



**HAL**  
open science

## France : retour sur désinvestissement

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 : retour sur désinvestissement : Perspectives 2015-2017 pour l'économie française. Revue de l'OFCE, 2015, 144, pp.1 - 84. 10.3917/reof.144.0087 . hal-01296681

**HAL Id: hal-01296681**

**<https://sciencespo.hal.science/hal-01296681>**

Submitted on 1 Apr 2016

**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 : RETOUR SUR DÉSINVESTISSEMENT

## PERSPECTIVES 2015-2017 POUR L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

Mathieu Plane, Bruno Ducoudré, Pierre Madec, Hervé Péléraux,  
Raul Sampognaro  
Département analyse et prévision<sup>1</sup>

---

Après une croissance décevante en 2014 (+0,2 %), l'économie française s'engage dans une reprise lente, sa capacité de rebond à court terme étant entravée par un tissu productif dégradé par plusieurs années de désinvestissement. L'inertie des anticipations, les surcapacités existantes, la crise immobilière, le ralentissement chinois et la consolidation budgétaire, bien que moins aiguë que par le passé, limitent la reprise en 2015. Sur l'ensemble de l'année, la France enregistrerait une hausse du PIB de 1,1 %, le taux de chômage se stabiliserait à 10 % et le déficit public continuerait sa lente décrue, atteignant 3,7 % du PIB.

Avec une croissance de 1,8 %, 2016 serait l'année de la reprise, marquée par une hausse du taux d'investissement des entreprises, stimulé par l'amélioration du taux de marge, le très bas niveau du coût du capital et le redressement des perspectives d'activité. Après quatre années de contraction, l'investissement en logement repartirait, sous l'effet de l'amélioration des perspectives de mises en chantier. Sous l'effet de la dépréciation de l'euro et des politiques de compétitivité adoptées par le gouvernement, le commerce extérieur contribuerait positivement à la croissance (0,2 point de PIB en 2016, comme en 2015). Le rythme de croissance trimestriel du PIB, compris entre 0,5 et 0,6 %, déclencherait la fermeture progressive de l'écart de production et la lente baisse du taux de chômage qui finirait l'année à 9,8 %. Le déficit public se réduirait de 0,5 point de PIB, sous l'effet des économies réalisées et de la remontée des recettes fiscales générées par la reprise de l'activité.

Sous l'hypothèse d'un environnement macroéconomique durablement favorable, la fermeture de l'écart de production se poursuivrait en 2017 et le taux de chômage atteindrait 9,4 % à la fin de l'année. Avec une hausse du PIB de 2 % en 2017, le déficit public descendrait à 2,7 % du PIB, repassant sous la barre des 3 % pour la première fois depuis 10 ans.

---

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 septembre 2015 et intègre les comptes nationaux trimestriels du deuxième trimestre 2015. 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. Le scénario France : généralités

Après un mouvement de reprise hésitant au premier semestre 2015 (avec des taux de croissance respectivement de 0,7 % et 0 % au premier et au deuxième trimestre), l'économie française enregistrerait une faible croissance au second semestre, affichant au final une hausse du PIB de 1,1 % en moyenne sur l'ensemble de l'année (tableau 1). Avec un taux de croissance du PIB de +0,3 % au troisième trimestre et de +0,4 % au quatrième trimestre 2015, rythmes équivalents à ceux de la croissance potentielle, le taux de chômage se stabiliserait à 10 % jusqu'à la fin de l'année. La consommation des ménages (+1,7 % en 2015), favorisée par le redressement du pouvoir d'achat lié en particulier à la baisse du prix du pétrole, soutiendrait la croissance en 2015 mais l'investissement des ménages (-3,6 %) et celui des administrations publiques (-2,6 %) continueraient de freiner l'activité. Dans un contexte de croissance molle et de consolidation budgétaire modérée, le déficit public continuerait sa lente décrue, pour atteindre 3,7 % du PIB en 2015.

Avec une croissance du PIB de 1,8 %, l'année 2016 serait celle de la reprise, marquée par la hausse du taux d'investissement des entreprises. En effet, tous les facteurs d'une reprise de l'investissement privé sont réunis : d'abord le redressement spectaculaire du taux de marge depuis la mi-2014 grâce à la baisse des coûts d'approvisionnement en énergie et à la montée en charge du CICE et du Pacte de responsabilité ; ensuite le niveau historiquement bas du coût du capital, favorisé par la politique monétaire non-conventionnelle de la BCE ; enfin l'amélioration des perspectives d'activité. Ces facteurs permettraient une accélération de l'investissement des entreprises en 2016, qui augmenterait de 4 % en moyenne sur l'ensemble de l'année. La consommation des ménages resterait soutenue en 2016 (+1,7 %), tirée par les créations d'emplois dans le secteur marchand et par une légère baisse du taux d'épargne. Alimenté par la remontée des mises en chantier et des permis de construire, l'investissement en logement repartirait (+3 %), après quatre années successives de contraction. Sous l'effet de la dépréciation passée de l'euro et des politiques de compétitivité poursuivies par le gouvernement, le commerce extérieur contribuerait positivement à la croissance (+0,2 point de PIB en 2016, soit une contribution identique à celle de 2015).

Tableau 1. Résumé de la prévision France

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2015				2016				2014	2015	2016	2017
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>PIB</b>	<b>0,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>
<b>PIB/par habitant</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>
Consommation des ménages	0,9	0,0	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	1,6	1,7	2,0
Consommation publique	0,4	0,4	0,1	0,1	0,3	0,3	0,2	0,2	1,5	1,5	0,9	1,0
FBCF totale dont :	0,0	-0,2	0,3	0,4	0,7	1,0	1,0	0,8	-1,2	-0,4	2,5	3,1
sociétés non financières	0,6	0,3	0,4	0,8	1,0	1,4	1,4	1,1	2,0	1,5	4,0	3,9
ménages	-1,2	-1,5	0,3	0,3	1,1	1,2	1,5	1,1	-5,3	-3,6	3,0	4,3
administrations publiques	0,2	-0,1	-0,5	-0,5	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-6,9	-2,6	-2,6	-1,2
Exportations de biens et services	1,5	2,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,0	2,4	6,6	4,4	4,2
Importations de biens et services	2,1	0,5	0,9	0,9	0,8	1,0	1,0	1,0	3,9	5,5	3,5	3,7
Contributions :												
demande intérieure hors stocks	0,6	0,1	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,1	1,7	2,0
variations de stocks	0,3	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	-0,1	-0,1
commerce extérieur	-0,2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,2	0,2	0,1
Prix à la consommation (IPCH), t/t-4	-0,4	0,1	0,3	0,4	0,8	0,8	0,9	1,1	-0,2	0,0	0,9	1,0
Taux de chômage (en % de la population active)	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	9,9	9,9	9,8	10,1	10,0	9,9	9,5
Taux de marge des SNF (en % de la VA)	31,2	31,1	31,1	31,1	31,5	31,9	31,9	31,9	29,5	31,1	31,8	32,0
Taux d'épargne des ménages (en % du RDB)	15,2	15,2	15,3	15,1	15,1	15,1	15,1	15,0	15,1	15,2	15,1	14,8
Solde public (en % du PIB)									-3,9	-3,7	-3,2	-2,7

Sources : Insee, prévision OFCE e-mod.fr 2015-2017, octobre 2015.

Une fois les effets du contre-choc pétrolier épuisés, l'inflation reviendrait à un rythme positif mais toujours faible en 2016 (+1 % en moyenne annuelle après deux années de quasi-stagnation), soit un rythme proche de l'inflation sous-jacente. Le rythme de croissance trimestriel du PIB en 2016 serait compris entre 0,5 et 0,6 %, déclenchant la fermeture progressive de l'écart de production et la lente baisse du taux de chômage qui finirait l'année à 9,8 %. Le déficit public se réduirait de 0,5 point de PIB, sous l'effet des économies réalisées sur la dépense publique, au travers notamment de la contraction de l'investissement public (-2,6 %), de la faible croissance de la consommation des administrations publiques (+0,9 %) et sous l'effet de la remontée des recettes fiscales avec la reprise de l'activité.

Sous l'hypothèse d'un environnement macroéconomique durablement favorable, la fermeture de l'écart de production devrait se poursuivre en 2017. Avec une croissance du PIB de 2 %, le déficit public atteindrait 2,7 % du PIB et repasserait sous la barre des 3 % pour la première fois depuis 10 ans. Grâce aux politiques de l'emploi et à la fin de la résorption des sureffectifs effectuée dans les entreprises, le taux de chômage continuerait à baisser pour atteindre 9,4 % de la population active à la fin de l'année 2017.

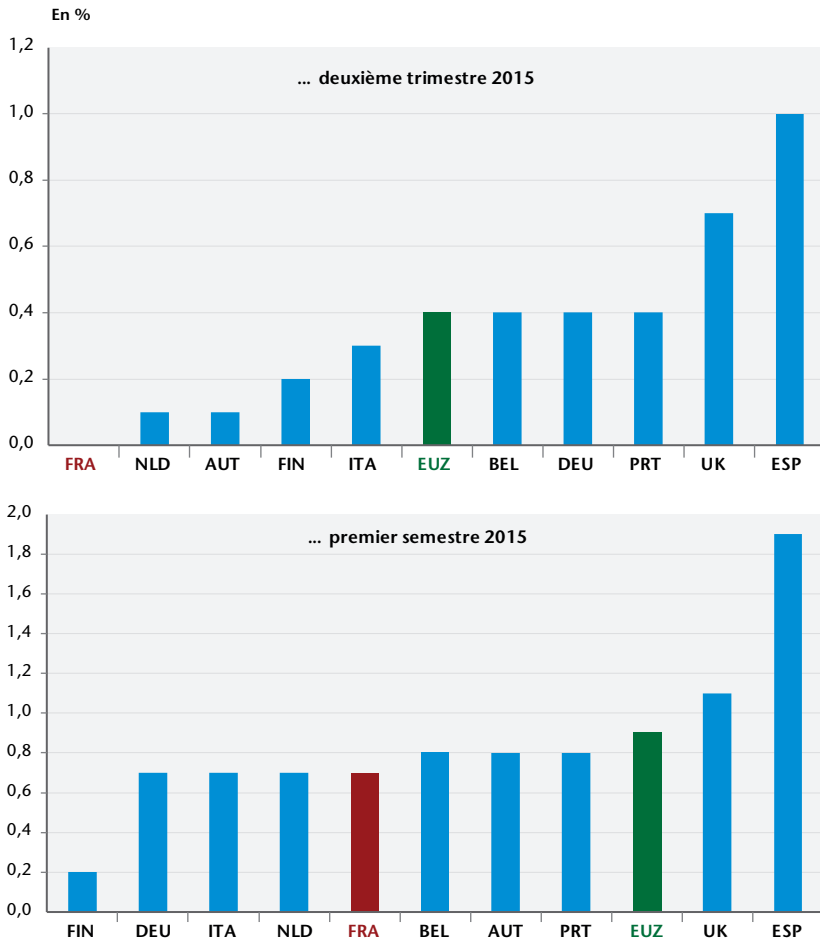
## 2. Des mouvements erratiques

L'annonce par l'INSEE d'une croissance nulle de l'économie française au deuxième trimestre 2015 a fait l'effet d'une douche froide. La France affiche en effet la moins bonne performance du groupe des principaux pays de la zone euro élargis au Royaume-Uni (graphique 1). Cette stagnation de l'activité au deuxième trimestre, dans un contexte de reprise de la zone euro, pourrait envoyer le signal d'une France incapable de sortir de la crise en raison d'un tissu productif dégradé et insuffisamment compétitif.

