

Synthèse Juin 2016

Selon les projections macroéconomiques pour la France effectuées dans le cadre de l'Eurosystème sur des hypothèses arrêtées mi-mai 2016, la croissance du PIB augmenterait en moyenne annuelle (m.a.), de 1,2 % en 2015, à au moins 1,4 % en 2016, 1,5 % en 2017 et 1,6 % en 2018.

La croissance française bénéficierait du regain d'activité dans la zone euro, notamment favorisé par la politique monétaire très accommodante de la BCE. La demande interne gagnerait nettement en dynamisme, avec une augmentation de la consommation des ménages, en particulier en 2016, et la confirmation d'une reprise durable de l'investissement des entreprises. Par ailleurs, l'investissement public et celui des ménages cesseraient progressivement de constituer un frein à la croissance.

Tirée à la baisse par la chute passée des prix du pétrole, l'inflation resterait très faible en 2016, à 0,2 % en m.a., mais se redresserait à 1,1 % en 2017 et 1,4 % en 2018.

SYNTHÈSE DES PROJECTIONS FRANCE

	2015 (30/05) cjo	2015 (29/04) cjo	2016	2017	2018
IPCH	0,1	0,1	0,2	1,1	1,4
IPCH hors énergie et alimentaire	0,6	0,6	0,6	0,7	1,1
Déflateur du PIB	0,6	1,2	1,1	1,1	1,3
PIB réel	1,2	1,2	1,4	1,5	1,6
Contributions (points de PIB) ^{a)} :					
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	1,3	1,1	1,8	1,6	1,7
<i>Exportations nettes</i>	- 0,3	- 0,2	- 0,6	0,0	0,0
<i>Variations de stocks</i>	0,2	0,3	0,3	- 0,1	0,0
Consommation des ménages	1,5	1,4	1,9	1,6	1,7
Consommation publique	1,4	1,5	1,4	0,8	0,8
Investissement total	0,9	0,0	2,0	2,4	2,4
<i>Investissement public</i>	- 3,9	- 3,0	1,2	1,4	1,9
<i>Investissement des ménages</i>	- 0,8	- 2,7	- 1,2	0,9	0,1
<i>Investissements des entreprises (SNF-SF-EI)</i>	2,9	1,9	3,4	3,1	3,3
Exportations	6,0	6,1	2,9	4,6	4,5
Importations	6,4	6,4	4,9	4,5	4,5
Revenu disponible brut (RDB) réel des ménages	1,6	1,8	2,1	1,4	1,6
Taux de chômage (BIT, France entière, % population active)	10,4	10,3	10,1	10,0	9,8

Taux de croissance annuel sauf indication contraire.

a) La somme des contributions ne correspond pas nécessairement à la croissance du PIB du fait d'arrondis.

Sources : Insee pour 2015, publications des 29 avril et 30 mai 2016, projections Banque de France sur fond bleuté.

L'activité a déjà rebondi en France en 2015

Après trois années de croissance faible, l'activité a rebondi en France en 2015. La chute du prix du baril de pétrole et la baisse des prix des biens importés ont en effet entraîné un net regain de pouvoir d'achat, permettant une franche accélération de la consommation des ménages. Par ailleurs, après plusieurs années de forte baisse, l'investissement total a cessé de diminuer en 2015, la reprise de l'investissement des entreprises s'étant en particulier confirmée. La contribution du commerce extérieur à la croissance est toutefois restée négative en 2015, en raison du dynamisme des importations, alors même que les exportations ont nettement accéléré grâce à une demande plus soutenue en zone euro et aux effets favorables de la dépréciation passée du change.

La croissance en France augmenterait graduellement en 2016, 2017 et 2018

La croissance du PIB français augmenterait en moyenne annuelle, passant de 1,2 % en 2015 à au moins 1,4 % en 2016, puis 1,5 % en 2017 et 1,6 % en 2018. Cette prévision actualise la précédente prévision de décembre 2015 pour 2016-2017 et prolonge la prévision jusqu'en 2018. Elle a été achevée mi-mai dans le cadre des exercices de prévision coordonnés de l'Eurosystème. Elle s'appuie ainsi sur des hypothèses internationales arrêtées le 10 mai 2016 ainsi que sur les comptes nationaux trimestriels pour la France publiés par l'Insee le 29 avril 2016. Pour des raisons de calendrier liées à cette coordination des prévisions au sein de l'Eurosystème, elle n'intègre donc pas les comptes nationaux trimestriels révisés le 30 mai. Ces derniers ont modifié certaines moyennes annuelles ou profils trimestriels et rehaussé le premier trimestre 2016, ainsi que les contributions de certains postes à la croissance (voir aussi les implications en termes d'aléas autour des perspectives d'activité ci-dessous). Le rythme de croissance de 1,2 % en 2015 (cjo), qui constitue le point de départ de la prévision pour 2016-2018 a, lui, été confirmé.

La demande intérieure, en particulier la consommation privée et l'investissement des entreprises, continuerait d'être le moteur de la croissance

Le nouveau recul du prix du pétrole fin 2015 est un facteur de soutien à la demande intérieure en 2016. Avec la faiblesse de l'inflation, les gains de pouvoir d'achat des ménages seraient importants, en particulier dans la première partie de l'année. La consommation des ménages augmenterait ainsi fortement en 2016, puis resterait dynamique en 2017-2018, le gain de pouvoir d'achat étant progressivement dépensé.

Les circonstances seraient également favorables à une poursuite de la hausse de l'investissement des entreprises, notamment grâce à la politique monétaire très accommodante. En outre, une certaine modération des coûts salariaux contribuerait à la poursuite du redressement du taux de marge des entreprises en 2016. Il se stabiliserait ensuite en 2018 à un niveau proche de celui observé dans la première moitié des années deux mille avant-crise. Après avoir fortement reculé en 2014 et 2015, l'investissement public contribuerait de nouveau positivement à la croissance de 2016 à 2018. L'investissement des ménages reculerait toujours en 2016 mais il progresserait légèrement en 2017 et 2018.

La croissance serait freinée par une contribution nette négative de notre commerce extérieur en 2016

La demande mondiale, tout en étant dynamique, accélérerait faiblement en 2016, en raison de perspectives de croissance moins favorables qu'anticipé antérieurement dans les pays émergents. En outre, la croissance des exportations en 2016 et 2017 serait freinée par l'appréciation du taux de change effectif depuis décembre. En revanche, la croissance des importations resterait soutenue par le fort dynamisme de la demande intérieure. Ainsi, la contribution nette du commerce extérieur à la croissance serait nettement négative en 2016, avant de devenir neutre à l'horizon de la prévision.

L'inflation resterait faible en 2016 puis remonterait graduellement en 2017 et 2018

L'inflation, mesurée par l'évolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'établirait à 0,2 % en 2016 en m.a., après 0,1 % en 2015. Elle se redresserait progressivement à 1,1 % en m.a. en 2017 et 1,4 % en 2018 pour s'établir, au dernier trimestre de 2018, à 1,5 % en glissement annuel. L'inflation hors produits alimentaires et énergie serait stable en 2016 à 0,6 % en m.a., comme en 2015, puis monterait très graduellement et modérément pour atteindre 0,7 % en m.a. en 2017 et 1,1 % en 2018.

La forte baisse du prix des produits pétroliers depuis le second semestre 2015 pèserait en effet très négativement sur l'inflation d'ensemble en 2016. L'évolution de l'inflation hors énergie et produits alimentaires resterait en outre très modérée du fait de la faible progression des coûts salariaux unitaires et d'un taux de chômage toujours élevé. En 2017, en revanche, l'inflation des prix de l'énergie se redresserait, de même que celle des services dans le sillage de l'accélération des salaires nominaux. Mais l'appréciation récente du change freinerait, avec quelques trimestres de délai, la progression du prix des produits manufacturés. Ces effets se dissiperaient en 2018 et l'inflation se redresserait alors plus franchement, à mesure que l'écart de production se réduirait et que le taux d'utilisation des capacités de production augmenterait progressivement.

Des aléas autour des perspectives d'activité et d'inflation subsistent

La prise en compte des révisions publiées le 30 mai et les aléas autour du scénario économique central conduiraient à revoir un peu à la hausse la croissance en 2016. La croissance au premier trimestre 2016 a en effet été rehaussée par l'Insee le 30 mai et l'acquis de croissance du PIB pour 2016 à l'issue du premier trimestre s'élève maintenant à 1,1 %, contre 1,0 % lors de la première estimation. Ceci rend probable une croissance un peu plus soutenue en moyenne annuelle en 2016. En revanche, la publication de l'Insee du 30 mai montre aussi que le taux d'épargne est nettement plus bas en 2015 et au premier trimestre 2016 que ne le laissaient attendre les comptes trimestriels publiés fin avril. Le dynamisme de la consommation des ménages à la suite du contre-choc pétrolier pourrait donc être un peu plus modéré qu'anticipé, puisqu'il a moins de chance d'être soutenu par une nouvelle baisse du taux d'épargne. Un tel scénario pourrait affecter la croissance en 2017, voire en 2018. Par ailleurs, les projections à partir de 2017 sont ici présentées de façon conventionnelle, avant l'impact des mesures de consolidation budgétaire supplémentaires qui pourraient être nécessaires pour descendre sous le seuil de 3 % de déficit public dès 2017.

