HAL
open science

France, la reprise, enfin ! Perspectives 2015-2016 pour l'économie française

Mathieu Plane, Bruno Ducoudre, Pierre Madec, Hervé Péléraux, Raul Sampognaro

To cite this version:

Mathieu Plane, Bruno Ducoudre, Pierre Madec, Hervé Péléraux, Raul Sampognaro. France, la reprise, enfin ! Perspectives 2015-2016 pour l'économie française : Étude spéciale. Revue de l'OFCE, 2015, 138, pp.1-60. 10.3917/reof.138.0081 . hal-01163051

HAL Id: hal-01163051

https://sciencespo.hal.science/hal-01163051

Submitted on 11 Jun 2015

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

FRANCE : LA REPRISE, ENFIN !
PERSPECTIVES 2015-2016 POUR L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

Mathieu Plane, Bruno Ducoudré, Pierre Madec, Hervé Péléraux et Raul Sampognaro
Département analyse et prévision[1]

Jamais depuis le début de la crise des *subprime* l'économie française n'avait connu un contexte aussi favorable à l'enclenchement d'une reprise. La chute des prix du pétrole, la politique volontariste et innovante de la BCE, le ralentissement de la consolidation budgétaire en France et dans la zone euro, la montée en charge du CICE et la mise en place du Pacte de responsabilité (représentant un transfert fiscal vers les entreprises de 23 milliards d'euros en 2015 et près de 33 en 2016) sont autant d'éléments permettant de l'affirmer. Les principaux freins qui ont pesé sur l'activité française ces quatre dernières années (austérité budgétaire sur-calibrée, euro fort, conditions financières tendues, prix du pétrole élevé) devraient être levés en 2015 et 2016, libérant ainsi une croissance jusque-là étouffée. La politique de l'offre impulsée par le gouvernement, dont les résultats se font attendre sur l'activité, gagnerait en efficacité grâce au choc de demande positif provenant de l'extérieur, permettant un rééquilibrage économique qui faisait défaut jusqu'à présent.

L'année 2015 connaîtrait une hausse du PIB de 1,4 % avec une accélération du rythme de croissance au cours de l'année (2 % en glissement annuel). Le second semestre 2015 marquerait le tournant de la reprise avec la hausse du taux d'investissement des entreprises et le début de la décrue du taux de chômage qui finirait l'année à 9,8 % (après 10 % fin 2014). 2016 serait quant à elle l'année de la reprise avec une croissance du PIB de 2,1 %, une hausse de l'investissement productif de 4 % et la création près de 200 000 emplois marchands permettant au taux de chômage d'atteindre 9,5 % à la fin 2016. Dans ce contexte porteur, le déficit public baisserait significativement et s'établirait à 3,1 % du PIB en 2016 (après 3,7 % en 2015).

Évidemment, le déroulement de ce cercle vertueux ne sera rendu possible que si l'environnement macroéconomique reste porteur (pétrole bas, euro compétitif, pas de nouvelles tensions financières dans la zone euro) et si le gouvernement se limite aux économies budgétaires annoncées.

1. Cette prévision a été réalisée à l'aide du modèle trimestriel de l'économie française, *e-mod.fr*, par une équipe dirigée par Mathieu Plane, composée de Bruno Ducoudré, Pierre Madec, Hervé Péléraux et Raul Sampognaro. La prévision tient compte des informations disponibles à la fin mars 2015 et intègre les comptes nationaux trimestriels du quatrième trimestre 2014. Le modèle repose sur les données et les concepts de la comptabilité nationale base 2010 et est estimé sur la période 1978-2010. Les données en volume de la prévision sont aux prix de l'année précédente chaînés.

1. L'économie française peut-elle rebondir ?

La publication surprise d'une croissance supérieure « aux attentes » du *Consensus Forecast* au troisième trimestre 2014, +0,3 %, a malgré tout laissé sceptique sur les chances de sortie de l'économie française du marasme dans lequel elle évolue depuis quatre ans. La prévision moyenne émanant du *Consensus Forecast* pour l'année 2015 s'élevait à +0,8 % juste avant la publication du chiffre du troisième trimestre à la mi-novembre 2014. Trois mois plus tard celle publiée juste avant les chiffres du quatrième trimestre s'établissait à 0,9 %. Les prévisionnistes, dans leur ensemble, sont donc restés insensibles à une croissance meilleure que prévue publiée pour le troisième trimestre et ils n'y ont pas vu le signe annonciateur de l'enclenchement d'une dynamique de croissance à même de redresser significativement les prévisions pour l'année 2015.

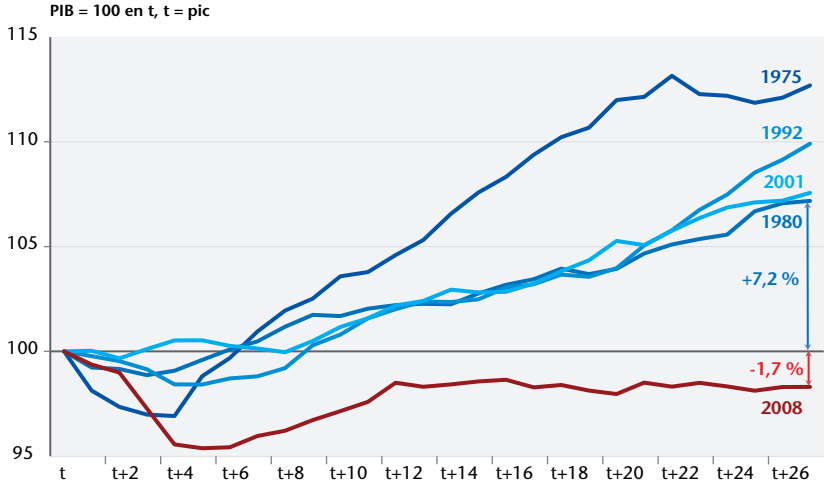
L'annonce d'une croissance à +0,1 % au quatrième trimestre 2014 semble bien avoir donné raison au *Consensus*, illustrant ainsi l'incapacité de l'économie française à renouer avec une expansion durable. Une telle séquence, qui s'est reproduite au fil des trimestres depuis la première moitié de 2011, nourrit le pessimisme et alimente les argumentaires reposant sur l'idée que la capacité de croissance de l'Hexagone s'est éteinte sous l'effet des crises à répétition survenues depuis 2008. Pourtant, l'économie française a démontré dans un passé récent qu'elle avait la capacité de rebondir à l'occasion du sursaut d'activité consécutif à la récession de 2008-2009 : la croissance a temporairement renoué avec des niveaux supérieurs à 2 % l'an qui prévalaient avant le déclenchement de la crise financière en 2008 et, comparée à ses partenaires européens, elle affiche une performance meilleure que celle de la zone euro dans son ensemble.

La France « déclassée » ?

L'examen de la trajectoire du PIB de la France depuis le déclenchement de la crise des *subprime* à l'été 2007 révèle effectivement le caractère atypique de la phase actuelle au regard des cycles passés. Avec un niveau de PIB au quatrième trimestre 2014 supérieur de seulement 1,5 % à celui du dernier pic cyclique daté du premier

trimestre 2008, le cycle actuel surprend en premier lieu par l'ampleur de la crise. Si l'on rapporte la richesse créée par l'économie à la population pour apprécier l'évolution du revenu par habitant, le constat est plus sombre encore, avec un recul du PIB par habitant de 1,7 % en 7 ans (graphique 1).

Graphique 1. Évolution du PIB par habitant au cours des six années suivant le pic d'activité d'avant-crise



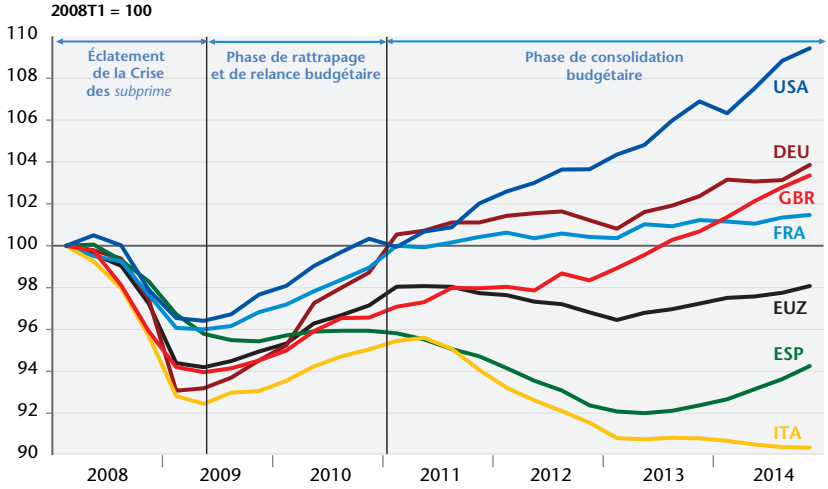
Sources : INSEE, comptes trimestriels, calculs OFCE.

Cette situation est inédite en France. Toutes les reprises suivant les récessions de 1975, 2001, 1992 et les ralentissements (2001) les plus récents ont toujours ramené, en 7 ans, le PIB par habitant au minimum 7 % au-dessus de son pic d'avant-crise. D'un stricte point de vue franco-français, le constat est bien sans appel : la France accuse un retard d'activité inégalé sur une période aussi longue en comparaison des crises des quarante dernières années. Pourtant, la capacité de croître de l'économie française n'avait pas disparu. Après le choc de la récession, le PIB s'est retourné temporairement à la hausse entre la seconde moitié de 2009 et la première moitié de 2011, marquant par là un mouvement de rattrapage sous l'effet principalement des stabilisateurs automatiques et des plans de relance mis en place pour contrer la spirale dépressive qui pointait.

La performance française à l'issue des deux premières phases de la crise – la récession puis la période de rattrapage achevée au début

de 2011 – soutient d'ailleurs la comparaison avec celle de ses partenaires (graphique 2). D'abord, la récession a été moins forte en France qu'au Royaume-Uni, en Allemagne, en Espagne et en Italie. Ensuite, après le choc initial, le rebond français impulsé par la réactivation du commerce mondial et les plans de relance ont permis à la France, comme à l'Allemagne et aux États-Unis, de retrouver son niveau d'activité d'avant-crise. Après la cassure apparue au sein des grand pays industrialisés entre 2008 et 2011 la France a fait partie du groupe de ceux qui ont le mieux résisté aux violentes turbulences provoquées par la crise.

Graphique 2. Évolution comparée du PIB de la France et de ses principaux partenaires



Sources : Comptabilités nationales.

La première moitié de 2011 a brutalement interrompu le processus de reprise quand l'économie française, sous l'effet principal du basculement des politiques budgétaires européennes dans l'austérité, est entrée dans une phase de quasi-stagnation dont elle n'est toujours pas sortie. Mais là encore, en faisant du sur-place, la France affiche des évolutions moins mauvaises que l'Italie et l'Espagne, entrées dans une deuxième récession qui laisse leur PIB au quatrième trimestre 2014 respectivement à 10 et 6 % sous leur niveau d'avant-crise. L'Hexagone accuse un retard modéré vis-à-vis de l'Allemagne depuis 2008 (2,3 points de PIB), mais ces deux poids lourds de la zone euro sont tous deux largement distancés par les

États-Unis, avec 7,8 points de PIB de plus que la France et 5,4 points de plus que l'Allemagne.

L'austérité, qui n'a pas épargné les États-Unis, y a été moins virulente qu'en France mais l'économie américaine a aussi bénéficié d'une politique monétaire très agressive s'appuyant sur des leviers non-conventionnels, d'un dollar très compétitif et d'une énergie bon marché avec l'exploitation du gaz de schiste. De plus, elle n'a pas été directement affectée par la crise des dettes souveraines qui a secoué la zone euro. Le Royaume-Uni, où pourtant l'austérité a été pratiquement aussi marquée qu'en Espagne de 2010 à 2013 mais qui a conduit une politique monétaire autonome plus expansionniste que celle de ses voisins de la zone euro, a pu préserver un sentier d'expansion positif depuis 2012, ce que n'a pas su faire la zone euro. Au final, le Royaume-Uni affiche au quatrième trimestre 2014 un indice du niveau de PIB par habitant comparable à celui de l'Allemagne et supérieur à celui de la France.

Au-delà de ses performances propres qui peuvent apparaître comme décevantes depuis 2008 au vu de sa trajectoire passée, l'économie française, en situation médiane, a plutôt mieux résisté que la plupart des autres pays européens à la pire crise qu'aient traversée les économies développées depuis celle des années 1930.

Stagnation « séculaire » ou seulement décennale ?

La stagnation de l'économie depuis 2008 en Europe a naturellement conduit à s'interroger sur les causes du phénomène. Une première explication réside dans l'enclenchement d'un processus de déflation par les bilans selon lequel les agents privés et publics cherchent à corriger les excès d'endettement hérités de la bulle immobilière des années 2000 et du creusement des déficits au cours de la récession de 2008/09. Un tel processus peut s'installer dans la durée, d'abord parce que le poids considérable des dettes appelle un effort prolongé d'épargne qui ampute la dépense, ensuite parce que la baisse des ratios d'endettement qui résulte de ces efforts n'est pas à terme à la hauteur des sacrifices consentis. Sous la pression d'un désendettement accéléré, les impacts négatifs conjugués de la baisse des dépenses privées et publiques et de la hausse des prélèvements conduisent à un ralentissement de la croissance et à l'apparition de pressions déflationnistes, freinant en retour la croissance des revenus nominaux et finalement la baisse du poids des

dettes rapporté à ces derniers. Le risque est alors celui d'un renforcement des politiques comptables visant à une réduction encore plus brutale des passifs financiers des agents privés et publics qui aurait pour conséquence une accélération de la spirale déflationniste.

Les politiques d'austérité généralisées conduites à marche forcée depuis 2010 à l'échelle de l'Europe semblent bien s'inscrire dans un tel processus. Face au creusement des déficits publics et à la montée de l'endettement des États durant la récession, les gouvernements, sous la férule de la Commission européenne gardienne des règles budgétaires, ont conduit des politiques drastiques d'austérité qui n'ont pas produit les résultats escomptés initialement. Appliquées alors que les multiplicateurs budgétaires étaient élevés[2], ces politiques ont brisé le rebond d'activité qui s'était amorcé au sortir de la récession de 2008/09. Dès lors, les cibles définies au départ n'ont pas été atteintes ; l'entêtement à vouloir faire refluer rapidement les déficits et la menace d'un déclassement par les marchés financiers ont poussé à l'accentuation de l'austérité, avec les mêmes conséquences que lors de la première vague de restriction. Parmi les grands pays de la zone euro, l'Espagne et l'Italie, en traversant une deuxième récession entre 2011 et 2013, ont été les plus touchées par cette stratégie de consolidation budgétaire. La France l'a été dans une moindre mesure et l'Allemagne, souvent citée en exemple pour ses performances en termes de croissance et qui s'est démarquée par une rigueur bien moindre qu'ailleurs, a subi le contrecoup des restrictions conduites par ses partenaires commerciaux et s'est laissée distancer par les États-Unis. C'est donc la zone euro dans son ensemble qui a pâti d'une austérité mal calibrée et la stagnation de l'économie française depuis 3 ans répond à des déterminants communs à l'ensemble des pays membres.

Sans complètement épuiser l'inventaire des raisons de stagnation, le choc budgétaire national, mais aussi importé de l'extérieur, rend compte de l'essentiel du retard de croissance enregistré par la France depuis 2011 (tableau 1). Initié en 2010, il s'est renforcé entre 2011 et 2013 (-1,1, -1,3 et -1,6 point de PIB respectivement) pour s'atténuer en 2014 (-1,2 point de PIB). Les gouvernements français successifs se sont pliés aux normes de réduction des défi-

2. Pour plus de détails, se référer à Creel, Heyer et Plane (2011).

cits édictées par la Commission européenne afin de respecter les engagements du Pacte de stabilité et de croissance et de préserver la notation de la dette souveraine française pour se prémunir de la défiance des marchés et éviter la hausse des primes de risque sur les taux souverains. Au frein budgétaire national s'est ajouté l'effet négatif des politiques budgétaires conduites pour des raisons identiques chez les partenaires européens de la France et qui, par le canal de l'affaissement de la demande adressée, ont renforcé l'impact de la consolidation budgétaire sur la croissance. La moindre contribution négative de la politique budgétaire à la croissance en 2014 passe d'ailleurs en quasi-totalité par le canal extérieur : l'effet de la politique budgétaire nationale sur l'activité est à peine moins fort en 2014 qu'en 2013 et c'est l'atténuation de l'austérité chez nos partenaires qui explique le relâchement du frein budgétaire.

Tableau 1. Les freins à la croissance française depuis 2011

En %

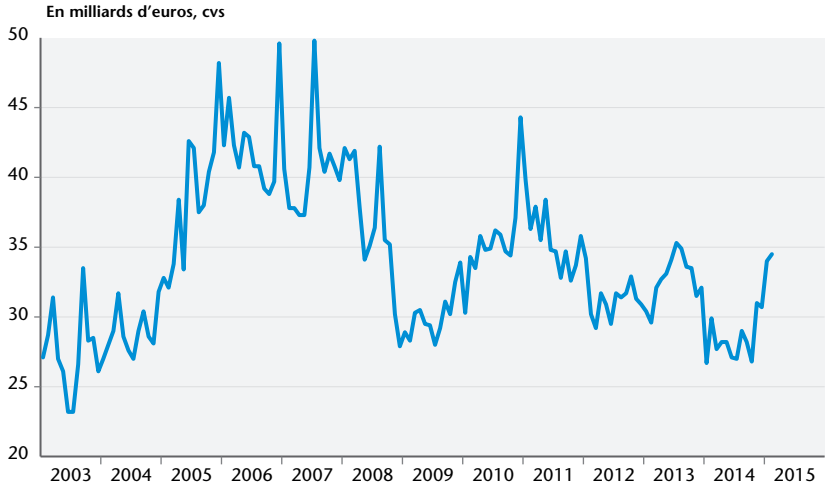
	2011	2012	2013	2014
PIB	**2,1**	**0,4**	**0,4**	**0,4**
Impact sur PIB dû…				
… aux évolutions du pétrole	-0,4	-0,2	0,1	0,2
Effet direct sur l'économie nationale	*-0,4*	*-0,2*	*0,1*	*0,2*
Effet via la demande adressée	*-0,1*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
… à la compétitivité-prix	0,2	0,2	0,0	-0,3
Effet intra zone euro	*0,0*	*0,0*	*-0,1*	*-0,1*
Effet hors zone euro	*0,1*	*0,3*	*0,1*	*-0,2*
… aux conditions financières	-0,1	-0,7	-0,3	0,1
Effet direct sur l'économie nationale	*-0,1*	*-0,6*	*-0,2*	*0,2*
Effet via la demande adressée	*0,0*	*-0,1*	*-0,1*	*0,0*
… aux politiques budgétaires	-1,1	-1,3	-1,6	-1,2
Effet direct sur l'économie nationale	*-0,7*	*-0,6*	*-1,1*	*-1,0*
Effet via la demande adressée	*-0,3*	*-0,7*	*-0,5*	*-0,2*
Acquis (p.r. à l'acquis potentiel)	0,5	0,2	-0,5	-0,2
Autres chocs (internes)				-0,5
Total des chocs	**-0,8**	**-1,8**	**-2,2**	**-1,8**
Rythme de croissance spontanée hors chocs	*2,9*	2,2	*2,6*	2,2
Croissance potentielle	**1,4**	**1,4**	**1,4**	**1,4**
Output gap	**-1,1**	**-2,1**	**-3,1**	**-4,2**

Sources : Insee, comptes trimestriels, estimations *e-mod.fr.*

L'impact négatif majeur du budget a été renforcé par le frein monétaire résultant de la dégradation des conditions financières (pour plus de détails, voir perspectives mondiales : « la reprise s'annonce ») qui a amputé la croissance à hauteur de -0,7 point en 2012 au plus fort de la crise des dettes souveraines. Malgré l'assouplissement de la politique monétaire et les mesures prises par la BCE pour contenir la crise de défiance en zone euro, le durcissement des conditions financières et celles d'octroi de crédit par les établissements financiers ont amputé la croissance de 1 point au total entre 2011 et 2014 (graphique 3).