Mais une analyse sur l'ensemble du premier semestre 2015, lissant les mouvements heurtés de la croissance trimestrielle, livre un autre diagnostic : la France réalise un parcours moins dissonant et tout comme l'Allemagne, les Pays-Bas et l'Italie se place dans le gros du peloton, un peu en retrait de la moyenne de la zone euro tirée à la hausse par la forte croissance de l'Espagne qui fait figure d'exception au sein de la zone euro. Contrairement à une analyse

qui se focaliserait uniquement sur le deuxième trimestre, il ressort de ce constat que l'économie française n'est pas restée à l'écart du mouvement d'accélération de la croissance en Europe dans la première moitié de l'année 2015.

**Graphique 1. La croissance française comparée à celle de ses principaux partenaires européens au ...**

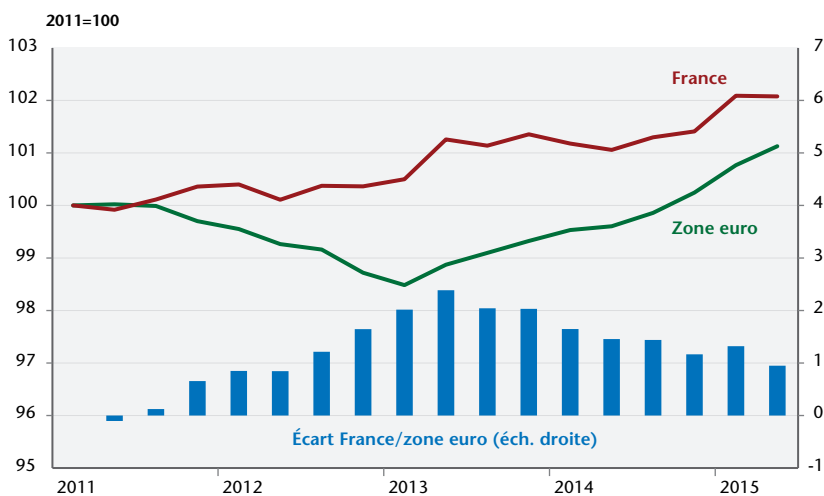


Il n'en demeure pas moins que la performance française en 2014 s'écarte de celle de la zone euro qui a emprunté un sentier de croissance plus soutenu depuis le deuxième trimestre 2013 (graphique 2). Mais symétriquement, la France avait auparavant enregistré des évolutions moins défavorables que la zone euro,

entrée en récession à la fin 2011 pendant six trimestres consécutifs, récession à laquelle l'économie française avait échappé. Au final, sur l'ensemble de la période 2011/2015, la France fait mieux que la zone euro, même si l'écart en sa faveur se réduit depuis le deuxième semestre 2013, du fait en particulier de la forte reprise de l'Espagne.

Les ménages ont été les premiers bénéficiaires de l'amélioration de l'environnement international depuis la mi-2014, notamment de la baisse du prix du pétrole. La croissance du PIB au premier trimestre 2015 s'appuie sur un rebond significatif de la consommation, +0,9 %, dynamisée par les gains de pouvoir d'achat (+1,2 %) procurés par la baisse du prix de l'énergie. Ce rebond de la consommation n'a pas été seulement satisfait par un surcroît d'importations, il a stimulé la production, et donc le PIB, ce qui tend à montrer que l'appareil productif national a répondu au supplément de demande à court terme.

**Graphique 2. Croissances comparées de la France et de la zone euro**



Mais au vu de la rechute de la croissance au trimestre suivant, ce sursaut de l'activité au premier trimestre 2015 n'a été que ponctuel et n'a pas été le signe de l'enclenchement d'une reprise durable. Ce fait n'est d'ailleurs pas unique puisqu'un tel profil a déjà été observé dans un passé proche : la croissance du PIB avait rebondi à 0,7 % au deuxième trimestre 2013 pour retomber le trimestre suivant, jusqu'à la fin de l'année 2014, dans une zone de stagnation de l'activité (tableau 2).

Tableau 2. Taux de croissance trimestriel du PIB français lors des reprises passées

Reprise de 1987	Compte provisoire	Compte actuel	Reprise de 1994	Compte provisoire	Compte actuel	Reprise de 1997	Compte provisoire	Compte actuel	Reprise de 2003	Compte provisoire	Compte actuel	Reprise de 2009	Compte provisoire	Compte actuel	2015	
T1 86		0,3	T1 93	-0,5	-0,7	T1 96	1,2	0,6	T1 02	0,4	0,6	T1 08	0,6	0,5	T1 13	0,1
T2 86		1,1	T2 93	0,0	0,2	T2 96	-0,4	0,2	T2 02	0,5	0,6	T2 08	-0,3	-0,5	T2 13	0,7
T3 86		0,5	T3 93	0,3	0,4	T3 96	0,9	0,5	T3 02	0,2	0,3	T3 08	0,1	-0,3	T3 13	-0,1
T4 86		0,1	T4 93	0,2	0,2	T4 96	0,2	0,1	T4 02	0,2	-0,1	T4 08	-1,2	-1,6	T4 13	0,2
T1 87	0,1	0,3	T1 94	0,5	0,5	T1 97	0,2	0,4	T1 03	0,3	0,0	T1 09	-1,2	-1,6	T1 14	-0,2
T2 87	0,6	1,3	T2 94	1,0	1,2	T2 97	1,0	1,1	T2 03	-0,3	0,0	T2 09	0,3	-0,1	T2 14	-0,1
T3 87	1,0	0,8	T3 94	0,7	0,7	T3 97	0,9	0,8	T3 03	0,4	0,7	T3 09	0,3	0,1	T3 14	0,3
T4 87	0,5	1,5	T4 94	0,6	0,9	T4 97	0,8	1,0	T4 03	0,4	0,9	T4 09	0,6	0,7	T4 14	0,1
T1 88	1,0	1,3	T1 95	0,7	0,4	T1 98	0,6	0,8	T1 04	0,8	0,6	T1 10	0,1	0,4	T1 15	0,7
T2 88	0,4	0,8	T2 95	0,4	0,5	T2 98	0,7	1,1	T2 04	0,8	0,8	T2 10	0,6	0,6	T2 15	0,0
T3 88	1,0	1,2	T3 95	0,2	0,1	T3 98	0,5	0,7	T3 04	0,1	0,4	T3 10	0,4	0,6		
T4 88	0,5	0,9	T4 95	-0,3	0,2	T4 98	0,7	0,8	T4 04	0,8	0,7	T4 10	0,3	0,5		
T1 89	1,1	1,5				T1 99	0,4	0,6	T1 05	0,2	0,1	T1 11	1,0	1,1		
T2 89	0,7	0,9				T2 99	0,6	0,9	T2 05	0,1	0,3	T2 11	0,0	-0,1		
T3 89	0,5	1,0				T3 99	1,0	1,1	T3 05	0,7	0,5					
T4 89	0,8	1,0				T4 99	0,9	1,2	T4 05	0,2	0,8					
T1 90	0,7	1,0				T1 00	0,7	1,2	T1 06	0,5	0,6					
T2 90	0,2	0,4				T2 00	0,7	0,8	T2 06	1,1	1,1					
T3 90	1,2	0,3				T3 00	0,7	0,6	T3 06	0,0	0,0					
T4 90	0,0	-0,1				T4 00	0,9	0,8	T4 06	0,6	0,8					
T1 91	0,2	0,0				T1 01	0,5	0,7	T1 07	0,5	0,7					
						T2 01	0,3	0,02	T2 07	0,3	0,7					
						T3 01	0,5	0,31	T3 07	0,7	0,4					
						T4 01	-0,1	-0,19	T4 07	0,3	0,3					
									T1 08	0,6	0,5					
<b>MAE</b>		0,36	<b>MAE</b>		0,04	<b>MAE</b>		0,16	<b>MAE</b>		0,12	<b>MAE</b>		0,16		

MAE : révision absolue moyenne.

Les phases montantes du cycle économique, repérées en vert, sont définies par le positionnement du taux de croissance du PIB au-dessus du taux de croissance du PIB potentiel.

Sources : INSEE, calculs OFCE.



Ces mouvements erratiques de la croissance selon les trimestres illustrent une plus grande instabilité de la trajectoire de l'économie que par le passé. La forte irrégularité du taux de croissance trimestriel du PIB autour d'une moyenne très basse (+0,1 % en moyenne par trimestre depuis le deuxième trimestre 2011), alternant rebonds et rechutes comme l'illustre la séquence du premier semestre 2015, sous-tend la permanence d'un contexte de forte volatilité de l'activité économique. Elle rend la détection des points de retournement de l'économie plus incertaine. Face à l'effet des chocs, elle plonge aussi les agents économiques dans l'expectative et peut ainsi retarder la diffusion dans l'économie des effets favorables attendus des chocs positifs, comme la dépréciation de l'euro, la baisse du prix du pétrole et le bas niveau des taux d'intérêt.

Ce contexte, marqué par des mouvements erratiques, pourrait rendre plus délicat le diagnostic d'une entrée en phase de reprise de l'économie française, la perception du démarrage des mouvements de fond de l'économie pouvant être altérée d'un côté par la forte irrégularité du taux de croissance du PIB et de l'autre par l'imprécision naturelle de la version provisoire des comptes nationaux, appelés à être révisés.

Cette imprécision joue à deux niveaux. D'abord, sur la mesure de la croissance durant la phase montante du cycle : la révision absolue moyenne, toujours positive, montre que la croissance est sous-estimée par la version provisoire des comptes durant toute la phase de reprise (voir tableau 2). Ensuite, elle joue sur la datation du signal qualitatif d'entrée en phase de reprise, c'est-à-dire de passage durable du taux de croissance du PIB au-dessus du taux de croissance potentiel.

L'expérience passée montre qu'en général ces signaux sont plutôt bien décrits par les comptes trimestriels. Même si l'estimation de la croissance potentielle est incertaine, elle ne joue pas sur la détection des points de retournement : l'enclenchement des phases de reprise porte sans ambiguïté le taux de croissance du PIB à un niveau suffisamment élevé pour que le diagnostic d'une entrée en phase de reprise puisse être solidement établi. Ce fut le cas lors des reprises de 1987, 1994 et 1997, tant à l'examen des comptes provisoires qu'à celui des comptes définitifs.