En ce qui concerne l'inflation, les principaux risques sont globalement équilibrés. Les risques liés à l'activité font peser une incertitude sur l'ampleur de la remontée de l'inflation à l'horizon de la prévision. En revanche, une hausse des prix du pétrole et des prix des biens importés plus forte qu'actuellement anticipé contribuerait à augmenter plus rapidement l'inflation d'ensemble. En outre, l'effet de l'action de la politique monétaire très accommodante sur l'inflation pourrait être supérieur à ce qui est inscrit en prévision.

1| Hypothèses techniques et environnement international : un contexte moins porteur

Le scénario économique repose sur les hypothèses techniques (taux de change, taux d'intérêt, prix des matières premières) et sur les projections internationales de l'Eurosystème (cf. notes du tableau 1).

Le **taux de change effectif** s'est apprécié depuis décembre 2015, poursuivant un mouvement entamé mi-2015. L'euro s'est fortement déprécié par rapport au dollar entre juin 2014 et avril 2015 et il évolue depuis à un niveau significativement inférieur à celui observé au cours des dix dernières années. Il s'est toutefois légèrement apprécié depuis décembre et la projection repose sur une hypothèse de change euro/dollar stable à 1,14, contre 1,09 en décembre. Le taux de change effectif nominal a, lui aussi, fortement baissé jusqu'à mi-2015 mais il s'apprécie continûment depuis. L'appréciation du taux de change effectif nominal est notable en moyenne annuelle en 2016 (4,2 %), même si son niveau demeure inférieur à celui de 2014.

Après avoir atteint un point bas début 2016, le **prix du pétrole** se redresserait dans notre projection en 2017 et 2018. Le prix du baril de *Brent* a atteint en janvier 2016 son niveau le plus faible depuis 2009 à 29 euros. Il a depuis rebondi pour s'établir à 37,8 euros en avril 2016. Par convention, la prévision de prix du pétrole au-delà de la mi-mai est fondée sur les cours à terme. En moyenne annuelle, le prix du baril de *Brent* diminuerait ainsi de près de 9 euros en 2016 par rapport à 2015, puis il augmenterait légèrement en 2017 et 2018. Il s'établirait en moyenne à 44,9 euros en 2018, un niveau cependant toujours inférieur à celui de 2015.

Dans un contexte de politique monétaire très accommodante, l'ensemble des **taux d'intérêt**, tels que les anticipent les marchés (cf. note c. du tableau 1), resteraient très faibles.

L'environnement international serait moins favorable qu'envisagé en décembre 2015. **La demande adressée à la France** progresserait cependant en 2016 à un rythme très légèrement supérieur à celui de 2015 et accélérerait en 2017 et 2018 pour atteindre 4,4 % en rythme annuel à l'horizon de prévision. Avec le redressement de l'activité dans la zone euro, la demande adressée à la France provenant des autres pays de l'Union monétaire serait en effet assez dynamique mais croîtrait sur un rythme inférieur à celui observé en 2015. La demande issue des pays en dehors de la zone euro augmenterait moins, mais selon un rythme supérieur à celui observé en 2015 ; elle accélérerait progressivement en 2017 et 2018 pour croître à un rythme toujours inférieur à ceux observés avant la crise mais supérieur à ceux observés depuis 2011.

Tableau 1 : Hypothèses techniques et environnement international ^{a)}

	2015	2016	2017	2018
Hypothèses techniques				
Pétrole, baril de <i>Brent</i> (USD)	52,4	43,4	49,1	51,3
Pétrole, baril de <i>Brent</i> (EUR)	47,2	38,4	42,9	44,9
Matières premières hors énergie (USD, évolution en %)	- 19,9	- 3,3	4,3	4,6
USD/EUR	1,11	1,13	1,14	1,14
Taux de change effectif nominal (évolution en %) ^{b)}	- 7,1	4,2	0,2	0,0
Euribor à 3 mois ^{c)}	0,0	- 0,3	- 0,3	- 0,3
Taux longs sur les obligations de l'État français à 10 ans ^{c)}	0,8	0,6	0,7	1,0
Environnement international, évolution en %				
IPC mondial				
Prix des concurrents à l'export extra-zone euro (en euros)	5,4	- 4,9	3,0	2,6
PIB mondial	2,9	2,9	3,4	3,5
PIB mondial hors zone euro	3,1	3,1	3,7	3,8
Commerce mondial hors zone euro	0,7	1,8	3,5	4,0
Demande adressée à la France	3,2	3,3	4,2	4,4
<i>Intra-zone euro</i>	5,8	4,6	4,9	5,0
<i>Extra-zone euro</i>	0,9	2,1	3,5	3,9

a) Ces hypothèses techniques et d'environnement international sont établies par la BCE au 10 mai pour les données de marché et au 17 mai pour la demande adressée à la France, selon des principes explicités dans l'article : *Guide to Eurosystem Staff macroeconomic projection exercises*, juin 2001, disponible à l'adresse : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/staffprojectionsguideen.pdf>. La demande mondiale correspond à la somme des importations des partenaires commerciaux de la France, pondérée par le poids de chaque marché dans les exportations françaises. La méthode de calcul est expliquée dans le document de travail « *Trade consistency exercise in the context of the Eurosystem projection exercises-an overview* », disponible à l'adresse : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp108.pdf>.

b) Calculé par rapport à 38 pays partenaires de la zone euro.

c) Les prévisions de taux d'intérêt sont obtenues à partir de l'information extraite de la courbe des taux.

Source : Eurosystème.

RÉVISIONS DE LA PRÉVISION DE CROISSANCE ENTRE DÉCEMBRE 2015 ET JUIN 2016

La prévision de croissance de la Banque de France s'établit en juin à 1,4 % pour 2016 et 1,5 % pour 2017, proche de la prévision de 1,4 % en 2016 et 1,6 % en 2017 faite en décembre.

D'un exercice à l'autre, la prévision peut être affectée par deux sources de modifications : la révision des hypothèses techniques extérieures relatives à l'environnement international, d'une part ; des changements d'analyses des tendances macroéconomiques, en partie liés à la publication de données nouvelles par les comptes nationaux, d'autre part. Les tableaux A1 et A2 en annexe donnent des informations sur les révisions depuis notre prévision de décembre 2015.

L'environnement international est globalement moins porteur en juin qu'en décembre. La prévision pâtit ainsi en particulier d'une appréciation de 4,0 % du taux de change effectif nominal en 2016 et, dans une moindre mesure, de perspectives de demande adressée à la France moins favorables (- 0,5 point de pourcentage – pp – en 2016 et - 0,4 pp en 2017). La nouvelle baisse du prix du pétrole (- 9,7 euros en 2016) ne compense que partiellement ces impacts négatifs sur la croissance française. **La révision des hypothèses techniques extérieures minorerait mécaniquement la croissance française à hauteur de 0,3 pp en 2016 et 0,2 pp en 2017.**

Toutefois, la prévision de juin s'appuie sur les comptes trimestriels du quatrième trimestre 2015 et du premier trimestre 2016 pour la France, publiés par l'Insee le 29 avril 2016, dont on ne disposait pas en décembre 2015. Les comptes trimestriels du 29 avril montraient un écart positif entre les données publiées pour le quatrième trimestre 2015 ainsi que le premier trimestre 2016 et la prévision faite en décembre. Ceci conduit à **un acquis de croissance pour 2016 à l'issue du premier trimestre 2016 plus élevé de 0,2 pp dans cette projection qu'attendu en décembre 2015, qui contrebalance donc une bonne partie de l'impact négatif des hypothèses techniques extérieures.**

Par ailleurs, la connaissance de deux trimestres supplémentaires et d'autres informations affectent un certain nombre de jugements en prévision qui viennent alors réduire ou amplifier l'effet mécanique dû à l'acquis de croissance. Au-delà de l'impact des hypothèses extérieures, la prévision de juin est ainsi revue par rapport à décembre sur la base des éléments d'analyse suivants :

- le profil de **la demande publique (consommation et investissement publics)** a été revu à la hausse de 0,4 pp (donc 0,2 pp en contribution à la croissance du PIB) en 2016, à la lumière de notre analyse de l'information contenue dans le programme de stabilité français publié en avril 2016 ;
- la remontée des mises en chantier depuis décembre 2015 suggère une reprise de **l'investissement des ménages** un petit peu plus nette, et celui-ci est légèrement revu à la hausse fin 2016 (de 0,1 pp de contribution à la croissance du PIB en moyenne annuelle) ;
- **la consommation des ménages** est revue à la hausse de 0,4 pp en 2016 et 0,1 pp en 2017 au-delà de l'impact des hypothèses techniques qui est au total très faible (donc 0,2 pp et 0,1 pp en contribution au PIB), pour deux raisons principales. Après la hausse conjoncturelle du taux d'épargne fin 2015 résultant de la baisse temporaire de la consommation des ménages (températures clémentes, répercussions des attentats du 13 novembre 2015), les ménages disposent d'une réserve de pouvoir d'achat par rapport aux trimestres précédents, favorisant un dynamisme de la consommation en 2016. En outre, le ralentissement des prix en 2016 va au-delà du seul effet de la baisse du prix du pétrole et de l'appréciation du change, en raison d'une inflation des services plus basse (comme observé sur les premiers mois de l'année), et ceci profite également au pouvoir d'achat, donc à la consommation des ménages ;
- **les variations de stocks** ont contribué à la croissance en 2015 et à la révision à la hausse de l'acquis de croissance pour 2016. Au final, la contribution des variations de stocks à la croissance du PIB est supérieure de 0,4 pp à celle de la prévision de décembre pour 2016, ce qui est légèrement corrigé en 2017 (- 0,1 pp) ;
- à l'inverse, l'acquis de **la contribution extérieure** est fortement négatif à l'issue du premier trimestre 2016. Malgré un léger rebond des parts de marché attendu sur le reste de l'année, ceci induit une contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB de - 0,5 pp en 2016 (et 0,1 pp en 2017) au-delà de l'impact de la seule révision des hypothèses techniques.

