation des ménages. Cet effet est *a priori* ambigu. Tout d'abord, la baisse des taux érode leurs revenus de propriété et limite ainsi leur consommation (effet « revenu »). Cependant, d'une part, les ménages non contraints financièrement sont incités à consommer davantage par un effet de substitution lié à un plus faible rendement de l'épargne. D'autre part, les ménages contraints profitent, quant à eux, de crédits à la consommation moins onéreux. En 2015, l'encours de crédits à la consommation a ainsi nettement progressé dans la zone euro. Au total, l'analyse empirique montre que l'effet de substitution l'emporte sur l'effet revenu et la baisse des taux accroît la consommation des ménages.

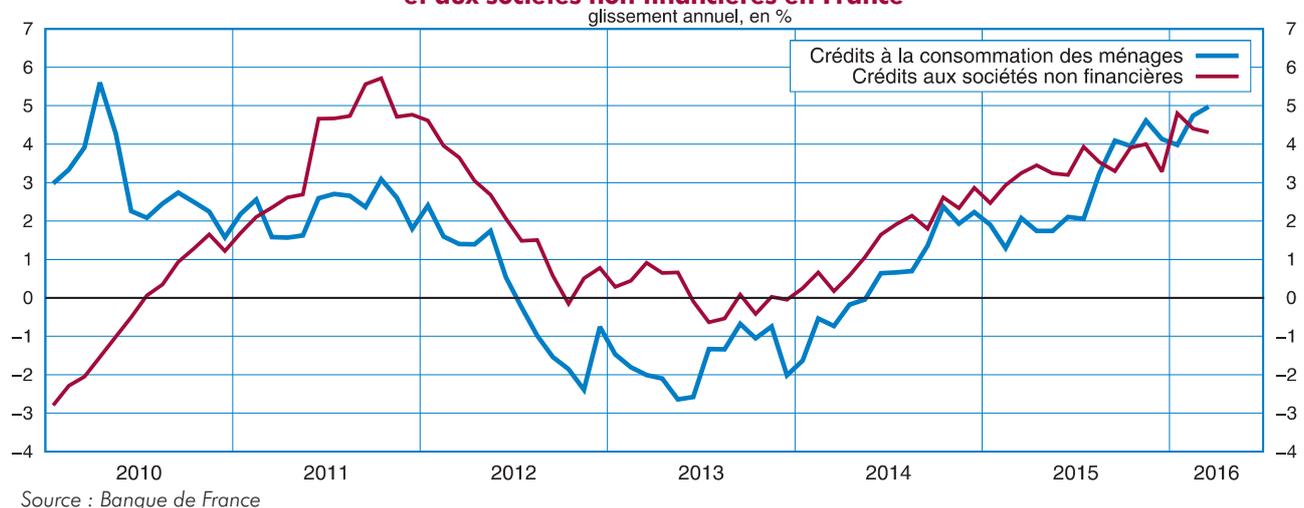
L'assouplissement quantitatif a contribué à la dépréciation de l'euro, favorisant la compétitivité des exportateurs de la zone

La politique monétaire accommodante menée par la BCE s'est également traduite sur le marché des changes par une dépréciation de l'euro. En effet, la diminution des taux d'intérêt, qu'elle provienne des mesures conventionnelles ou non conventionnelles, signifie une baisse du rendement des obligations des pays de la zone euro. Celles-ci deviennent moins intéressantes pour les investisseurs, vis-à-vis de titres souverains équivalents en qualité, notamment les obligations du Trésor américain ou les obligations britanniques. En ajustant leur portefeuille, les investisseurs vendent des actifs en euros contre des actifs en devises étrangères, ce qui conduit à déprécier l'euro par rapport aux autres devises.

3 - Taux privés et public en France



4 - Encours de crédits à la consommation des ménages et aux sociétés non financières en France



Croissance française en 2015 : les impulsions extérieures et les facteurs internes se sont compensés

Les conséquences de la dépréciation de l'euro sont multiples. D'un côté, elle renchérit les importations et génère de l'inflation importée. De l'autre, elle joue favorablement sur l'activité de la zone euro en renforçant sa compétitivité-prix (Ducoudré et Heyer, 2014). L'affaiblissement de l'euro contribue alors à stimuler les exportations et à freiner les importations. Cependant, comme tous les pays de la zone euro bénéficient de cet effet, la compétitivité-prix des exportateurs français par rapport aux autres entreprises de la zone n'est pas améliorée. De plus, si l'euro s'est déprécié vis-à-vis du dollar (-16,4 % en 2015 par rapport à 2013) et de la livre (-14,5 %), il s'est apprécié vis-à-vis des monnaies émergentes si bien que le recul du taux de change effectif réel est moins marqué (-4,3 % ; *graphique 5*).

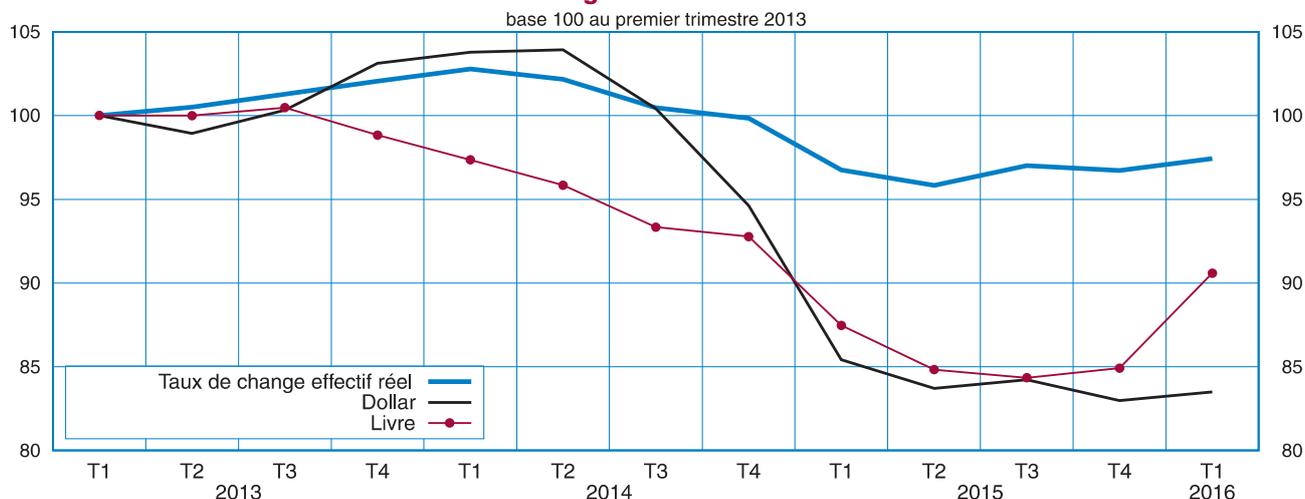
Au total, baisse des taux et dépréciation de l'euro auraient conduit à un surplus de la croissance française de 0,4 point

Les conséquences de la politique monétaire accommodante de la BCE – baisse des taux d'intérêt et dépréciation de l'euro – ont contribué favorablement et directement à l'activité de la France. En outre, elles ont également stimulé l'activité des autres pays de la zone euro, dont la demande domestique plus dynamique a entraîné un surcroît d'importations et, de ce fait, de la demande qu'ils ont adressée aux exportateurs français. Ce canal des échanges extérieurs a renforcé les effets macroéconomiques directs de la politique monétaire menée par la BCE dont a bénéficié la France. Au total, la baisse des taux d'intérêt et la dépréciation auraient conduit à un surplus de croissance française de 0,4 point en 2015, dont 0,2 point attribuable à la baisse des taux d'intérêt (essentiellement via l'investissement des entreprises) et 0,2 point à celle de l'euro (via le commerce extérieur).