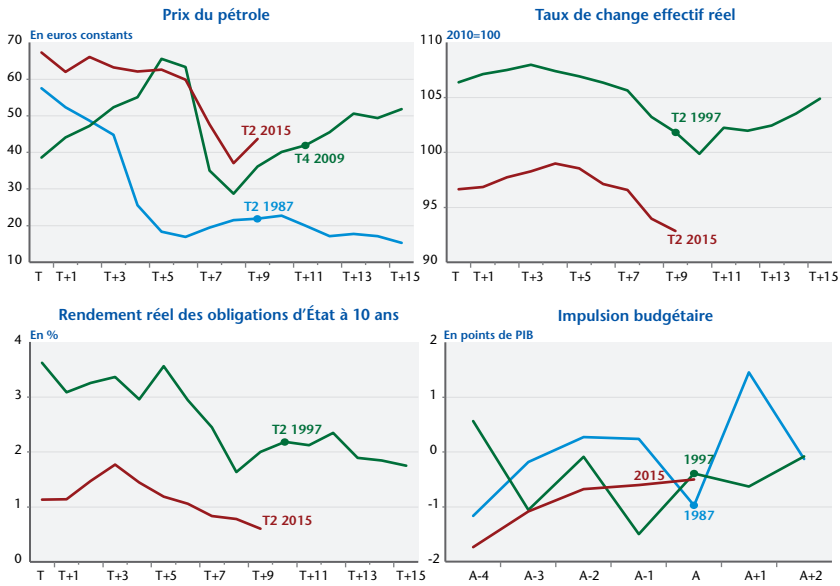
Mais les reprises de 2003 et de fin 2009 ont été moins bien détectées par les comptes provisoires : annoncée initialement à 0,4 % au troisième et au quatrième trimestre 2003, la croissance est évaluée à 0,7 et 0,9 % dans la version actuelle des comptes nationaux, ce qui, une fois intégrée la révision des estimations, modifie le diagnostic sur la trajectoire de l'économie. Semblable constat peut être fait pour la reprise de la fin de l'année 2009, avec un premier signal qualitatif de reprise émanant des comptes provisoires au quatrième trimestre 2009, signal non confirmé au trimestre suivant (hausse du PIB de +0,1 %) et par la suite une sous-estimation chronique de la croissance qui pouvait faire douter du sentier de reprise emprunté par l'économie de la fin 2009 au début de l'année 2011 (en moyenne, sur cette période, la première version des comptes annonçait une croissance de 0,5 % par trimestre alors que les comptes définitifs affichent une croissance moyenne de 0,7 %). Dans la version actuelle des comptes, toute ambiguïté sur l'engagement dans cette trajectoire est levée : la révision en hausse de la croissance au premier trimestre 2010 – de +0,1 % à +0,4 % – assoit définitivement le signal de reprise.

Les doutes que l'on peut avoir sur une éventuelle reprise au premier semestre 2015 ont pour toile de fond la mesure de l'activité par les comptes nationaux. Il n'est donc pas exclu, à l'instar de la reprise de fin 2009/début 2010, que l'amélioration de l'information statistique au fil du temps délivre finalement des signaux qualitatifs sur la trajectoire de l'économie française plus favorables que ceux perçus aujourd'hui.

### 3. Un environnement plus porteur

C'est dans ce contexte que s'inscrit, en 2015, le débat sur l'enclenchement d'une phase de reprise. Jamais en effet, depuis 30 ans, la France et ses partenaires n'ont bénéficié d'une conjonction de facteurs aussi favorables à une reprise d'activité. La dépréciation de l'euro, la baisse du prix du pétrole, le bas niveau des taux d'intérêt et l'atténuation de la consolidation budgétaire sont autant de facteurs qui, ayant joué individuellement lors des reprises précédentes, exercent cette fois leur influence conjointement pour modifier en profondeur l'environnement de l'économie française (graphique 3).

Graphique 3. L'environnement international de la France lors des reprises passées\*



\*: intervalle de 4 années encadrant le point de retournement du PIB, signalé par un point. Par ailleurs, nous avons retenu pour chacun des graphiques uniquement les périodes au cours desquelles le facteur sélectionné a pu avoir un impact significatif sur le retournement conjoncturel.

Sources : Datastream, Insee, OCDE.

Tout d'abord, l'économie française bénéficie d'un contre-choc pétrolier – comme en 1987 et 2009 – avec un recul du prix du pétrole ample et durable. Les premiers fruits en ont déjà été récoltés au premier trimestre 2015 sous la forme d'un fort rebond de la consommation des ménages malgré une légère hausse du taux d'épargne. Cette légère hausse suggère qu'une partie de l'amélioration du pouvoir d'achat liée à la baisse des prix du pétrole n'a pas encore été répercutée dans la consommation. Ce contre-choc pétrolier a aussi, en plus d'avoir garni leurs carnets de commande, bénéficié directement aux entreprises en réduisant le coût de leurs approvisionnements en énergie, ce qui a conduit à une amélioration rapide et significative de leur taux de marge (encadré 1).

### Encadré 1. Où est passée la manne pétrolière ?

La baisse spectaculaire du prix du pétrole depuis la mi-2014, passant d'un baril de *brent* à 112 dollars en juin 2014 (soit 82 euros) à 55 dollars (50 euros) en moyenne depuis le début de l'année 2015, a conduit à redéployer une partie de la manne pétrolière des pays producteurs de pétrole vers les pays consommateurs. Si cette réduction de 50 % des prix du pétrole en dollars (près de 40 % en euros) a eu un effet immédiat sur notre balance courante, qui permet d'alléger notre facture énergétique d'environ 20 milliards d'euros par an, il est instructif de savoir comment cette baisse des prix s'est diffusée aux ménages et aux entreprises.

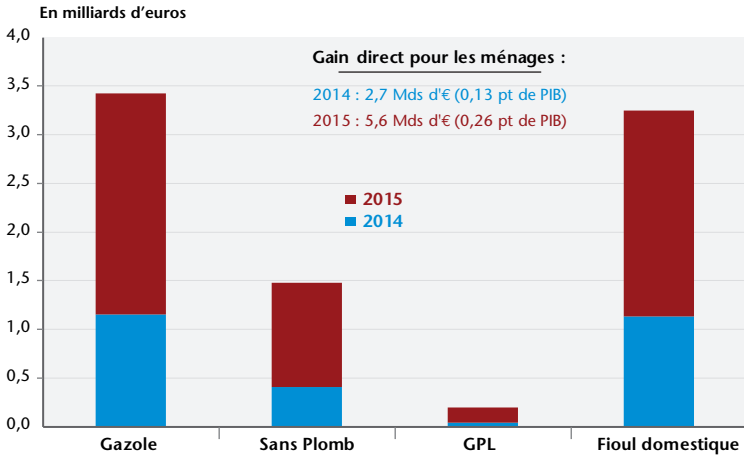
Pour les ménages, il y a deux sources directes d'économies : la première est liée à la baisse des prix à la pompe, dont la partie non taxée diminue avec la baisse du prix du pétrole, aux marges des raffineurs près. La seconde est liée à la baisse des prix hors taxes du fioul domestique. Selon les données fournies par le ministère de l'Écologie, du développement durable et de l'énergie sur les prix à la pompe et le fioul domestique, nous avons évalué que la baisse du prix du pétrole engendrerait un gain direct de pouvoir d'achat pour les ménages de 2,7 milliards en 2014 et 5,6 milliards en 2015 (graphique 4), soit 8,3 milliards sur deux ans, ce qui représente 0,6 % du revenu disponible brut annuel des ménages (0,4 point de PIB).

Pour les entreprises, la baisse du prix du pétrole conduit à diminuer leur coût d'approvisionnement en énergie. Plus l'intensité en pétrole dans la production est élevée, plus cela représente une économie substantielle pour le secteur concerné. Selon nos calculs, à partir du tableau des entrées intermédiaires par branche, nous avons évalué le gain direct pour les entreprises : la baisse du prix du pétrole conduirait à réduire le coût de production des entreprises de 3,2 milliards d'euros en 2014 et 6,2 milliards en 2015 (graphique 5), soit 9,4 milliards en deux ans, ce qui représente 0,45 point de PIB. Les secteurs qui bénéficient le plus de la baisse du prix du pétrole sont logiquement le transport, l'industrie et l'agriculture qui récupèrent deux tiers des gains liés à la baisse du prix du pétrole alors qu'ils ne représentent que 20 % de la valeur ajoutée totale.

Face à cette baisse des coûts, les entreprises ont la possibilité soit de redresser leur marge, ne répercutant pas la baisse du prix du pétrole dans leur prix de vente, ce que laisse suggérer l'évolution récente des taux de marge et le décalage entre les prix de valeur ajoutée et les prix de consommation, soit de réduire leur prix au prorata des économies générées par la baisse du prix du pétrole. Cette deuxième option conduirait à redéployer le gain final vers les ménages, augmentant ainsi leur pouvoir d'achat *via* la baisse des prix à la consommation, mais aussi par un effet de second tour en réduisant le coût de production des entreprises utilisant des consommations intermédiaires de branche dont la production est intense en pétrole, comme le transport.

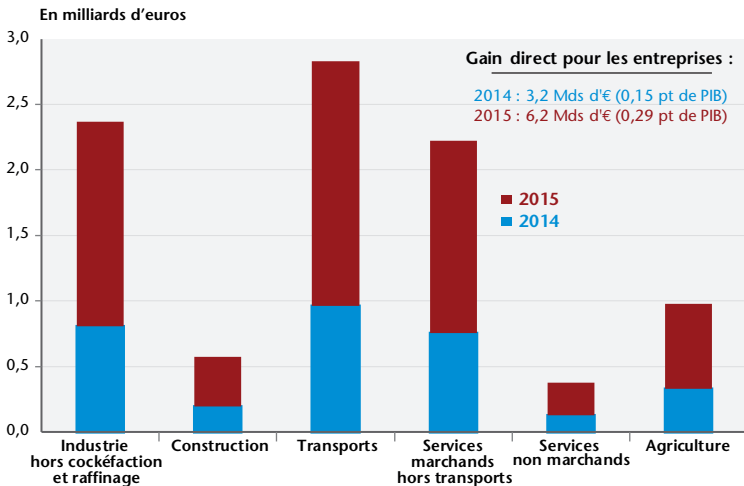
En fonction de l'utilisation de cette manne pétrolière par les entreprises, les effets sur l'économie seront différents. Dans le cas du redressement des marges, les effets d'offre l'emporteront avec un impact faible à court terme mais élevé à moyen-long terme par le biais de l'augmentation de l'investissement. Dans le cas inverse, les effets de demande seront élevés avec un impact élevé à court terme mais faible à long terme en raison de la forte augmentation de la consommation des ménages.

**Graphique 4. Gain direct pour les ménages de la baisse du prix du pétrole**



Sources : Ministère de l'Écologie, du développement durable et de l'énergie, calculs OFCE.