Déjà malmenée par la réduction rapide des déficits et la dégradation des conditions de crédit, la croissance a également été freinée par les fluctuations du prix du pétrole en 2011 et en 2012, et par celles de la compétitivité-prix en 2014 sous l'effet de l'appréciation de l'euro.

Graphique 3. Flux de crédits nouveaux au secteur privé



Source : Banque de France.

L'identification des chocs ayant interrompu la reprise à partir de 2011 et l'estimation de leur impact sur la croissance permet de reconstituer la trajectoire qui aurait pu être celle de l'économie française en leur absence. La croissance spontanée aurait pu s'inscrire dans un intervalle de 2 à 3 % depuis 2010, un rythme supérieur à la croissance potentielle. S'il s'était réalisé, il aurait permis une convergence durable du PIB vers son niveau potentiel,

la réduction des déséquilibres sur le marché du travail, la normalisation de l'utilisation de l'appareil productif. Cette dynamique de sortie de crise supérieure à 2 % correspond à la croissance potentielle de l'économie française (1,4 %) à laquelle s'ajouterait le rattrapage indispensable à la convergence de l'économie vers son potentiel.

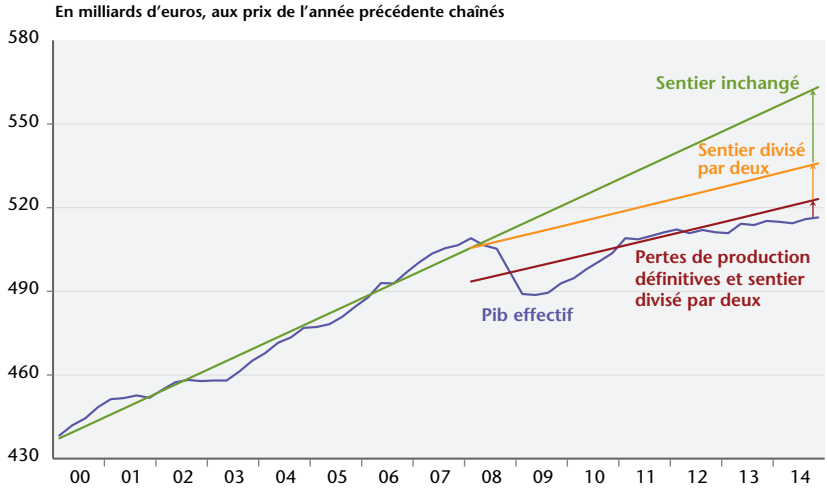
Pour que cette trajectoire soit soutenable il faut que des marges de rebond existent, c'est-à-dire que l'écart de la production courante à son niveau potentiel soit suffisamment négatif pour que s'enclenche de manière pérenne une convergence vers celui-ci. L'interruption de la croissance depuis plusieurs années en Europe a fait naître des interrogations quant à l'impact de la crise sur la production potentielle. En effet, l'hypothèse d'un maintien du niveau et de la croissance du potentiel d'avant la crise n'est plus guère avancée par les observateurs. Elle offrirait une ample marge de rebond, avec un écart de production négatif très important estimé à plus de 8 % (graphique 4).

Le débat se porte plutôt sur la manière dont la crise a pu affecter négativement le potentiel. Selon un premier cas de figure, la crise aurait pu n'infléchir que la trajectoire du PIB potentiel, c'est-à-dire provoquer une diminution de son taux de croissance. Si l'on suppose une division par deux du taux de croissance potentiel depuis 7 ans, de 1,7 % l'an (ce qui correspond à la croissance moyenne du PIB sur la période 2001-08) à 0,8 %, la capacité de rebond de l'économie serait amputée de moitié, l'écart de production à la fin 2014 n'étant plus de 8 % mais de 3,6 %. La chute de l'investissement, support de diffusion du progrès technique au sein de l'appareil productif, peut justifier un tel tassement du potentiel.

Mais une autre hypothèse est aussi à prendre en considération, celle de pertes de production irrécupérables : les faillites d'entreprises, la fermeture définitive d'unités de production, l'exclusion définitive du marché du travail de chômeurs de longue durée auraient irrémédiablement amputé les ressources productives de l'économie. La production potentielle aurait ainsi enregistré une marche d'escalier vers le bas, limitant alors la capacité de rebond de l'économie. Cette hypothèse, combinée avec celle du ralentissement de la croissance potentielle, n'offre quasiment plus de marges de rebond du PIB.

Certains invoquent une telle configuration pour expliquer l'interruption de la reprise au début de 2011 et l'incapacité du PIB à renouer avec la croissance depuis lors. Toutefois les calculs présentés ci-dessus montrent qu'il n'est pas nécessaire de recourir à cet argument pour expliquer la stagnation de l'économie. Et ce sont bien les politiques d'austérité, l'euro fort et les autres chocs financiers et de prix du pétrole qui en sont à l'origine. Si le potentiel a été affecté négativement, ces politiques en sont en partie responsables en ayant remis en cause l'incitation à investir et en ayant provoqué une deuxième vague de hausse du chômage.

Graphique 4. Différentes hypothèses d'évolution du PIB potentiel



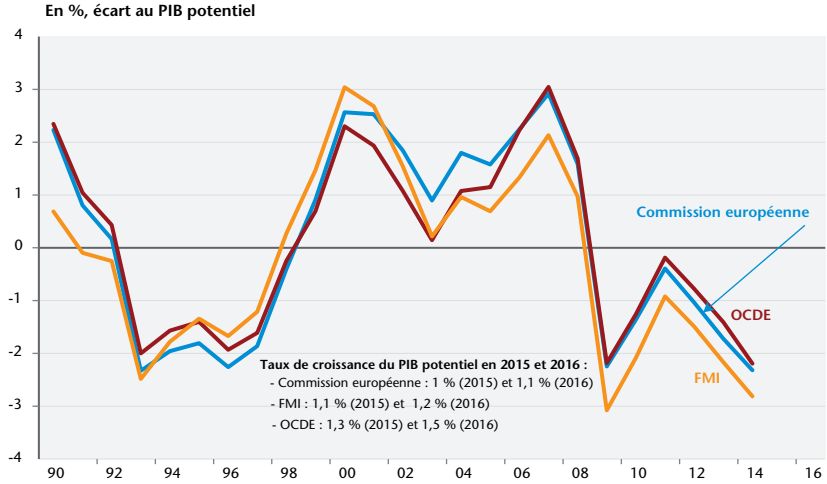
Sources : INSEE, comptes trimestriels, calculs OFCE.

La difficulté d'alimenter la réflexion sur l'évolution du PIB potentiel tient à son caractère non observable. Ne pouvant faire l'objet que d'estimations, son calcul est fondé sur les évolutions passées des facteurs de production et de la productivité. La faiblesse de l'investissement, la montée du chômage et le ralentissement de la productivité apparente du travail depuis 7 ans laissent supputer un infléchissement du potentiel à court terme. Mais à moyen-long terme, les facteurs de production ne sont pas fixes. Leur flexibilité sur un horizon de temps plus lointain conduit, avec la fermeture de l'écart de production, à une hausse de l'investissement, à une baisse du chômage et à une restauration de la croissance de la productivité. Le retour vers un sentier de croissance équilibré

conduit nécessairement à une croissance potentielle de moyen-long terme supérieure à celle de court terme. Dans une étude de 2013 réalisée à partir d'une méthode d'évaluation de la productivité globale des facteurs basée sur une mesure de moyen-long terme, l'Insee estimait la croissance potentielle de la France entre 1,2 % et 1,9 % pour la période 2015-2025[3].

D'une manière générale, tous les instituts ont révisé à la baisse leurs estimations de la croissance potentielle. Il n'en demeure pas moins que l'existence d'un écart de production négatif fait l'unanimité parmi les grandes institutions : l'écart entre le PIB effectif et le PIB potentiel serait compris entre 2 et 3 % (graphique 5).

Graphique 5. Estimations de l'écart de production en France



Sources : Commission européenne, FMI, OCDE.

Par ailleurs, l'hypothèse de l'existence d'un écart de production négatif est étayée par les éléments factuels émanant des entreprises, tels que le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie qui reste très inférieur à sa moyenne de longue période, la prédominance des difficultés de demande sur les difficultés d'offre déclarées dans l'enquête trimestrielle dans l'industrie ou encore l'existence de marges de capacité de production sans

3. Cabane P.Y., Montaut A. et Pionnier P. A., 2013, « Évaluer la productivité globale des facteurs : l'apport d'une mesure de la qualité du travail et du capital », *L'économie française*, INSEE.

embauche dans l'industrie cohérente avec l'existence de sur-effectifs dans les entreprises estimée par le biais des fonctions d'emploi. Enfin, la désinflation et les menaces de déflation, apparues au tournant de 2014 et de 2015, témoignent du relâchement chronique de l'utilisation des ressources productives.

La déception de 2014

À l'arrêt depuis la première moitié de 2011, l'économie française n'a pas redémarré en 2014, malgré l'atténuation de l'austérité budgétaire. L'amélioration du climat conjoncturel, avec notamment le redressement des enquêtes de conjoncture dans la seconde moitié de 2013, laissait pourtant augurer une année meilleure que les précédentes. Rien n'en n'a été et la croissance en 2014 est restée identique à celle de 2012 et de 2013, soit 0,4 % en moyenne annuelle.

Les raisons de cette déception tiennent à l'action des freins à la croissance identifiés plus haut, à savoir la politique budgétaire avec des multiplicateurs budgétaires élevés en raison de la composition de l'impulsion budgétaire, de la compétitivité-prix qui a pâti de l'appréciation de l'euro de la mi-2012 à la mi-2014 (tableau 1) et de l'avance prise par les concurrents européens de la France pour contenir leurs coûts salariaux. D'autre part, comme on l'a vu plus haut, la plupart des pays concurrents de la France en Europe avaient pris beaucoup de retard. Ils touchent en partie les dividendes de leurs efforts passés, notamment l'Espagne, mais ils n'ont pas encore rejoint le peloton de tête dont la France fait toujours partie.

Ainsi, en 2014 la croissance française a été inférieure à la moyenne de la zone euro et parmi les grands pays de la zone euro, elle se classe à l'avant dernier rang, juste avant l'Italie.

L'impulsion budgétaire interne apparente s'est pourtant considérablement allégée en 2014 par rapport à celles de 2012 et de 2013. La variation du solde structurel primaire, qui témoigne de l'orientation de la politique budgétaire, est en retrait de 0,8 point sur celle de 2013, mais sans effet apparent sur la croissance.

Cette apparente insensibilité de la croissance au relâchement de son principal frein depuis 2010 tient à un effet de recomposition des prélèvements fiscaux qui conduit à des multiplicateurs budgétaires apparents élevés (tableau 2). L'allègement des prélèvements

obligatoires sur le secteur productif avec la montée en charge du CICE[4] a été assorti d'une sévère cure d'amaigrissement des dépenses publiques et d'une hausse des prélèvements sur les ménages par le biais de la majoration de la TVA au premier janvier 2014. Le solde de ces impulsions de sens contraire s'est avéré négatif (-0,3 point de PIB). L'impact positif sur l'activité des

Tableau 2. La politique budgétaire en 2014

En points de PIB

	2014		
	En points de PIB	Multiplicateur	Impact sur le PIB
Total PO (a = a1 + a2) *dont :*	**-0,5**		**0,00**
Mesures discrétionnaire (a1) *dont :*	**0,0**		**-0,3**
CICE*	-0,48 *(-0,3*)*	0,5	0,15
Hausse de TVA	0,26	0,8	-0,2
Hausse de l'IR (abaissement QF, suppression exonération majoration de pension...)	0,16	0,8	-0,1
Mesure IR bas de barème	-0,06	0,9	0,1
Surtaxe IS	0,12	0,3	0,0
Suppression Impôt forfaitaire annuel	-0,03	0,3	0,0
CIR	-0,09	0,5	0,0
Hausse cotisations retraites employeurs	0,05	0,8	0,0
Hausse cotisations retraites salariées	0,05	0,8	0,0
Baisse cotisations famille employeurs	-0,05	0,8	0,0
Autres	0,1	0,8	-0,1
Moins values fiscales (élasticité recettes fiscales au PIB) (a2)	**-0,5**	**0,6**	**0,3**
Dépenses publiques primaires (b) hors CICE	-0,8	1,1	-1,0
TOTAL Impulsion budgétaire *ex post* (c = -a + b)	-0,3		-1,0

* Le CICE est comptabilisé ici comme une baisse de prélèvements obligatoires et non comme une hausse des dépenses publiques. Par rapport au principe du droit constaté qui dans le nouveau SEC 2010 est devenu la norme d'enregistrement des opérations (-0,48 point de PIB de baisse des PO), les restitutions effectives aux entreprises ne représentent que 0,3 point.

Sources : Loi de finances 2015, calculs OFCE.

4. Le Crédit d'Impôt Compétitivité Emploi consiste à alléger les charges sociales dues par les entreprises à hauteur de 6 % de la masse salariale (hors cotisations patronales) sur les salaires de moins de 2,5 SMIC sous la forme d'un crédit d'impôt sur les bénéfices. Sa montée en charge est progressive, avec un taux de 4 % en 2013 et de 6 % en 2014. Les effets sur la trésorerie des entreprises se font sentir avec une année de décalage, la baisse des charges en 2013 étant restituée sous forme de crédit d'impôt sur les bénéfices de 2013 au moment de l'exigibilité de cet impôt, c'est-à-dire en 2014. Le mécanisme est le même pour la restitution de 2015. Par ailleurs, le CICE, au titre des crédits d'impôts, est comptabilisé, selon les nouvelles normes comptables (SEC 2010), comme une dépense publique et non plus comme une baisse de PO comme c'était le cas dans le SEC 95.

mesures en faveur des entreprises n'a pas compensé celui, négatif, de la baisse des dépenses publiques et des mesures passées (la hausse de l'impôt sur le revenu) qui développent encore leurs effets par une augmentation de la pression fiscale sur les ménages.

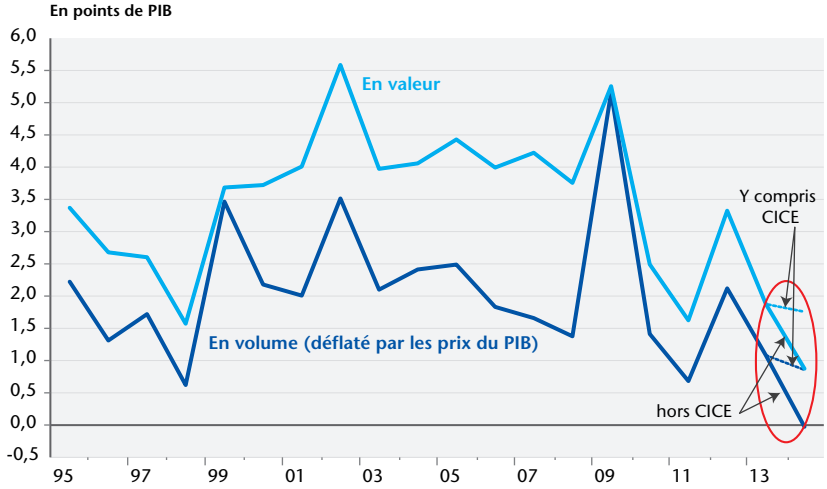
L'entrée du CICE dans sa phase opérationnelle en 2014, avec la restitution effective aux entreprises de 6,5 milliards d'impôts sur les bénéfices (10,2 milliards en droits constatés), équivaut à une baisse des prélèvements obligatoires de 0,30 point de PIB (0,48 point de PIB en droits constatés). Pour autant, l'impact de cette mesure sur la croissance sera lent à se développer et l'enrichissement de la croissance en emplois ainsi que les gains de compétitivité escomptés ne devraient devenir significatifs qu'en 2015. Le multiplicateur associé au CICE est resté faible en 2014, (0,5 selon nos évaluations la première année), avec un impact positif sur le PIB de seulement 0,15 point. Dans le même temps, la hausse de la TVA au 1er janvier 2014 ainsi que la hausse de l'impôt sur le revenu ont constitué un alourdissement des prélèvements obligatoires de 0,42 point de PIB, avec un effet négatif instantané sur la croissance. Le multiplicateur associé à ces mesures est donc élevé (0,8) et a affecté négativement la croissance (-0,35 point de PIB en 2014), bien davantage que le CICE ne l'aura soutenue. Finalement, les mesures discrétionnaires n'ont pas conduit à une nouvelle hausse du taux de PO en 2014 mais l'effet de recomposition des prélèvements et le jeu du multiplicateur qui leur est associé ont imprimé au PIB des effets clairement négatifs (-0,3 point).