La reprise de l'activité en Europe du Sud a également soutenu la croissance française

Après avoir été frappées par une forte hausse de leur coût de financement et avoir fourni des efforts budgétaires conséquents pour restaurer leur crédibilité, les économies d'Europe du Sud ont limité leur consolidation budgétaire dès 2014, contribuant ainsi à une reprise de leur demande intérieure. D'autres facteurs ont tiré la reprise, notamment le dynamisme de la demande externe et la levée des contraintes de financement pesant sur l'investissement productif (Fortin *et al.*, 2015). La reprise de la demande dans ces économies a ainsi soutenu les exportations françaises.

5 - Taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar et de la livre sterling et taux de change effectif réel de la France



Sources : Banque centrale européenne, DG Trésor

Croissance française en 2015 : les impulsions extérieures et les facteurs internes se sont compensés

La crise des dettes souveraines et les consolidations budgétaires qui en ont découlé ont fortement pénalisé l'activité en Europe du Sud jusqu'en 2014...

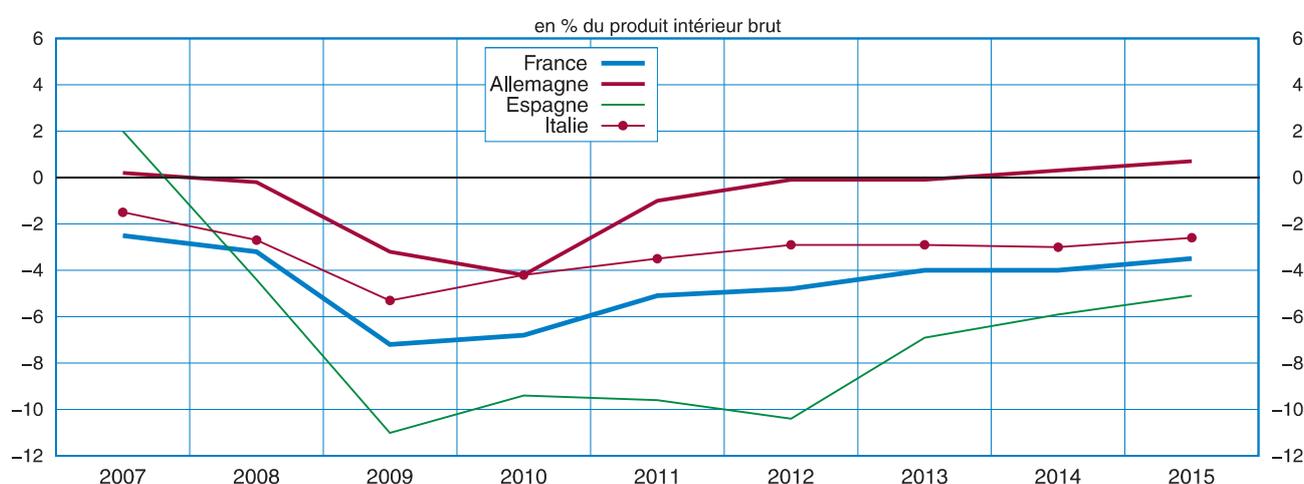
La crise économique de 2008 a entraîné une dégradation des finances publiques dans les pays de la zone euro, en particulier dans les pays d'Europe du Sud (graphique 6). Confrontés à une forte hausse des coûts de financement, la plupart de ces pays ont lancé des politiques de consolidation budgétaire dès 2011 pour ramener leurs finances publiques sur une trajectoire soutenable (Kerdrain et Lapègue, 2011). En Espagne, la consolidation budgétaire s'est traduite par une réduction des dépenses et une hausse des recettes fiscales. Les taux d'imposition ont augmenté, la masse salariale publique a été modérée via des baisses de traitements des fonctionnaires et le gel des embauches. De plus, l'investissement public a été divisé par 2,7 entre 2010 et 2013. En Italie, les efforts budgétaires ont majoritairement porté sur les recettes, via une hausse de la fiscalité sur la consommation et le patrimoine des ménages (Audenaert et Laffeter, 2016).

... ce qui a affecté les exportations françaises

Ces efforts de consolidation ont pesé sur la demande intérieure des partenaires sud-européens de la France : directement, via de moindres dépenses de consommation et d'investissement publics, et indirectement via la baisse de la demande privée liée au moindre soutien au pouvoir d'achat des ménages et à l'anticipation d'une moindre demande par les entreprises. La demande des agents privés a également pâti d'autres chocs négatifs, notamment un resserrement important des conditions de crédit consécutif à la situation des banques de ces pays et à la hausse des coûts de financement souverain. Au total, en moyenne annuelle entre 2011 et 2013, la consommation des ménages s'est repliée de 3,3 % en Espagne, et de 3,2 % en Italie. Sur la même période, l'investissement productif des entreprises a reculé – ponctuellement en Espagne (-5,3 % en 2012, suivi d'un rebond à +3,5 % en 2013) et plus durablement en Italie (-9,2 % en 2012 puis -5,1 % en 2013).

En 2012 et 2013, la demande mondiale adressée à la France a ainsi fortement ralenti, croissant de 1,7 % en moyenne par an contre +5,3 % par an entre 2000 et 2011. Ce ralentissement provient essentiellement de l'essoufflement de la demande de la zone euro, dont la contribution à l'évolution de la demande mondiale est devenue neutre en moyenne en 2012 et 2013, contre une contribution moyenne de +2,6 points par an entre 2000 et 2011. En particulier, les importations de l'Espagne, de l'Italie et du Portugal, qui représentent 17 % des exportations françaises, ont fortement baissé, freinant les ventes françaises et, partant, l'activité.

6 - Soldes publics dans les principales économies de la zone euro



Sources : Instituts nationaux statistiques, comptes des administrations publiques

Croissance française en 2015 : les impulsions extérieures et les facteurs internes se sont compensés

Les pays d'Europe du Sud ont limité leurs efforts budgétaires à partir de 2014

Depuis 2014, les tensions financières s'apaisant et compte tenu des efforts importants engagés les années précédentes, les pays d'Europe du Sud ont marqué une pause dans leurs efforts de consolidation budgétaire : les impulsions budgétaires ont été quasiment neutres dans les pays d'Europe du Sud en 2014 et en 2015 (graphique 7), voire positives en Espagne. Combiné à l'assouplissement des conditions financières et au besoin de renouvellement des capacités de production, cet arrêt de la consolidation budgétaire a facilité la reprise de la consommation et de l'investissement depuis deux ans, timidement en Italie, très rapidement en Espagne.