2| Croissance : à la fois soutenue par la demande dans la zone euro et la demande intérieure, l'activité accélérerait progressivement

Point de départ conjoncturel

Dans l'industrie manufacturière, l'enquête de l'Insee indiquait une amélioration de la conjoncture en avril, tandis que celle de la Banque de France conclut à une stabilisation à un niveau proche de sa moyenne de long terme. L'indicateur de production prévue pour mai augmente dans l'enquête Banque de France. Ces indications positives sont toutefois mitigées par le fort recul de la production manufacturière en février et en mars. Après une contribution positive significative en 2015, notamment en fin d'année, la contribution des stocks à la croissance pourrait donc être négative sur les prochains trimestres (comme sur le premier trimestre 2016¹). Elle resterait toutefois positive en moyenne sur l'ensemble de l'année du fait de la forte fin d'année 2015, puis serait proche de zéro sur la suite de l'horizon de prévision.

Dans le secteur de la construction, les signaux des enquêtes offrent un tableau contrasté : si la demande de logements s'améliore et permet d'envisager un rebond plus net de la construction résidentielle d'ici la fin de l'année, d'autres enquêtes, en particulier l'enquête Insee dans l'artisanat du bâtiment, semblent montrer que l'activité resterait encore peu élevée à court terme.

Au total, les indications conjoncturelles sont à ce jour cohérentes avec une croissance du PIB à un rythme modéré de 0,3 % sur le deuxième trimestre de l'année (voir aussi les implications des dernières révisions des comptes nationaux trimestriels publiés le 30 mai en matière d'aléas autour des perspectives d'activité, dans la partie 5).

L'inflation totale (IPCH) s'est établie en avril 2016 à - 0,1 % en glissement annuel et l'inflation hors énergie et alimentaire à 0,6 %. La forte baisse passée des prix de l'énergie continue d'exercer des pressions à la baisse sur l'ensemble des composantes de l'inflation tandis que la faiblesse de la hausse des prix dans les services (notamment en ce qui concerne les loyers) est à noter. L'inflation des produits manufacturés s'est en revanche un peu redressée depuis fin 2015 mais le fort recul des prix des produits importés depuis le début de l'année devrait faire sentir ses effets dans les prochains mois.

La contribution des échanges extérieurs à la croissance, fortement négative en 2016, redeviendrait neutre en 2017 et 2018.

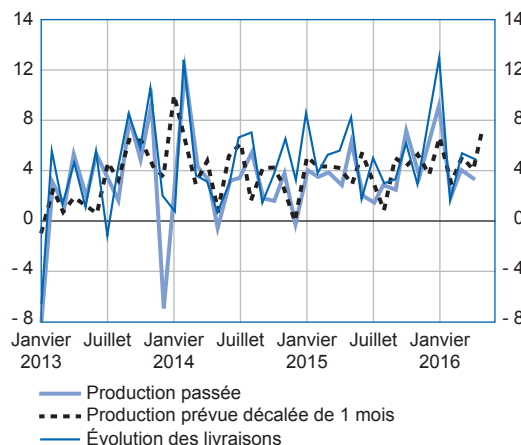
Le commerce extérieur pèserait très négativement sur la croissance en 2016 (- 0,6 point de pourcentage), encore plus qu'en 2015. D'une part, les exportations pâtiraient en 2016 d'un environnement extérieur moins favorable. La demande adressée à la France n'accélérerait en effet pas en 2016 par rapport à 2015 et serait ainsi moins dynamique qu'anticipé en décembre, en provenance à la fois de la zone euro et des économies émergentes. En outre, l'appréciation du change effectif ne permettrait pas que les gains de parts de marché, notables en 2015, se poursuivent. Les parts de marché de la France à l'exportation seraient ainsi stables sur l'horizon de prévision. Au total, les exportations ralentiraient nettement en 2016 pour progresser sur un rythme relativement modeste (2,9 %).

D'autre part, les importations resteraient dynamiques en 2016, soutenues par la forte demande interne. En outre, le taux de pénétration (calculé comme le rapport des importations aux postes de la demande pondérés par leur contenu en importations) continuerait de croître sur l'horizon de prévision. Ainsi, le rythme annuel de croissance des importations serait de 4,9 % en 2016.

En 2017 et 2018, la contribution du commerce extérieur à la croissance redeviendrait neutre. Les exportations regagneraient en vigueur grâce à l'accélération de la demande mondiale. Les importations ralentiraient légèrement parce que la demande interne serait un peu moins vigoureuse.

Graphique 1 : Enquête de la Banque de France dans l'industrie

(solde d'opinion)



¹ La composante stocks pouvant bien entendu être révisée lors de la prochaine publication des comptes nationaux trimestriels.

La consommation des ménages contribuerait largement à la croissance, soutenue par la hausse du revenu disponible

La consommation des ménages progresserait sur un rythme soutenu en 2016, à 1,9 % puis plus lentement en 2017 (1,6 %) et 2018 (1,7 %). La forte progression des dépenses des ménages constatée début 2016 conforte cette prévision.

Sur l'ensemble de l'année 2016, la consommation des ménages serait soutenue par des gains importants de pouvoir d'achat des ménages, largement expliqués par la faible inflation induite par le contre-choc pétrolier. En outre, la reprise de la croissance soutiendrait une nette accélération du revenu disponible brut nominal des ménages en 2016. Dès 2017, en dépit de la poursuite de l'accélération des revenus nominaux, le pouvoir d'achat des ménages ralentirait nettement, à cause de la hausse de l'inflation.

Le taux d'épargne augmenterait en 2016, sous l'effet d'un comportement de lissage des gains de pouvoir d'achat par les ménages. La fin de l'année 2015 a notamment été marquée par une faible consommation en raison de l'hiver doux et des attentats de novembre, renforçant la hausse du taux d'épargne. À l'horizon de prévision, le taux d'épargne reviendrait vers des niveaux comparables et même légèrement inférieurs à celui observé en moyenne sur 2015, et cette légère baisse soutiendrait la consommation des ménages.

Tableau 2 : Évolution de la consommation et du revenu disponible brut des ménages

(en %, moyenne annuelle)	2015	2016	2017	2018
Consommation réelle des ménages	1,4	1,9	1,6	1,7
RDB réel	1,8	2,1	1,4	1,6
RDB nominal	1,6	2,1	2,3	2,9
Contributions au taux de croissance du RDB nominal				
<i>Excédent brut d'exploitation</i>	0,3	0,5	0,5	0,6
<i>Salaires bruts</i>	1,1	1,2	1,3	1,6
<i>Intérêts nets et revenus de la propriété</i>	0,1	0,4	0,4	0,4
<i>Transferts courants</i>	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Prestations sociales</i>	0,6	0,5	0,6	1,0
<i>Impôts directs</i>	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4
<i>Cotisations sociales effectives</i>	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3

Source : Comptes nationaux trimestriels Insee du 29 avril 2016 pour 2015, projections Banque de France sur fond bleuté. Ne tient pas compte de la publication des comptes nationaux du 30 mai.

L'investissement des ménages serait stable à l'horizon de prévision, freiné par les évolutions démographiques

L'investissement des ménages cesserait progressivement de se dégrader en 2016, après plusieurs années de nette décreue et contribuerait ensuite un peu à la croissance. Les mises en chantier ont connu une croissance positive au dernier trimestre 2015 et au premier trimestre 2016. Il est probable que le dégel du marché soit favorisé dans les prochains mois par la loi Pinel et les nouvelles conditions du prêt à taux zéro (PTZ). Cette reprise se traduirait en 2016, avec quelques trimestres de délai, par une certaine hausse de l'investissement des ménages. Par ailleurs, la hausse des transactions de logements anciens, observée au cours des derniers trimestres, devrait également stimuler la composante « services » de l'investissement des ménages en 2016. Toutefois, cette reprise de l'investissement ne serait que temporaire et ses déterminants structurels resteraient peu porteurs à moyen terme, en particulier en raison des facteurs démographiques (cf. encadré 2).