En revanche, un phénomène déjà observé au cours des années précédentes, et sur lequel le gouvernement n'a pas de prise à court terme, a de nouveau joué en 2014 dans le sens d'un allègement des PO. Les recettes fiscales effectives ont en effet été très inférieures aux prévisions. Cet écart résulte de la baisse de l'élasticité des recettes fiscales au PIB et met en jeu des phénomènes de fuite liés à la mauvaise conjoncture. *Ex post*, ces moins-values fiscales équivalent à une baisse du taux de PO apparent (-0,5 point de PIB en 2014) et donc sont assimilables à une impulsion positive à la croissance. Elles ont conduit en 2014 à une contribution positive de l'ordre de 0,3 point à la croissance du PIB.

L'autre pilier de la politique budgétaire est l'ajustement des dépenses publiques. Il en a résulté une impulsion très négative en 2014 (-0,8 point de PIB), bien supérieure, en valeur absolue, à

l'impulsion positive générée par la baisse des prélèvements. Le taux de croissance des dépenses publiques en volume est d'ailleurs tombé sous son étiage des 20 dernières années, témoignant d'un freinage historique (graphique 6). Les effets multiplicateurs des mesures portant sur les dépenses étant traditionnellement plus importants à court terme que ceux des mesures portant sur les recettes, l'impact positif sur le PIB de l'allégement des prélèvements a ainsi été plus que compensé par l'impact négatif de la baisse des dépenses publiques. La politique budgétaire est donc restée résolument restrictive en 2014 et l'impulsion budgétaire *ex post* de -0,3 point de PIB, bien plus modérée que celle des années précédentes, a tout de même continué à imprimer des effets fortement négatifs sur la croissance, estimés à 1 point de PIB.

Graphique 6. Taux de croissance de la dépense publique primaire*



* La dépense publique primaire est la dépense publique totale déduction faite des intérêts payés par l'État sur la dette et sur laquelle le gouvernement n'a pas de prise à court terme.
Sources : INSEE, comptes trimestriels, calculs OFCE.

Un autre facteur rend compte également de la piètre année 2014. L'investissement en logement des ménages a fortement reculé en 2014, -5,9 % en moyenne annuelle, après déjà deux reculs consécutifs en 2012 et en 2013. Compte tenu du poids de cette composante dans le PIB (près de 5 %), l'investissement en logement a amputé la croissance de 0,3 point en 2014. De nombreux signes laissent à penser que l'érosion des transactions observée sur le marché immobilier neuf trouve son explication ailleurs que dans

le durcissement des conditions de crédit. Sur le marché du neuf, les ménages semblent avoir souffert d'une part des restrictions opérées dans la distribution des prêts à taux zéro (PTZ) et d'autre part de la modification de la législation en faveur de l'investissement locatif. Le dispositif d'incitation à l'investissement locatif « Duflot » n'a pas rencontré le succès de ses prédécesseurs et le long processus d'adoption législatif de la loi pour l'Accès au Logement et un Urbanisme Rénové (ALUR) a participé au plongeon du secteur, déjà touché par la désolvabilisation d'un certain nombre de ménages, dans une crise de confiance majeure (encadré 1).

Encadré 1. Le secteur du bâtiment en crise

Dans le secteur du bâtiment le climat est depuis maintenant plusieurs mois particulièrement dégradé. En 2014, les mises en chantier, bien que plus nombreuses qu'au début des années 2000, ont été inférieures de près de 50 000 aux mises en chantier observées sur la période 2010-2013 (350 000 contre 400 000). Il en est de même des permis de construire et la baisse ininterrompue des permis depuis 2011 ne laisse pas présager de reprise de l'activité pour l'année 2015 compte tenu du décalage existant entre permis de construire et mise en chantier.

Les enquêtes conjoncturelles dans le secteur de la construction mettent en évidence un climat de confiance lui aussi particulièrement dégradé. Alors qu'un léger mieux s'était fait sentir au milieu de l'année 2013, la confiance des professionnels n'a depuis cessé de décrocher et les enquêtes sur l'activité passée ont atteint un point bas historique en octobre 2014.

Pour autant, étonnamment, la crise de confiance qui traverse le secteur n'est que peu visible dans les carnets de commande puisque ces derniers sont certes inférieurs au niveau précédant la crise mais toujours compris entre 6 et 7 mois, soit des niveaux comparables à ceux observés à la fin des années 2000 et supérieurs à la période antérieure.

Concernant l'avenir, la perception des professionnels sur les carnets de commande n'a cessé de se dégrader depuis 2008 malgré un début de reprise, avortée, entre mi-2010 et mi-2011. Les prévisions d'activité du secteur semblent pourtant entamer une remontée depuis le début de l'année. De plus, lors des derniers mois, elles se sont toujours maintenues bien au-dessus des planchers atteints entre mi-2008 et mi-2009.

Malgré tout, le constant semble relativement clair. Les taux d'utilisation des capacités de production sont à un niveau excessivement bas (84 % en début d'année 2015 contre 94 % en 2008), signe d'un déficit de demande accru. Les producteurs semblent être à même d'accroître leur niveau de production et ce, sans embauches supplémentaires. En

cas de reprise, le secteur du bâtiment et notamment du bâtiment résidentiel ne créera donc pas d'emplois à court terme.

Une fois encore, les causes de cette morosité sectorielle semblent clairement identifiées et se situent du côté de la demande. Ainsi, en janvier 2015, la demande de logements neufs a connu son plus bas niveau depuis plus de 20 ans.

À l'image des enseignements tirés des conditions de financement, l'analyse de la demande de logements neufs par type de public visé montre bien que le secteur libre et celui de l'accession aidée (accession social ou prêt à taux zéro) sont les plus durement touchés. Le secteur locatif social quant à lui, bien qu'en crise, se maintient plutôt mieux. Logiquement, les mises en chantier destinées à la vente sont également plus dégradées que celles destinées à la location et au sein des perspectives de mises en chantier destinées à la location, c'est une fois encore le secteur libre qui semble le plus durement touché.

Enfin, les professionnels du secteur semblent peu confiants puisque seuls 60 % d'entre-eux déclarent envisager de nouvelle mise à l'étude de projets de construction. C'est 20 points de moins qu'avant la crise.

2. L'économie française va rebondir

En dépit d'une année 2014 dans la droite ligne des précédentes, les perspectives apparaissent franchement meilleures pour les deux années à venir. La modification de l'environnement extérieur avec les baisses conjointes de l'euro et du prix du pétrole pourraient servir de déclenchement à un rebond dans la première moitié de 2015 qui sera ensuite relayé par la reprise de l'investissement et des embauches permis par la politique de redistribution en faveur des entreprises. L'atténuation de l'austérité conjuguée aux mesures en faveur de l'emploi et de l'investissement pourrait permettre la mise en place d'un cercle vertueux en 2016.

Amélioration de la croissance ou reprise ?

La modification de l'environnement extérieur depuis 6 mois pourrait placer l'économie française sur une nouvelle trajectoire de croissance en 2015 et en 2016 (tableau 3). La baisse du prix du pétrole, de l'ordre de 50 % en dollars depuis l'été 2014, ce qui représente un gain d'environ 20 milliards d'euros pour l'économie française, est suffisamment forte pour soulever la question d'une baisse durable des coûts d'approvisionnement en énergie pour les utilisateurs. Un tel mouvement n'aura d'effet sur la croissance que

si le prix du pétrole reste durablement en dessous de son niveau d'avant-choc : un repli ponctuel suivi d'une remontée au niveau antérieur n'aurait que des effets transitoires sans relever durablement le sentier de croissance des économies consommatrices.

Tableau 3. Les freins et les leviers à la croissance en France

En %

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PIB	2,1	0,4	0,4	0,4	**1,4**	**2,1**
Impact sur PIB dû…						
… aux évolutions du pétrole	-0,4	-0,2	0,1	0,2	0,5	0,1
Effet direct sur l'économie nationale	*-0,4*	*-0,2*	*0,1*	*0,2*	*0,5*	*0,1*
Effet via la demande adressée	*-0,1*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,1*	*0,0*
… à la compétitivité-prix	0,2	0,2	0,0	-0,3	0,4	0,5
Effet intra zone euro	*0,0*	*0,0*	*-0,1*	*-0,1*	*0,1*	*0,1*
Effet hors zone euro	*0,1*	*0,3*	*0,1*	*-0,2*	*0,3*	*0,4*
… aux conditions financières	-0,1	-0,7	-0,3	0,1	0,1	0,1
Effet direct sur l'économie nationale	*-0,1*	*-0,6*	*-0,2*	*0,2*	*0,1*	*0,1*
Effet via la demande adressée	*0,0*	*-0,1*	*-0,1*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
… aux politiques budgétaires	-1,1	-1,3	-1,6	-1,2	-0,9	-0,7
Effet direct sur l'économie nationale	*-0,7*	*-0,6*	*-1,1*	*-1,0*	*-0,6*	*-0,5*
Effet via la demande adressée	*-0,3*	*-0,7*	*-0,5*	*-0,2*	*-0,2*	*-0,2*
Acquis (p.r. à l'acquis potentiel)	0,5	0,2	-0,5	-0,2	-0,4	0,0
Autres chocs (internes)				-0,5	-0,4	
Total des chocs	-0,8	-1,8	-2,2	-1,8	**-0,9**	**-0,2**
Rythme de croissance spontanée hors chocs	2,9	2,2	2,6	2,2	2,3	2,3
Croissance potentielle	1,4	1,4	1,4	1,4	**1,4**	**1,4**
Output gap	-1,1	-2,1	-3,1	-4,2	**-4,1**	**-3,4**

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2015-2016, avril 2015.

La baisse de l'euro est le second facteur majeur d'amélioration de l'environnement. Son effondrement de plus de 20 % depuis la mi-2014 (de 1,4 à 1,1 dollar) sous l'effet de la politique d'assouplissement monétaire conduite par la BCE procurera une bouffée d'air frais aux exportateurs européens : les gains de compétitivité induits devraient permettre un redressement des parts de marché et susciter un accroissement des exportations (voir perspectives mondiales : « la reprise s'annonce »). En appui de ces stimulants, les politiques en faveur de la compétitivité conduites par le gouvernement – le CICE et le Pacte de responsabilité – permettront de pérenniser la reprise qui aura été amorcée au premier semestre 2015 par les gains de pouvoir d'achat issus de la baisse du prix du pétrole.

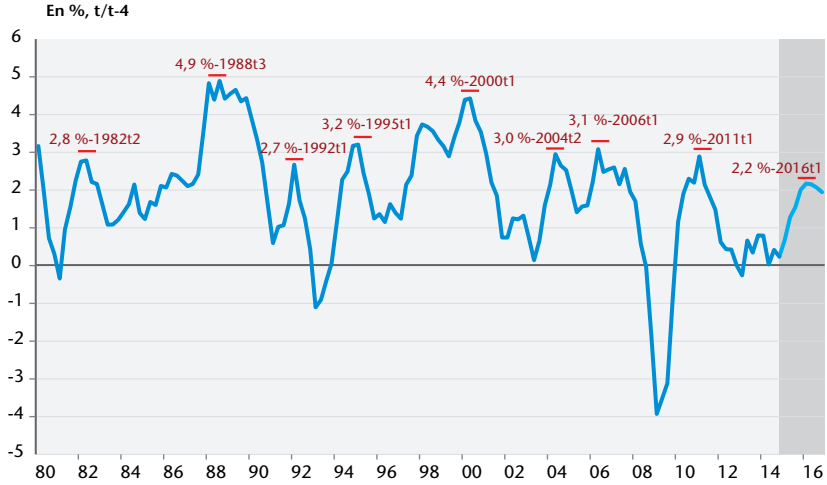
Avec des taux de croissance trimestriels compris entre 0,4 et 0,6 % d'ici à l'horizon 2016, la trajectoire inscrite dans notre prévision est bien celle d'une reprise, et non pas celle d'un simple rebond qui resterait sans suite une fois épuisés les gains de pouvoir d'achat liés à la désinflation. C'est donc sur l'enclenchement d'une phase de convergence du PIB effectif vers le PIB potentiel que nous tablons à partir du premier trimestre 2015, et donc sur un début de fermeture de l'écart de production.

Après plusieurs années d'avertissements répétés sur les dangers d'une austérité excessive, qui a dégénéré en croissance nulle, en hausse du chômage et en espoirs de reprise déçus, un tel scénario peut paraître exagérément favorable. Si seul l'avenir nous permettra de trancher le débat sur la capacité de redressement du tissu productif français, nos analyses nous amènent à penser que la France dispose de marges de rebond et que les freins à la croissance ne se situent pas principalement du côté de l'offre. Par ailleurs, une croissance à peine supérieure à 2 % en moyenne annuelle l'année prochaine placerait l'année 2016 au niveau de performance de l'année 2011. Le pic de croissance à 2,2 % en glissement annuel au premier trimestre 2016 qui résulte de ce schéma de reprise resterait d'ailleurs très inférieur à ceux enregistrés sur les 30 dernières années et même à celui du premier trimestre 2011 qui a clôturé l'épisode de rebond consécutif à la récession de 2008/09 (graphique 7).

Le même constat d'une reprise modérée en 2016 s'impose à l'examen de l'évolution des grandeurs macroéconomiques durant les années de croissance supérieure à 2 %. Depuis 20 ans, la France a connu dix fois un tel cas de figure (tableau 4). En moyenne, lors de ces années, le taux de croissance du PIB a été de 2,7 %, soit 0,6 point de plus que la croissance prévue pour 2016. Du côté des composantes du PIB, l'investissement a également crû durant ces années à des taux plus élevés que ceux prévus pour l'année 2016. L'augmentation annuelle de la FBCF des sociétés non-financières a été de 5,2 % en moyenne et celle des ménages de 3,5 %, des taux bien plus élevés que ceux prévus pour 2016 (respectivement 4 et 2,5 %). Il en va de même pour la consommation des ménages qui, avec une hausse prévue de 1,9 % en 2016, s'écarte de la moyenne enregistrée lors des années de croissance forte, 2,3 %. Les années de croissance supérieure à 2 % ont également soutenu le marché du travail puisqu'en moyenne elles ont généré 317 000 créations

nettes d'emplois salariés par an, contre 197 000 inscrites en prévision en 2016. Enfin, au cours des années de croissance supérieures à 2 %, le déficit public s'est résorbé assez fortement, de 0,6 point en moyenne et ce malgré l'exception de 2007. Là encore, l'année 2016 resterait en deçà des précédents historiques. Clairement, ni la croissance du PIB ni les évolutions des agrégats macroéconomiques associés prévues pour l'année 2016 ne constituent une phase conjoncturelle exceptionnelle.

Graphique 7. Pics de rebond du PIB en France



Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2015-2016, avril 2015.

La trajectoire de la France inscrite en prévision est donc celle d'une reprise, avec une croissance trimestrielle supérieure à celle du potentiel. Mais cette reprise resterait modérée au vu de l'expérience passée et comparable à celle de 2011.

Un tel schéma reste évidemment conditionnel à la stabilité de l'environnement. Comme on l'a déjà souligné, la remontée du prix du pétrole ou la réappréciation de l'euro vis-à-vis du dollar gripperait la mécanique de la reprise (encadré 2). Sur ce dernier point, la politique d'assouplissement monétaire poursuivie par la BCE est plutôt rassurante et l'euro devrait poursuivre sa glissade vers 0,95 dollar, ce qui représente encore un potentiel de repli de plus de 10 % par rapport à son niveau d'aujourd'hui (environ 1,1 dollar).

Tableau 4. Agrégats macroéconomiques au cours des années de croissance supérieure à 2 % en France

En moyenne annuelle

	1997	1998	1999	2000	2001	2004	2006	2007	2010	2011	Moyenne	2016
Taux de croissance (en %)												
– du PIB	2,3	3,6	3,4	3,9	2,0	2,8	2,4	2,4	2,0	2,1	2,7	**2,1**
– de la consommation des ménages	0,6	4,0	3,5	3,6	2,5	2,1	2,2	2,4	1,7	0,4	2,3	**1,9**
– de la FBCF des ENF	1,3	8,2	8,5	6,4	3,9	3,2	3,9	8,9	4,1	3,9	5,2	**4,0**
– de la FBCF des ménages	3,7	4,9	7,7	3,8	0,8	4,0	5,1	2,5	1,5	1,0	3,5	**2,5**
Variation du nombre d'emplois salariés marchands (en milliers)	314	495	588	674	291	82	291	336	45	61	318	**197**
Variation du déficit public, en points de PIB	-0,3	-1,2	-0,8	-0,3	0,1	-0,4	-0,9	0,2	-0,4	-1,7	-0,6	**-0,3**

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2015-2016, avril 2015.

Le scénario de reprise est également conditionné par la poursuite de l'apaisement des tensions au sein de la zone euro. La mobilisation de la BCE pour contenir la crise des dettes souveraines a été sans faille et a eu pour résultat tangible d'éteindre les incendies. Le seul problème qui subsiste encore à l'heure actuelle est la question grecque, avec la menace de sa sortie de la zone euro qui risquerait à nouveau de déstabiliser l'Union au moment où les conditions d'une reprise n'ont jamais été aussi favorables en Europe depuis 4 ans[5].

En plus des facteurs d'incertitude précédents, l'hypothèse d'une entrée en déflation des économies européennes a pris corps avec l'apparition au début de l'année 2015 de chiffres d'inflation négatifs. Cette situation de l'indice d'ensemble, déjà observée en 2009, est directement imputable à la baisse des prix de l'énergie, mais elle s'accompagne aussi d'une inquiétante dérive de l'inflation sous-jacente depuis 3 ans, voisine de zéro au tournant de 2014 et de 2015. Le risque d'une entrée en déflation n'apparaît toutefois pas à même de modifier le scénario de la prévision : la chute de l'euro et l'interruption de la baisse du prix du pétrole devraient retendre les ressorts inflationnistes dans le courant de l'année 2015.

Enfin, le scénario de reprise inscrit en prévision à l'horizon 2016 repose sur l'atténuation de l'austérité en France et dans la zone euro par rapport à celle appliquée au cours des années précédentes. Le principal frein à la croissance s'en voit ainsi desserré, mais cette rémission reste suspendue à l'absence d'un nouveau tour de vis budgétaire appliqué pour respecter les exigences de la Commission européenne.