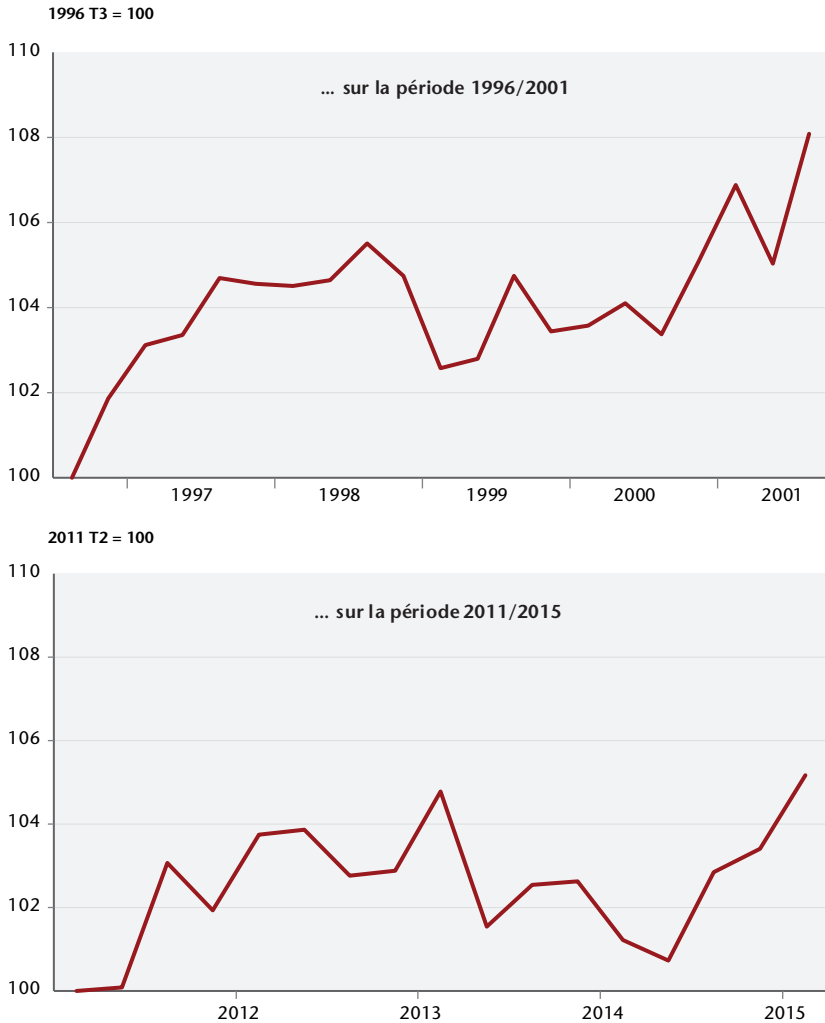
**Graphique 5. Gain direct pour les entreprises de la baisse du prix du pétrole**



Sources : INSEE, calculs OFCE.

À ce premier facteur favorable s'ajoute la dépréciation du taux de change effectif réel, dont l'ampleur est comparable à celle observée avant la reprise de 1997. Il en avait résulté à l'époque des gains significatifs de parts de marché pour la France, à l'origine d'un regain d'exportation qui avait largement contribué à la reprise de l'activité dans la seconde moitié des années 1990 (graphique 6).

**Graphique 6. Parts de marché de la France dans le commerce mondial...**



Source : Données FMI, comptabilités nationales, calculs OFCE.

Les premiers effets de la dépréciation de l'euro, amorcée à l'été 2014, sont d'ores et déjà perceptibles au travers de la remontée récente des parts de marché françaises dans le commerce mondial et d'une accélération notable de la croissance des exportations depuis le troisième trimestre 2014. À l'effet taux de change proprement dit s'ajoute un effet CICE (Crédit d'impôts pour la compétitivité et l'emploi) et un effet Pacte de responsabilité dont la vocation première est de réduire le coût du travail par la fiscalité afin d'améliorer la compétitivité des entreprises, que ce soit directement par le biais d'une meilleure compétitivité-prix ou indirectement par un redressement des marges ayant vocation à générer de l'investissement et une meilleure compétitivité hors-prix.

La France bénéficie aussi, depuis un peu plus d'un an, d'une baisse des taux d'intérêt longs réels permise par l'activisme de la Banque centrale européenne. Les taux ont atteint aujourd'hui un plancher historique et sont même inférieurs de 1 point à ceux enregistrés au moment de la reprise de 2003. Enfin, comme lors de la reprise de 1997, la pression budgétaire sur l'économie s'est relâchée en 2015 après plusieurs années de forte restriction, avec une impulsion certes toujours négative, mais deux à trois fois moindre que celle des années antérieures. L'impulsion en 2015 est quasiment égale à celle imprimée en 1997, année de reprise de l'activité. Elle est aussi deux fois moindre que celle de 1987, autre année de reprise dans un contexte d'impulsion budgétaire négative.

Cumulant en 2015 tous les facteurs favorables observés lors des reprises antérieures, il paraît difficile d'imaginer que la France ne profite pas de ces opportunités pour s'insérer dans un mouvement généralisé d'accélération de la croissance en Europe. Encore faut-il que cette trajectoire soit possible, c'est-à-dire que des marges de croissance existent.

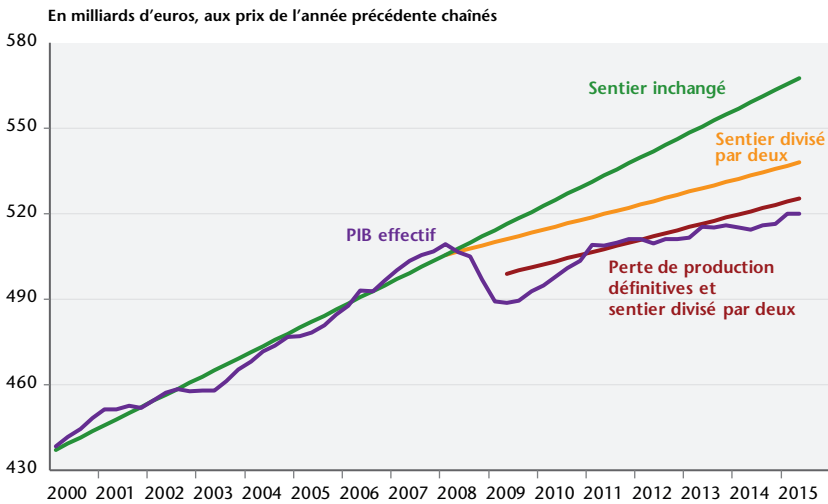
#### **4. Un potentiel durablement affecté par la crise ?**

L'interruption de la croissance depuis plusieurs années a fait naître des interrogations quant à l'impact de la crise sur la production potentielle. En effet, l'hypothèse d'un maintien à la fois du niveau et de la croissance du potentiel d'avant la crise de 2008 n'est plus guère avancée par les observateurs. Elle offrirait une ample marge de rebond, avec un écart de production négatif de plus de

8,4 % (graphique 7). 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 2000-08) à 0,8 %, les marges de rebond de l'économie seraient amputées de plus de moitié, l'écart de production au deuxième trimestre 2015 n'étant plus de 8,4 % mais de 3,4 %. La chute de l'investissement, qui pèse sur la productivité globale des facteurs, et la déqualification des chômeurs de longue durée avec une élévation du taux de chômage structurel peut justifier un tel tassement du potentiel.

**Graphique 7. Différentes hypothèses d'évolution du PIB potentiel**



Sources : INSEE, comptes trimestriels, calculs OFCE.

Mais une autre hypothèse, plus pessimiste, est aussi à prendre en considération, celle de pertes de production irrécupérables et d'une hystérèse généralisée : 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 hypo-



thèse, combinée avec celle du ralentissement de la croissance potentielle, n'offrirait alors quasiment plus de marges de rebond du PIB.

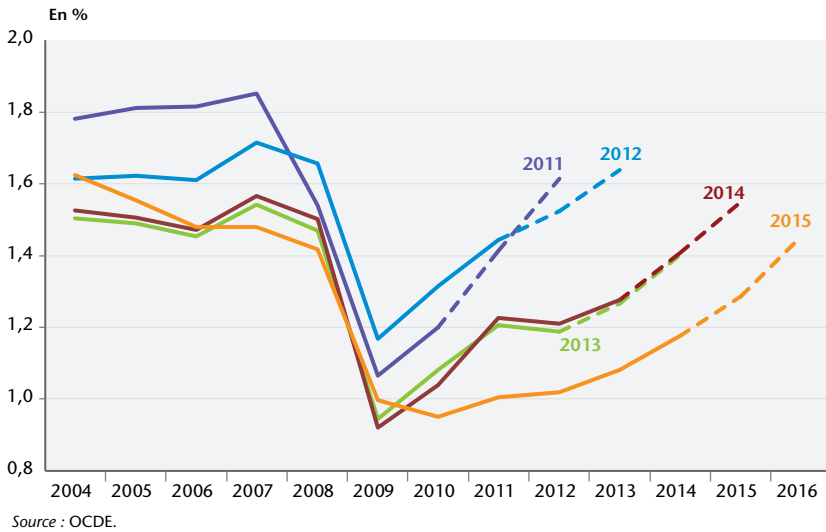
Certains invoquent une telle configuration pour expliquer l'interruption de la reprise au début de 2011 et l'incapacité de l'économie française à renouer avec la croissance.

Une difficulté majeure vient obscurcir l'établissement du diagnostic, celle du caractère non observable du PIB potentiel, avec à la clé des divergences de vues sur l'origine de la faible croissance observée en France depuis plusieurs années. Les uns invoquent la dégradation des conditions de l'offre, avec un tissu productif insuffisamment compétitif pour répondre aux *stimuli* de la demande, les autres mettent l'accent sur une insuffisance de la demande liée à la conduite de politiques d'austérité qui auraient empêché la résorption d'un écart de production demeuré fortement négatif.

Les estimations sont loin de faire l'unanimité entre les économistes et l'analyse de la situation française est conditionnelle à l'estimation du PIB potentiel. Au sein même des institutions, les révisions périodiques du potentiel peuvent être importantes, ce qui modifie le diagnostic porté et les mesures de politique économique à mettre en œuvre pour réguler la trajectoire de l'économie et des déficits publics (Péléraux, 2014).

L'examen des révisions de la croissance potentielle, calculée par l'OCDE par exemple, montre l'incertitude de cette estimation. D'une année à l'autre depuis 2011, le taux de croissance du PIB potentiel a été systématiquement révisé à la baisse (graphique 8). Ces révisions sont étroitement corrélées à la croissance réalisée. Or la faiblesse de la croissance après 2011, plus marquée que ce qu'anticipait l'OCDE à l'époque en raison en particulier d'une sous-estimation des multiplicateurs budgétaires, a retenti négativement sur les estimations de croissance potentielle. Ce qui est pour le moins paradoxal pour l'estimation d'une fonction d'offre qui dépend de paramètres de long terme de l'économie comme la croissance de la population active tendancielle, du stock de capital productif et de la productivité globale des facteurs de production.

**Graphique 8. Estimations et prévisions du taux de croissance du PIB potentiel de la France par l'OCDE au printemps de chaque année**



Que la trajectoire du potentiel liée à ces paramètres d'offre puisse s'infléchir au gré des cycles économiques est justifiable. Mais que l'incorporation dans les estimations d'années de croissance atones, comme c'est le cas depuis 2012, conduite à des révisions de la croissance potentielle de l'ordre de celles constatées pose question sur le caractère cyclique de la notion de potentiel retenue (-0,6 point par exemple pour 2012 entre le printemps 2011 et le printemps 2015). D'autant que ces révisions ont aussi affecté les années antérieures (-0,3 en moyenne de 2004 à 2007) alors même qu'elles n'étaient pas concernées par la modification des conditions de l'accumulation après 2011.