L'investissement des entreprises resterait dynamique, favorisé par l'environnement de taux bas

La reprise de l'investissement des entreprises est amorcée depuis 2014 et elle serait vigoureuse sur l'horizon de la prévision. L'investissement des entreprises croîtrait ainsi entre 3 % et 3,5 % par an de 2016 à 2018. Un nombre important de facteurs sont en effet bien orientés : l'activité gagne en dynamisme, les conditions financières sont très favorables et la rentabilité des entreprises se redresse. En outre, la mesure de suramortissement (qui correspond à 2,5 milliards d'euros de transfert vers les SNF) a nettement soutenu l'investissement fin 2015 et début 2016 même si ses effets se modéreraient sur les trimestres à venir. La FBCF équipement augmenterait ainsi de 5,8 % en 2016, 3,1 % en 2017 et 3,4 % en 2018.

Une certaine modération des salaires, la reprise de l'activité et les mesures en faveur de la diminution du coût du travail (CICE et PRS – allègement de cotisations sociales et de la fiscalité sur les entreprises) permettraient notamment une poursuite du redressement de la rentabilité des entreprises en 2016 et en 2017. Le taux de marge des entreprises non financières et le taux d'auto-financement augmenteraient ainsi nettement sur l'horizon de prévision, et retrouveraient des

Tableau 3 : Évolution des déterminants des marges des entreprises

(en %, moyenne annuelle)	2015	2016	2017	2018
Déflateur de la VA – privé	1,4	1,1	1,0	1,3
Coûts salariaux unitaires (CSU) – privé	0,4	0,0	0,3	0,9
Productivité par tête – privé	0,9	0,8	1,1	1,1
Salaires moyens par tête, nominal – privé	1,5	1,3	1,5	2,1

Source : Comptes nationaux trimestriels Insee du 29 avril 2016 pour 2015. Projections Banque de France sur fond bleuté. Ne tient pas compte de la publication des comptes nationaux du 30 mai. Les CSU ne tiennent ici pas compte de l'impact du CICE.

niveaux comparables à ceux d'avant-crise. Le seul facteur limitant l'investissement des entreprises serait le niveau de l'endettement, en forte augmentation depuis 2008 (environ + 25 pp de valeur ajoutée des SNF entre 2008 et 2015) et qui devrait commencer à se stabiliser autour de 130 % de la valeur ajoutée des SNF.

La reprise de l'activité économique s'accompagnerait d'une faible baisse du taux de chômage

L'emploi dans le secteur marchand se redresserait graduellement sur l'horizon de prévision. Les mesures en faveur de la réduction du coût du travail (CICE, PRS) amortiraient l'accélération des gains de productivité induite habituellement par la reprise de l'activité. L'emploi dans le secteur privé augmenterait ainsi de 0,8 % en 2016, après 0,3 % en 2015. Cette croissance de l'emploi se prolongerait en 2017 (0,8 %) et en 2018 (0,9 %), grâce à l'augmentation de la croissance de l'activité alors même que les effets du CICE et du PRS seraient moindres².

L'emploi dans le secteur non marchand continuerait à croître en 2016 puis se stabiliserait en 2017 et en 2018. Le nombre des contrats aidés devrait en effet augmenter en 2016. À partir de 2017, l'emploi non marchand se stabiliserait sous l'hypothèse d'un maintien du nombre de contrats aidés à son niveau de fin 2016.

L'emploi total augmenterait ainsi en 2016, de 0,7 % en moyenne annuelle, soutenu par l'expansion de l'emploi privé. Cette évolution se confirmerait en 2017 (0,6 %) et en 2018 (0,7 %). Comme la population active croîtrait de 0,4 % par an sur l'horizon de prévision, cette progression de l'emploi permettrait une légère réduction du taux de chômage (au sens du BIT, France entière) qui passerait de 10,3 % en 2015 à 10,1 % en 2016, puis 10,0 % en 2017 et 9,8 % en 2018.

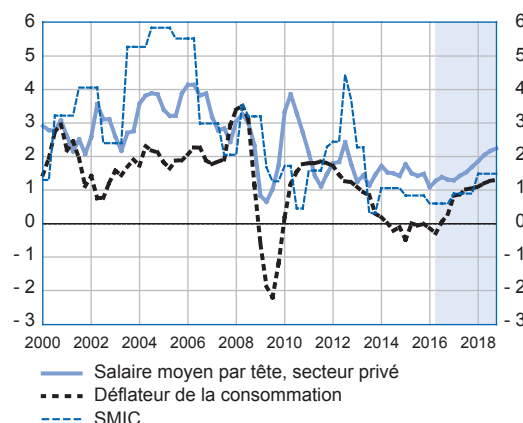
Une certaine modération salariale limiterait la progression des rémunérations

La faiblesse de l'inflation et le fort taux de chômage favorisent une progression modérée des rémunérations. Les salaires nominaux, peu dynamiques depuis 2011, continueraient de ralentir en 2016. Dans le secteur privé, le salaire moyen par tête (SMPT) progresserait ainsi de 1,3 % en moyenne sur l'année, une évolution cohérente notamment avec les dernières données disponibles sur le salaire mensuel de base (SMB)³. Malgré ce ralentissement des salaires nominaux, les gains de pouvoir d'achat des salaires resteraient notables en 2016 (1,3 %) du fait de la faiblesse de l'inflation.

En 2017 et 2018, la remontée de l'inflation et la légère décline du chômage soutiendraient une accélération des salaires nominaux. Ceux-ci progresseraient de 1,5 % en 2017 et 2,1 % en 2018 dans le secteur privé. Cette accélération resterait toutefois modérée d'autant plus que la progression du SMIC, en l'absence de coup de pouce, resterait faible. Dès lors, la progression des salaires réels serait atténuée par rapport à 2015 et 2016, à 0,5 % en 2017 et 0,9 % en 2018.

Graphique 2 : Évolution des salaires dans le secteur privé et déflateur de la consommation

(glissement annuel, en %)



Sources : Comptes nationaux trimestriels Insee du 29 avril 2016 pour 2000-2015, projections Banque de France en prévision.

² L'impact du CICE et du PRS sur la croissance de l'emploi privé serait de 0,3 pp en 2016 et de 0,1 pp en 2017 et en 2018.

³ Le SMB est un salaire brut hors primes et heures supplémentaires et sa progression s'établit à 1,2 % sur un an au premier trimestre 2016.

LES RAISONS D'UN INVESTISSEMENT DES MÉNAGES ENCORE PEU DYNAMIQUE ¹

Depuis 2007, l'investissement des ménages français a reculé de 20 % en volume, après avoir crû de 3 % en moyenne par an entre 2000 et 2007². Il compte en 2015 pour 4,8 % du PIB français, contre 6,2 % en 2007. Les difficultés de la construction, secteur intensif en travail, pèsent également sur l'emploi en France : entre le quatrième trimestre 2007 et le quatrième trimestre 2015, 192 000 emplois salariés ont été détruits dans la construction et les activités immobilières.

La contribution négative à la croissance du PIB français est ainsi d'environ - 0,14 pp en moyenne par an depuis 2007, contre, par exemple, une contribution positive en Allemagne sur la même période de 0,09 pp en moyenne par an (alors que, de 2000 à 2007, la contribution de l'investissement des ménages à la croissance du PIB avait été de 0,19 pp en France, contre - 0,15 pp en Allemagne). La France se distingue actuellement des principales économies de la zone euro par la contribution toujours négative de l'investissement des ménages à l'activité. Si, en 2015, l'investissement des ménages dans la zone euro reste encore inférieur de plus de 25 % à son pic atteint en 2007, la FBCF des ménages s'est redressée dans la plupart des grandes économies de la zone en 2014 et 2015, à l'exception de l'Italie et de la France.

La crise de la construction à l'œuvre depuis huit ans met ainsi plus de temps à se résorber que celle du début des années quatre-vingt-dix : la FBCF des ménages avait alors reculé entre 1989 et 1993, avant de repartir dès 1994. Récemment, la FBCF des ménages avait retrouvé temporairement un taux de croissance positif en 2010 et 2011 (1,5 % puis 1,0 %) avant de renouer avec une croissance négative. En outre, le rebond des années 2010-2011 s'expliquait essentiellement par une contribution positive de la composante « services » de la FBCF des ménages (liée à la hausse des transactions) alors que la contribution de la composante « construction » demeurait négative. Le cycle baissier de 2007-2015 apparaît ainsi comme deux fois plus long que le cycle de 1989-1993.

Le recul de la FBCF des ménages observé depuis 2007 s'explique par le ralentissement du pouvoir d'achat des ménages, mais aussi, largement, par l'évolution de la structure démographique française par âge, actuellement défavorable à la demande de logement.

Le pouvoir d'achat des ménages, défini comme le revenu disponible brut (RDB) déflaté par le déflateur de la consommation, a fortement ralenti depuis 2007. Après avoir progressé de 2,4 % en moyenne par an entre 2000 et 2007, le pouvoir d'achat des ménages a crû, entre 2007 et 2015, de 0,5 % en moyenne par an dans un contexte de hausse du taux de chômage et de progression modérée des salaires nominaux³.