Encadré 2. Les scénarios alternatifs à la prévision

Notre prévision repose sur un certain nombre d'hypothèses concernant les évolutions des variables d'environnement macroéconomique, en particulier le prix du baril de pétrole et le taux de change de l'euro. Les hypothèses retenues pour 2015 et 2016 pour ces deux variables sont élaborées au regard de la conjoncture internationale et des fondamentaux qui expliquent leurs évolutions historiques. Dans notre prévision, nous avons ainsi retenu un prix du baril du pétrole qui reste durable-

5. Voir sur ce point l'étude spéciale « La Grèce sur la corde raide ».

ment bas malgré une légère remontée en 2016 (55 $ en 2015 et 63 $ en 2016), et une dépréciation continue de l'euro face au dollar en 2015 et qui se poursuit, bien qu'à un rythme plus faible en 2016 (1,01 $ en 2015 et 0,95 $ en 2016). Si ces évolutions nous semblent les plus probables au regard de leurs déterminants traditionnels, il n'en reste pas moins que certains aléas non modélisables (guerres, tensions géopolitiques, élections, changements institutionnels…) peuvent apparaître, remettant en cause l'évolution prévue de ces variables.

Afin d'évaluer la sensibilité de notre prévision à l'évolution de ces hypothèses, nous avons testé des scénarios alternatifs avec des hypothèses très proches de celles que nous avions retenues lors de la prévision précédente en octobre 2014 et qui apparaissent aujourd'hui comme très conservatrices, voire extrêmement pessimistes à l'horizon de deux ans : nous supposons effectivement dans ces scénarios alternatifs que le prix du baril de pétrole serait en moyenne de 100 $ en 2015 et 2016 et que le taux de change de l'euro face au dollar serait de 1,20 $ en 2015 et 2016 (tableau 5).

Deux autres scénarios alternatifs relatifs aux finances publiques ont par ailleurs été testés et portent sur le montant de l'effort budgétaire structurel en 2015 et en 2016, celui-ci faisant l'objet d'incertitudes liées aux divergences entre les prévisions du gouvernement et les recommandations de la Commission européenne (encadré 5). Dans notre prévision, au regard des différents éléments dont nous disposons sur les finances publiques, nous avons retenu une amélioration du solde structurel primaire de 0,5 point de PIB en 2015 et 0,5 point de PIB en 2016 (ce qui correspond à une impulsion budgétaire de -0,5 point de PIB en 2015 et 2016). Dans le premier scénario alternatif qui porte uniquement sur 2015, nous avons retenu l'hypothèse issue de notre prévision d'octobre 2014 construite sur les éléments contenus dans le PLF pour 2015 et qui correspondait à une impulsion budgétaire de -0,3 point de PIB en 2015. Dans ce scénario, nous supposons implicitement que le gouvernement ne fait pas les 4 milliards d'économies supplémentaires pour 2015 exigées par la Commission européenne. Dans le second scénario alternatif sur les finances publiques qui porte uniquement sur 2016, nous supposons que le gouvernement durcit sa politique budgétaire de façon à respecter les recommandations de la Commission européenne, ce qui au regard de nos calculs, correspondrait à une impulsion budgétaire de -1 point[6] de PIB pour 2016.

6. Le Conseil européen exige dans sa dernière recommandation (27 février 2015) que la France réalise un effort budgétaire structurel de 0,8 point de PIB en 2016, ce qui correspond à une impulsion budgétaire de -1 point de PIB selon l'OFCE car nous avons une évaluation du taux de croissance potentiel pour 2016 (1,4 %) supérieure à celle de la Commission européenne (1,1 %).

Tableau 5. Hypothèses sur l'environnement macroéconomique de notre prévision et scénarios alternatifs

	En moyenne annuelle	2015	2016
Prévision OFCE avril 2015	Prix du brent en $	55	63
	Taux de change Euro / $	1,01	0,95
	Impulsion budgétaire (en pts de PIB)	-0,5	-0,5
Scénarios alternatifs	Prix du brent en $	100	100
	Taux de change Euro / $	1,20	1,20
	Impulsion budgétaire issue PLF 2015 (pts de PIB)	-0,3	
	Impulsion budgétaire pour 2016 issue de la recommandation de la Commission européenne (en pts de PIB)		-1

Source : OFCE.

Avec un prix du baril du pétrole à 100 dollars, le taux de croissance du PIB serait de 1,1 % en 2015 et de 2 % en 2016 (contre respectivement 1,4 % et 2,1 % dans notre prévision, tableau 6), les créations d'emplois de 11 000 en 2015 et 189 000 en 2016 (contre respectivement 65 000 et 197 000 dans notre prévision), le taux de chômage de 10,1 % de la population active en 2015 et 9,8 % en 2016 (contre respectivement 9,9 % et 9,6 % dans notre prévision) et le solde public de 3,9 % du PIB en 2015 et 3,3 % en 2016 (contre respectivement 3,7 % et 3,1 % dans notre prévision). A cela, si l'on ajoute un taux de change de l'euro à 1,20 dollar, le taux de croissance se limiterait à 0,9 % en 2015 et 1,6 % en 2016 et nous aurions 11 000 destructions d'emplois en 2015 et 146 000 créations d'emplois en 2016, un taux de chômage à 10,2 % en 2015 et 10,1 % en 2016, et un déficit public à 4 % du PIB en 2015 et 3,5 % du PIB en 2016.

En outre, si le gouvernement pratiquait la même impulsion budgétaire que ce qui était initialement prévu dans le cadre du PLF 2015 (ce qui n'est pas ce que nous retenons dans notre prévision où l'effort budgétaire est augmenté de 4 milliards d'euros en 2015), la croissance du PIB serait rehaussée de 0,2 point en 2015 mais le déficit public serait plus élevé de 0,1 point de PIB. Ainsi, avec un prix du pétrole à 100 dollars, un taux de change de l'euro à 1,20 dollar et une impulsion budgétaire à -0,3 point de PIB pour 2015, nous aurions une croissance du PIB de 1,1 %, 16 000 emplois créés, un taux de chômage à 10,1 % et un déficit public à 4,1 % du PIB. Au final, en retenant des hypothèses alternatives à notre prévision actuelle mais qui correspondent peu ou prou à celles de notre prévision d'octobre 2014, nous retrouvons un scénario de croissance pour 2015 (1,1 %) identique à celui que nous affichions dans notre dernière prévision d'octobre 2014.

Enfin, si le gouvernent appliquait les recommandations de la Commission en matière d'effort budgétaire pour 2016, alors la croissance du PIB serait diminuée de 0,5 point (par rapport à la trajectoire de référence), les créations d'emplois réduites de 85 000 et le taux de

chômage augmenterait de 0,4 point en 2016 (par rapport à la prévision de référence). Seul le déficit public se réduirait plus vite, à hauteur de 0,3 point de PIB. Dans ce cas précis, le taux de chômage ne baisserait pas en 2016 (affichant une stabilité) même avec un prix du pétrole bas et un taux de change de l'euro à 0,95 dollars, mais le déficit public atteindrait 2,8 % du PIB dès 2016.

Au final, le scénario « défavorable » qui est celui d'un pétrole à 100 dollars, un taux de change de l'euro à 1,20 dollar et une impulsion budgétaire très négative pour 2016 correspondant à la recommandation de la Commission, conduirait pour l'année 2016 à une croissance de 1,1 %, un taux de chômage à 10,5 % et un déficit public à 3,2 % du PIB.

Tableau 6. Prévisions et scénarios alternatifs

	Taux de croissance du *PIB* *(en %)*		Variation Emploi marchand salarié *(en milliers, en moyenne annuelle)*		Taux de chômage *(en % de la pop. active, en moyenne annuelle)*		Solde public *(en pts de PIB)*	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016
Prévision avril 2015	**1,4**	**2,1**	**65**	**197**	**9,9**	**9,6**	**-3,7**	**-3,1**
Scénario avec prix du pétrole à 100 $	**1,1**	**2,0**	11	189	10,1	9,8	-3,9	-3,3
Scénario avec prix du pétrole à 100 $ et €=1,2$	**0,9**	**1,6**	-11	146	10,2	10,1	-4,0	-3,5
Scénario avec prix du pétrole à 100 $, €=1,2$, impulsion budgétaire à -0,3 pt de PIB en 2015	**1,1**	**1,6**	16	146	10,1	10,1	-4,1	-3,5
Scénario avec prix du pétrole à 100 $, €=1,2$, impulsion budgétaire à -1 pt de PIB en 2016	**0,9**	**1,1**	-11	61	10,2	10,5	-4,0	-3,2

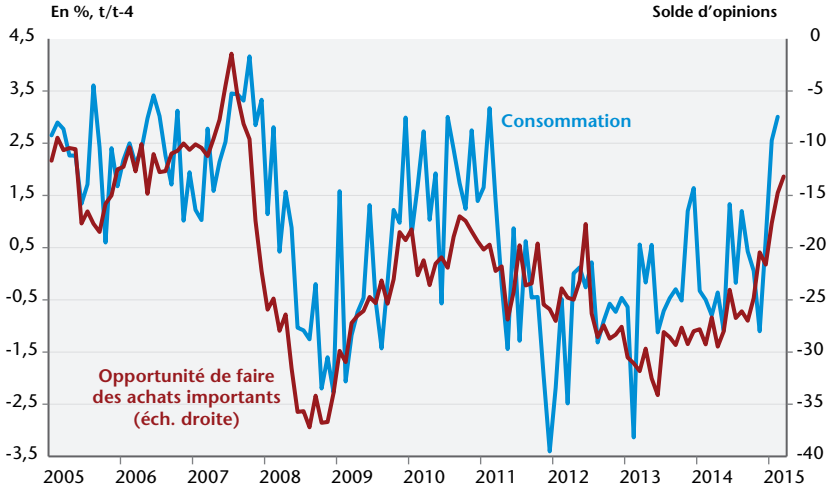
Source : Estimations OFCE.

Le pétrole allume la mèche

En ce début d'année 2015, les indicateurs de demande sont passés au vert. Sous l'effet de la désinflation issue de la baisse des prix de l'énergie, qui permet des hausses de pouvoir d'achat, la consommation des ménages devrait rebondir fortement au premier trimestre. Ce rebond est inscrit dans l'indicateur de confiance des consommateurs, et notamment dans la réponse à la question sur l'opportunité des achats importants, mais aussi dans les premières données quantitatives disponibles sur le premier trimestre (graphique 8). La consommation des ménages en biens, qui représente 50 % de la consommation totale des ménages, offre un acquis de croissance de 1,85 % au mois de février, soit une contribution à l'ensemble de la consommation de 0,9 point. Sachant que

la consommation des ménages totalise un peu plus de 50 % du PIB, c'est une contribution à la croissance de l'ordre de 0,5 point qu'il faut attendre de la reprise des dépenses au premier trimestre.

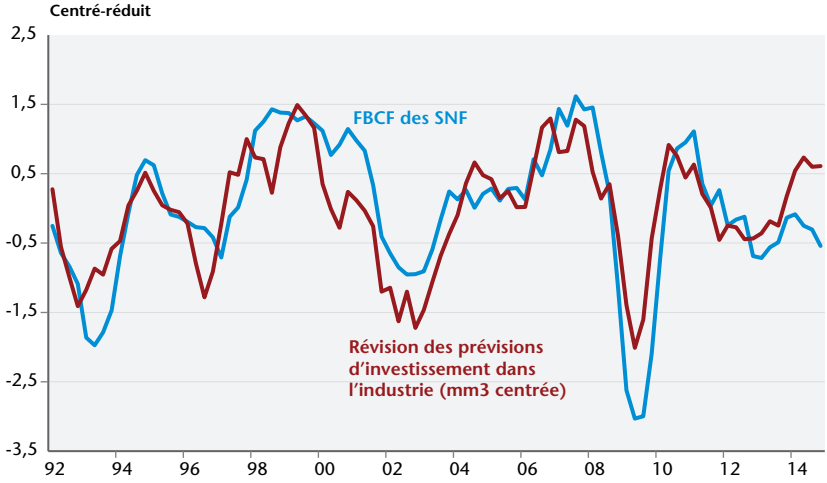
Graphique 8. Taux de croissance de la consommation en biens et opinion des ménages sur l'opportunité d'effectuer des achats importants dans les douze mois



Source : INSEE.

Les informations conjoncturelles disponibles sur l'investissement laissent aussi entrevoir une reprise des dépenses en 2015, ce qui serait d'ailleurs cohérent avec la reprise de la consommation. Dans leurs réponses à l'enquête sur les investissements dans l'industrie publiée en janvier 2015, les chefs d'entreprises envisagent une croissance de leurs dépenses d'investissement de 3 % en volume pour 2015. L'expérience montre que la correspondance entre les résultats de cette enquête, conduite sur un champ industriel de fait plus restreint que celui de la FBCF des SNF issue des comptes nationaux (25 % du total), est parfois malaisée et il serait hasardeux de tirer de cette information une projection directe de la progression des dépenses de l'ensemble des entreprises. En revanche, l'indicateur de révision des prévisions d'une enquête à l'autre apporte une information qualitative pertinente sur l'orientation de l'évolution de la FBCF pour les trimestres à venir (graphique 9)[7].

Graphique 9. Le glissement annuel de la FBCF des SNF et l'indicateur de révision des prévisions d'investissement dans l'industrie



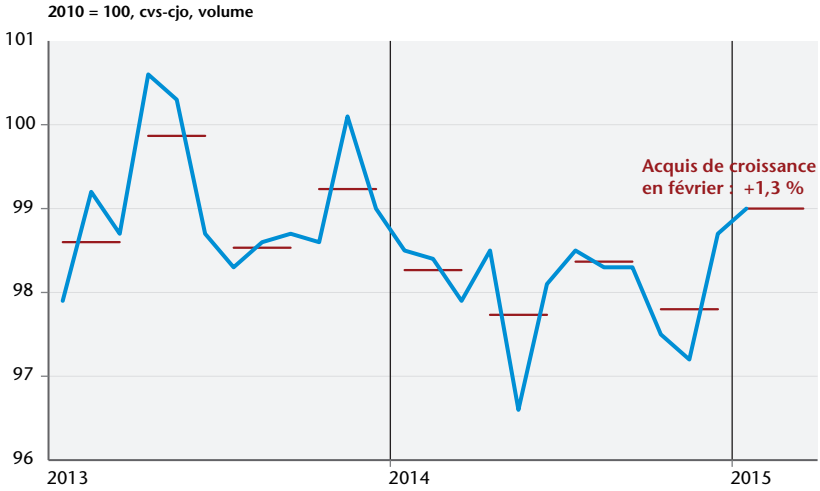
Sources : INSEE, calculs OFCE.

Historiquement, les pics et les creux de l'indicateur de révision ont coïncidé avec ceux de la FBCF, avec souvent une avance de quelques trimestres, notamment aux points bas, et on reste étonné des évolutions divergentes entre les deux indicateurs en 2014. Ceci peut augurer soit d'une sous-estimation de la progression des dépenses en 2014, appelée à être révisée en hausse dans les versions ultérieures des comptes nationaux, soit d'un délai plus long qu'à l'accoutumée entre les intentions déclarées par les chefs d'entreprise et leur réalisation. Quoi qu'il en soit, l'indicateur de révision ouvre enfin la perspective d'une reprise de l'investissement en 2015.

7. L'indicateur de révision résume, à partir des données individuelles, les révisions de l'investissement prévu entre deux enquêtes successives pour les investissements d'une même année. Avant le début de l'année (à l'enquête octobre de l'année passée), les entrepreneurs estiment *a priori* leurs investissements en fonction de leurs projets de développement. Mais les évolutions conjoncturelles de l'année à venir étant encore très incertaines, ces évaluations ne sont qu'indicatives. Au fil des trimestres, les chefs d'entreprise révisent leurs plans d'investissement en intégrant l'effet de la conjoncture dans leurs décisions. Plus que le taux de croissance annoncé *stricto sensu*, c'est la révision qui témoigne du dynamisme ou de l'atonie des investissements futurs de l'année.

Face à l'amélioration des indicateurs de demande, les informations conjoncturelles sur la production sont plus mitigées. Tout comme la consommation des ménages en biens, l'indice de la production industrielle offre un acquis de croissance très positif en février, +1,3 %, qui témoigne d'un redémarrage de la production (graphique 10).

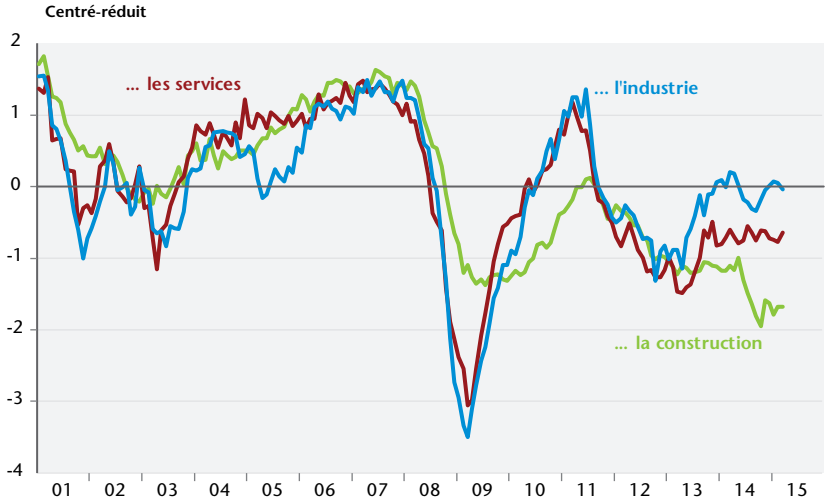
Graphique 10. Indice de la production industrielle



Source : INSEE.

Les informations qualitatives que fournissent les enquêtes de conjoncture sont toutefois moins favorables (graphique 11). Après les rebonds dans la seconde moitié de 2013, notables dans l'industrie et les services, le climat des affaires s'est détérioré et ne parvient pas à remonter malgré l'accumulation des bonnes nouvelles depuis plusieurs mois : baisses significatives de l'euro et du prix du pétrole, rebond avéré de la consommation, atténuation de l'austérité, montée en charge du CICE et entrée en phase opérationnelle du Pacte de responsabilité. Échaudés par plusieurs années consécutives de déconvenue, par l'émergence du risque d'entrée en déflation, par la résurgence du problème grec et par la crise ukrainienne aux portes de l'Europe, les chefs d'entreprises sont probablement circonspects. Les délais de réaction des enquêtés à l'amélioration de l'environnement pourraient ainsi être plus longs qu'à l'accoutumée, ce qui ne préjuge pas d'une absence de reprise au cours de l'année 2015.