La demande intérieure a retrouvé de l'élan dans ces pays...

La consommation des ménages espagnols a ainsi franchement accéléré en 2014 (+1,2 %) puis en 2015 (+3,1 %), de même que la consommation des administrations publiques (+2,7 % en 2015 après une stabilité en 2014). En Italie, la consommation des ménages a renoué avec la croissance en 2014 (+0,6 % après -2,4 %) et accéléré en 2015 (+0,9 %). La consommation publique a cependant continué de reculer en 2015 (-0,7 % après -1,0 %).

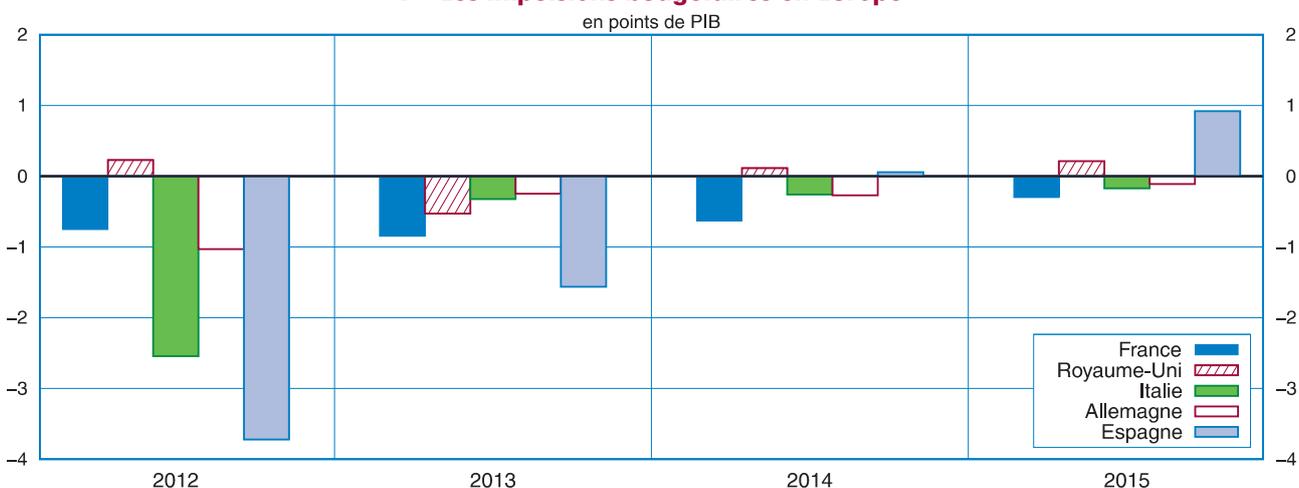
En Espagne, les entreprises ont très vigoureusement augmenté leur investissement depuis 2013, notamment parce que la reconstitution de leur épargne les a en partie protégées de conditions de crédit plus strictes ; en outre, les entreprises espagnoles ont bénéficié d'une part du dynamisme de la demande externe dès 2013, d'autre part d'un stimulus budgétaire favorable à compter de 2014. En Italie, l'investissement en équipement n'a redémarré qu'en 2015 (+3,5 % après -2,7 % en 2014), porté par la demande, alors que les conditions financières devenaient moins contraignantes.

... ce qui a soutenu la demande adressée à la France

La reprise de la demande intérieure dans ces pays a soutenu la demande mondiale adressée à la France : sur 3,3 % de croissance en 2015 (après +3,9 % en 2014), 0,9 point provient des importations espagnoles et italiennes (après +0,5 point en 2014). Ainsi, la valeur des exportations françaises à destination de l'Espagne et de l'Italie a accéléré, augmentant de 4,4 % en 2015 après +3,5 % en 2014. Ce redémarrage de l'Europe du Sud, au-delà de l'effet attendu de la baisse des taux d'intérêt et du prix du pétrole¹, a contribué à accroître la demande mondiale adressée à la France de +0,5 point en 2015, ce qui aurait généré un surplus de croissance française de +0,1 point.

1. Les chocs de demande mondiale adressée à la France sont purgés des effets spécifiques aux chocs précédents (voir annexe).

7 - Les impulsions budgétaires en Europe



Note : une impulsion budgétaire désigne la variation du déficit structurel d'une économie, c'est-à-dire corrigé des fluctuations conjoncturelles. Une impulsion budgétaire de signe négatif correspond à une diminution du déficit structurel, une impulsion budgétaire de signe positif correspond à une dégradation de ce déficit.

Sources : OCDE, *Economic Outlook* (novembre 2015) et calculs des auteurs pour corriger des déficits 2015 notifiés par les États européens en mars 2016

Croissance française en 2015 : les impulsions extérieures et les facteurs internes se sont compensés

Le ralentissement des émergents a freiné la reprise

L'activité des économies émergentes a ralenti en 2015, au-delà de l'effet attendu pour les pays exportateurs de matières premières. Cette décélération a amoindri la demande mondiale adressée à la France en 2015.

En Chine, la croissance s'est infléchie et les importations se sont repliées

Après une longue période de croissance très dynamique, la Chine est entrée depuis mi-2010 dans une phase de ralentissement économique. La croissance du PIB, qui se situait au-dessus de 10 % par an depuis le milieu des années 2000, a alors décliné progressivement pour se situer en 2015 légèrement au-dessous de 7 %. Ce ralentissement traduit d'abord celui de la demande intérieure, affaiblissant les importations chinoises. Ainsi, après avoir progressé de façon soutenue pendant 15 ans, les importations chinoises ont baissé en 2015, perdant 15 % de leur valeur et contribuant négativement à la demande mondiale adressée aux exportateurs européens.

La valeur des exportations françaises à destination de la Chine a cependant augmenté (près de 10 % par an en 2014 et en 2015). En effet, le modèle de croissance chinois est désormais soutenu par la demande des ménages². Du fait d'une spécialisation sectorielle orientée vers la consommation, les entreprises exportatrices françaises sont donc bien positionnées. Mais sans le ralentissement chinois, elles auraient pu augmenter davantage leurs ventes dans ce pays. De plus, la baisse des importations chinoises en 2015 a affecté l'activité de l'ensemble de l'Asie, limitant les importations de la plupart des partenaires commerciaux de la France dans la zone (Corée, Hong-Kong, Malaisie, Thaïlande, etc.)

En 2015, les importations russes se sont effondrées

L'activité russe a ralenti à partir de la crise russo-ukrainienne et s'est contractée depuis la mise en place de sanctions économiques et financières réciproques à l'été 2014. La fuite des capitaux de Russie et la chute parallèle des prix des matières premières ont généré une crise majeure du rouble, entraînant une flambée de l'inflation. En conséquence, le pouvoir d'achat des ménages russes s'est détérioré depuis mi-2014, limitant leur consommation. De plus, la forte dégradation des finances publiques suivant celle des recettes pétrolières a entraîné de nouvelles coupes dans les dépenses publiques. Ainsi, en 2015, la demande intérieure russe s'est fortement contractée, entraînant les importations qui ont chuté de plus d'un quart en un an.