Les évolutions démographiques sont, sur la période récente, largement défavorables à la demande de logements. Le recul de l'investissement des ménages a coïncidé avec un ralentissement de la croissance de la population et une diminution des classes d'âge investissant le plus dans le logement⁴. Après avoir crû de 0,7 % en moyenne par an entre 2000 et 2007, la population française a renoué, depuis, avec les rythmes de croissance plus faibles des années quatre-vingt-dix (0,5 % par an). De plus, depuis 2007, la population des 30 à 59 ans, surreprésentés parmi les acquéreurs récents d'un logement⁵, connaît une croissance négative, après avoir contribué pour plus de moitié à la croissance de la population totale entre 2000 et 2007.

En dépit des conditions financières favorables, il est donc peu probable que l'investissement des ménages retrouve les rythmes de croissance d'avant-crise sur l'horizon de prévision. Sa croissance serait ainsi plus faible que celles des autres composantes du PIB. Les projections démographiques suggèrent en effet une poursuite de la baisse de la population en âge d'acheter un logement. En outre, en dépit de la modération de l'inflation, favorable au pouvoir d'achat des ménages, une certaine modération salariale et la persistance d'un taux de chômage élevé ne devraient pas permettre de compenser les effets démographiques défavorables.

¹ Cet encadré reprend pour partie les analyses Banque de France – Insee présentées dans Faubert (V.), Monnet (É.) et Sutter (C.) (2015), « Malgré la reprise du pouvoir d'achat, la construction de logements continuerait de baisser en 2015 », Insee, Note de conjoncture, juin.

² Dans l'ensemble de cet encadré, les estimations pour la France sont faites sur la base des révisions des taux de croissance publiées par l'Insee le 17 mai. Les chiffres détaillés de la valeur du PIB et de ses composantes depuis 2013 publiés le 30 mai ne sont pas exploités.

³ En outre, la structure du revenu des ménages s'est modifiée au profit des revenus de remplacement (retraites et indemnités de chômage) : le poids des prestations sociales reçues par les ménages s'est nettement accru, passant de 31 % du RDB en 2007 à 35 % en 2015. Cette progression reflète celle, structurelle, des pensions de retraite et, dans une moindre mesure, la hausse conjoncturelle des allocations de chômage. La progression du poids des revenus de remplacement pendant cette période a sans doute contribué au recul de l'investissement des ménages : les ménages âgés ou en situation de précarité sont en effet sous-représentés parmi les acquéreurs d'un logement.

⁴ La FBCF des ménages est un flux retraçant les acquisitions nettes de logements (logements neufs, droits de mutations et travaux de gros entretien) des ménages sur une période considérée. Ce flux est donc alimenté par les nouvelles acquisitions et constructions, plutôt que par les propriétaires plus anciens, qui détiennent toutefois l'essentiel du stock de logements existants. Selon l'enquête Patrimoine, en 2010, pour 73 % des ménages ayant récemment acquis une résidence principale, la personne de référence était âgée de 30 à 59 ans. La relative stabilité de cette proportion entre les deux vagues d'enquête Patrimoine, 2004 et 2010, suggère qu'il s'agit d'un effet de génération, relativement constant dans le temps, plutôt que d'un effet de cohorte.

⁵ Dans une étude sur le lien entre logement et démographie dans les pays de l'OCDE depuis 1980, Monnet et Wolf montrent que, toutes choses égales par ailleurs, une diminution de 1 % de la tranche d'âge des 20-49 entraîne une baisse du ratio de l'investissement logement sur PIB de 1 pp. Dans le cas français, depuis 2007, la population de cette tranche d'âge a diminué de 2 % et le ratio investissement des ménages sur PIB a diminué de 1,5 pp. Les auteurs concluent que, étant donné les paramètres démographiques futurs (hors migration), l'investissement logement en part du PIB devrait diminuer même si l'investissement logement connaît à nouveau une croissance positive. Selon cette étude (pour 20 pays depuis 1980), c'est la tranche d'âge 20-49 ans qui a le plus fort effet mais les conclusions sont proches si l'on considère la tranche d'âge 30-59 ans (comme dans la note de conjoncture de l'Insee précédemment citée). Cf. Monnet (É.) et Wolf (C.) (2016), « Demographic cycle, migration and housing investment: a causal examination », Banque de France, document de travail n° 591.

Ces facteurs négatifs pourraient toutefois être compensés par des effets positifs à court terme, probablement essentiellement temporaires : il est ainsi possible que la reprise des transactions dans l'immobilier ancien soutienne la FBCF des ménages, comme en 2010 et 2011, les droits de mutation étant notamment comptabilisés comme FBCF des ménages dans les comptes nationaux. En outre, les nouvelles incitations fiscales pour l'investissement locatif de la loi Pinel – dispositif commençant en septembre 2014 et en application jusqu'à décembre 2016 – ainsi que l'élargissement et la simplification du prêt à taux zéro, mis en application en décembre 2015, pourraient également renforcer temporairement l'investissement des ménages fin 2016 et début 2017.

3| Inflation : faible en 2016, elle se redresserait graduellement pour atteindre 1,5 % au dernier trimestre 2018

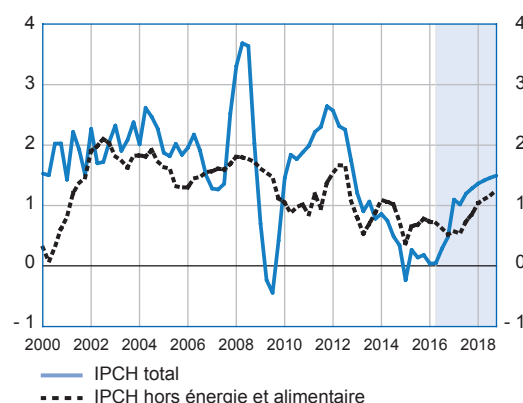
L'inflation (IPCH) s'établirait à 0,2 % en moyenne annuelle en 2016 (après 0,1 % en 2015) puis remonterait très graduellement en 2017 (1,1 % en m.a.) et 2018 (1,4 %). Ce redressement serait favorisé par la remontée du prix du pétrole (telle que l'anticipent les cours à terme au 10 mai 2016) et la progression du prix des importations hors énergie ainsi que par le redressement de l'activité domestique. L'inflation hors énergie et produits alimentaires resterait très faible en 2016 (0,6 % en m.a. comme en 2015) et 2017 (0,7 % en m.a.) puis se redresserait en 2018 à 1,1 % en m.a.

En 2016, l'inflation continuerait d'être grevée par la forte baisse des prix du pétrole.

Le prix du baril de pétrole a de nouveau beaucoup diminué en 2015, passant de 46 euros environ fin 2014 à 29 euros début 2016. La baisse du prix du pétrole a un impact négatif direct sur la composante énergie des prix à la consommation (environ 10 % de l'indice total) en réduisant le prix des produits pétroliers consommés par les ménages (carburants, fioul, etc.). Cette composante s'établirait ainsi à -3,4 % en moyenne annuelle en 2016. En outre, la baisse du prix des intrants énergétiques pour les entreprises se diffuse également progressivement le long de la chaîne de production et affecte aussi *in fine* les prix à la consommation des biens et services hors énergie (cf. encadré 3). Cette diffusion contribuerait au maintien, en 2016, de l'inflation hors énergie et produits alimentaires à son niveau très bas de 2015.

Graphique 3 : IPCH et IPCH hors énergie et alimentaire

(glissement annuel, en %)



Les prix des produits manufacturés seraient en revanche temporairement soutenus en 2016 par le dynamisme du prix des importations de biens constaté en 2015 suite à la dépréciation de l'euro entre début 2014 et début 2015. Les chocs de prix d'importations se transmettent en effet avec un certain délai à l'inflation des produits manufacturés. Ce rebond resterait néanmoins limité et l'inflation des produits manufacturés redeviendrait négative dès la fin de l'année 2016. En outre, la maîtrise des dépenses de santé prévue dans l'ONDAM (Objectif national des dépenses d'assurance maladie) conduirait à une nouvelle baisse très marquée du prix des médicaments, semblable à celle observée en 2015 (-1,9 % en m.a.).

L'inflation du prix des services, à 1,0 % en m.a. en 2016 après 1,2 % en 2015, resterait très en deçà de sa moyenne historique (1,9 % sur la période 1999-2015). La baisse du coût salarial unitaire induite par le PRS et le CICE et par une certaine modération salariale en 2016 dans un contexte de chômage élevé continuerait en effet de limiter les pressions inflationnistes dans les activités fortement intenses en main-d'œuvre. Par ailleurs, les prix des loyers continueraient de ralentir. La progression des loyers, liée notamment à l'évolution passée de l'inflation, est ainsi passée de 1,6 % en 2012 en m.a. à 0,6 % en 2015 et s'établirait en 2016 à 0,5 %.

Enfin, l'inflation alimentaire resterait faible, dans un contexte de baisse du prix des principales matières premières et des coûts de production agricoles. Elle ne contribuerait ainsi que légèrement positivement à l'inflation totale.

Une partie des facteurs pesant sur l'inflation en 2016 se dissiperait en 2017.