Graphique 11. Climat des affaires dans…



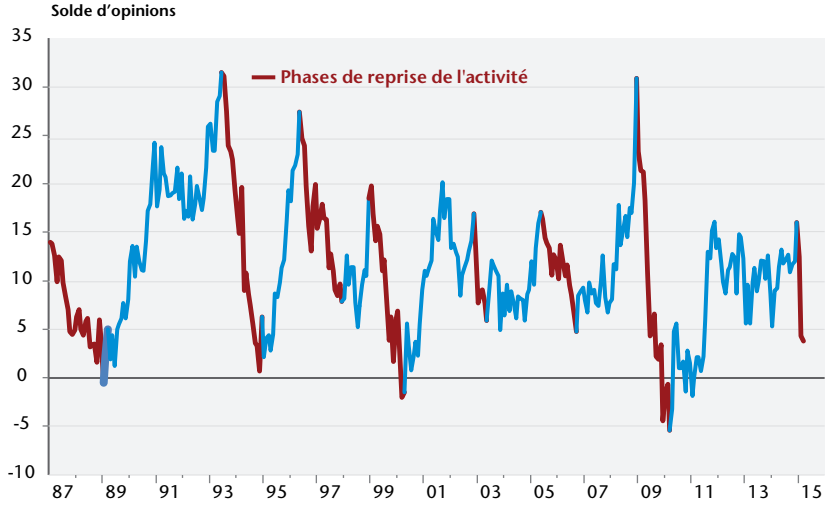
Source : INSEE.

La reprise de la consommation pourrait être alimentée à très court terme par du déstockage. Les chefs d'entreprise sont souvent surpris par les phases d'accélération de la demande, et n'adaptent leurs plans de production qu'une fois pérennisée la reprise des débouchés. Dans l'entre-temps, ils satisfont la demande en puisant dans leurs stocks. Dans un second temps, la baisse du ratio « stocks sur ventes » sous son niveau normal les pousse à relancer la production. C'est ce qu'illustre l'évolution récente du solde d'opinions relatif à la question sur les stocks posée au cours de l'enquête mensuelle dans l'industrie. Durant les phases de reprise, comme après les récessions de 1993 et de 2009 mais aussi à la suite des phases conjoncturelles moins marquées, les chefs d'entreprises sont de moins en moins nombreux à juger leurs stocks supérieurs à la normale comparativement à ceux les jugeant inférieurs (graphique 12).

Les signaux plus mitigés lancés par les informations conjoncturelles collectées directement auprès des secteurs productifs ne remettent pas en cause le principe d'un redémarrage de l'activité en 2015, même si l'accélération franche de la production sera probablement décalée de quelques mois par rapport à celle de la consommation des ménages au premier trimestre.

Au final, le redémarrage de la croissance serait donc tiré dans un premier temps par la reprise de la consommation des ménages, alimentée par la baisse des prix du pétrole, remplissant les carnets de commande internes et épongeant une partie des surcapacités de production. Dans un second temps, la confirmation de l'amélioration des perspectives d'activité par l'accélération des exportations liée à la baisse de l'euro et la montée en charge des dispositifs fiscaux (CICE, Pacte de responsabilité) enclencherait la reprise de l'investissement et la baisse du taux de chômage.

Graphique 12. Opinions sur les stocks de produits finis dans l'industrie*



* Le solde d'opinions sur les stocks de produits finis issu de l'enquête mensuelle dans l'industrie est calculé comme la différence entre le pourcentage de réponses « stocks supérieurs à la normale » et le pourcentage de réponses « stocks inférieurs à la normale ». Durant les phases de reprise, les entreprises puisent dans leurs stocks pour satisfaire le supplément de demande, et sont par conséquent de moins en moins nombreuses à juger leurs stocks supérieurs à la normale. Un recul prolongé de l'indicateur signale l'imminence d'une reprise de même que sa hausse durable signale un ralentissement ou une récession.
Source : INSEE.

L'année 2015 connaîtrait une hausse du PIB de 1,4 % avec une accélération du rythme de croissance au cours de l'année (2 % en glissement annuel). Le second semestre 2015 marquerait le tournant de la reprise avec la hausse du taux d'investissement des entreprises et le début de la décrue du taux de chômage qui finirait l'année à 9,8 % (après 10 % fin 2014). 2016 serait quant à elle l'année de la reprise avec une croissance du PIB de 2,1 %, une hausse de l'investissement productif de 4 % et la création de près

de 200 000 emplois marchands permettant au taux de chômage d'atteindre 9,5 % à la fin 2016. Dans ce contexte porteur, le déficit public baisserait significativement, malgré des efforts budgétaires structurels plus faibles que par le passé, et s'établirait à 3,1 % du PIB en 2016 (après 3,7 % en 2015).

3. Des enchaînements cycliques traditionnels… et vertueux

Un cercle de croissance vertueux pourra ainsi progressivement se mettre en place en 2015 et en 2016. La reprise de l'emploi, stimulée par ailleurs par les effets du CICE et du Pacte de responsabilité, appuiera la distribution de revenus et pérennisera la croissance de la consommation. Et la hausse des marges des entreprises, dans un contexte de taux d'intérêt faibles et d'accélération de la croissance, permettra la reprise de l'investissement.

L'inversion de la courbe du chômage… c'est pour bientôt

L'économie française a créé 61 000 emplois, en glissement annuel, en 2014. Dans un contexte de croissance atone, ce résultat apparaît comme une bonne performance relative mais masque des évolutions divergentes selon les secteurs : les secteurs marchands ont perdu 37 000 emplois tandis que les secteurs non marchands en ont gagné 98 000, dont la moitié provient de la montée en charge des emplois aidés (tableau 7). Le nombre d'emplois créés ayant été insuffisant pour absorber les flux de population active arrivant sur le marché du travail, le nombre de chômeurs au sens du BIT a poursuivi sa progression (+124 000 personnes), portant le taux de chômage en France métropolitaine à 10 % de la population active au quatrième trimestre 2014, contre 9,6 % un an auparavant.

L'atonie de la croissance en 2014 s'est accompagnée de destructions continues d'emplois dans l'industrie (-31 000 postes après réaffectation de l'emploi intérimaire aux secteurs utilisateurs) et la construction (-63 000) qui apparaît comme le secteur le plus sinistré, tandis que le secteur des services a mieux résisté (+19 000). Les données les plus récentes – offres d'emplois collectées par Pôle emploi, indicateurs d'intentions d'embauches émanant des enquêtes de conjoncture – n'indiquent pas encore de rebond de l'emploi au premier trimestre 2015. Dans un premier temps, la

reprise de la production sera assurée par les gains de productivité et ce n'est que dans un deuxième temps que la croissance produira ses effets positifs sur l'emploi.

Tableau 7. Emploi et chômage

Variations annuelle en milliers, au dernier trimestre

Glissement annuel	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Population active observée	211	212	-26	185	152	150
Emploi total	160	-37	-4	61	205	220
- Secteur marchand	174	-39	-58	-37	178	217
Salariés	114	-58	-71	-47	153	188
Non-salariés	60	19	13	10	25	29
- Secteur non marchand	-14	2	54	98	27	3
Emplois aidés	-73	5	60	49	30	0
Emplois non aidés	59	-3	-6	49	-2	3
Chômage	51	249	-22	124	-54	-70
Taux de chômage au T4 (%)	8,9	9,7	9,6	10,0	9,8	9,5

Sources : INSEE, comptes trimestriels, ministère du Travail ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2015-2016, avril 2015.

À l'horizon de 2016, le retour de la croissance permettra donc une fermeture rapide du cycle de productivité, les politiques de baisse du coût du travail (CICE et Pacte de responsabilité) réduisant temporairement la croissance de la productivité tendancielle. Cette fermeture s'accompagnera d'une reprise des créations d'emplois dans le secteur marchand (+99 000 emplois créés en moyenne chaque semestre en 2015-2016) à un rythme comparable à celui observé entre le deuxième semestre 2010 et le premier semestre 2011 (+108 000 emplois créés par semestre).

Par rapport à son évolution spontanée, l'emploi profitera de la montée en charge du CICE et du Pacte de responsabilité, entrés en phase opérationnelle. L'intégration de ces dispositifs dans la prévision, en distinguant l'allégement portant sur les bas salaires – dont on attend un effet plus fort sur l'emploi *via* une élasticité de l'emploi à son coût plus élevée au niveau du smic et décroissante avec le niveau de salaire – et l'allégement uniforme pour les salaires compris entre 1,6 et 3,5 smic, conduit à envisager un supplément d'emplois de 44 000 en 2015 et de 36 000 en 2016 par rapport aux créations spontanées qui seraient survenues sans les mesures (tableau 8). Ces évaluations prennent en compte « l'effet de bouclage » macroéconomique généré par le financement des dispo-

sitifs : son impact négatif sur l'activité, et donc sur l'emploi, réduit considérablement les créations qui *ex ante* se seraient élevées à 130 000 et 122 000 respectivement en 2015 et en 2016.

Tableau 8. Effets du CICE et du Pacte de responsabilité sur l'emploi

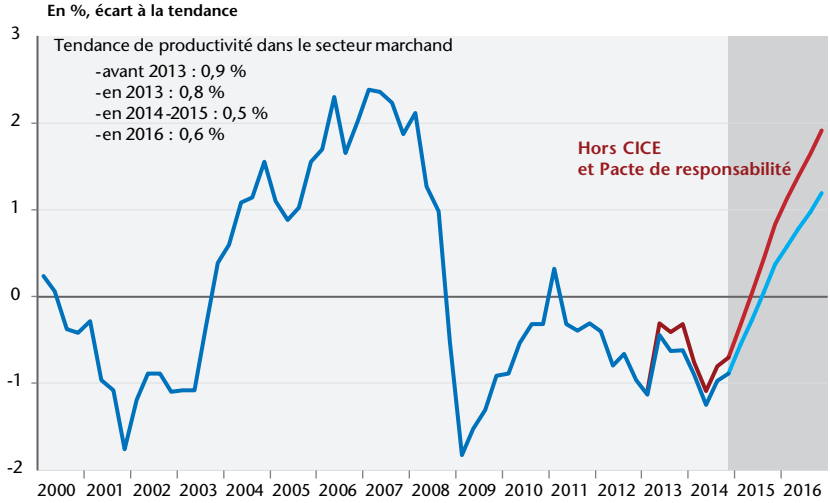
Variations en moyenne annuelle en milliers

	2015	2016
Pacte de responsabilité	50	60
Allègement bas salaires	50	40
Allègement uniforme	—	20
CICE	80	62
Pacte + CICE	**130**	**122**
Financement (mds €)	9,5	9,5
Effet du financement sur l'emploi	-86	-86
Effet net du Pacte, du CICE et du financement	**44**	**36**

Sources : INSEE, comptes trimestriels, ministère du Travail ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2015-2016, avril 2015.

L'effet du CICE et du Pacte de responsabilité devrait se traduire à la fois par un ralentissement de la productivité tendancielle et de la vitesse de convergence de la productivité à sa cible. *In fine*, les mesures de baisse du coût du travail devraient freiner la croissance de la productivité apparente de 0,7 point à l'horizon 2016 (graphique 13).

Graphique 13. Cycle de productivité dans les secteurs marchands

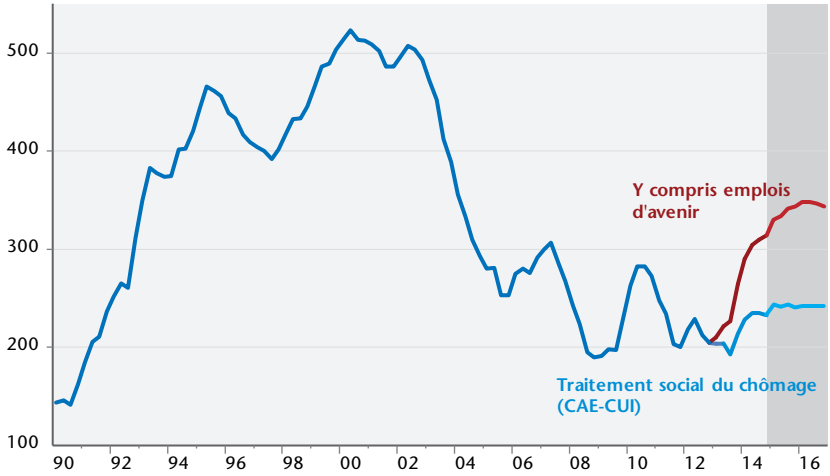


Sources : INSEE, comptes trimestriels, ministère du Travail ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2015-2016, avril 2015.

En dehors du CICE et du Pacte de responsabilité, la politique de l'emploi reposera toujours sur la création d'emplois aidés dans le secteur non-marchand en 2015. Cet effort de création directe d'emplois cessera en 2016. En 2013-2014, face à la dégradation du marché du travail, 380 000 contrats aidés ont été signés en moyenne chaque année. La montée en charge des emplois d'avenir, dont la durée moyenne est de 2 ans, ainsi que l'allongement de la durée des CUI-CAE, ont permis une forte progression des effectifs de contrats aidés : le stock a ainsi progressé de 110 000 entre la fin 2012 et la fin 2014 pour atteindre 314 000 au quatrième trimestre (graphique 14).

En 2015, la montée en charge des emplois d'avenir se poursuivra, à un rythme plus modéré que les années précédentes. On attend 55 000 entrées dans le dispositif en 2015 en France métropolitaine. Compte tenu des contrats signés en 2013 et qui arriveront à échéance, le stock d'emplois d'avenir progresserait de 22 000 en 2015 (en glissement annuel). La poursuite de l'allongement de la durée des CUI-CAE se traduirait par une faible progression des effectifs : +7 000 en 2015. Pour 2016, nous avons fait l'hypothèse que le gouvernement maintiendrait le stock de contrats aidés.

Graphique 14. Emplois aidés dans les secteurs non-marchands



Sources : DARES, prévision OFCE, avril 2015.

L'accélération franche des créations d'emplois enclenchera la baisse du taux de chômage à partir du troisième trimestre 2015. Celui-ci atteindrait 9,5 % de la population active fin 2016. À l'horizon 2016, la population active resterait dynamique (+150 000 actifs par an), compte tenu de la poursuite de la montée en charge de la réforme des retraites, qui se traduit par un recul de l'âge de départ effectif. Le dynamisme des créations d'emplois aurait aussi un effet positif sur la population active *via* un effet de flexion des taux d'activité : des personnes inactives seraient incitées à revenir sur le marché du travail du fait de l'amélioration des conditions sur ce dernier.

L'investissement repartira…

Près de 6 ans après le début de la crise, l'investissement des entreprises non-financières se situe encore 7,3 % en dessous de son niveau de début 2008. Après avoir connu un rebond assez net en 2010 et 2011 (près de 4 % chaque année) permettant de récupérer une partie de ce qui avait été perdu en 2008-2009, l'investissement des entreprises a connu de 2011 à aujourd'hui (16 trimestres) une phase de stagnation en lien avec la croissance atone de ces dernières années.

Un fort rebond de l'investissement n'est pas envisageable à très court terme, notamment en raison des taux d'utilisation qui sont encore en-deçà de leur moyenne de long terme. Mais avec l'absorption progressive de ces surcapacités, une reprise graduelle de l'investissement des entreprises non-financières est attendue au cours de l'année 2015 (+2,4 % en glissement annuel fin 2015 contre -1,2 % fin 2014), avec une accélération en 2016 (+4 % en moyenne annuelle). En effet, tous les déterminants de l'investissement poussent à une hausse du taux d'investissement à partir du deuxième semestre 2015.

Tout d'abord le taux de marge des entreprises a commencé à se redresser sous l'effet de la baisse des prix du pétrole. La baisse des prix des consommations intermédiaires qui n'est pas intégralement répercutée dans les prix de valeur ajoutée a permis une hausse de 0,6 point de VA des taux de marge des entreprises non-financières au second semestre, ceux-ci passant ainsi de 29,3 % au deuxième trimestre 2014 à 29,9 % au dernier trimestre 2014. L'effet « pétrole »

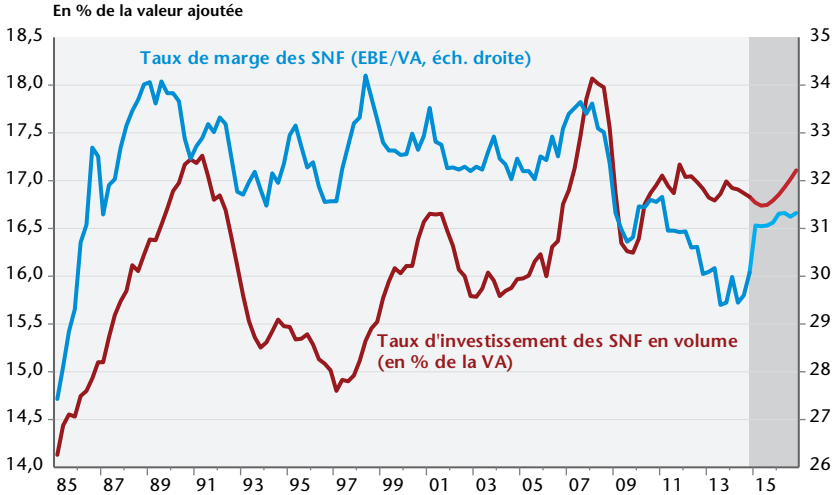
permettrait encore d'améliorer le taux de marge des entreprises de 0,3 point de valeur ajoutée au premier trimestre 2015.

À la baisse du prix des matières premières s'ajoute la montée en charge des mesures fiscales prises par le gouvernement, qui représentent un transfert massif vers les entreprises. Après 10,2 milliards d'euros en 2014, le CICE, considéré comme une subvention à la production en comptabilité nationale, représenterait 16,6 milliards d'euros en 2015 et 18 milliards en 2016. Le Pacte de responsabilité, qui vient compléter le dispositif visant à réduire le coût du travail, représenterait un allégement de cotisations patronales pour les entreprises de 4,5 milliards en 2015 et 9 milliards en 2016. Si l'on ne tient pas compte des mesures fiscales prévues dans le cadre du Pacte de responsabilité (suppression progressive de la C3S et de la surtaxe sur l'impôt sur les sociétés pour un montant de 1 milliard en 2015 et de 4,5 milliards en 2016), les mesures favorisant l'abaissement du coût du travail et le redressement des marges (CICE et Pacte de responsabilité) représentent au total 21,1 milliards en 2015 et 27 milliards en 2016 (après 10,2 milliards en 2014). Enfin, bien que d'un coût budgétaire bien inférieur au CICE et au Pacte de responsabilité, le nouveau mécanisme fiscal présenté par le Premier ministre, ciblant les investissements industriels pour les PME (2,5 milliards sur cinq ans) devrait également renforcer l'amélioration des marges des entreprises.

Ainsi le taux de marge se redresserait nettement en 2015 et en 2016, +1,3 et +0,3 point respectivement, pour atteindre 31,3 % de la valeur ajoutée fin 2016, retrouvant ainsi son niveau de 2010 (graphique 15).