Une autre caractéristique de l'estimation de la croissance potentielle par l'OCDE est son orientation à la hausse depuis 2009. Après le choc de la récession, qui a conduit l'OCDE à inscrire une baisse de l'ordre de 0,5 point de la croissance potentielle en 2009 quel que soit son millésime de calcul, un redressement est à chaque fois envisagé depuis le point bas (de l'ordre de +0,2 à +0,4 point à l'horizon de 2 ans en prévision selon le millésime). Mais au fil des années, ce redressement est inscrit sur des rythmes révisés en baisse.

L'affaissement de la croissance depuis 2008 conduit inévitablement à réviser en baisse la croissance potentielle élaborée à partir

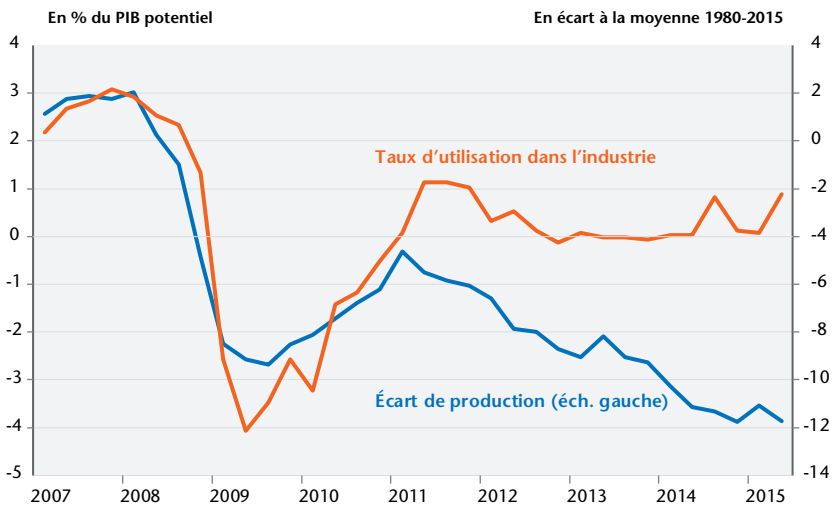
des évolutions passées des facteurs de production, qui dépendent de la conjoncture passée. Les méthodes utilisées par de nombreux instituts, comme l'OCDE, aboutissent à évaluer une croissance potentielle de court terme, en supposant que les facteurs de production sont donnés. Ainsi le PIB potentiel calculé à partir de facteurs de production fixes retrace pleinement la stagnation passée de l'activité et ses conséquences négatives sur les facteurs de production, sans prendre en compte le fait que l'économie est en bas de cycle et qu'un redressement de ces facteurs de production interviendra dans le cadre d'un processus cyclique de sortie de crise. En effet, les facteurs de production ne sont pas fixes et la reprise de la croissance conduira à une hausse de l'investissement net de la dépréciation du capital, ce qui aura pour conséquence de rehausser le stock de capital productif et le niveau de l'emploi marchand par rapport à leur tendance récente. Il en résultera, en phase de reprise, une accélération du potentiel de court terme en raison de l'accumulation de capital liée à la hausse de l'investissement et de la baisse du NAIRU de court terme engendrée par la réduction du taux de chômage.

Cette dynamique de reprise fera ainsi converger progressivement le PIB potentiel de court terme vers un sentier de croissance équilibré de long terme, moins susceptible de fluctuer dans le temps au gré des aléas conjoncturels. Ainsi, si le recul de l'investissement depuis le début de la crise a réduit le rythme de l'accumulation mais aussi la diffusion du progrès technique qui modèle l'évolution de la productivité, cette baisse n'est pas irréversible. En effet l'investissement et le stock de capital sont endogènes et une reprise nette des perspectives de demande devrait entraîner rapidement une reprise de l'investissement, une extension des capacités de modernisation, au travers du mécanisme classique d'accélérateur. 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 pour la France entre 1,2 % et 1,9 % pour la période 2015-2025 (Cabane, Montaut et Pionnier, 2013). En revanche, en se référant à la notion de potentiel de court terme, l'Insee évalue le taux de croissance potentielle de la France entre 0,7 % et 1,3 % pour l'année 2014 (Lequien et Montaut, 2014). À partir des travaux menés à l'OFCE sur les estimations des équations de demande de

facteurs réalisées sur longue période (Ducoudré et Plane, 2015), nous évaluons le taux de croissance potentielle de l'économie française à 1,3 % par an sur la période 2015-2017 et à 1,4 % en moyenne pour la période 2010-14.

Au sein du débat opposant les tenants d'une insuffisance de l'offre à ceux d'une insuffisance de la demande pour expliquer le faible niveau d'activité en France depuis 4 ans, quelques éléments factuels peuvent être utilement rappelés. En particulier, le comportement du taux d'utilisation des capacités de production – qui mesure par enquête auprès de l'industrie la proportion des facteurs de production en place et réellement utilisés – appuierait les thèses des partisans d'un freinage de la croissance par l'offre à brève échéance en raison d'un faible écart de production. Ce dernier, après son pic de rebond au début de 2011 ne s'est que modérément replié durant toute la phase de stagnation ultérieure de l'économie, et sa remontée récente doit peu aux stimulations de la demande interne, en moyenne atone malgré quelques à-coups trimestriels sans suite (graphique 9).

**Graphique 9. Écart de production et taux d'utilisation des capacités de production**



Sources : INSEE, calculs OFCE.

La faible croissance de l'investissement a indubitablement eu des effets négatifs sur le tissu productif français. L'investissement brut des entreprises non financières (SNF) a crû de seulement 3,8 %

en volume entre le début de 2011 et la mi-2015, soit un rythme trimestriel très faible de 0,2 % en moyenne. Mais dans le même temps, la consommation de capital fixe en volume du secteur marchand non financier a crû de 4,9 %, soit un rythme supérieur à celui de l'investissement brut.

Ainsi, bien que faisant face à une demande déprimée (la dépense des ménages en volume n'a pas augmenté en moyenne entre début 2011 et la mi-2015 et elle s'est même contractée de 2 % si l'on tient compte de l'augmentation de la population sur la période), cette diminution de l'investissement net des entreprises a réduit les capacités de production, phénomène à l'origine de la rigidité à la baisse du taux d'utilisation dans l'industrie et de son orientation haussière depuis 2014 sans impulsion positive provenant de la demande. Parallèlement, l'écart de production estimé en référence au potentiel de production de long terme, c'est-à-dire dicté non plus par ses facteurs de court terme mais par les tendances longues de ses déterminants, s'est creusé.

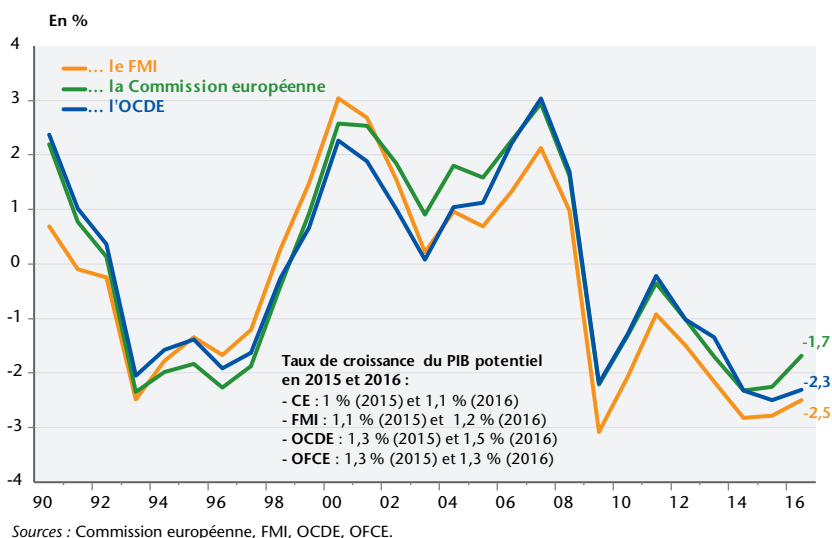
S'il est incontestable que le sous-investissement a pesé sur les capacités de production de l'économie française et réduit le potentiel de croissance de court terme, le redressement de l'investissement, sous les effets conjoints de l'accélération de la demande adressée aux entreprises, du redressement significatif du taux de marge et d'un coût réel du capital bas, permettrait une reconstitution progressive des capacités de production des entreprises et une baisse du chômage, rapprochant l'économie française de son potentiel de long terme. À défaut, un sous-investissement permanent, résultant d'une demande durablement atone, mènerait inévitablement à terme à une réduction du potentiel de long terme de l'économie, ce dernier convergeant fatalement vers le potentiel de court terme. Sans redressement significatif de l'investissement, il ne pourra donc y avoir de fermeture complète de l'écart de production autrement que par un affaissement du potentiel de long terme, ce qui rendrait mécaniquement impossible de ramener le taux de chômage à un niveau comparable à celui d'avant-crise (moins de 7 %) sans ajustement des salaires.

De même les effets d'hystérèse sur le marché du travail peuvent écarter de l'emploi un nombre croissant de chômeurs de longue durée, ce qui élèverait le taux de chômage structurel. Mais là encore le phénomène peut être réversible et une reprise durable de la

demande de travail permettrait progressivement le retour de travailleurs auparavant écartés du marché du travail, une fois épuisées les ressources en main-d'œuvre provenant des personnes en sous-emploi ou ayant connu des périodes de chômage de courte durée.

Malgré les incertitudes sur l'estimation du potentiel<sup>2</sup>, un consensus s'est formé autour de l'existence d'un écart de production négatif (graphique 10). Selon les différents instituts, il serait compris entre -2,5 % (FMI) et -1,7 % (Commission européenne) en 2015 et en 2016, différences peu significatives s'agissant de la prise en compte des contraintes effectives de croissance à l'horizon 2015 et 2016. Le diagnostic qualitatif porté sur la situation cyclique de l'économie française est ainsi commun : celui de l'existence de marges de rebond comparables à celles qui s'étaient formées lors de la récession en 2009.

Graphique 10. Écart de production selon...



2. Pour une analyse critique et une méthode alternative d'évaluation du PIB potentiel, voir Heyer É. et Timbeau X., 2015, « Une évaluation semi-structurelle du potentiel d'activité pour la France », *Revue de l'OFCE*, n° 142, septembre ; et Sterdyniak H., 2015, « Faut-il encore utiliser le concept de croissance potentielle ? », *Revue de l'OFCE*, n° 142, septembre.

## 5. Tir hors cadre en 2014

Des marges de rebond existant, il semble bien que les difficultés de l'économie française se situent probablement plus du côté de la demande, que de l'offre, qui elle-même a pâti d'une demande affaiblie par plusieurs années de chocs négatifs ayant étouffé la croissance et empêché la convergence du PIB vers le PIB potentiel.