La contribution de la Russie à l'évolution de la demande mondiale adressée à la France était de +0,1 point en 2012 et 2013. Cette contribution est ensuite devenue négative, à hauteur de -0,2 point en 2014 et de -0,5 point en 2015. Ainsi, les exportations françaises à destination de la Russie se sont effondrées de 2,2 milliards d'euros en 2015.

Les économies émergentes ont tourné au ralenti en 2015...

La situation des autres économies émergentes est contrastée. En 2015, le PIB brésilien s'est contracté de 3,9 %, du fait d'un fort repli de la demande intérieure : la consommation des ménages a diminué d'autant, l'investissement a plongé (-14 % en 2015) et les importations ont reflété cet effondrement de la demande (-14 %). Au contraire, les pays d'Europe centrale et orientale (PECO) ont conservé une croissance plutôt dynamique, et ont fait preuve de résilience face à la crise russo-ukrainienne³. La Turquie a également continué de croître vigoureusement en 2015 malgré l'embargo russe et les tensions géopolitiques à sa frontière. Enfin, l'activité indienne est restée soutenue.

2. « Malgré le ralentissement chinois, la France augmente ses exportations vers la Chine », *Note de conjoncture*, mars 2016, p. 125-127.

3. « Les économies des pays d'Europe centrale et orientale ont été résilientes face à la crise russo-ukrainienne », *Note de conjoncture*, décembre 2015, p. 129-131.

Croissance française en 2015 : les impulsions extérieures et les facteurs internes se sont compensés

Au total, l'activité dans les économies émergentes a nettement décéléré, le ralentissement de la Chine et les récessions russe et brésilienne l'emportant sur les économies encore dynamiques : +4,0 % en 2015 après +4,6 % en 2014 contre +5,5 % en moyenne par an entre 2011 et 2013.

... et leurs importations ont quasiment stagné ce qui a affecté l'économie française à hauteur de 0,2 point de PIB

Les importations totales des économies émergentes ont accompagné ce mouvement : après une expansion à +7,4 % en volume par an en moyenne entre 2011 et 2013, celles-ci ont fortement ralenti dès 2014 (+3,7 %) puis en 2015 (+0,5 %). Ce ralentissement n'est pas imputable aux évolutions du prix du pétrole : dans la modélisation retenue (modèle NiGEM), les transferts de revenus en 2015 consécutifs à la baisse des prix des matières premières ont une contribution nulle à l'évolution agrégée des importations des pays émergents, les baisses d'importations dans les pays exportateurs d'hydrocarbures étant compensées par les hausses dans les pays importateurs. Le ralentissement des économies émergentes a représenté une perte de 1,4 point de la demande mondiale adressée à la France en 2015 et aurait réduit de 0,2 point la croissance du PIB.

La croissance française est restée limitée par des facteurs internes

La croissance française en 2015 a été soutenue par des facteurs extérieurs, tandis que des facteurs internes ont continué de la freiner.

L'investissement des ménages a continué de peser sur la croissance

De 2000 à 2007, l'investissement des ménages en construction a été très dynamique, croissant de 3,0 % par an en moyenne. En effet, plusieurs facteurs favorables se sont conjugués sur cette période : la part de la classe d'âge la plus encline à l'acquisition (30-59 ans) a augmenté de 1,0 point dans la population ; le pouvoir d'achat des ménages a progressé de 2,4 % par an en moyenne ; les évolutions des prix ont rendu l'achat dans le neuf plus avantageux que dans l'ancien (Sutter *et al.*, 2015). Depuis la crise de 2008-2009, l'investissement en construction des ménages n'a cessé de chuter, se repliant de 3,3 % par an en moyenne entre 2008 et 2015. Malgré l'accélération du pouvoir d'achat des ménages depuis 2014 (+0,7 % puis +1,6 % en 2015), leur investissement a de nouveau reculé en 2015, coûtant 0,1 point à la croissance française. Les autres facteurs à l'origine du dynamisme entre 2000 et 2007 (démographie, prix immobiliers) ont en effet cessé de jouer favorablement.

En France, la consolidation budgétaire passée a continué de peser sur l'activité en 2015

La consolidation budgétaire est le deuxième facteur interne ayant freiné la croissance française. Par rapport à l'Espagne et à l'Italie, la consolidation budgétaire française a été moins forte en 2012 et en 2013 mais elle s'est poursuivie en 2014. Par ailleurs, l'effet des mesures budgétaires sur l'activité diffère selon leur type. Les baisses de dépenses en biens et services ont un effet immédiat sur l'activité. À l'inverse, les hausses d'impôts ont un effet moins récessif à court terme, car les ménages comme les entreprises lissent les fluctuations de leur revenu sur leurs dépenses, mais cet effet se diffuse dans le temps. Ainsi, les hausses passées d'impôts de 2011 à 2014 ont encore affecté l'activité en 2015. En outre, en 2015, la baisse des impôts sur les entreprises n'a pas un effet immédiat suffisant pour compenser la chute de l'investissement public.

Les hausses passées de prélèvements sur les ménages ont continué de peser sur leur consommation en 2015

Tout d'abord, la hausse passée des impôts a grevé indirectement la croissance via la dégradation du pouvoir d'achat des ménages. De 2011 à 2013, la fiscalité directe (cotisations et impôts) sur les ménages s'est fortement alourdie. En 2014 et en 2015, elle s'est quasiment stabilisée mais la fiscalité indirecte a augmenté (hausse de TVA et de taxes sur l'énergie). Cependant les ménages lissent les chocs sur leur pouvoir d'achat dans leur consommation si bien que les hausses d'impôts de 2011 à 2013 ont été en partie absorbées par une baisse du taux d'épargne. Depuis 2014, les hausses d'impôts sur les ménages ont été moins fortes mais ceux-ci ont reconstitué leur taux d'épargne. Au total, l'évolution de la consommation des ménages en 2015 est restée affectée par les hausses

Croissance française en 2015 : les impulsions extérieures et les facteurs internes se sont compensés

L'investissement public a chuté en 2014 et 2015

Les prélèvements sur les entreprises ont baissé depuis 2014 après avoir beaucoup augmenté

d'impôts passées, ce qui aurait pesé sur la croissance à hauteur de 0,3 point de PIB (*tableau 1*).

À partir de 2014, l'effort budgétaire a globalement porté sur les dépenses, plus que sur les recettes. Alors que la consommation publique a augmenté à une allure proche de son rythme tendanciel depuis cinq ans (autour de +1,2 % par an ; cf. Lequien et Montaut, 2014), l'investissement public a, lui, chuté en 2014 (-5,8 %) et en 2015 (-3,9 %), sous l'effet du cycle électoral municipal et de la baisse des dotations globales de fonctionnement aux collectivités locales. Cette baisse a participé à la résorption du déficit public, mais elle a aussi affecté directement l'activité à hauteur de 0,1 point en 2015.