En 2017, l'augmentation de l'inflation IPCH totale proviendrait essentiellement de la composante énergétique. En raison de la remontée des prix des produits pétroliers telle que prévue par les cours à terme au 10 mai 2016 et de la hausse de la fiscalité sur les produits pétroliers, la composante énergie progresserait de 4,1 % et contribuerait positivement pour 0,4 pp à l'inflation en 2017. En outre, la hausse des prix de production agricole induirait une hausse de l'inflation alimentaire en 2017.

En revanche, l'inflation hors produits alimentaires et énergie resterait très basse à 0,7 % en moyenne annuelle. L'évolution du prix des services serait certes plus dynamique, à 1,4 %, portée par le redressement des salaires et donc du coût salarial unitaire. Néanmoins, le recul du prix des importations, constaté début 2016 et lié notamment à l'appréciation du change tout au long de l'année 2016, conduirait, avec retard, à une baisse du prix des biens manufacturés (- 0,5 % en 2017).

À l'horizon de la prévision, l'inflation IPCH atteindrait 1,5 % en g.a. au dernier trimestre 2018.

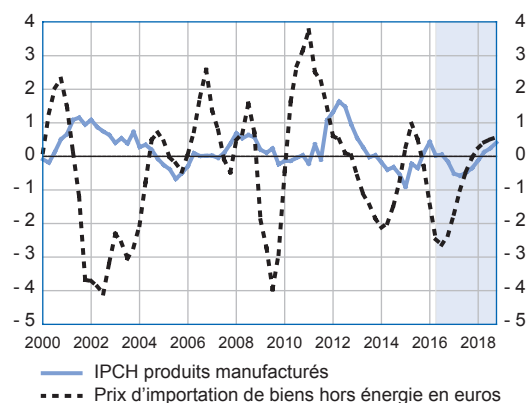
En 2018, le rebond de l'inflation hors produits alimentaires et énergie serait le principal facteur de l'augmentation de l'inflation IPCH totale. Dans le sillage de l'amélioration des conditions macroéconomiques, l'inflation hors produits alimentaires et énergie augmenterait en effet nettement en 2018 (1,1 %), même si elle resterait modérée et inférieure à 1,3 %, sa moyenne sur la période 1999-2015. Le prix des services gagnerait de nouveau en dynamisme en raison de la hausse des coûts salariaux unitaires et de la baisse du taux de chômage. Les prix des produits manufacturés seraient également orientés à la hausse, tirés par le rebond prévu du prix des importations. Par ailleurs, la remontée du prix du pétrole se diffuserait également à l'ensemble des prix à la consommation.

Le déflateur du PIB accélérerait graduellement pour atteindre 1,3 % en m.a. en 2018.

L'effet de la baisse passée du prix du pétrole sur le déflateur du PIB se dissiperait progressivement à partir de 2016 (cf. aussi encadré 3). Le déflateur du PIB accélérerait toutefois très graduellement, soutenu par le redressement des prix d'importations et l'accélération progressive des coûts salariaux et atteindrait 1,5 % en g.a. au dernier trimestre 2018. Il continuerait d'augmenter plus vite que les coûts unitaires du travail, ce qui contribuerait au redressement du taux de marge jusqu'en 2018.

Graphique 4 : IPCH produits manufacturés et prix d'importations de biens hors énergie

(glissement annuel, en %)



COMPRENDRE L'EFFET DE LA BAISSSE DU PRIX DU PÉTROLE SUR L'INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION ET LES MARGES DES ENTREPRISES

Du deuxième trimestre 2014 au quatrième trimestre 2015, le prix du pétrole a chuté de 80 euros à 40 euros le baril. Au regard du volume des importations pétrolières nettes en 2014¹ et sous l'hypothèse que ce volume est resté stable, **cette baisse de 40 euros du prix du pétrole a engendré un gain net pour l'économie française de 22 milliards d'euros. Ceci a essentiellement conduit à une baisse de l'inflation, et, dans une bien moindre mesure, a soutenu les marges des entreprises. Le niveau faible de l'inflation aujourd'hui résulte en effet largement à la fois de la baisse de la composante énergétique et de la diffusion importante du choc pétrolier aux autres postes de l'IPCH. L'amélioration du taux de marge des entreprises en 2015 due à ce choc favorable sur les prix du pétrole a, par ailleurs, été de l'ordre de 0,4 pp, soit environ 4,5 milliards d'euros.**

Instantanément, la baisse du prix du pétrole bénéficie aux acheteurs de produits pétroliers bruts et raffinés. La composante énergétique des prix à la consommation des ménages chute ainsi rapidement. De même, la valeur des consommations intermédiaires des entreprises en produits pétroliers est réduite. Ce gain peut, s'il est conservé par les entreprises, contribuer à augmenter leur taux de marge mais il peut aussi conduire à une baisse de leurs prix de vente. Ainsi, en plus des effets directs sur les prix à la consommation des ménages, il y a des effets indirects sur ces mêmes prix, traduisant la transmission le long de la chaîne de production de la baisse initiale du prix des intrants².

Comptablement, dans l'hypothèse où l'ensemble de la baisse du prix du pétrole bénéficierait à la consommation finale des ménages à travers une baisse des prix, la baisse observée du prix du pétrole devrait, à la fin du processus de transmission que l'on estime à deux ans, avoir un impact total de l'ordre de - 2,0 pp sur l'IPCH³.

Nous réalisons un exercice contrefactuel reposant sur un modèle d'inflation où la réponse de long terme des prix à la consommation à un choc de pétrole coïncide avec l'effet comptable (c'est à dire les - 2,0 pp mentionnés ci-dessus pour un choc de 40 euros) et où le choc de pétrole est supposé se diffuser intégralement au bout de quelques trimestres. En glissement annuel l'inflation IPCH, hors effet de la baisse du prix du pétrole, se serait établie à 1,0 % et 1,4 % aux quatrième trimestres 2014 et 2015, soit 0,7 pp et 1,2 pp au-dessus de l'inflation observée (0,3 % au quatrième trimestre 2014 et 0,2 % au quatrième trimestre 2015). L'inflation IPCH sans la chute du prix du pétrole se serait établie en moyenne annuelle à environ 0,8 % en 2014 (contre 0,6 % observé) et 1,4 % en 2015 (contre 0,1 % observé), un niveau proche de ceux observés avant le choc de mi-2014. L'effet cumulé du choc sur les moyennes annuelles (- 1,5 pp) est légèrement inférieur à l'effet comptable (- 2,0 pp) car le calcul des moyennes annuelles sous-pondère l'effet de la baisse des prix du baril sur le deuxième semestre 2015. **Cette approche comptable suggère donc qu'une diffusion presque complète vers les prix à la consommation est vraisemblable, le niveau faible de l'inflation aujourd'hui résultant à la fois de la baisse de la composante énergétique et de la diffusion importante du choc pétrolier aux autres postes de l'IPCH.**

S'agissant des marges des entreprises, une approche comptable est plus difficile à mettre en œuvre. Le seul constat de l'apparition d'un écart positif entre les prix de valeur ajoutée⁴ et les prix à la consommation ne signifie pas nécessairement un gain de marge des entreprises. Ce décalage apparaît en effet inévitablement après un choc pétrolier, et ce, indépendamment du degré de diffusion des prix de consommations intermédiaires vers les prix de vente. Dans le cas extrême où toute la baisse du prix des consommations intermédiaires était transmise aux prix finaux, les prix de consommation finale baisseraient et les prix de valeur ajoutée resteraient inchangés.

Outre le degré de concurrence sur les marchés, **les degrés de réaction des salaires, d'une part aux prix de valeur ajoutée, d'autre part aux prix à la consommation, sont des éléments déterminants de l'évolution des marges des entreprises. L'analyse de l'effet du choc pétrolier sur les marges nécessite donc de recourir à une modélisation macroéconomique bouclée, ce que nous faisons avec le modèle Mascotte** avec un scénario de référence dans lequel le prix du baril serait demeuré à 80 euros de mi-2014 à fin 2015. Les salaires nominaux auraient été un peu plus dynamiques dans ce scénario : leur glissement annuel aurait ainsi été plus élevé de l'ordre de 0,2 pp fin 2015. Par ailleurs, les prix de valeur ajoutée auraient été moins élevés de 0,2 pp (soit 1,2 % au lieu de 1,4 % observé en g.a.). Au total, en comparaison avec le scénario de référence, après dix-huit mois, **le taux de marge des entreprises aurait été relevé de 0,4 pp, environ 4,5 milliards d'euros, grâce au choc pétrolier** (dont environ 2,8 milliards d'euros attribuables à la baisse des salaires déflatés par les prix de valeur ajoutée et le reste dû au bouclage macroéconomique).

Notre prévision pour 2016-2018 suppose que ces mécanismes continuent de soutenir les marges des entreprises, en particulier en 2016.

¹ Les importations nettes s'élèvent à 76,7 millions tep en 2014 soit environ 548 millions de barils. Cf. « Bilan énergétique de la France en 2014 », ministère de l'Écologie, du Développement durable et de l'Énergie, juillet 2015.