Quatre types de chocs (la politique budgétaire, la compétitivité-prix, les conditions financières et le prix du pétrole) rendent compte de l'étouffement, en 2011, de la reprise consécutive à la récession de 2008-2009 (tableau 3). À elle seule la politique de consolidation budgétaire conduite dans la zone euro a amputé la croissance française de 5 points de PIB sur la période 2011-2014,

Tableau 3. Les freins à la croissance en France

En points de croissance					
	2013	2014	2015	2016	2017
<b>PIB</b>	0,7	0,2	1,1	1,8	2,0
<b>Impact sur PIB dû...</b>					
... aux évolutions du pétrole	0,0	0,1	0,5	0,3	0,2
<i>Effet direct sur l'économie nationale</i>	0,1	0,2	0,5	0,2	0,1
<i>Effet via la demande adressée</i>	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
... à la compétitivité-prix	0,2	-0,1	0,3	0,3	0,2
<i>Effet intra zone euro</i>	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1
<i>Effet hors zone euro</i>	0,1	0,0	0,2	0,3	0,1
... aux conditions financières	-0,3	0,2	0,1	0,0	-0,1
<i>Effet direct sur l'économie nationale</i>	-0,2	0,2	0,1	0,0	-0,1
<i>Effet via la demande adressée</i>	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
... aux politiques budgétaires	-1,5	-1,0	-0,6	-0,5	-0,5
<i>Effet direct sur l'économie nationale</i>	-1,0	-0,8	-0,5	-0,4	-0,4
<i>Effet via la demande adressée</i>	-0,5	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
... au ralentissement Chinois	0,0	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2
<i>Effet direct sur l'économie nationale</i>	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1
<i>Effet via la demande adressée</i>	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Acquis (p.r. à l'acquis potentiel)	-0,4	-0,3	-0,3	0,0	0,4
Chocs internes		-0,3	-0,2	0,1	0,2
<b>Total des chocs</b>	-1,9	-1,4	-0,5	0,0	0,2
<b>Rythme de croissance spontanée hors chocs</b>	2,7	1,6	1,7	1,8	1,9
<b>Croissance potentielle</b>	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
<i>Output gap</i>	-2,4	-3,7	-3,8	-3,3	-2,5
<b>Rattrapage</b>	1,4	0,3	0,4	0,5	0,6

Sources : Insee, comptes trimestriels ; estimations et prévisions OFCE *e-mod.fr* 2015-2017, octobre 2015.

deux tiers de l'impact étant lié directement à la politique budgétaire nationale et un tiers lié indirectement aux effets sur notre économie issus des politiques budgétaires de nos partenaires commerciaux.

Les gouvernements français successifs ont, sous la contrainte des règles du Pacte de stabilité et de croissance, partagé l'obsession commune à l'ensemble des pays européens de réduire les déficits à marche forcée. La rigueur a ainsi formaté la politique économique sur la période 2011-14 et comme ses consœurs européennes, la France s'est engagée en 2011 dans une phase de consolidation budgétaire qui a imprimé des pertes de croissance comprises entre 0,6 et 1 % par an, soit un freinage de la croissance de 3,5 points de PIB sur la période 2011-14 uniquement lié à la politique nationale (tableau 4). Et les politiques de consolidation budgétaire de nos principaux partenaires commerciaux, en réduisant leur activité, ont diminué la demande adressée à la France, réduisant négativement notre PIB de 1,5 point sur la période par le canal du commerce extérieur.

**Tableau 4. Effets de la consolidation budgétaire nationale sur la croissance du PIB**

En points de PIB

	2010	2011	2012	2013	2014
France	-0,3	-0,8	-0,6	-1,0	-0,8
Allemagne	0,7	-1,1	-1,1	-0,2	0,1
Italie	-0,7	-0,4	-2,7	-0,5	0,1
Espagne	-1,1	-1,3	-3,3	-2,0	-1,2
Royaume-Uni	-2,4	-2,2	0,2	-1,2	-0,4
États-Unis	-0,8	-1,2	-1,2	-2,1	-1,1

Sources : Comptabilités nationales, estimations OFCE.

Ces politiques ont exercé des effets d'autant plus récessifs qu'elles ont été appliquées alors que l'économie portait encore les stigmates de la récession, notamment un chômage élevé, des taux de marge dégradés et un niveau de faillites important, et que l'écart de production, toujours fortement négatif, témoignait de la persistance d'une situation de bas de cycle dans laquelle les multiplicateurs budgétaires et fiscaux sont élevés (Creel, Heyer et Plane, 2011). L'impact négatif dominant du frein budgétaire a été renforcé par la dégradation des conditions financières qui a imprimé des pertes de croissance jusqu'en 2013 : l'assouplissement



de la politique monétaire par la baisse des taux d'intérêt directeurs de la BCE a été contrebalancé par le durcissement des conditions d'octroi de crédit et par le phénomène de « trappe à liquidité » empêchant une transmission efficace de la politique monétaire des banques vers les entreprises et les ménages.

Le seul choc ayant eu un impact positif sur la croissance en 2013 est la compétitivité-prix, avec une contribution de 0,2 point à la croissance du PIB en 2013. Face à la pression concurrentielle imposée par les pays de la zone euro en situation de déflation salariale, notamment l'Espagne, ou l'Allemagne dont la stratégie repose depuis longtemps sur la conquête de marchés extérieurs, les producteurs français n'ont eu d'autre choix, pour maintenir leur compétitivité-prix, que de modérer leurs prix à l'exportation, moyennant toutefois une dégradation de leurs marges. L'année 2011 a interrompu la baisse décennale des parts de parts de marché, et les années 2012 et 2013 ont vu les parts de marché de la France à nouveau progresser, avec le soutien également de la dépréciation de l'euro entre le printemps 2011 et l'été 2012, dont les effets se sont surtout fait sentir en 2013.

L'identification des chocs ayant interrompu la reprise à partir de 2011 et la mesure de leur impact sur la croissance permettent de reconstituer la trajectoire que l'économie française aurait pu suivre si ces chocs n'étaient pas survenus. La croissance spontanée, c'est-à-dire hors-chocs, qui est celle qui correspond au taux de croissance du PIB potentiel auquel s'ajoute la fermeture de l'écart de production, aurait dû s'établir à 2,6 % en moyenne sur la période 2010-2012 et à 2,7 % pour la seule année 2013, un rythme supérieur à la croissance potentielle de long terme (1,4 % en moyenne sur la période 2010-12 et 1,3 % pour l'année 2013). Un tel rythme, s'il s'était réalisé, aurait conduit à une convergence durable du PIB vers son potentiel de long terme permettant la réduction des déséquilibres sur le marché du travail, la normalisation de l'utilisation de l'appareil productif et facilitant le redressement des comptes publics. Cette croissance de sortie de crise de 2,6-2,7 % correspond à la croissance potentielle de long terme (1,3-1,4 %) majorée d'une vitesse de convergence spontanée de l'économie vers sa trajectoire de long terme, qui elle-même correspond sur la période 2010-13 à une vitesse moyenne de fermeture de l'*output gap* de plus de 1 point de PIB par an.

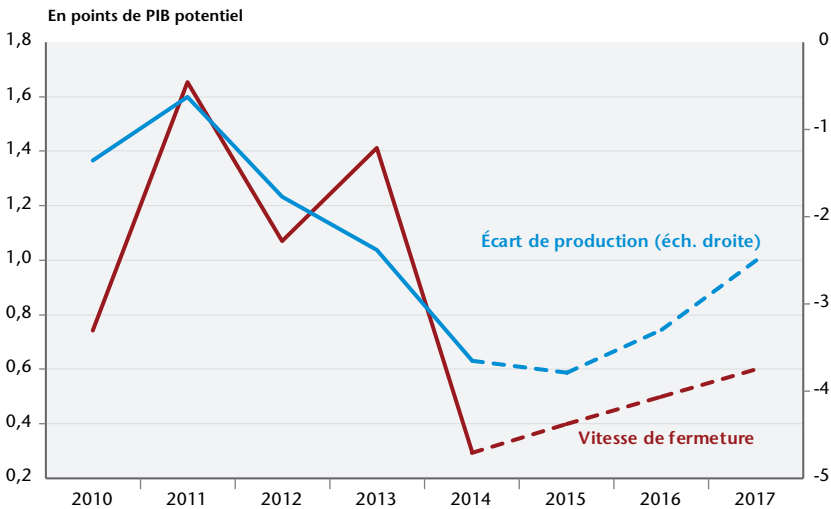
L'année 2014 peine toutefois à réconcilier comptablement ces différents aspects de la croissance. Le choc budgétaire, bien que toujours très négatif, s'est atténué de 0,5 point de PIB par rapport à 2013, et l'effet cumulé des conditions financières, de la compétitivité-prix et du pétrole est positif de 0,2 point alors qu'il était négatif de 0,1 point de PIB en 2013. Mais la France a subi un choc interne lié à la crise immobilière, qui a amputé la croissance de 0,3 point de PIB en 2014, et qui ne s'explique pas directement par les conditions financières ou les politiques budgétaires. Enfin, un nouveau choc est apparu récemment, le ralentissement chinois, mais son ampleur est insuffisante pour peser significativement sur la croissance française en 2014. Au total, la croissance observée en 2014, 0,2 %, majorée de l'effet cumulé des chocs, -1,4 point de PIB, conduit à déduire un rythme de croissance spontanée hors-chocs de 1,6 %, en net retrait par rapport à l'année précédente (2,7 %) et à la moyenne depuis 2010. Plusieurs hypothèses peuvent alors être émises. Soit l'effet des chocs connus est mal mesuré, ou d'autres chocs non identifiés sont venus perturber la trajectoire de l'économie française, ce qui expliquerait la faible croissance de 2014. Soit la vitesse de convergence spontanée de l'économie vers son potentiel de long terme s'est réduite, soit enfin le taux de croissance du PIB potentiel est plus faible que celui retenu. Or notre évaluation du potentiel de long terme réalisée sur longue période à partir de la tendance des gains de productivité du travail issue de l'équation d'emploi, à laquelle s'ajoute la croissance de la population active tendancielle, n'indique pas de rupture en 2014 (voir encadré 3).

Ainsi, en maintenant un taux de croissance potentiel de long terme de 1,3 % en 2014, les grandeurs macroéconomiques connues ne peuvent être réconciliées comptablement qu'en supposant une très forte diminution de la vitesse de convergence du PIB vers son potentiel de long terme, en lien avec le creusement de l'écart de production (graphique 11).

Or, le creusement durable de l'écart de production a conduit à une dégradation du tissu productif affecté par le niveau élevé des faillites et le faible investissement ainsi qu'à une augmentation de l'hystérèse sur le marché du travail, conséquence d'un taux de chômage durablement élevé. Ainsi, freiné par une croissance potentielle de court terme affaiblie par les dégâts générés par la crise, le retour spontané du PIB vers son sentier de long terme sera

d'autant plus lent que l'écart de production est dégradé. Le processus de reconstitution du capital productif et la baisse du taux de chômage structurel seraient d'autant plus lents que la crise a été longue, pesant sur le rythme de croissance spontanée de sortie de crise. De plus, les anticipations, qui jouent un rôle majeur dans les choix d'investissement, se retournent d'autant plus lentement que la phase de dégradation de l'activité a été longue et profonde. Cette inertie des anticipations renforce la lenteur de la reprise.