Les prélèvements sur les entreprises ont également pesé sur leur activité, via l'effet de la dégradation de leur situation financière sur leurs décisions d'investissement. Ainsi, les hausses de la fiscalité sur les bénéfices des entreprises et des cotisations à la charge des employeurs ont contribué à détériorer la situation financière des sociétés non financières entre 2010 et 2013, à hauteur de 10 points de leurs marges (*graphique 8*), soit 1,7 point de PIB. Par son ampleur et son effet persistant dans le temps, ce choc fiscal a continué de peser sur la croissance en 2015. En 2014 et 2015, de petites hausses de cotisations sociales employeurs ont légèrement amplifié l'effet négatif du choc initial. Ces hausses d'impôt passées auraient continué de pénaliser l'activité en 2015 à hauteur de 0,4 point (*tableau 2*) : en effet, les hausses de prélèvements sur les entreprises mettent du temps à se diffuser dans l'économie. Elles affectent l'activité via une baisse de l'investissement et, dans une moindre mesure, de la consommation liée à la modération salariale.

Tableau 1 - Impulsion budgétaire retenue en point de PIB et effet sur l'activité - Ménages

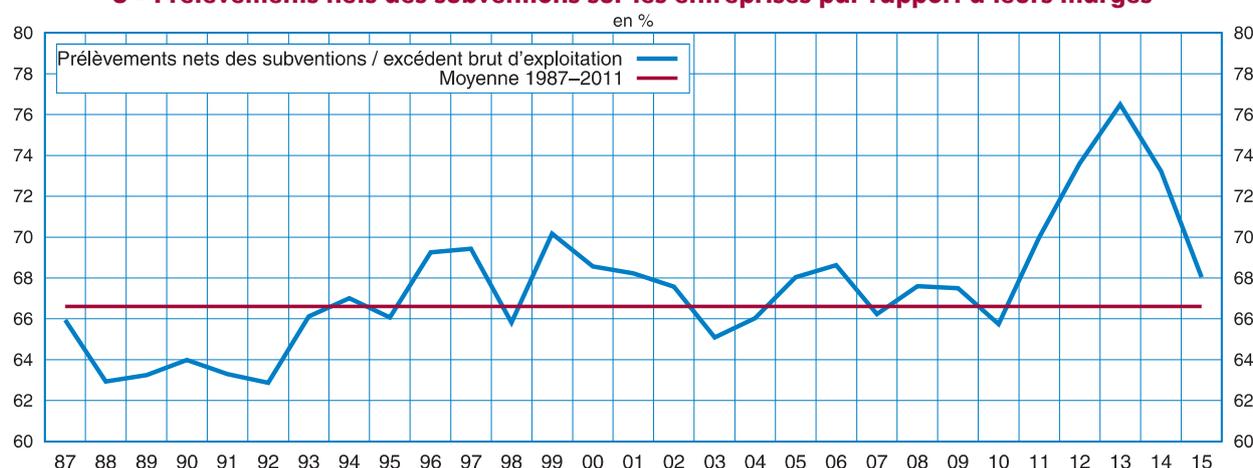
| Mesures touchant les ménages | | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------------------------------|---------------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Fiscalité indirecte | Part du PIB | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,3 | 0,2 | 0,0 |
| | Impact sur la croissance | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,2 | -0,2 | -0,1 |
| Fiscalité directe | Part du PIB | 0,3 | 0,7 | 0,6 | 0,2 | 0,0 | 0,0 |
| | Impact sur la croissance | 0,0 | -0,4 | -0,7 | -0,4 | -0,1 | 0,1 |
| Total | Part du PIB | 0,3 | 0,8 | 0,6 | 0,5 | 0,1 | 0,0 |
| | Impact sur la croissance | 0,1 | -0,4 | -0,7 | -0,6 | -0,3 | -0,1 |

Prévision

Lecture : le tableau représente l'ampleur des impulsions budgétaires en points de PIB ainsi que leur impact cumulé sur le taux de croissance du PIB. Par exemple, en 2014, les hausses de fiscalité indirecte représentent une impulsion budgétaire de 0,3 point de PIB et les hausses cumulées de cette fiscalité ont un impact sur la croissance du PIB de -0,2 point (cf. *annexe* pour une description détaillée).

Source : Insee

8 - Prélèvements nets des subventions sur les entreprises par rapport à leurs marges



Source : Insee

Croissance française en 2015 : les impulsions extérieures et les facteurs internes se sont compensés

À l'inverse, des mesures de baisse de prélèvements sur les entreprises ont soutenu l'activité : le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) et le Pacte de responsabilité (PRS) ont entraîné une baisse des prélèvements représentant 0,5 point de PIB en 2015, après déjà 0,5 point en 2014 (*tableau 2*). Comme ces mesures se rapprochent d'une baisse du coût du travail pour les bas salaires, leur effet sur l'activité est un peu plus rapide que celui d'une variation de l'impôt sur les sociétés. Ces mesures auraient permis d'améliorer de 0,4 point l'activité en 2015. Globalement, les effets sur l'activité des mesures passées et contemporaines sur les entreprises se sont compensés.

Au final, impulsions extérieures favorables et freins intérieurs se sont compensés

Finalement, en 2015, les facteurs externes auraient soutenu la croissance à hauteur de +0,5 point (*tableau 3*). La contribution de la baisse du prix des matières énergétiques à l'activité serait de +0,3 point, celle de la politique monétaire de la BCE de +0,4 point. Seule la demande des partenaires a légèrement limité la croissance, l'effet négatif du ralentissement des pays émergents ayant plus que compensé l'effet positif de la reprise en Europe du Sud.

Tableau 2 - Impulsion budgétaire retenue en point de PIB et effet sur l'activité - Entreprises

| Mesures touchant les entreprises | | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|----------------------------------|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| Hausse passée des prélèvements | Part du PIB | 0,6 | 0,5 | 0,7 | 0,0 | -0,3 | 0,0 |
| | Impact sur la croissance | -0,1 | -0,2 | -0,4 | -0,5 | -0,4 | -0,3 |
| CICE et PRS | Part du PIB | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,5 | -0,5 | 0,0 |
| | Impact sur la croissance | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,2 | 0,4 | 0,3 |
| Total | Part du PIB | 0,6 | 0,5 | 0,7 | -0,5 | -0,8 | 0,0 |
| | Impact sur la croissance | -0,1 | -0,2 | -0,4 | -0,3 | 0,0 | 0,0 |

Prévision

Lecture : le tableau représente l'ampleur des impulsions budgétaires en points de PIB ainsi que leur impact cumulé sur le taux de croissance du PIB. Par exemple, le CICE et le PRS représentent une impulsion budgétaire de -0,5 point de PIB en 2014 et en 2015 et leur impact sur la croissance du PIB est de 0,4 point en 2015 (cf. *annexe* pour une description détaillée).