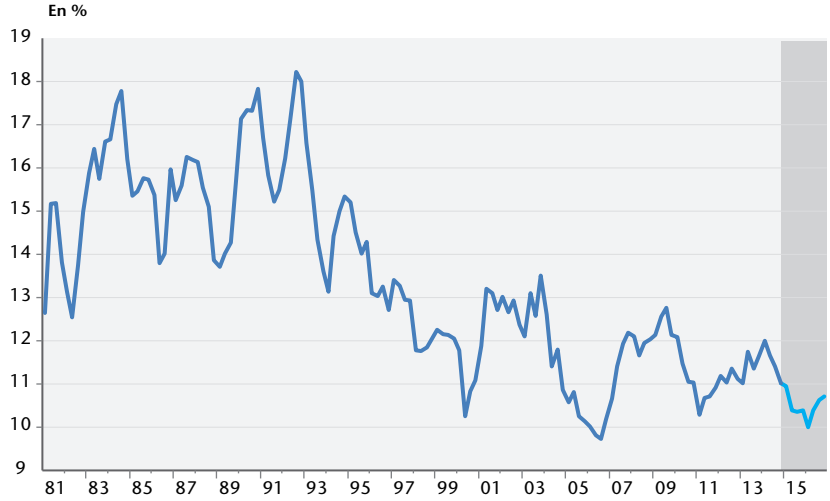
Un autre élément favorable à la reprise de l'investissement est le niveau historiquement bas du coût du capital des entreprises, en raison des taux de refinancement très faibles liés notamment à la politique non-conventionnelle menée par la BCE au travers des dispositifs TLTRO et QE (graphique 16). Cet effet serait d'autant plus fort que les investisseurs considéreront la politique monétaire innovante menée par la BCE comme un facteur de crédibilisation de son mandat, permettant ainsi de maintenir les anticipations d'inflation à moyen terme autour de 2 % et ramenant les taux réels anticipés par les SNF à des niveaux proche de zéro.

Graphique 15. Taux d'investissement et taux de marge des entreprises non-financières



Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2015-2016, avril 2015.

Graphique 16. Coût réel du capital



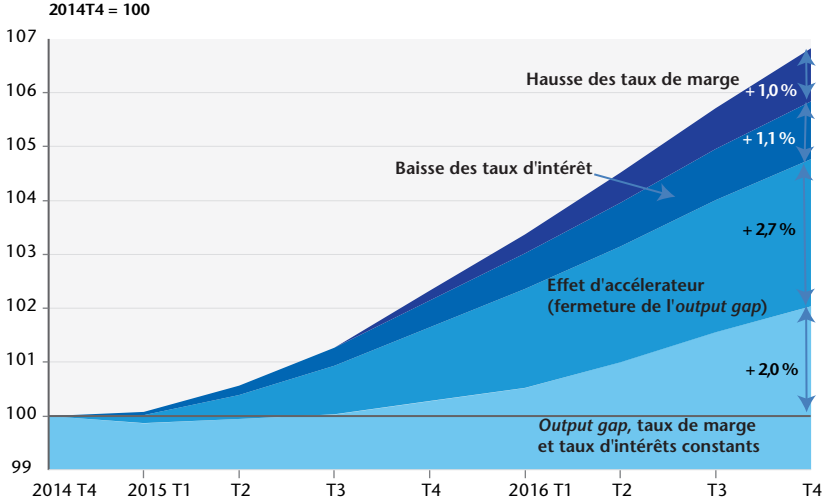
Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE e-mod.fr 2015-2016, avril 2015.

La politique de l'offre impulsée par le gouvernement, dont les résultats se faisaient attendre sur l'investissement, gagnerait en efficacité grâce au choc de demande positif provenant de l'extérieur, permettant un rééquilibrage économique qui faisait défaut jusqu'à présent. Ces éléments permettront d'accélérer la croissance

de l'investissement tout en absorbant les surcapacités de production héritées de plusieurs années de stagnation de l'activité.

Au final, l'investissement des entreprises augmenterait de 6,8 % sur les huit trimestres à venir. Selon nos estimations (encadré 3), l'accélération de la croissance et la fermeture de l'écart de production contribueront à augmenter l'investissement de 2,7 % sur la période 2015-16. La baisse des taux d'intérêt ainsi que l'amélioration des taux de marge contribueront à l'accroissement de l'investissement d'environ 1 % (graphique 17). Si l'écart de production, les taux d'intérêt et les taux de marge étaient restés constants sur la période 2015-16, alors l'investissement n'aurait crû que de 2 % sur les huit trimestres à venir.

Graphique 17. Évolution de la FBCF des SNF en 2015 et en 2016 et la contribution de ses déterminants



Sources : Estimations OFCE.

Encadré 3. Estimation de l'équation d'investissement des entreprises non-financières

Nous estimons l'équation d'investissement sous forme d'un modèle à correction d'erreurs (MCE) sur la période 1985-2014 en fréquence trimestrielle. Le MCE suppose une relation de cointégration et sa dynamique entre le taux d'investissement des entreprises non-financières, le coût réel du capital et le taux de marge. Les variables ont toutes des coefficients significativement différents de zéro et de signes attendus. La

statistique de *student* associée au coefficient devant le crochet s'élève à -4,54, validant l'hypothèse d'une relation de cointégration entre les variables figurant entre les crochets.

$$\Delta\ln(I/VA) = \underset{(4,12)}{0,26} * \Delta\ln(I_{-2}/VA_{-2}) + \underset{(3,20)}{0,54} * \Delta\ln(VA_{-1}) + \underset{(3,36)}{0,47} * \Delta\ln(VA)$$

$$+ \underset{(3,43)}{0,54} * \Delta\ln(TUC) + \underset{(3,11)}{0,55} * \Delta\ln(VAindus\&cons_{-2} / VAval_{-2}) - \underset{(-4,69)}{0,01} * t9405$$

$$- \underset{(-4,34)}{0,03} * t06q1 + \underset{(2,71)}{0,01}\ t07q3q4 - \underset{(-3,96)}{0,41} - \underset{(-4,54)}{0,095} * [\ln(I_{-1}/VA_{-1})$$

$$+ \underset{(4,92)}{0,27} * \ln(Ck_{-1}/Pva_{-1}) - \underset{(-2,74)}{0,57} * \ln(Tx_marge_{-3})] + \varepsilon$$

avec :

I : Formation brute de capital fixe des ENF (en volume)

VA : Valeur ajoutée marchande (en volume)

TUC : Taux d'utilisation des capacités de production

Pva : Prix de la valeur ajoutée marchande

Pi: Prix de la FBCF des ENF

Ck : Coût du capital = Pinv * (taux d'intérêt réel (déflaté par Pi) des crédits aux ENF + taux de dépréciation du capital)

VA indus&cons : VA ajoutée de l'industrie et de la construction (en valeur)

VAval : Valeur ajoutée marchande (en valeur)

Tx_marge : Excédent Brut d'Exploitation des SNF / Valeur ajoutée des SNF

Diagnostic statistique

$$LM(1) = 0,36 \quad [p > 0,84] \qquad LM(4) = 2,41 \quad [p > 0,06] \qquad ARCH(4) = 0,54 \quad [p > 0,71]$$

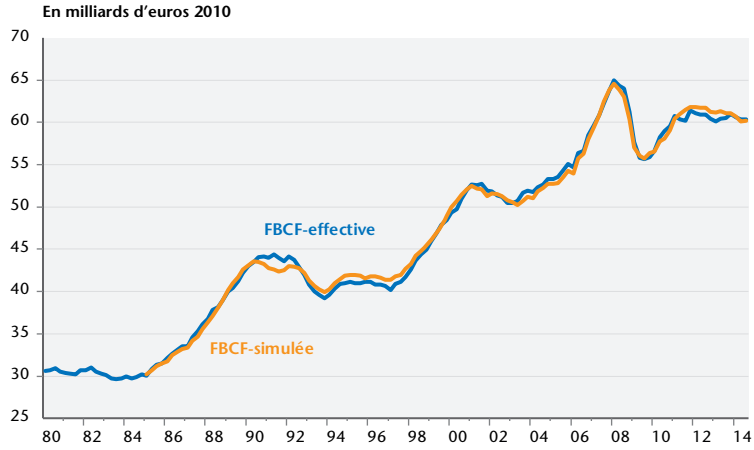
$$WHITE = 0,76 \quad [p > 0,85] \qquad RESET(4) = 1,33 \quad [p > 0,26] \qquad BERA\ JARQUE = 0,87 \quad [p > 0,16]$$

$$\hat{\varepsilon}'\hat{\varepsilon} = 0,005 \qquad \hat{\sigma} = 0,007$$

Cette équation a des propriétés statistiques satisfaisantes. Les tests LM conduisent au rejet de l'hypothèse d'auto-corrélation des résidus de l'équation. Ces résidus sont homoscédastiques au regard du test de White et du test ARCH. La forme fonctionnelle de l'équation est validée par le test Reset. Enfin, selon le test de Bera Jarque, les résidus de l'équation suivent une loi normal

Le graphique 18 permet de comparer l'évolution effective de l'investissement des entreprises non financières à celle de la simulation dynamique issue de l'équation sur la période 1985-2014.

Graphique 18. FBCF des ENF en simulation dynamique



Sources : Estimations OFCE.

… et la consommation revient

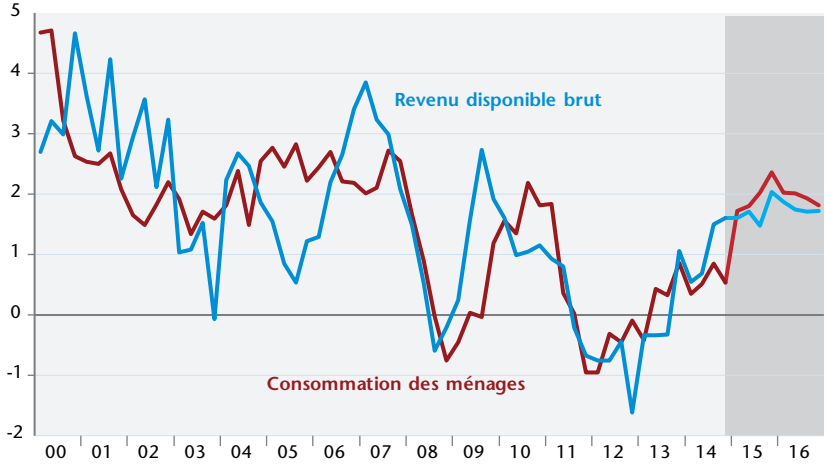
Les ménages ont été les principales victimes de la politique d'austérité conduite depuis 2010. La pression fiscale accrue sur les ménages depuis 2011, dans un contexte de contraction de l'emploi qui ralentissait la croissance de la masse salariale, a entamé celle du revenu disponible brut réel (graphique 19). L'année 2011 marque un premier coup d'arrêt à la dynamique du revenu réel, devenue négative dans la seconde moitié de l'année. Le RDB réel s'est ensuite contracté de manière ininterrompue jusqu'au troisième trimestre 2013, évolutions inédites au regard de sa trajectoire de longue période. Au total, si l'on prend en compte les dépenses contraintes et le dynamisme de la démographie, le pouvoir d'achat du RDB « ajusté arbitrable » par unité de consommation a chuté de 2 % en quatre ans (encadré 4). La consommation a suivi une trajectoire parallèle à celle du revenu, avec un fort ralentissement en 2011 puis 6 trimestres de baisse consécutifs entre le quatrième trimestre 2011 et le premier trimestre 2013. Là aussi, la trajectoire de la consommation est sans équivalent depuis 15 ans.

Quoique très affectée par le revenu disponible, la consommation n'a pas enregistré des évolutions aussi marquées que ce dernier. En 2012 et en 2013, la baisse du taux d'épargne est venue amortir l'impact négatif du tarissement des revenus en raison de

l'inertie de la consommation et ce malgré la hausse de l'épargne de précaution induite par la montée du chômage sur cette période. (tableau 9).

Graphique 19. Croissance du revenu disponible réel et de la consommation

En %, t/t-4, volume



Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2015-2016, avril 2015.

Tableau 9. Les déterminants du taux d'épargne des ménages

En points

	2002-08	2009-14	2015*	2016*
Variation réalisées/estimées	**-0,4**	**0,6**	**-0,2**	**-0,2**
Écart critique (*g-r*)**	0,2	0,9	-0,1	-0,3
Effet richesse immobilière	-1,0	-0,2	0,0	0,0
Variation du chômage	0,1	0,6	0,0	0,0
Variation du revenu	-0,1	-0,4	-0,1	0,1
Mesures fiscales	0,4	-0,3	0,0	0,0

* Prévisions.
** L'écart critique est la différence entre le taux de croissance du revenu des ménages (*g*) et le taux d'intérêt à long terme (*r*). Cet écart illustre la capacité des ménages à emprunter.
Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2015-2016, avril 2015.

En 2015 et en 2016, le revenu disponible brut réel devrait accélérer grâce à la vigueur de la masse salariale portée par les créations d'emplois (tableau 10). La masse salariale brute réelle croîtrait ainsi de 1,4 % en 2014 et de 1,7 % en 2015, rythme encore inférieur à sa tendance de longue période (2,1 % l'an entre 1990 et 2009). Comme sous bien d'autres aspects, la reprise entrevue des salaires cette année et l'année prochaine n'est donc en rien exceptionnelle.

La facture de l'austérité devrait également s'alléger pour les ménages. Après de fortes augmentations entre 2011 et 2013 (+5,2 % l'an en moyenne), l'impôt sur le revenu a connu une progression plus contenue en 2014 avec une hausse de 0,9 % en termes réels. La hausse devrait se poursuivre en 2015 (+0,4 %) mais s'inverser en 2016 pour la première fois depuis 2009 (-0,6 %). *A contrario*, les autres impôts directs (taxe d'habitation, ISF) devraient poursuivre leur croissance avec des hausses respectivement de 2,2 % et 1,3 % en 2015 et en 2016 après une augmentation de 5,2 % en 2014. La progression des cotisations sociales marquera quant à elle un net coup d'arrêt en 2015 par rapport à 2014 mais ré-accélérerait en 2016 en termes nominaux, suivant en cela la progression de la masse salariale. Pour autant, l'effet sur le revenu réel sera atténué par le regain d'inflation. Les prestations sociales versées aux ménages devraient continuer à croître, mais à un rythme bien plus modéré en 2016, grâce notamment à la baisse du chômage à partir du troisième trimestre 2015.

L'amélioration relative de la situation des ménages poussera à la baisse du taux d'épargne en 2015 et en 2016, -0,2 point chaque année, sous l'effet principalement de l'écart entre la progression du revenu et de la baisse des taux d'emprunt qui inverseront le jeu de l'écart critique. La consommation en volume pourra ainsi croître plus rapidement que le revenu réel.

Tableau 10. Croissance du revenu réel et de la consommation des ménages

En %, moyenne annuelle

	2014	2015	2016	1990-2009
Revenu disponible brut réel	**1,1**	**1,7**	**1,8**	**2,0**
dont :				
Masse salariale brute	1,2	1,4	1,7	2,1
Cotisations sociales	2,5	1,7	1,5	1,0
Prestations sociales	1,9	1,8	0,8	2,7
EBE des ménages	-0,1	0,6	1,4	1,8
Dividendes et intérêts nets	2,0	2,3	2,1	1,5
Impôts (y.c. CSG et ISF)	0,9	0,4	-0,6	4,5
Déflateur de la consommation	0,5	0,2	0,9	1,4
Consommation (volume)	0,6	2,0	1,9	1,8
Taux d'épargne (en % du RDB)	15,5	15,3	15,1	15,2

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2015-2016, avril 2015.

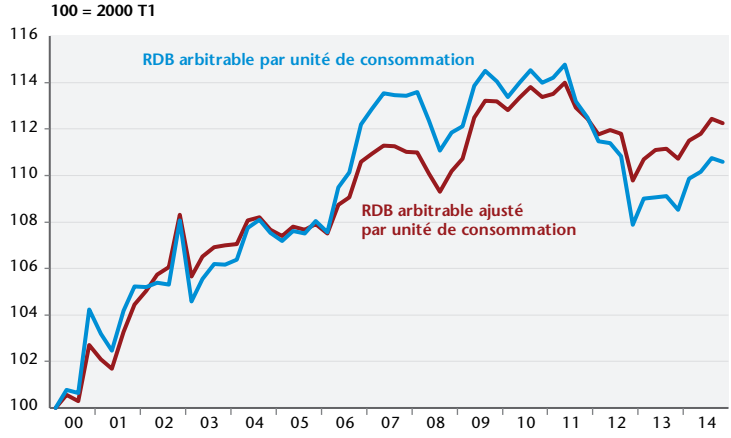
Encadré 4. Le revenu disponible des ménages

Comptablement, le revenu disponible des ménages est mesuré comme la somme de tous les revenus perçus par les ménages (excédent brut d'exploitation, salaires bruts, dividendes et intérêts nets, prestations sociales) à laquelle sont soustraits les impôts sur le revenu et sur le patrimoine (IR, ISF, taxe d'habitation, taxe foncière, …) ainsi que les cotisations sociales effectives (CSG, …). Le pouvoir d'achat du RDB est obtenu en retranchant à l'évolution du RDB l'évolution des prix à la consommation. De même, pour apprécier l'évolution du revenu individuel, le pouvoir d'achat du RDB peut être considéré par ménage, ou de manière plus précise, par unité de consommation.

Afin de tenir compte des transferts en nature inclus dans les dépenses publiques individualisables (l'éducation par exemple), le RDB peut être augmenté de ces derniers afin d'obtenir un RDB dit ajusté, plus proche de la « réalité » du revenu. Par ailleurs, afin de prendre mieux en compte les dépenses contraintes des ménages (logement, …), il peut être utile de soustraire du revenu disponible les dépenses « pré-engagées », ce qui correspond au revenu arbitrable. Les dépenses « pré-engagées » comprennent celles liées au logement (loyers, remboursement d'emprunt, charges), les services de télécommunication, les frais de cantine, les services d'audiovisuel, les assurances ou encore les services financiers.

L'ensemble de ces mesures du revenu disponible des ménages fournit des renseignements divers et complémentaires. Il semble que le pouvoir d'achat « ressenti » des ménages soit plus proche du pouvoir d'achat du revenu arbitrable, les transferts sociaux en nature étant plus difficilement perçus comme des revenus.

Graphique 20. Évolution du pouvoir d'achat du RDB arbitrable par unité de consommation ajusté et non ajusté entre 2000 et 2014



Sources : INSEE, calcul OFCE.