**Graphique 11. Vitesse de convergence vers le potentiel et niveau de l'écart de production**



Sources : INSEE, comptes trimestriels ; estimations et prévision OFCE e-mod.fr 2015-2017, octobre 2015.

## 6. L'actualité de la reprise

Les facteurs de reprise identifiés lors de notre prévision de printemps sont toujours à l'œuvre en cet automne 2015, et le scénario décrit il y a 6 mois reste d'actualité, même si les évolutions pour le moins erratiques du PIB au premier semestre 2015 et un environnement macroéconomique un peu moins porteur conduisent à un scénario de croissance plus modéré en 2015 et en 2016.

La modification de l'environnement extérieur depuis un an a créé les conditions d'une nouvelle trajectoire de croissance à partir de 2015. La baisse du prix du pétrole d'abord, de l'ordre de 50 % en dollars depuis l'été 2014, et qui représente un gain d'environ

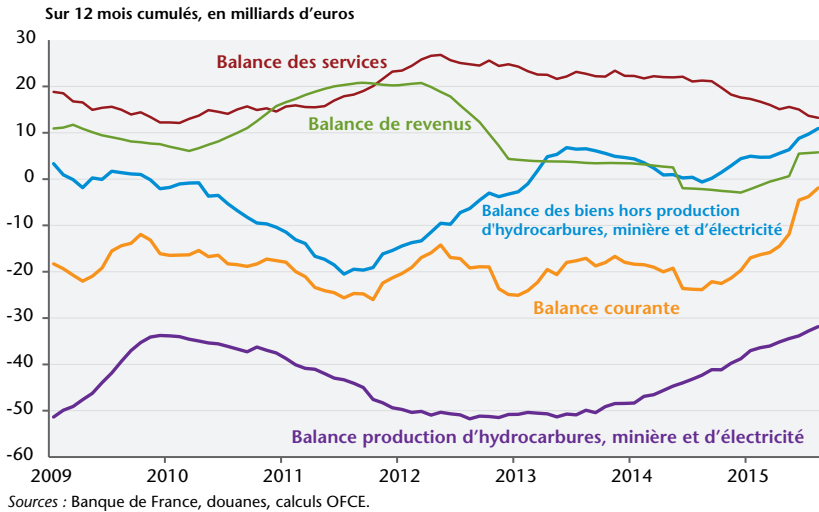
20 milliards d'euros en année pleine pour l'économie française (voir encadré 1), a été suffisamment forte et durable pour laisser envisager des effets macroéconomiques significatifs. Selon les estimations issues du modèle *e-mod.fr*, l'allègement de la facture pétrolière devrait générer un supplément de croissance en France de 1 point de PIB entre 2015 et 2017, et de 0,5 point pour la seule année 2015 (tableau 3).

La baisse de l'euro est le second facteur d'amélioration de l'environnement. Sa dépréciation d'environ 20 % depuis la mi-2014 (de 1,4 à 1,1 dollar en moyenne depuis le début de 2015), sous l'effet de la politique d'assouplissement monétaire conduite par la BCE, procure une bouffée d'air frais aux entreprises françaises qui exportent en dehors de la zone euro. Vient s'y ajouter la montée en charge des dispositifs fiscaux sur la période 2015-2017 (CICE, Pacte de responsabilité) qui visent, entre-autre, à réduire les coûts salariaux unitaires en France de façon à répondre aux politiques de désinflation compétitive menées dans de nombreux pays concurrents. Cette politique de redistribution en faveur des entreprises, outre la reconstitution des marges et la hausse de l'emploi, infléchirait directement à la baisse les comportements de prix des producteurs nationaux sur le marché intérieur, au détriment des produits importés, et sur les marchés extérieurs, favorisant les gains de parts de marché de la France dans le commerce mondial. Les gains de croissance générés par la compétitivité-prix induite par la baisse de l'euro et la réduction du coût du travail seraient de 0,2 à 0,3 point de PIB chaque année d'ici à 2017. Des premiers éléments de redressement de la compétitivité s'observent déjà dans les données, que ce soit l'amélioration des parts de marché de la France (graphique 6) ou la décomposition de la balance courante. Car si, en effet, la baisse du prix du pétrole permet de réduire d'environ 20 milliards d'euros notre facture énergétique, il est à noter que la balance des biens hors production d'hydrocarbures, minière et électricité, redevenue positive en 2013, s'améliore significativement depuis la mi-2014 (graphique 12).

Le frein budgétaire de la croissance depuis 2011, bien que toujours à l'œuvre dans un contexte de redressement des comptes publics, devrait perdre de sa vigueur en 2015, avec un effet négatif sur la croissance de 0,6 point de PIB, en retrait de 0,4 point par rapport à 2014. Au total, l'impact négatif des politiques de consoli-

dation budgétaire serait de -0,5 point de PIB en moyenne sur la période 2015-2017, contre -1,2 de 2011 à 2014. L'allègement des exigences de la Commission européenne en février 2015, qui a octroyé à la France deux années supplémentaires pour passer sous la barre des 3 % de déficit en 2017, devrait permettre à la France de tenir son objectif en matière de trajectoire de déficit nominal tout en affichant un programme d'ajustement budgétaire structurel moins dur que par le passé.

**Graphique 12. Décomposition de la balance courante de la France**



Par rapport la prévision conduite au printemps 2015, nos perspectives sont révisées en baisse : la croissance en 2015 devrait être plus modérée, de 1,4 % escompté en avril contre 1,1 % actuellement, celle de 2016 est revue de 2,1 % à 1,8 % (tableau 5). Ces révisions à la baisse ne sont pas dues à une remise en cause de l'effet positif des chocs d'environnement, qui reste comparable d'une prévision à l'autre, ni de celui de la politique budgétaire, moins négatif dans notre prévision de septembre que dans notre prévision d'avril, ni même à une accentuation du choc interne lié à la crise de la construction. Au total, les chocs identifiés pèseraient de façon équivalente sur la croissance de 2015 et de 2016. L'origine des révisions à la baisse de nos prévisions provient de la prise en compte d'une vitesse de convergence du PIB vers son potentiel de long terme moins rapide qu'escompté auparavant.

Tableau 5. Les composantes de la révision des prévisions de la croissance du PIB

En %	2015	2016
<b>Prévision de printemps 2015</b>	<b>1,4</b>	<b>2,1</b>
<b>Révision due...</b>		
...aux chocs d'environnement (pétrole, euro, conditions financières)	-0,1	-0,1
... au choc budgétaire	0,2	0,1
... au choc immobilier et au ralentissement chinois	-0,1	-0,1
... à la vitesse de fermeture de l' <i>output gap</i>	-0,4	-0,3
<b>Prévision d'automne 2015</b>	<b>1,1</b>	<b>1,8</b>

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; estimations et prévisions OFCE *e-mod.fr* 2015-2017, octobre 2015.

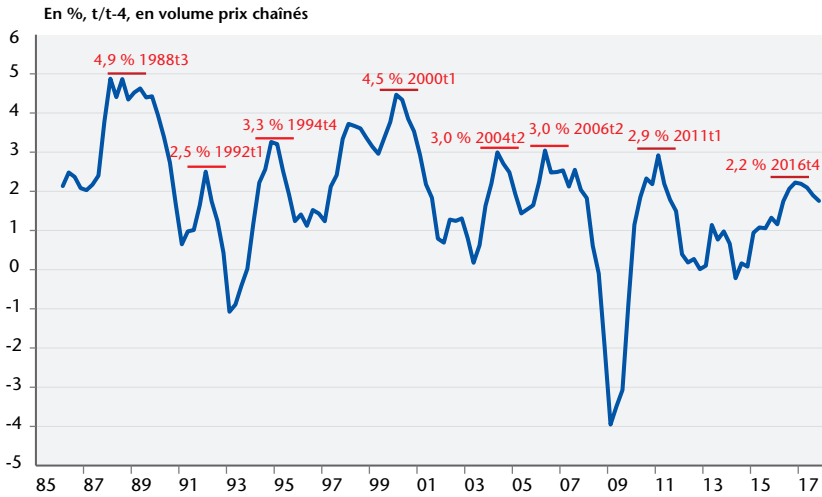
Même si la croissance anticipée est révisée en baisse dans notre prévision, il n'en demeure pas moins que la France devrait s'engager sur une trajectoire de reprise. Mais cette reprise resterait modérée au vu des évolutions historiques et comparable à celle de 2011.

Avec des taux de croissance trimestriels compris entre 0,4 et 0,6 % à partir du quatrième trimestre 2015, la trajectoire inscrite dans notre prévision est bien celle d'une reprise. C'est donc sur l'enclenchement d'une phase de convergence lente du PIB effectif vers le potentiel de long terme que nous tablons. 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 passée ne se situent pas principalement du côté de l'offre, le redressement de l'investissement et des capacités de production dépendant à court-moyen terme de la demande anticipée par les entreprises. Par ailleurs, une croissance de 1,8 % en moyenne annuelle l'année prochaine placerait l'année 2016 sous le niveau de performance des années 2010 et 2011 (respectivement 1,9 et 2,1 %). Le pic de croissance à 2,2 % en glissement annuel atteint au quatrième trimestre 2016 resterait d'ailleurs très inférieur à ceux enregistrés sur les 30 dernières années et même à celui du premier trimestre 2011 (2,9 %) qui a clôturé l'épisode de rebond consécutif à la récession de 2008/09 (graphique 13).

Un tel schéma reste évidemment conditionnel à la stabilité de l'environnement, avec d'abord une absence de remontée du prix du pétrole, de réappréciation de l'euro vis-à-vis du dollar, de nouveaux tours de vis budgétaires, d'une crise financière ou d'un ralentissement plus fort que prévu de la croissance mondiale lié

aux pays émergents qui, le cas échéant, remettraient en cause la mécanique de la reprise. Sur ces points, la politique d'assouplissement monétaire poursuivie par la BCE est plutôt rassurante et l'euro ne devrait pas engager de remontée. Le prix du pétrole, quant à lui, devrait se maintenir à proximité de son étiage de 2015 sous l'effet d'une production durablement élevée et du ralentissement des pays émergents.

Graphique 13. Les reprises du PIB en France



Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2015-2017, octobre 2015.

Le scénario de reprise est également conditionné par l'apaisement des tensions au sein de la zone euro. La mobilisation de la BCE a été constante pour contenir la crise des dettes souveraines depuis juillet 2012 avec le fameux « *whatever it takes* » de Mario Draghi, suivi de la mise en place de l'OMT, ce qui a eu pour résultat tangible d'éteindre les incendies. La crise grecque, qui a fini par un compromis dans la douleur durant l'été à la suite d'un accord pour une nouvelle tranche d'aide à la Grèce en contrepartie d'un nouveau programme d'ajustement budgétaire, semble s'estomper. Le risque de sortie de ce pays de la zone euro est pour l'heure écarté bien que ce nouveau programme d'austérité soit susceptible de replonger la Grèce dans une dépression prolongée.