Source : Insee

Tableau 3 - Impact des « chocs » internes et externes sur la croissance du PIB

| | 2015 | 2016 |
|---|-------------|-------------|
| Impact sur le taux de croissance du PIB | 0,0 | 0,3 |
| Impact des facteurs externes | 0,5 | 0,4 |
| dont : | | |
| baisse du prix des matières premières énergétiques | 0,3 | 0,4 |
| politique monétaire accommodante de la BCE | 0,4 | 0,2 |
| <i>effet de la baisse des taux d'intérêt</i> | <i>0,2</i> | <i>0,2</i> |
| <i>effet de la dépréciation de l'euro</i> | <i>0,2</i> | <i>0,0</i> |
| demande des partenaires | -0,1 | -0,2 |
| <i>effet de la reprise en Europe du Sud</i> | <i>0,1</i> | <i>0,0</i> |
| <i>effet du ralentissement des émergents</i> | <i>-0,2</i> | <i>-0,2</i> |
| Impact des facteurs internes | -0,5 | -0,1 |
| dont : | | |
| effet des hausses passées des prélèvements | -0,7 | -0,4 |
| mesures d'allègement du coût du travail (CICE et PRS) | 0,4 | 0,3 |
| effet des mesures en dépenses | -0,1 | 0,0 |
| recul de l'investissement des ménages | -0,1 | 0,0 |

Prévision

Lecture : les effets mesurés tiennent compte des différents chocs observés jusque fin 2015. Sont inclus les chocs sur les années passées (par exemple la hausse de la fiscalité des années 2011 à 2013 pèse encore sur la croissance en 2015, la baisse du prix des matières premières énergétiques de 2014 joue à plein sur la croissance de 2015). Mais les chocs ultérieurs sont exclus, y compris pour 2016, à l'exception de la demande des partenaires, des mesures en dépenses et de l'investissement des ménages. Par exemple, l'impact des fluctuations du prix des matières premières énergétiques début 2016 n'est pas considéré, l'effet de +0,4 point sur 2016 ne dépend que de la baisse constatée jusque fin 2015.

Source : Insee

Croissance française en 2015 : les impulsions extérieures et les facteurs internes se sont compensés

Les facteurs internes auraient limité la croissance de 0,5 point. Les mesures d'allègement du coût du travail (CICE et PRS) l'auraient soutenue pour 0,4 point, mais les hausses passées des prélèvements sur les entreprises et les ménages ont encore pesé, et auraient grevé la croissance de 0,7 point. Le recul de l'investissement des ménages a freiné l'économie de 0,1 point, et l'investissement des administrations publiques l'a limitée pour 0,1 point. Au total, les facteurs internes auraient donc compensé les impulsions extérieures favorables et l'activité française a crû de 1,2 % en 2015, pratiquement à son rythme tendanciel (Lequien et Montaut, 2014).

L'activité accélérerait en 2016

Certains facteurs exogènes s'essouffleraient

En 2016, certains facteurs exogènes de croissance semblent s'essouffler : c'est notamment le cas de la baisse de l'euro qui ne contribuerait quasiment plus à la croissance en 2016. De même, les importations des pays de la zone euro ralentiraient, la dynamique de rattrapage s'essoufflant, notamment en Espagne, alors que, de leur côté, les économies émergentes tourneraient encore au ralenti et continueraient de peser autant qu'en 2015.

Mais d'autres facteurs joueraient encore favorablement

En revanche, sauf remontée des cours, l'effet de la baisse passée du prix des hydrocarbures continuerait de contribuer favorablement, un peu plus même qu'en 2015 (+0,4 point après +0,3 point). De même l'effet de la baisse des taux d'intérêt se diffuse lentement et continuerait de favoriser la croissance en 2016 avec un effet aussi ample qu'en 2015 (+0,2 point).

Les freins internes se desserreraient

De plus, les freins propres à l'économie française se desserreraient. La hausse des permis de construire et des mises en chantier de logements neufs présage d'une stabilisation de l'investissement des ménages en cours d'année, déjà perceptible au premier trimestre 2016. Il serait notamment soutenu par l'accélération passée du pouvoir d'achat, l'amélioration continue des conditions d'emprunt et par des mesures spécifiques (renforcement du prêt à taux zéro, montée en charge du dispositif Pinel). En outre, l'évolution des prix des logements neufs, relativement à ceux de l'ancien, qui a contribué au recul de l'investissement des ménages entre 2008 et 2015, cesserait de peser en 2016. De même l'investissement public cesserait de chuter. Ces deux postes deviendraient neutres sur la croissance après y avoir contribué au total pour -0,2 point en 2015.

Le CICE, le PRS et le plan d'urgence pour l'emploi continueraient de favoriser la croissance tandis que l'effet récessif des hausses des prélèvements passés, auprès des ménages et des entreprises, s'atténuerait. Ainsi, la prévision de croissance pour 2016 dans cette *Note de conjoncture* est de +1,6 % en moyenne annuelle, après +1,2 % en 2015. ■

Croissance française en 2015 : les impulsions extérieures et les facteurs internes se sont compensés

Bibliographie

- Audenaert D., Laffeter Q.** (2016), « Trajectoire des soldes publics de cinq pays de la zone euro depuis la crise », *L'Économie française*, Insee Références [à paraître].
- Bortoli C., Milin K.** (2016), « Qui a bénéficié de la chute du prix du pétrole ? », *Note de conjoncture*, mars, p. 41-61.
- Direction générale des douanes et droits indirects (DGDDI)** (2016), « La Russie concentre la baisse des exportations vers les pays producteurs de pétrole », *Le Chiffre du Commerce extérieur - Études et éclairages*, n°65, avril.
- Ducoudré B., Heyer É.** (2014), « Baisse de l'euro et désinflation compétitive, quel pays en profitera le plus ? », *Revue de l'OFCE / Analyse et prévisions* n° 136.
- Fortin A., Giraud C.-J., Lalande É.** (2015) « Le financement des entreprises, clé des divergences d'investissement entre Italie et Espagne », *Note de conjoncture*, décembre.
- Hauseux Y., Pramit J.** (2016), « Les raisons d'une croissance plus forte au Royaume-Uni qu'en France depuis mi-2013 », *Note de conjoncture*, mars.
- Héam J.-C., Marc B., Lee R., Pak M.** (2015) « L'assouplissement quantitatif de la BCE a fait baisser les taux d'intérêt et contribue à la reprise de la zone euro », *Note de conjoncture*, décembre.
- Kerdrain C., Lapègue V.** (2011), « Resserrement budgétaire en Europe : quels effets ? », *Note de conjoncture*, mars.
- Klein C., Simon O.** (2010), « Le modèle MÉSANGE réestimé en base 2000, Tome 1 – Version avec volumes à prix constants », *Document de travail G2010/03*, Insee.
- Lequien M., Montaut A.** (2014), « Croissance potentielle en France et en zone euro : un tour d'horizon des méthodes d'estimation », *Document de travail G2014/09*, Insee, juillet.
- Sutter C., Faubert V., Monnet É.** (2015), « Malgré la reprise du pouvoir d'achat, la construction de logements continuerait de baisser en 2015 », *Note de conjoncture*, juin. ■

Annexe - Modélisation des chocs externes et internes dans les modèles Mésange et NiGEM

L'estimation de l'impact des facteurs sur la croissance française en 2015 repose ici sur des variantes, c'est-à-dire en estimant l'écart entre l'évolution de l'économie française à la suite d'un choc donné et l'évolution qui aurait prévalu dans un scénario de référence en l'absence du choc. S'agissant des facteurs externes, le scénario de référence correspond à un environnement extérieur qui aurait été figé à son état moyen de 2013, un traitement *ad hoc* étant nécessaire pour traiter la dynamique de la demande mondiale. Le choix de l'année 2013 permet de mieux comprendre l'accélération de l'activité en 2015, en considérant non seulement les chocs intervenus en 2015 mais aussi la propagation des chocs amorcés en 2014 et dont l'effet a persisté en 2015. S'agissant des facteurs internes, le scénario de référence correspond, sauf mention explicite, à une tendance d'évolution de ces facteurs.