² Une étude récente de l'Insee montre par exemple que l'industrie chimique a répercuté dans ses prix finaux environ 90 % de la réduction de ses coûts. Cf. Bortoli (C.) et Milin (K.) (2016), « Qui a bénéficié de la chute du prix du pétrole ? », Insee, Note de conjoncture, mars.

³ Le panier de consommation correspondant à l'IPCH s'élève à 1 070 milliards d'euros en 2013. Donc pour un gain de 22 milliards d'euros, un majorant de l'impact direct sur l'IPCH est donné par $22/1070 = 2,1\%$. Ce calcul néglige en particulier les consommations intermédiaires des APU et suppose que le contenu en pétrole brut des importations est proche de celui des exportations.

⁴ Le prix de valeur ajoutée correspond au déflateur de la valeur ajoutée en comptabilité nationale. Il est égal à la valeur ajoutée dégagee par unité produite. La valeur ajoutée étant la différence entre la production et les consommations intermédiaires, ce prix est, toutes choses égales par ailleurs, affecté positivement par une hausse du prix de production et négativement par une hausse du prix des consommations intermédiaires.

4| Finances publiques : une consolidation budgétaire indispensable pour descendre sous 3 % de déficit en 2017, une dette publique qui ne se stabiliserait qu'en 2018

L'amélioration de la situation des finances publiques a été plus nette que prévu en 2015, avec un solde public nominal qui atteint - 3,6 % du PIB⁴, après - 4,0 % en 2014.

L'exercice 2015 a été marqué par des mesures de réduction de prélèvements obligatoires, avec la montée en charge du CICE et la mise en place des mesures du PRS. Ainsi, pour la première fois depuis 2009, le ratio de prélèvements obligatoires par rapport au PIB s'est réduit en 2015. Ceci a été compensé par une évolution globale contenue des dépenses, avec notamment une faible charge de la dette grâce aux taux d'intérêt très bas. La charge de la dette est ainsi passée de 54 milliards d'euros en 2012 à 44 milliards d'euros en 2015. Les dépenses en valeur, hors crédits d'impôt, ont progressé de 0,9 % par rapport à une moyenne de 2,0 % sur la période de consolidation budgétaire entre 2010 et 2014, et les dépenses primaires en valeur de 1,1 % contre une moyenne de 2,1 % entre 2010 et 2014. Concernant les dépenses primaires calculées en volume et déflatées par l'IPC hors tabac, la progression a été de 1,1 % contre 0,9 % en moyenne observée sur les dernières années, de 2010 à 2014, et une moyenne de long terme de 2,0 % (entre 1999 et 2014).

En 2016, la réduction du déficit public passe par une maîtrise poursuivie des dépenses. À cette condition, le déficit atteindrait 3,3 % du PIB. Le ratio de prélèvements obligatoires en pourcentage du PIB diminuerait de 0,4 point de PIB par rapport à 2015 et celui des dépenses publiques de 0,6 point de PIB (hors crédits d'impôt).

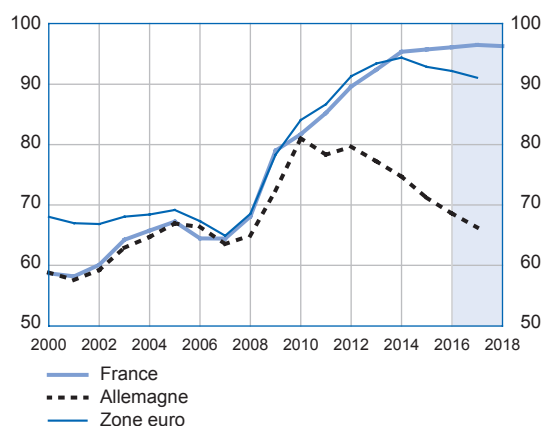
Le faible dynamisme des dépenses en 2016 est surtout facilité par une charge d'intérêts en baisse, grâce à un environnement de taux d'intérêt historiquement bas⁵. En revanche, la progression des dépenses primaires, calculées en volume et déflatées par l'IPC hors tabac, serait de 1,6 % en 2016. En effet, alors que l'inflation serait très faible, les dépenses primaires en valeur (hors crédits d'impôt) augmenteraient de 1,7 %, avec des mesures d'économies prévues dans le plan pluriannuel (notamment relatives à l'ONDAM), mais aussi de nouvelles dépenses annoncées début 2016 (plan pour l'emploi en particulier). La masse salariale publique serait plus dynamique qu'en 2015 (en augmentation de 1,7 % contre 1,0 % en 2015), en lien avec une revalorisation du point d'indice de la fonction publique dès 2016. L'investissement public se stabiliserait à un niveau faible. Une certaine maîtrise des dépenses serait toutefois favorisée pour certains postes par l'absence d'inflation, *via* une moindre revalorisation des prestations (impact mécanique) et des dépenses courantes moins dynamiques (si la gestion budgétaire en 2016 confirme les évolutions des dernières années).

Concernant les recettes en 2016, la faible inflation a un impact mécanique à la baisse sur la TVA en particulier. Toutefois, dans le contexte actuel, celui-ci est en partie compensé par le fait que la baisse de prix favorise la consommation des ménages en volume. Outre cette évolution spontanée des assiettes, il faut notamment prendre en compte la montée en charge des mesures de réduction de prélèvements obligatoires pour les entreprises, ainsi qu'une baisse de l'impôt sur le revenu. Le ratio de prélèvements obligatoires diminuerait ainsi à nouveau (- 0,4 point de PIB).

L'effort structurel en 2015 est estimé (sur la base de la croissance potentielle de la Commission européenne) à 0,2-0,3 point de PIB, et est réalisé (comme en 2014 mais en contraste avec les années précédentes) grâce à un effort structurel en dépenses accompagné d'un début de baisse du taux des prélèvements obligatoires en pourcentage du PIB. En revanche, malgré des charges d'intérêts en baisse (à environ 1,8 % du PIB), l'effort structurel serait quasi nul en 2016 et 2017 (l'effort structurel primaire pouvant même être légèrement négatif en 2016). Dans nos projections, l'amélioration du solde public serait donc largement due à la conjugaison de l'impact de taux d'intérêt très bas et d'une croissance plus importante, sans effort structurel budgétaire significatif.

Graphique 5 : Évolution du ratio de dette publique sur PIB

(dette publique en % du PIB)



Sources : Banque de France pour la France, Commission européenne pour l'Allemagne et la zone euro.

4 D'après les comptes nationaux publiés par l'Insee le 30 mai 2016.

5 Nous utilisons dans nos projections les taux d'intérêt futurs obtenus à partir de l'information extraite de la courbe des taux, cf. tableau 1.

In fine, sur la base des résultats de 2015 et d'une trajectoire de dépenses publiques totales supposée contenue dans notre projection en 2016 et 2017, la France atteindrait 3,0 % de déficit public en 2017. Descendre sous ce seuil est important, notamment pour atteindre l'objectif de 2,7 % du programme de stabilité transmis à nos partenaires européens.

La dette publique reste cependant élevée (autour de 96 % du PIB en 2015) et, étant donné notamment l'effort structurel très limité, continuerait d'augmenter jusqu'en 2017 avant de commencer à se stabiliser en 2018. Par comparaison, la dette publique allemande, qui était au même niveau en 2010 (81 % du PIB), connaît une diminution depuis et s'est déjà réduite à 71 % en 2015 (cette baisse continuant sur l'horizon de prévision). La dette publique de l'ensemble de la zone euro qui, en pourcentage du PIB, augmentait encore récemment comme en France est maintenant, elle aussi, sur une tendance décroissante depuis 2015.

5| Aléas : un scénario central encore sujet à des incertitudes

Les scénarios d'accélération de l'activité économique et de redressement de l'inflation sont sujets à des aléas, illustrés dans les graphiques en éventail estimés à partir des erreurs de prévision constatées sur le passé.

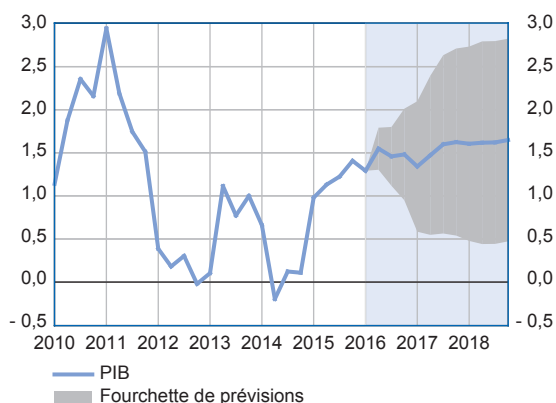
En ce qui concerne l'activité économique, plusieurs aléas amèneraient à revoir un peu à la hausse la croissance en 2016 mais pourraient limiter le rythme de la reprise sur les deux dernières années de prévision.