Le pouvoir d'achat du RDB arbitrable par unité de consommation (graphique 20), après une première baisse en 2008 rapidement compensée dès la fin d'année 2009, a de nouveau décroché en début d'année 2011. À la fin de l'année 2012, le pouvoir d'achat du RDB arbitrable par unité de consommation retrouvait son niveau de 2006. Depuis, il peine à redécoller et au quatrième trimestre 2014, il reste inférieur à son niveau d'avant-crise.

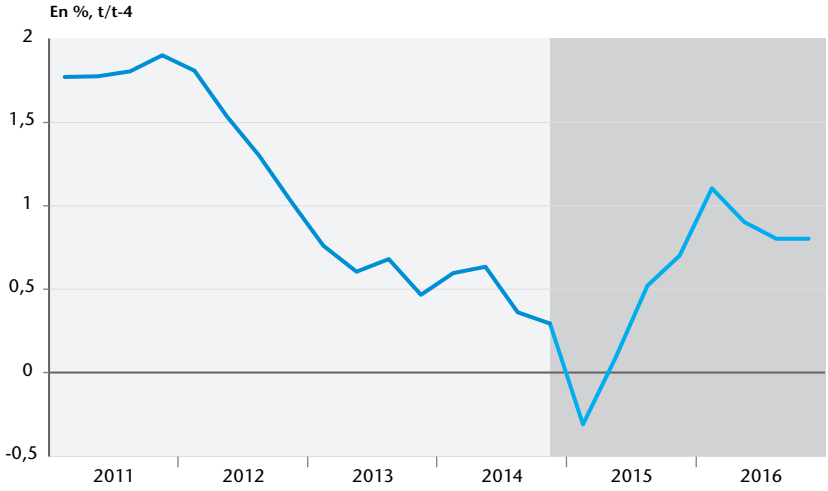
Même si une fois intégrés les transferts sociaux en nature, l'écart est moindre, le pouvoir d'achat du RDB « ajusté arbitrable » par unité de consommation est inférieur de 2 % à la fin 2014 à ce qu'il était 4 ans auparavant.

D'après les informations disponibles sur les mises en chantier et les permis de construire, une nouvelle baisse de l'investissement en logement des ménages en 2015 est inéluctable, -4,4 % en 2015. Pour autant, l'embellie conjoncturelle de l'année 2015, ainsi que les effets du plan de relance de la construction annoncé au mois d'août 2014 par le gouvernement, devraient soutenir le secteur de la construction à partir du troisième trimestre 2015. Elle laisse entrevoir une reprise de 1 % de l'investissement en logement des ménages en 2016, dérisoire néanmoins au vu de sa chute d'environ 20 % depuis 2008.

Le ralentissement de l'inflation, devenue négative au premier trimestre 2015 selon l'indice des prix d'ensemble, rend le risque déflationniste de plus en plus criant. La baisse des prix de l'énergie, qui représente un peu plus de 8 % du panier de biens constituant l'indice, explique en partie cette baisse de l'inflation (graphique 21). Mais elle ne rend pas compte à elle seule de ce mouvement : la progression de l'indice sous-jacent, qui fournit une mesure de l'inflation hors effet comptable de l'énergie, est elle aussi tombée à proximité de zéro, ce qui témoigne du fort degré de relâchement des tensions au sein de l'économie et de l'effet dépressif de la montée du chômage sur la formation des salaires et des prix.

L'action de la Banque centrale européenne, avec notamment la mise en place de politiques monétaires non-conventionnelles en plus de la baisse des taux d'intérêt qui ont induit la chute de l'euro face au dollar, permettrait d'écarter le risque déflationniste. D'autre part, la reprise de l'activité inscrite en prévision d'ici à 2016 et la baisse corrélative du chômage devraient réactiver le jeu de la boucle prix-salaires.

Graphique 21. Taux de croissance du déflateur de la consommation



Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE, avril 2015.

Des déficits publics sauvés par la croissance

L'année 2014 a été marquée par une forte inflexion de la croissance de la dépense publique (-0,2 % en volume hors CICE). C'est la plus faible croissance enregistrée depuis 1959 (date de départ des comptes des administrations publiques), contribuant ainsi à réduire le déficit structurel de 0,8 point de PIB (0,3 point de PIB avec CICE) (tableau 11). En revanche, la stabilité des prélèvements obligatoires (PO) pour 2014, hors CICE, masque le fait que les mesures discrétionnaires sur la fiscalité (hors CICE) ont augmenté de 0,5 point de PIB en 2014 (0 point de PIB si l'on inclut le CICE dans les PO). Les administrations publiques ont enregistré donc des moins-values fiscales de grande ampleur en 2014 (-0,5 point de PIB), identiques à celles observées en 2013, en raison de la faible élasticité fiscale au PIB (encadré 6), conséquence de 3 années de quasi-stagnation de l'activité, de contraction du pouvoir d'achat des ménages et de la baisse des taux de marge des entreprises. Cette faiblesse des assiettes fiscales a conduit en 2014 à un écart significatif entre l'effort structurel budgétaire *ex ante* (0,7 point de PIB) et la variation du solde structurel primaire, mesurée *ex post* (0,3 point de PIB). Par ailleurs, la faible élasticité des recettes fiscales au PIB a contribué à accroître le déficit public (*ex ante*) de l'ordre de 0,5 point de PIB pour 2014 (0,2 point de PIB *ex post* si l'on consi-

dère que les moins-values fiscales sont un amortisseur d'activité). De plus, la croissance atone pour 2014 a contribué à creuser le déficit public conjoncturel de 0,5 point de PIB.

Pour autant, de par leur caractère relativement contra-cyclique, les recettes non-fiscales ont contribué à réduire le déficit public de 0,3 point de PIB en 2014, après 0,1 point de PIB en 2013.

Tableau 11. Décomposition de la variation du solde public

En points de PIB

	2012	2013	2014	2015	2016
Solde public	**-4,8**	**-4,1**	**-4,0**	**-3,7**	**-3,1**
Variation du solde public (=A+B+C+D)	0,3	0,7	0,1	0,3	0,6
Variation des taux de PO (A=A1+A2)	1,2	0,9	0,0	0,0	0,0
dont mesures nouvelles sur les PO (A1)	*1,1*	*1,4*	*0,5*	*-0,1*	*-0,2*
dont élasticité spontanée des recettes fiscales au PIB (A2)	*0,1*	*-0,5*	*-0,5*	*0,1*	*0,2*
Gains dus à l'écart entre la progression des dépenses publiques et le PIB potentiel (B=B1+B2)	-0,2	0,3	0,4	0,5	0,6
dont dépenses publiques primaires* (B1)	*-0,3*	*0,2*	*0,3*	*0,4*	*0,5*
dont charges d'intérêts sur la dette publique (B2)	*0,1*	*0,1*	*0,1*	*0,1*	*0,1*
Variation solde conjoncturel (C)	-0,7	-0,6	-0,5	0,0	0,3
Impact des recettes non fiscales sur le PIB (D)	0,0	0,1	0,3	-0,2	-0,2
Variation solde structurel primaire (=A+B1)**	0,9	1,1	0,3	0,5	0,5
Effort structurel* (=A1+B1)**	0,7	1,6	0,7	0,4	0,3

* Cela correspond à l'écart entre la croissance du PIB potentiel (1,4 % en moyenne sur la période 2012-2016) et celle du PIB effectif (c'est-à-dire la variation de l'écart de production à son potentiel), pondéré par la part des dépenses primaires dans le Pib. Il reflète le fait que les dépenses primaires augmentent au rythme du PIB potentiel indépendamment de la croissance observée.
** La variation du solde structurel primaire (qui permet de calculer l'impulsion budgétaire) est une mesure *ex post* qui intègre, au-delà des seules mesures discrétionnaires, les comportements des assiettes fiscales et le fait que les élasticités peuvent différer de l'unité à court terme.
*** L'effort structurel, considéré comme une mesure *ex ante*, ne comprend que les variations des mesures discrétionnaires et suppose que l'élasticité des recettes fiscale au PIB est unitaire.
Sources : INSEE, PLF 2015, calculs OFCE.

En 2015 et 2016, les impulsions budgétaires seraient de -0,5 point de PIB chaque année en raison des économies de dépense publique. Hors CICE, celles-ci contribueraient à réduire le déficit structurel primaire de 0,7 point de PIB en 2015 et de 0,6 point de PIB en 2016 et si l'on intègre la baisse des charges d'intérêts, le ralentissement de la dépense publique permettrait de réduire le déficit structurel de 0,9 point de PIB en 2015 et de 0,7 point de PIB en 2016. À l'inverse, les taux de PO baisserait de 0,3 point de PIB en 2015 et 0,1 point de PIB en 2016 si l'on comptabilise le CICE dans les PO. Selon nos calculs, une partie des moins-values fiscales enre-

gistrées sur la période 2013-14 serait en revanche récupérée en 2015 (0,1 point de PIB) et en 2016 (0,2 point de PIB) sous l'effet du redémarrage de la croissance et serait affectée à la réduction du déficit public structurel (encadré 6). À l'inverse, les recettes non-fiscales (en points de PIB) baisseraient de 0,4 point de PIB sur la période 2015-2016, retrouvant ainsi leur niveau de 2012.

Tableau 12. Principaux agrégats des finances publiques

En % du PIB

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Solde public	-6,8	-5,1	-4,8	-4,1	-4,0	-3,7	-3,1
Dépenses publiques (DP, en % du PIB)	56,4	55,9	56,8	57,0	57,2	56,7	55,8
Taux de croissance de la DP (en %, en euros constants)	1,4	1,1	1,9	0,8	0,7	0,5	0,4
Taux de croissance de la DP hors CICE (en %, en euros constants)	1,4	1,1	1,9	0,8	-0,2	0,0	0,2
Taux de prélèvements obligatoires (en % du PIB)	41,3	42,6	43,8	44,7	44,7	44,7	44,7
Taux de prélèvements obligatoires (y compris CICE, en % du PIB)	41,3	42,6	43,8	44,7	44,2	43,9	43,8
Dette publique au sens de Maastricht	81,7	85,2	89,6	92,3	95,0	96,7	97,2

Sources : INSEE, PLF 2015, calculs OFCE.

Enfin, la fermeture de l'écart de production en 2016 permettrait de réduire le déficit public conjoncturel de 0,3 point de PIB. Au final, après avoir atteint 4 % du PIB en 2014, le déficit public baisserait de 0,3 point de PIB en 2015 et 0,6 point de PIB en 2016. Il atteindrait donc 3,7 % du PIB en 2015 et 3,1 % du PIB en 2016 et la dette publique, qui était de 95 % du PIB en 2015, serait de 96,7 % du PIB en 2015 et 97,2 % du PIB en 2016 (tableau 12).

Les agrégats budgétaires masquent des évolutions contrastées entre celles qui sont liées aux mesures discrétionnaires et celles qui résultent de l'*évolution spontanée des PO d'une part*, et de la répartition de la charge fiscale entre les ménages et les entreprises d'autre part. Il est nécessaire de rentrer dans le détail des mesures pour évaluer l'impact sur l'activité de la politique budgétaire. Plusieurs effets de sens contraire peuvent jouer. Les mesures fiscales plutôt orientées sur l'offre ont un multiplicateur plus faible à court terme que les mesures impactant directement la demande. Le CICE est assez représentatif de cette situation : il a un multiplicateur faible

la première année (0,5) qui augmente par la suite (0,8). En outre, le CICE est comptabilisé en droit constaté (10,2 milliards en 2014) alors que le versement effectif serait de « seulement » 6,5 milliards d'euros, ce qui ampute d'autant, à court terme, l'impact effectif du CICE sur l'activité. De même, la surtaxe exceptionnelle sur l'impôt sur les sociétés (IS) a un multiplicateur faible (0,3). Alors qu'une hausse de la TVA ou une baisse de l'impôt sur le revenu (IR) ciblée sur les catégories à revenus modestes et moyens aura un multiplicateur plus fort (0,8-0,9). Au final, la stabilité des mesures discrétionnaires de PO en 2014 engendrerait une perte d'activité de 0,3 point de PIB (voir tableau 2 dans la partie « La reprise qui s'annonce », *perspectives pour l'économie mondiale et la zone euro 2015-2016*).

En 2015, la baisse de 0,4 point de PIB des PO, y compris CICE, devrait se traduire par un supplément d'activité de 0,3 point de PIB. Bien qu'ayant un multiplicateur du CICE qui augmente au cours du temps (0,5 la première année et 0,8 la seconde), le décalage entre le montant des versements effectifs du CICE et des droits constatés conduit à un impact relativement faible du CICE sur l'activité en 2015 (0,2 point de PIB). En effet, le versement effectif du CICE en 2015 correspond à 10 milliards d'euros alors qu'il est comptabilisé d'un point de vue des finances publiques à 16,6 milliards d'euros (droits constatés). Le Pacte de responsabilité et de solidarité, qui représente une impulsion budgétaire positive, de 0,4 point de PIB en 2015 (9 milliards) permet d'accroître la croissance de 0,35 point de PIB en 2015 (ce qui correspond à un multiplicateur budgétaire à 0,9). Cela est notamment rendu possible par le ciblage sur les bas salaires (entre 1 et 1,6 SMIC) pour la première tranche d'allégement de cotisations sociales et de la suppression de la première tranche du barème de l'IR (tableau 13).

Au final, le CICE et le Pacte de responsabilité et de solidarité représentent une impulsion budgétaire agrégée de 0,7 point de PIB en 2015 au regard des normes comptables SEC 2010 (0,55 point de PIB au regard des normes comptables SEC 95) et permettraient d'améliorer la croissance de 0,5 point de PIB. En 2015, les mesures qui vont accroître la fiscalité des ménages sont principalement la fiscalité écologique (2 milliards), l'impact de la Loi de finance de la sécurité sociale (LFSS) 2014, avec notamment la réforme du calcul des prélèvements sociaux sur certains produits de placement

(1,3 milliards), la hausse de la fiscalité locale et la modulation du plafond des droits de mutations à titre onéreux (DMTO) (1,3 milliard) ou la hausse des tarifs de la contribution au service public de l'électricité (1,1 milliard).

Tableau 13. Politique budgétaire et fiscale pour 2015 et impact sur le PIB

	2015		
	En pts de PIB	Multipli-cateur	Impact sur le PIB
Total PO (a = a1 + a2) *dont :*	**-0,3**		**0,2**
Mesures discrétionnaires (a1) *dont :*	**-0,4**		**0,3**
CICE*	-0,3 (-0,16*)	1,1*	0,17
Pacte de responsabilité et de solidarité *dont :*	**-0,41**	**0,9**	**0,35**
Baisse cotisations sociales patronales jusqu'à 1,6 SMIC	*-0,21*	*0,9*	*0,19*
Baisse cotisations indépendants	*-0,05*	*0,9*	*0,045*
Baisse C3S	*-0,05*	*0,3*	*0,02*
Baisse IRPP (suppression première tranche)	*-0,1*	*1*	*0,1*
Contribution Climat énergie	0,1	1	-0,1
Hausse cotisations retraites employeurs	0,02	0,8	-0,016
Hausse cotisations retraites salariés	0,02	0,8	-0,016
Péage de Transit poids lourds	0,02	0,5	-0,01
Autres (CSPE, fiscalité locale, IS...)	0,15	0,8	-0,12
Plus-values fiscales (élasticité recettes fiscales au PIB) (a2)	**0,1**	**0,6**	**-0,1**
Dépenses publiques primaires (b)	**-0,7**	**1**	**-0,7**
TOTAL Impulsion budgétaire *ex post* (c = -a + b)	**-0,5**		**-0,6**

* Le CICE est comptabilisé ici comme une baisse de prélèvements obligatoires et non comme une hausse des dépenses publiques. Par rapport au principe du droit constaté qui dans le nouveau SEC 2010 est devenu la norme d'enregistrement des opérations (-0,48 point de PIB de baisse des PO), les restitutions effectives aux entreprises ne représentent que 0,3 point.
Sources : PLF 2015, calculs OFCE.

En 2016, l'impact du CICE sur la variation des comptes publics et de l'activité serait relativement faible. En effet, le CICE serait proche de son régime de croisière en droits constatés, atteignant 18 milliards d'euros en 2016 (11,8 milliards en versements effectifs), soit seulement 1,4 milliard de plus qu'en 2015 (et 1,8 milliard de plus en versement effectif). En revanche, le Pacte de responsabilité continuerait sa montée en charge en 2016 (baisse de PO de 8 milliards), avec notamment la nouvelle tranche d'allégement de cotisations patronales portant sur les salaires compris entre 1,6 et

3,5 SMIC et la suppression de la surtaxe IS (tableau 14). En raison du ciblage des nouvelles mesures du Pacte de responsabilité en 2016, son impact sur la croissance serait de « seulement » 0,14 point de PIB en 2016, ce qui correspond à multiplicateur budgétaire de 0,4 alors que celui-ci était évalué à 0,9 pour les mesures du Pacte en 2015.

Pour évaluer l'impact global de la politique budgétaire sur l'activité, nous avons également intégré les effets attendus des mesures d'économies, hors charges d'intérêts, qui représenteraient, selon nos calculs, un effort structurel budgétaire, hors CICE, de -0,7 point de PIB en 2015 et -0,6 point de PIB en 2016. En raison d'un multiplicateur budgétaire plus élevé en 2014 qu'en 2015 ou 2016 (1,1 en 2014, 1 en 2015 et 0,9 en 2016), en lien avec la fermeture progressive de l'*output gap*, les économies sur la dépense publique primaire réduiraient le PIB de 0,7 point en 2015 et de 0,5 point en 2016.

Au final, les politiques budgétaires et fiscales nationales amputeraient l'activité de 1 point de PIB en 2014, de 0,6 point de PIB en 2015 et de 0,5 point de PIB en 2016.