Deux modèles macroéconomiques ont été utilisés dans le cadre de cette évaluation :

- le modèle Mésange, modèle macroéconométrique trimestriel de l'économie française développé et utilisé conjointement par l'Insee et la DG Trésor (Klein et Simon, 2010). L'économie française y est modélisée sous la forme d'une petite économie ouverte - l'environnement international étant supposé exogène - à trois secteurs d'activité (manufacturier, non manufacturier et non marchand). De taille moyenne (environ 500 équations), Mésange se caractérise par une dynamique keynésienne à court terme et un équilibre de long terme déterminé par des facteurs d'offre ;

- le modèle NiGEM, modèle multi-pays, structurellement proche de Mésange et développé par le *National Institute of Economic and Social Research* (NIESR). L'utilisation de ce modèle permet d'affiner la modélisation des chocs extérieurs dans le modèle Mésange, en prenant en compte la réaction du reste du monde à ces mêmes chocs (voir *infra*).

Les chocs externes considérés sont les suivants : la baisse du prix des matières premières énergétiques (pétrole, gaz, houille et lignite), la baisse des taux d'intérêt et la dépréciation de l'euro imputables à la politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE), l'inflexion dans la croissance des pays émergents et, enfin, la meilleure orientation de la demande des pays de la zone euro.

L'évaluation de la réponse de l'économie française à ces chocs pris individuellement en écart au scénario de référence permet, sous l'hypothèse de linéarité des modèles, de distinguer leurs contributions respectives à la croissance du PIB en 2015. Comme pour tout exercice de ce type, l'ampleur des estimations dépend aussi des hypothèses choisies pour déterminer ce scénario contrefactuel.

Baisse du prix des matières premières énergétiques

Le prix du baril de pétrole libellé en euro a chuté de 9 % en 2014 et de 42 % en 2015 par rapport à sa valeur moyenne de 82 € en 2013. Le prix du gaz naturel importé a baissé de 15 % en 2014 et de 26 % en 2015 par rapport à son niveau moyen de 8,9 € en 2013 (par million de *British Thermal Unit*). Enfin, par rapport à 2013, le prix d'importation de houille et lignite a diminué de 17 % en 2014 et de 20 % en 2015. En écart au scénario de référence, ces chocs représentent une baisse de la facture énergétique de la France, puisqu'ils réduisent le prix d'importation des extractions d'hydrocarbures, de houille et de lignite ainsi que le prix d'importation des produits de cokéfaction et de raffinage. La baisse de la facture énergétique représente ainsi 0,3 point de PIB en 2014 et 1,1 point en 2015.

Croissance française en 2015 : les impulsions extérieures et les facteurs internes se sont compensés

Une première estimation d'impact est menée dans le modèle Mésange uniquement : la baisse de la facture énergétique diminue le prix des importations d'énergie avec, par conséquent, une baisse des coûts de production pour les entreprises et des consommations d'énergie pour les ménages. Ces deux effets sont favorables à l'activité et se diffusent ensuite à l'économie toute entière, notamment en stimulant la consommation des ménages et l'investissement et en améliorant la compétitivité-prix des entreprises.

Une telle estimation reste toutefois partielle car elle ne prend pas en compte la réaction des pays partenaires de la France au choc considéré. Ces derniers étant principalement importateurs de produits pétroliers, ils bénéficient comme la France de la baisse du prix des matières premières énergétiques : leur activité s'en trouve stimulée, ce qui se traduit par un surplus de demande adressée à la France ; par ailleurs, leurs coûts de production sont également allégés, d'où un moindre gain de compétitivité-prix pour l'économie française, par rapport à l'estimation partielle, ce qui conduit à diminuer l'effet obtenu par la seule estimation partielle. En pratique, la réaction du reste du monde au choc considéré a été évaluée à l'aide du modèle NiGEM : celle-ci a ensuite été injectée comme intrant dans le modèle Mésange, pour obtenir une estimation complète de l'impact du choc pétrolier sur l'activité française.

Baisse des taux d'intérêt

La baisse des taux directeurs, la mise en œuvre du programme d'assouplissement quantitatif de la BCE ainsi que la faiblesse de l'inflation en zone euro sont parmi les principales causes de la baisse observée des taux d'intérêt. Cette baisse des taux a un impact sur l'offre de crédit sur tous les supports (dette publique, crédit à la consommation, crédit immobilier, prêt aux entreprises, etc.), ainsi que sur l'ensemble des maturités. Toutefois, le modèle Mésange ne permet pas une telle précision et synthétise plus simplement l'ensemble de ces crédits par deux taux : un taux court représenté par le taux *Euro interbank offered rate* à trois mois (Euribor), ainsi qu'un taux long modélisé par le taux à 10 ans des obligations assimilables du Trésor (OAT). La réaction du secteur public à la baisse des taux d'emprunt souverains n'est pas prise en compte dans cette évaluation.

Concrètement, les chocs modélisés dans le modèle Mésange correspondent :

- à une baisse du taux des OAT de maturité 10 ans de 54 points de base en 2014, puis de 134 points de base en 2015 par rapport à sa valeur moyenne en 2013 de 219 points de base ;

- à une stagnation en 2014 du taux Euribor à trois mois en 2014 puis à une baisse de celui-ci de 24 points de base en 2015 par rapport à sa valeur moyenne de 2013 de 22 points de base.

Dans le modèle Mésange, la baisse des taux d'intérêt se traduit par une diminution du coût du capital des entreprises, ce dernier reposant, pour le détenteur d'une unité de capital, sur l'arbitrage entre la louer à une entreprise ou la placer au taux d'intérêt à 10 ans. Il s'ensuit une hausse de l'investissement des entreprises et, dans un deuxième temps, une baisse des prix de production, améliorant la compétitivité-prix des entreprises. Du côté des ménages, la baisse des taux d'intérêt stimule la consommation et l'investissement. L'ensemble de ces effets conduit à un impact positif sur l'activité.

Dépréciation de l'euro

L'impact de la dépréciation de l'euro est évalué en considérant le taux de change réel effectif de la France¹ : par rapport à sa valeur moyenne de 2013, celui s'est en effet apprécié de 0,4 % en 2014 puis déprécié de 4,3 % en 2015. Le choix d'un taux de change réel plutôt que nominal permet de rendre compte de l'évolution effective des prix relatifs entre l'économie française et ses partenaires commerciaux, qui déterminent les effets de compétitivité liés à la variation de l'euro sur la période.