La croissance au premier trimestre 2016 a été révisée par l'Insee le 30 mai à 0,6 % (contre 0,5 % estimé lors de la première publication le 29 avril). L'acquis de croissance du PIB pour 2016 à l'issue du premier trimestre s'élève ainsi maintenant à 1,1 % contre 1,0 % lors de la première estimation. Toutes choses égales par ailleurs, ceci augmenterait d'autant la croissance de 2016 en moyenne annuelle. En revanche, les comptes nationaux trimestriels et annuels publiés par l'Insee le 30 mai montrent aussi que le taux d'épargne est nettement plus bas en 2015 et au premier trimestre 2016 que ne le laissaient attendre les comptes trimestriels publiés fin avril. Le dynamisme de la consommation des ménages à la suite du contre-choc pétrolier pourrait donc être un peu plus modéré qu'anticipé, puisqu'il a moins de chance d'être soutenu par une nouvelle baisse du taux d'épargne. Un tel scénario affecterait surtout la croissance en moyenne annuelle pour 2017, voire en 2018, étant donné l'acquis déjà important pour 2016.

Par ailleurs, la hausse de l'investissement des entreprises fin 2015 et début 2016 a été fortement soutenue par la mesure de suramortissement exceptionnel. Le contrecoup de l'anticipation de ces dépenses par les entreprises pourrait être plus marqué que dans notre scénario, malgré la prolongation de cette mesure jusqu'à avril 2017. En revanche, les mesures non conventionnelles mises en place par la Banque centrale européenne pourraient soutenir davantage la croissance, en favorisant plus encore l'essor de l'investissement des entreprises. Les projections budgétaires à partir de 2017 sont, elles, réalisées de façon conventionnelle, avant l'impact des mesures de consolidation budgétaire supplémentaires à spécifier et voter dans les prochaines lois de finances pour respecter les trajectoires de dépenses publiques du programme de stabilité.

Graphique 6 : Fourchette de projection de la croissance du PIB

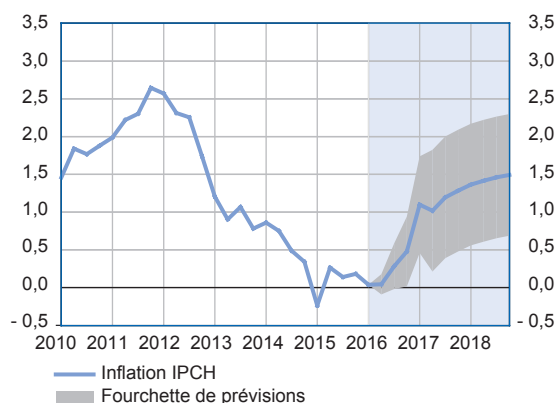
(glissement annuel, en %)



Sources : Comptes nationaux trimestriels Insee du 29 avril 2016 pour 2000-2015, projections Banque de France en prévision.

Graphique 7 : Fourchette de projection de l'inflation IPCH

(glissement annuel, en %)



Sources : Eurostat, projections Banque de France en prévision.

Enfin, au regard en particulier des inconnues sur le résultat et les suites du référendum sur une éventuelle sortie de la Grande-Bretagne de l'Union européenne, et des aléas sur le rythme de croissance aux États-Unis ainsi que sur le modèle de croissance chinois, l'environnement international et la demande adressée à la France restent incertains. L'évolution du prix des matières premières est également soumise à de nombreux aléas

En ce qui concerne l'inflation, les principaux aléas sont globalement équilibrés. Les aléas liés à l'activité font peser une incertitude sur l'ampleur de la remontée de l'inflation à l'horizon de la prévision. En revanche, une hausse des prix du pétrole et des prix des biens importés plus forte qu'actuellement anticipé contribuerait à augmenter plus rapidement l'inflation d'ensemble. En outre, l'effet de l'action de la politique monétaire très accommodante sur l'inflation pourrait être supérieur à ce qui est inscrit en prévision.

Annexe : révision des projections depuis décembre 2015

Tableau A1 : Révision des projections depuis le BMPE de décembre

	BMPE de juin 2016					Révisions depuis BMPE de déc. 2015	
	2015 30 mai cjo	2015 29 avril cjo	2016	2017	2018	2016	2017
IPCH	0,1	0,1	0,2	1,1	1,4	- 0,8	- 0,3
IPCH hors énergie et alimentaire	0,6	0,6	0,6	0,7	1,1	- 0,5	- 0,6
Déflateur du PIB	0,6	1,2	1,1	1,1	1,3	0,0	- 0,1
PIB réel	1,2	1,2	1,4	1,5	1,6	0,1	- 0,1
Contributions (points de PIB) ^{a)} :							
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	1,3	1,1	1,8	1,6	1,7	0,4	0,0
<i>Exportations nettes</i>	- 0,3	- 0,2	- 0,6	0,0	0,0	- 0,7	- 0,1
<i>Variations de stocks</i>	0,2	0,3	0,3	- 0,1	0,0	0,4	- 0,1
Consommation des ménages	1,5	1,4	1,9	1,6	1,7	0,4	0,1
Consommation publique	1,4	1,5	1,4	0,8	0,8	0,3	- 0,1
Investissement total	0,9	0,0	2,0	2,4	2,4	0,5	0,1
<i>Investissement public</i>	- 3,9	- 3,0	1,2	1,4	1,9	2,5	0,0
<i>Investissement des ménages</i>	- 0,8	- 2,7	- 1,2	0,9	0,1	0,5	1,0
<i>Investissements des entreprises (SNF-SF-EI)</i>	2,9	1,9	3,4	3,1	3,3	- 0,1	- 0,1
Exportations	6,0	6,1	2,9	4,6	4,5	- 1,9	- 0,4
Importations	6,4	6,4	4,9	4,5	4,5	0,5	- 0,3
Revenu disponible brut (RDB) réel des ménages	1,6	1,8	2,1	1,4	1,6	0,9	0,0
Taux d'épargne des ménages (% RDB)	14,5	15,4	15,6	15,4	15,3	0,6	0,5
Taux de chômage (BIT, France entière, % population active)	10,4	10,3	10,1	10,0	9,8	0,2	0,3

Taux de croissance annuel sauf indication contraire. Les révisions sont en points de pourcentage.

a) La somme des contributions ne correspond pas nécessairement à la croissance du PIB du fait d'arrondis. Cela peut également affecter le calcul des révisions depuis le dernier BMPE.

Sources : Insee pour 2015, publications des 29 avril et 30 mai 2016, projections Banque de France sur fond bleuté.

Tableau A2 : Hypothèses techniques et environnement international ^{a)}

	2015	2016	2017	2018	Révisions depuis BMPE de déc. 2015		
					2015	2016	2017
Hypothèses techniques							
Pétrole, baril de <i>Brent</i> (USD)	52,4	43,4	49,1	51,3	- 1,4	- 8,8	- 8,4
Pétrole, baril de <i>Brent</i> (EUR)	47,2	38,4	42,9	44,9	- 1,2	- 9,7	- 10,0
Matières premières hors énergie (USD, évolution en %)	- 19,9	- 3,3	4,3	4,6	- 1,3	1,9	0,3
USD/EUR	1,11	1,13	1,14	1,14	- 0,1	4,2	5,2
Taux de change effectif nominal (évolution en %) ^{b)}	- 7,08	4,17	0,23	0,00	0,0	4,0	0,2
Euribor à 3 mois ^{c)}	0,0	- 0,3	- 0,3	- 0,3	0,0	- 0,1	- 0,2
Taux longs sur les obligations de l'État français à 10 ans ^{c)}	0,8	0,6	0,7	1,0	0,0	- 0,5	- 0,7
Environnement international, évolution en %							
IPC mondial							
Prix des concurrents à l'export extra-zone euro (en euros)	5,4	- 4,9	3,0	2,6	- 1,1	- 6,1	0,3
PIB mondial	2,9	2,9	3,4	3,5	0,0	- 0,5	- 0,2
PIB mondial hors zone euro	3,1	3,1	3,7	3,8	0,0	- 0,5	- 0,2
Commerce mondial hors zone euro	0,7	1,8	3,5	4,0	0,2	- 1,0	- 0,3
Demande adressée à la France	3,2	3,3	4,2	4,4	0,5	- 0,5	- 0,4
<i>Intra-zone euro</i>	5,8	4,6	4,9	5,0	0,5	- 0,3	- 0,6
<i>Extra-zone euro</i>	0,9	2,1	3,5	3,9	0,5	- 0,6	- 0,2

Notes : Les révisions depuis le BMPE de décembre sont des variations absolues lorsque la variable prévue dans le BMPE de juin est en niveau ; des variations en points de pourcentage lorsqu'il s'agit de taux de croissance.

a) Ces hypothèses techniques et d'environnement international sont établies par la BCE au 10 mai pour les données de marché et au 17 mai pour les données de demande adressée à la France selon des principes explicités dans l'article : « *Guide to Eurosystem Staff macroeconomic projection exercises* », juin 2001, disponible à l'adresse : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/staffprojectionsguideen.pdf>.

La demande mondiale correspond à la somme des importations des partenaires commerciaux de la France, pondérée par le poids de chaque marché dans les exportations françaises. La méthode de calcul est expliquée dans le document de travail « *Trade consistency exercise in the context of the Eurosystem projection exercises-an overview* », disponible à l'adresse URL : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp108.pdf>.

b) Calculé par rapport à 38 pays partenaires de la zone euro.

c) Les prévisions de taux d'intérêt sont obtenues à partir de l'information extraite de la courbe des taux.

Source : Eurosystem.