Tableau 14. Politique budgétaire et fiscale pour 2016 et impact sur le PIB

	2016		
	En pts de PIB	Multipli-cateur	Impact sur le PIB
Total PO (a = a1 + a2) dont	**-0,1**		**0,0**
Mesures discrétionnaires (a1) dont	**-0,3**		**0,1**
CICE*	-0,06 (-0,09*)	1,1	0,09
Pacte de responsabilité et de solidarité dont	**-0,38**	**0,4**	**0,14**
Baisse des cotisations patronales entre 1,6 et 3,5 SMIC	-0,21	0,4	0,08
Baisse C3S	-0,05	0,4	0,02
Baisse surtaxe IS	-0,12	0,3	0,04
Autres	0,18	0,7	-0,13
Plus-values fiscales (a2) (élasticité recettes fiscales au PIB)	**0,2**	**0,6**	**-0,1**
Dépenses publiques primaires (b)	**-0,6**	**0,9**	**-0,5**
TOTAL Impulsion budgétaire *ex post* (c = -a + b)	**-0,5**		**-0,5**

* Le CICE est comptabilisé ici comme une baisse de prélèvements obligatoires et non comme une hausse des dépenses publiques. Par rapport au principe du droit constaté qui dans le nouveau SEC 2010 est devenu la norme d'enregistrement des opérations (-0.48 point de PIB de baisse des PO), les restitutions effectives aux entreprises ne représentent que 0,3 point.
Sources : PLF 2015, calculs OFCE.

Encadré 5. La France et le Pacte de stabilité et de croissance

En juin 2013, dans le cadre de sa procédure de déficit excessif (PDE), la France s'était engagée à ramener son déficit à 3,9 % en 2013 puis à respectivement 3,6 % et 2,8 % en 2014 et 2015. Les recommandations du Conseil incluent une trajectoire d'ajustement structurel, qui était quantifié à 1,3 point en 2013 et de 0,8 point en 2014 et en 2015.

La France n'a pas atteint ces cibles de déficit en 2013 et en 2014 puisque le déficit a été de 4,1 % en 2013 et de 4,0 % selon la première estimation pour l'année 2014. Cela aurait pu conduire à des sanctions mais sur la base d'une analyse approfondie, la Commission a considéré le 27 février 2015 que la France avait effectivement mis en place des mesures conformes à ses engagements. Ainsi, le solde structurel se serait amélioré de 1,9 point en cumulant les années 2013 et 2014[8], chiffre inférieur à l'exigence d'une amélioration de 2,1 points, alors que la France a réalisé un effort discrétionnaire sur recettes conforme à la recommandation de 1 point et a contrôlé la dépense publique en ligne avec ses engagements. L'écart constaté par rapport aux cibles résulte essentiellement de la faiblesse non anticipée de l'inflation.

Dans ce contexte, la Commission a proposé d'octroyer deux années supplémentaires à la France afin d'atteindre la cible de 3 %. Afin d'arriver à cette cible, la nouvelle trajectoire de déficit serait : 4,0 % en 2015 puis 3,4 % en 2016 et 2,8 % en 2017. En termes structurels, la Commission a donc demandé un ajustement de 0,5 point en 2015, de 0,8 point puis 0,9 point en 2016 et 2017. Cet ajustement reste supérieur à celui qui a été voté lors de la loi de programmation des finances publiques pour les années 2014 à 2019, qui table sur un ajustement de 0,3 point en 2015 et en 2016 et de 0,5 point en 2017.

Le Conseil a adopté la recommandation de la Commission dans laquelle elle détaille les mesures que la France devrait prendre avant le 10 juin 2015 : (i) engager des mesures suivies d'effets permettant d'améliorer le solde structurel de 4 milliards d'euros en 2015 et de (ii) publier une nouvelle trajectoire de finances publiques en accord avec la recommandation révisée. En outre, la Commission demande que la France publie un rapport avec un suivi de l'exécution budgétaire dans un rythme infra-annuel jusqu'à la fin de la PDE (le premier rapport serait attendu le 10 décembre 2015).

Au regard des exigences de la gouvernance budgétaire européenne, la situation française est délicate. Toutefois la France dispose d'un atout : si les cibles nominales sont atteintes, la Commission ne peut pas intensi-

8. *Stricto sensu*, ce n'est pas le solde structurel qui s'est amélioré de cette ampleur mais le solde structurel corrigé qui est comparable aux chiffres de la recommandation de juin 2013. En particulier, le solde structurel doit être corrigé des révisions du PIB potentiel réalisées entre temps et des effets du changement de base de la comptabilité nationale qui modifie sensiblement quelques règles d'enregistrement des déficits.

fier le niveau de pression de la procédure (qui *in fine* peut se traduire par des pénalités financières) en raison de l'absence d'effort structurel. Les perspectives de reprise économique et la bonne surprise concernant le niveau de déficit en 2014 – qui se situerait déjà au niveau demandé par la Commission pour 2015 – devraient permettre d'atteindre les cibles nominales, même avec un ajustement structurel moins important que celui demandé par la Commission. Cette stratégie qui n'est pas exempte de risques, car certains soutiens à la reprise ne sont pas contrôlés par le gouvernement, pourrait permettre d'éviter un scénario de croissance morose y compris pour les services de la Commission (tableau 15). En effet, ceux-ci considèrent que si la France réalise l'ajustement structurel recommandé, l'*output gap* devrait se creuser jusqu'à la fin de la PDE, rendant improbable la baisse du chômage à l'horizon 2017.

Tableau 15. Variables-clés de la Recommandation de la Commission du 27 février 2015

	2014	2015	2016	2017
Déficit nominal (en % du PIB)	-4,3	-4,0	-3,4	-2,8
Variation du solde structurel (en % du PIB potentiel)	0,4	0,5	0,8	0,9
Croissance du PIB en volume (en %)	0,4	0,8	0,7	0,8
***Output gap* (en points du PIB potentiel)**	-2,3	-2,5	-2,9	-3,4

Si les incertitudes semblent moins importantes sur la probabilité de sanctions envers la France du fait de sa politique budgétaire, les finances publiques françaises resteront sous contrôle stricte jusqu'à la fin de la procédure. Le 27 février, la Commission a signalé qu'elle analysera le niveau d'ambition du Programme National de Réforme (PNR) couplé au Programme de Stabilité, pour évaluer si elle ne doit pas placer la France dans le volet correctif de la procédure de déséquilibres macroéconomiques (MIP), introduisant une nouvelle source de tensions mais plutôt du côté de l'exigence de mettre en place des réformes structurelles.

Encadré 6. Cycles conjoncturels et élasticités des recettes fiscales au PIB

Selon les premiers résultats du compte des administrations publiques, le taux de prélèvements obligatoires (PO) s'est stabilisé en 2014 à un niveau de 44,7 % du PIB. Cette stabilisation masque le fait que des mesures nouvelles sur les PO ont été votées à hauteur de 9,3 milliards d'euros[9], qui auraient dû contribuer à la hausse du taux. Dans ce contexte, la stabilisation observée s'expliquerait par des moins-values fiscales amputant les recettes. Hors mesures nouvelles, les recettes fiscales et sociales ont été moins dynamiques que le PIB nominal. Si à long terme il est admis que les PO évoluent de pair avec la croissance nominale (l'élasticité[10] serait donc proche à 1), à court terme des divergences peuvent apparaître et surtout au cours des retournements conjoncturels.

Ainsi, en 2013 et en 2014 l'élasticité des PO s'est établie à des niveaux extrêmement faibles (0,2 puis 0,3), ce qui confirme le constat d'importantes moins-values fiscales. Ces valeurs sont à comparer avec l'élasticité moyenne des PO en France, qui s'est établie entre 1999 et 2014 à 1,05.

L'élasticité des PO est fluctuante et ceci d'une façon dépendante du cycle économique (graphique 22). Ainsi, au cours des années où l'écart de production s'est resserré[11], l'élasticité s'est établie en moyenne à 1,21 alors que cette moyenne n'est que de 0,88 pendant les années où l'écart se creuse[12]. Ces évolutions jouent un rôle non négligeable dans l'évolution du solde budgétaire et elles sont désormais prises en compte dans la gouvernance budgétaire européenne (pour plus de détails voir European Commission (2013).

Plusieurs facteurs théoriques peuvent expliquer l'influence du cycle économique sur l'élasticité :

— **Un effet de composition de la croissance** : l'évolution de la base fiscale des impôts n'est pas forcement synchrone avec celle du PIB. Par exemple, si la reprise se fait par les exportations, peu génératrices de recettes fiscales, les recettes se redresseront avec un retard.

9. Pour les détails, voir le tableau 15 dans Heyer É., B. Ducoudré, H. Péléraux et M. Plane (2014). À noter que les auteurs ajoutent l'impact du CICE, quantifié à 6,5 milliards, mais en base 2010 – donc celle où les premiers résultats sont publiés. Ils traitent le CICE comme une dépense fiscale.
10. Le calcul de l'élasticité des PO au PIB résulte du ratio entre l'évolution spontanée des PO, qui exclut les nouvelles mesures discrétionnaires, et la croissance du PIB nominal.
11. Ce qui équivaut à dire que le taux de croissance en volume du PIB effectif a été supérieur à celui de la croissance potentielle.
12. Ce différentiel reste valable y compris en analysant des mesures moins sensibles à l'occurrence des valeurs extrêmes : la médiane de l'élasticité est de 1,16 les années où *l'output gap* se ferme et de 0,92 les années où il se creuse.

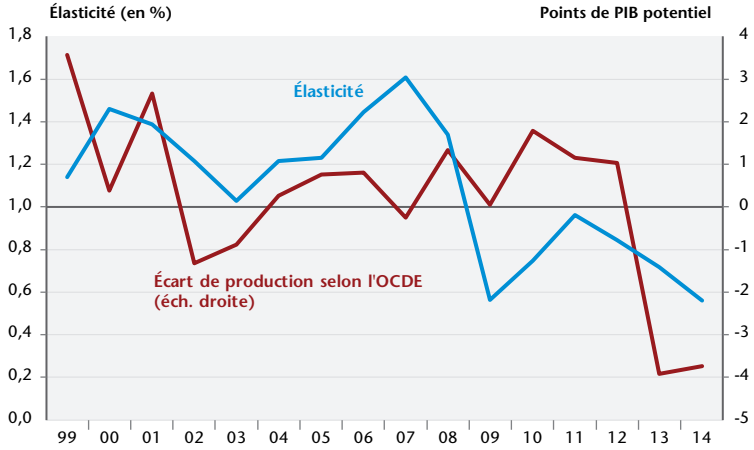
— **Le cycle du prix des actifs** : certains impôts sont assis sur le prix des actifs, notamment immobiliers, alors qu'ils peuvent évoluer de façon indépendante du cycle économique.

— **Des effets dynamiques** : les recettes peuvent suivre avec un délai les évolutions de la base fiscale en raison même de la législation fiscale. Par exemple, l'impôt sur le revenu collecté au cours d'une année résulte des déclarations des revenus de l'année précédente.

— **Évasion fiscale endogène** : les contribuables sont plus incités à sous-déclarer l'impôt en période de basse conjoncture quand les contraintes financières sont plus prégnantes.

Ces effets négatifs du cycle sur les recettes publiques pourraient se renverser si la reprise attendue se matérialise. Au-delà des ajustements budgétaires annoncés, l'évolution du déficit nominal pourrait donc bénéficier d'une forte amélioration des élasticités, qui retrouveraient alors des valeurs supérieures à l'unité.

Graphique 22. Élasticité des PO à la croissance du PIB nominal



Source : Insee, Annexes aux Projets de Loi de Finances (RESF ou Rapport sur les PO et leur évolution selon l'année), OCDE.

Références

Heyer É., B. Ducoudré, H. Péléraux et M. Plane, 2014, « France : croissance hors taxes Perspectives 2014-2015 pour l'économie française », *Revue de l'OFCE*, 136, octobre.

European Commission, 2013, « Report on Public Finances in EMU 2013 », *European Economy* 4/2013.

I. Résumé des prévisions pour l'économie française

Moyenne annuelle, en %

	2014	2015	2016
En % de variation aux prix chaînés :			
PIB	0,4	1,4	2,1
Importations	3,9	4,8	4,7
Dépenses de consommation des ménages	0,6	2,0	1,9
FBCF totale, dont :	-1,6	-1,1	2,2
Sociétés non-financières	0,7	0,9	4,0
Ménages	-5,9	-3,9	2,5
Administrations publiques	-3,3	-4,2	-3,8
Exportations	2,9	5,6	5,6
Contribution des stocks à la croissance, *en %*	0,3	0,0	0,2
Demande intérieure hors stocks	0,4	1,3	1,7
Compte des ménages, *en termes réels %*			
Salaires bruts	1,2	1,4	1,7
Salaires nets	1,0	1,3	1,8
Prestations sociales	1,9	1,8	0,8
Prélèvements sociaux et fiscaux	1,6	0,9	0,2
Revenu disponible	1,1	1,7	1,8
Taux d'épargne, *en % du RDB*	15,5	15,3	15,1
Déflateur de la consommation			
En glissement %	0,3	0,7	0,8
En moyenne %	0,5	0,2	0,9
Compte des sociétés non-financières, *en %*			
Taux de marge	29,7	30,9	31,1
Taux d'épargne	17,2	17,7	17,3
Taux d'investissement *(en volume)*	20,6	20,4	20,7
Taux d'autofinancement *(hors stock)*	76,2	79,8	76,3
Compte du reste du monde et des administrations			
Taux de prélèvements obligatoires, *en % du PIB*	44,7	44,7	44,7
Solde public au sens de Maastricht, *% du PIB*	-4,0	-3,7	-3,1
Emploi salarié, en moyenne annuelle, *en %*	0,2	0,4	0,8
Emploi total, en moyenne annuelle, *en %*	0,3	0,5	0,9
Chômage BIT, *en millions*	2,813	2,858	2,772
Taux de chômage BIT moyen, *en %*	9,8	9,9	9,6
Taux de change $/€	1,33	1,01	0,95
Taux d'intérêt à court terme[1]	0,2	0,1	0,1
Taux d'intérêt à long terme[2]	1,7	0,6	0,6

1. Taux PIBOR puis EURIBOR à trois mois.
2. Taux des OAT à 10 ans.
Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévision OFCE *e-mod,fr* 2015-2016, avril 2015.

II. France. Ressources et emplois en biens et services, aux prix chaînés

	Niveau en 2010 (prix chaînés)	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %		
		2014				2015				2016				2014	2015	2016
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	1997	-0,1	-0,1	0,3	0,1	0,4	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	1,4	2,1
Importations	556	0,8	0,7	1,7	1,7	1,0	1,0	0,9	1,1	1,2	1,3	1,3	1,3	3,9	4,8	4,7
Dépenses de consommation des ménages	1083	-0,3	0,4	0,3	0,2	0,8	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,6	2,0	1,9
Dépenses de conso, des administrations	385	0,3	0,5	0,6	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	1,9	1,4	0,8
FBCF totale, dont :	440	-0,7	-0,8	-0,6	-0,5	-0,4	-0,1	0,2	0,5	0,6	0,7	0,8	0,8	-1,6	-1,1	2,2
Sociétés non-financières	233	-0,3	-0,2	0,0	-0,2	0,1	0,5	0,7	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	0,7	0,9	4,0
Sociétés financières	13	0,2	-0,4	-0,4	-0,5	-0,6	0,8	0,4	0,5	0,6	0,7	0,6	0,7	-0,8	-0,4	2,4
Ménages	107	-1,7	-1,6	-1,6	-1,5	-1,1	-0,6	-0,3	0,5	0,7	1,1	1,2	1,2	-5,9	-3,9	2,5
Administrations publiques	83	-0,8	-1,7	-1,7	-0,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-3,3	-4,2	-3,8
ISBLSM	4	0,0	0,0	0,1	0,3	-0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,2	0,4	1,6
Exportations	519	0,6	0,2	1,0	2,5	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	2,9	5,6	5,6
Contribution																
Demande intérieure hors stocks		-0,2	0,1	0,2	0,1	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	1,3	1,7
Variations de stocks		0,3	-0,1	0,4	-0,2	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,2
Solde extérieur		-0,1	-0,2	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,1	0,2

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévision OFCE *e-mod.fr* 2015-2016, avril 2015.

III. Déflateur de la consommation et taux de salaire horaire

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %		
	2014				2015				2016				2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Déflateur de la consommation	0,4	0,0	-0,1	0,0	-0,2	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,5	0,2	0,9
Salaire horaire moyen brut	0,5	0,4	0,3	0,2	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	1,6	1,5	1,9

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2015-2016, avril 2015.

IV. Emploi et productivité par habitant

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %		
	2014				2015				2016				2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Branches principalement marchandes															
Effectifs	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	-0,1	0,3	1,2
Productivité par habitant	-0,1	-0,2	0,4	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,4	1,5

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévision OFCE *e-mod.fr* 2015-2016, avril 2015.

V. Éléments du compte des ménages

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %		
	2014				2015				2016				2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Masse salariale brute (1)	0,1	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	1,2	1,4	1,7
Masse salariale nette (1)	0,0	0,4	0,3	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	1,0	1,3	1,8
Prestations sociales (1)	0,2	0,4	1,1	0.3	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	1,9	1,8	0,8
Revenu disponible réel (1)	0,7	0,5	0,6	-0,2	0,7	0,6	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	1,1	1,7	1,8
Taux d'épargne en % du RDB	15,4	15,4	15.7	15,4	15,4	15,4	15,3	15,2	15,2	15,1	15,1	15,1	15,5	15,3	15,1
Taux d'épargne en logement	7,9	7,7	7,6	7,5	7,4	7,3	7,2	7,2	7,2	7,3	7,3	7,4	7,7	7,3	7,3
Taux d'épargne financière	6,3	6,6	6,9	6,7	6,7	6,9	6,9	6,7	6,7	6,7	6,6	6,5	6,6	6,8	6,6

(1) Aux prix chaînés de l'année précédente.
Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2015-2016, avril 2015.

VI. Commerce extérieur et parts de marché

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %		
	2014				2015				2016				2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Importations en volume	0,8	0,7	1,7	1,7	1,0	1,0	0,9	1,1	1,2	1,3	1,3	1,3	3,9	4,8	4,7
Prix des importations	-0,8	-0,3	-0,4	-1,3	-0,7	0,9	0,9	0,3	0,2	0,0	0,2	0,0	-2,2	-0,8	1,3
Demande interne	-0,1	0,1	0,3	0,6	0,7	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	1,0	2,3	3,0
Exportations en volume	0,6	0,2	1,0	2,5	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	2,9	5,6	5,6
Prix des exportations	-0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	0,1	-0,5
Demande mondiale	0,6	0,5	1,8	0,3	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	3,5	4,1	4,7

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2015-2016, avril 2015.

VII. Taux d'intérêt et taux de change

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %		
	2014				2015				2016				2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Taux d'intérêt :															
À court terme (1)	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1
À long terme (2)	2,2	1,9	1,4	1,1	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	1,7	0,6	0,6
1 euro = ... Dollar	1,4	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,3	1,0	1,0

(1) Taux PIBOR puis EURIBOR à 3 mois.
(2) Taux des OAT à 10 ans.
Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2015-2016, avril 2015.