Comme pour le choc précédent, l'évaluation du choc est effectuée à l'aide du modèle Mésange, en prenant en compte les effets de bouclage international à l'aide du modèle NiGEM. En effet, de façon analogue au choc de prix des matières premières énergétiques vu plus haut, la dépréciation de l'euro touche également ses partenaires de la zone euro, et modifie la demande qu'ils adressent à la France ainsi que leurs prix domestiques. Globalement, la dépréciation de l'euro se traduit par une amélioration de la compétitivité-prix des entreprises, ce qui stimule les exportations et, du fait de biens importés plus chers, réduit les importations au profit de la consommation domestique. L'impact est positif sur l'activité.

Faible croissance des pays émergents et reprise de la demande d'Europe du Sud

La reprise de la demande en Europe du Sud (Espagne, Italie), en partie stimulée par la pause décidée dans les efforts de consolidation budgétaire depuis 2014, a soutenu la demande adressée à la France.

À l'opposé, la morosité de l'activité des émergents (Chine, Russie, etc.) en 2015 a eu un effet négatif sur la demande adressée à la France directement, et indirectement en pesant sur l'activité des partenaires commerciaux de la France.

La prise en compte de ces effets sur la demande mondiale adressée à la France nécessite, comme pour les autres chocs, de se placer en écart au scénario de référence. Ce dernier est toutefois plus difficile à définir que pour les chocs précédents : geler la demande mondiale adressée à la France à son niveau moyen de 2013, comme cela est fait pour le prix du pétrole ou l'euro, n'est pas pertinent car cela omettrait la dynamique tendancielle de la demande mondiale adressée à la France dans les années antérieures.

Des choix *ad hoc* ont donc dû être faits. Pour les économies avancées, le scénario de référence correspond ainsi à un maintien de la croissance de la demande adressée à la France par ces économies à son rythme moyen des années 2003 à 2013, intégrant à la fois les années précédant la crise, la crise elle-même et la reprise qui a suivi. Retenir une période de référence plus courte aurait conduit à retenir une tendance trop affectée par la grande récession puis la crise des dettes souveraines en Europe du Sud.

Pour les économies émergentes, le scénario de référence correspond à un maintien de la croissance de la demande

1. Le taux de change effectif nominal de l'euro pour la France est une moyenne pondérée (la pondération étant spécifique à la France) des taux de change de l'euro par rapport aux monnaies de ses partenaires hors zone euro. La pondération du taux de change par rapport à un partenaire hors zone euro tient compte de la part de marché de la France dans ce pays et des parts de marché de ce pays et de la France dans chacun des marchés tiers. Le taux de change effectif réel de l'euro pour la France tient compte, outre le taux de change, du rapport des prix à l'exportation de la France avec les pays concurrents de la zone considérée.

Croissance française en 2015 : les impulsions extérieures et les facteurs internes se sont compensés

adressée à la France par ces économies à son rythme moyen sur les années récentes (2011-2013) : ce choix permet de ne pas intégrer le fort dynamisme de ces économies dans les années précédant la crise, qui correspond à une période de rattrapage non représentative d'une tendance de long terme.

Implicitement, ce scénario suppose ainsi, en l'absence de choc, une croissance tendancielle de la demande mondiale adressée à la France de l'ordre de 4,0 % par an. En 2015, elle a crû de +3,7 %. Enfin, les chocs ainsi calculés de demande mondiale adressée à la France sont purgés des effets spécifiques aux chocs précédents (baisse du prix des matières premières énergétiques, baisse des taux d'intérêt et dépréciation de l'euro, qui ont stimulé la demande adressée à la France de +0,7 point). Au total, le choc de demande mondiale adressée à la France en 2015 est de -1,0 point (-1,4 point en provenance des émergents, +0,5 point en provenance de la zone euro et -0,1 point des autres avancés). C'est ce choc qui est injecté dans le modèle Mésange pour en évaluer l'impact sur l'économie française.

Investissement des ménages

Pour l'investissement des ménages, le choc est mesuré comme l'écart de l'investissement constaté à sa croissance tendancielle estimée à +1,2 % par an (Lequien et Montaut, 2014).

Consommation et investissement publics

Comme pour l'investissement des ménages, le choc de consommation et d'investissements publics est mesuré comme l'écart entre l'évolution constatée en volume et une croissance tendancielle estimée à +1,2 % par an. Leur impact est ensuite simulé à l'aide du modèle Mésange : les effets sont quasiment immédiats, avec des multiplicateurs légèrement supérieurs à l'unité dans les premières années consécutives aux chocs.

Prélèvements sur les ménages

Deux types de mesures sont distingués : les chocs de fiscalité directe (impôts sur les revenus, etc.) et les chocs de fiscalité indirecte (TVA, etc.). Suivant Hauseux et Pramit (2016), le choc de fiscalité directe est calculé comme l'écart entre l'évolution des prélèvements sur les ménages et l'évolution des revenus d'activité (représentant l'assiette des prélèvements). Les mesures de fiscalité indirecte sont appréhendées comme l'écart entre l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et celui mesuré à

fiscalité constante par Eurostat. Enfin, les mesures relatives aux prestations sont assimilées à des chocs de fiscalité directe. Elles sont calculées comme l'écart entre l'évolution observée et l'évolution tendancielle estimée à +1,2 % par an en termes réels.

Simulées à l'aide du modèle Mésange, les mesures de fiscalité indirecte ont un effet moins récessif à court terme que les mesures de fiscalité directe du fait des mécanismes d'indexation qui protègent en partie le pouvoir d'achat des ménages et donc leur consommation. Cependant, l'effet de long terme est comparable.

Prélèvements sur les entreprises

Deux chiffrages ont été réalisés. Le premier en utilisant une impulsion estimée selon une méthode proche de celle proposée sur les ménages : les chocs sont alors définis comme l'écart entre l'évolution des prélèvements nets des subventions sur les entreprises et l'évolution de l'excédent brut d'exploitation (censé représenter l'assiette des prélèvements). Le second à partir des données fournies dans les Rapports économiques, sociaux et financiers (RESF) annexés aux différents projets de loi de finances (mesures nouvelles en prélèvements obligatoires). Pour ces chiffrages, deux types de mesures sont distingués : les chocs qui influent sur le coût du travail (cotisations sociales, subventions comme le CICE) et les chocs qui portent sur les revenus des entreprises, de type impôt sur les sociétés. Les mesures qui ne se rapportent ni à des cotisations sociales, ni à l'impôt sur les sociétés, sont partagées entre ces deux prélèvements en fonction du poids du travail et du capital dans la valeur ajoutée des entreprises (70 % en mesures en cotisations, 30 % en mesures en impôts de type impôt sur les sociétés) : c'est par exemple le cas des mesures rehaussant la contribution sociale de solidarité des sociétés (C3S), assise sur leur chiffre d'affaires.

Les estimations résultant des deux exercices donnent des résultats comparables – le premier a été retenu dans ce dossier. Simulées à l'aide du modèle Mésange, les mesures de prélèvements sur les entreprises ont des effets de long terme élevés mais leurs effets à court terme diffèrent selon le type de mesures. Les mesures qui allègent le coût du travail ont un effet plus rapide via un surcroît d'emploi, donc de revenu et de consommation. À l'inverse, les mesures de baisse de l'impôt sur le capital de type impôt sur les sociétés augmentent les capacités de production de long terme mais se diffusent plus lentement, essentiellement via l'investissement des entreprises. ■