En revanche de nouveaux risques financiers apparaissent avec la remontée attendue, à plus ou moins longue échéance, des taux

directeurs de la Réserve fédérale américaine, et le ralentissement des pays émergents, Chine en tête. Le retour à une politique monétaire moins accommodante aux États-Unis après une période prolongée de *quantitative easing*, couplé à une crise économique et financière en Chine, pourrait révéler des bulles sur certains actifs, dont l'éclatement déboucherait sur une crise financière. Au regard de la prudence de la *Fed* pour éviter ce type de scénario, et de l'interventionnisme des autorités chinoises pour limiter l'impact de la crise, nous n'avons pas intégré dans notre prévision de crise financière qui créerait une nouvelle crise de liquidité et/ou des effets de richesse massifs.

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 de nouveaux tours de vis budgétaires. Si de mauvaises surprises sur l'environnement macroéconomique devaient conduire le gouvernement à revoir à la baisse ses prévisions de croissance et donc sa trajectoire de déficit public, la Commission pourrait exiger, sous peine de sanctions, que la France respecte ses recommandations en termes d'ajustement budgétaire structurel<sup>3</sup>, ce qui conduirait fatalement à de nouveaux tours de vis budgétaires et au ré-enclenchement de la mécanique pro-cyclique « moins de croissance/plus d'austérité/ moins de croissance... ».

## 7. Le réamorçage de la croissance à court terme

L'analyse structurelle des déterminants de la croissance présentée ci-dessus trouve un écho dans les signaux émanant des informations de court terme qui dépeignent un climat conjoncturel propice à l'enclenchement de la reprise décrite.

Les informations qualitatives que fournissent les enquêtes de conjoncture sont favorables, hormis dans le secteur de la construction (graphique 14). Le climat des affaires dans l'industrie a dépassé sa moyenne de longue période, celui des services s'en approche à la faveur d'une reprise entamée au mois de mai 2015,

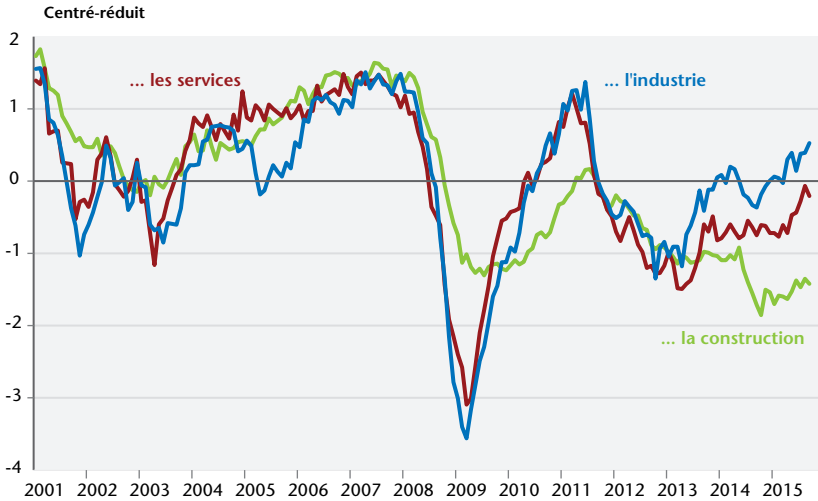
---

3. Pour plus de détails, voir la partie « finances publiques ».



après 18 mois de stagnation. Le climat des affaires dans le bâtiment reste quant à lui plombé par la crise dans la construction, mais a interrompu son effondrement à la fin de l'année 2014 pour engager une lente remontée qui signe la fin possible des déboires du secteur (voir encadré 4).

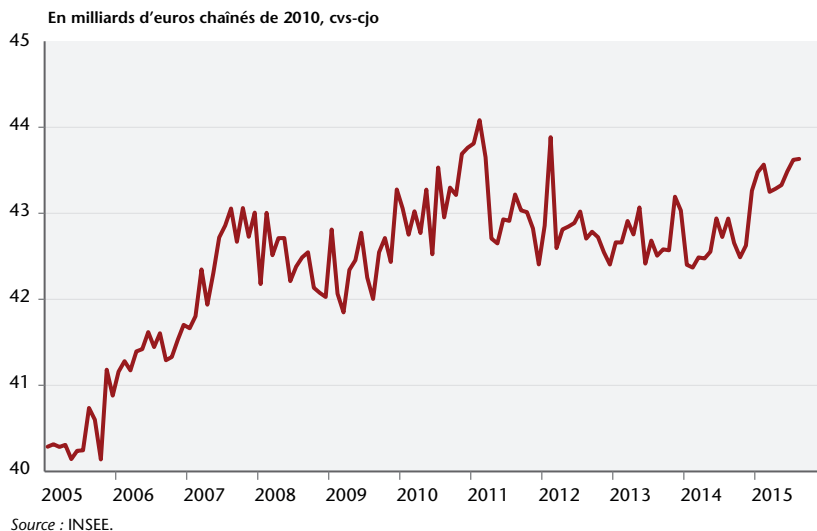
Graphique 14. Climat des affaires dans...



Source : INSEE.

Du côté des informations quantitatives, les informations partielles disponibles sur le troisième trimestre incitent aussi à l'optimisme et devraient prolonger les vents favorables qui ont soufflé au premier trimestre 2015 après le trou d'air du deuxième trimestre.

Sous l'effet de la désinflation issue de la baisse des prix de l'énergie, qui a permis un net rebond du pouvoir d'achat (+1,1 % au premier trimestre), la consommation des ménages a fortement rebondi au début de l'année (graphique 15). La hausse s'est interrompue au deuxième trimestre, du fait du mauvais chiffre de mars qui a déprécié l'acquis, mais la consommation a repris une trajectoire haussière continue depuis lors. L'acquis de croissance en août pour le troisième trimestre est franchement positif (+0,6 %), ce qui laisse augurer une nouvelle contribution positive de la consommation en biens à la croissance du PIB.

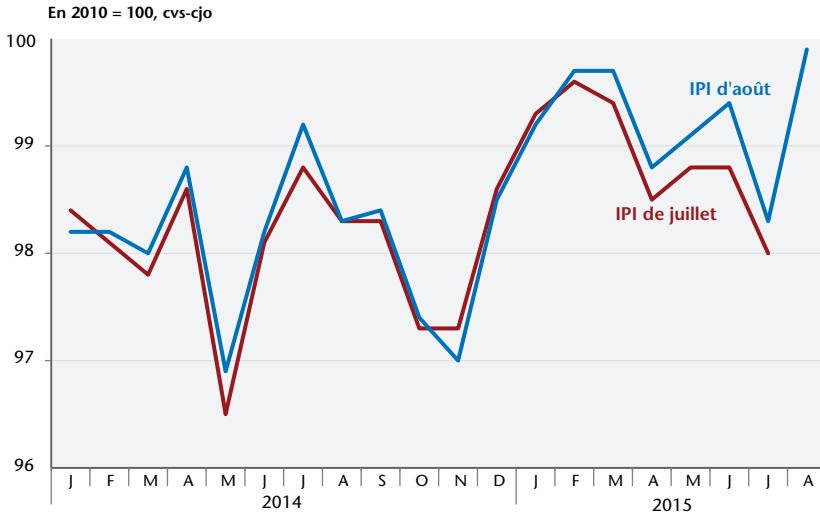
**Graphique 15. Consommation mensuelle en biens des ménages**

Le schéma de reprise est aussi confirmé par l'évolution de l'indice de production industrielle, en forte hausse au mois d'août (+1,6 % pour l'IPI total, et même +2,2 % pour le seul indice manufacturier). Ce redressement fait suite à une retombée de la production après le point haut de février-mars 2015, qui a alimenté la mauvaise performance du PIB au deuxième trimestre (graphique 16). Il est à noter que les révisions statistiques peuvent modifier la perception de la dynamique à très court terme de l'économie. La série d'IPI publiée le 9 octobre 2015 par l'INSEE a revu assez nettement à la hausse le niveau de l'indice par rapport à la publication antérieure. L'IPI reste orienté à la baisse entre février et juillet 2015, mais la trajectoire décrite est moins négative et la moyenne trimestrielle de l'indice au deuxième trimestre 2015 s'en ressent : selon l'ancienne série, elle s'établissait à -0,7 %, contre -0,4 % selon la série révisée.

Ces évolutions mensuelles favorables augurent d'un réamorçage de la croissance au troisième trimestre 2015. L'acquis de la production industrielle en août s'élève à +0,3 %, alors qu'il s'établissait à -0,7 % selon l'ancienne série disponible en juillet. L'extrapolation de la croissance du PIB par l'indicateur avancé, incluant les données quantitatives précédentes, mais aussi des données d'enquêtes pour suppléer à l'absence d'information sur le secteur

des services non couvert par les statistiques mensuelles d'activité, table sur une hausse de l'activité de 0,4 % au troisième trimestre, qui, si elle se réalisait, mettrait l'économie sur de bons rails pour enfin enclencher la reprise (encadré 2).

**Graphique 16. L'indice de production industrielle**



Source : INSEE.

**Encadré 2. les données mensuelles annoncent le retour de la croissance au troisième trimestre 2015**

Depuis plusieurs mois, les climats des affaires dans les différentes branches témoignent de l'amélioration déclarée par les chefs d'entreprises de leur situation. Délivrant une information qualitative résumant les soldes d'opinions relatifs aux différentes questions posées sur l'activité des entreprises, les indicateurs de confiance peuvent être convertis en une information quantitative au moyen d'une équation économétrique reliant le taux de croissance trimestriel du PIB et les climats. Au vu de leur significativité, ne sont sélectionnés que les climats des affaires dans l'industrie, les services et la construction. Les autres séries, notamment l'indicateur de confiance des consommateurs, n'apportent pas d'information supplémentaire pour retracer la trajectoire du taux de croissance du PIB.

Les résultats d'estimation sont présentés dans le tableau 6.

**Tableau 6. Ajustement du taux de croissance trimestriel du PIB sur les climats des affaires**

Variables indépendantes <sup>1</sup>	Coefficient	T-student	Période d'estimation	1988t3-2015t2
Climat des affaires dans l'industrie (différence première)	0,175	5,2	Nombre d'observations	108
Climat des affaires dans les services (niveau)	0,186	5,5	Rbar2	0,65
Climat des affaires dans la construction (différence première au carré) <sup>2</sup>	0,179	4,6	SEE	0,30
Constante	0,420	14,5	DW	1,70

1. toutes les variables explicatives sont centrées et réduites. Partant de l'ensemble des indicateurs de confiance disponibles (industrie, services, commerce de détail, construction et ménages), la sélection des séries, testées en niveau et en différence première avec des décalages allant jusqu'à deux trimestres, est réalisée par la méthode *stepwise* sous contrainte de coefficient positif.

2. la prise en compte de non-linéarités possibles dans la relation entre le taux de croissance du PIB et les variables explicatives conduit à les exprimer sous la forme d'un carré qui préserve leur signe (produit de la valeur initiale par sa valeur absolue), et à ne retenir que les séries transformées si elles sont significatives, ce qui est le cas pour le climat dans la construction exprimé sous cette forme.

Sources : INSEE, calculs OFCE.

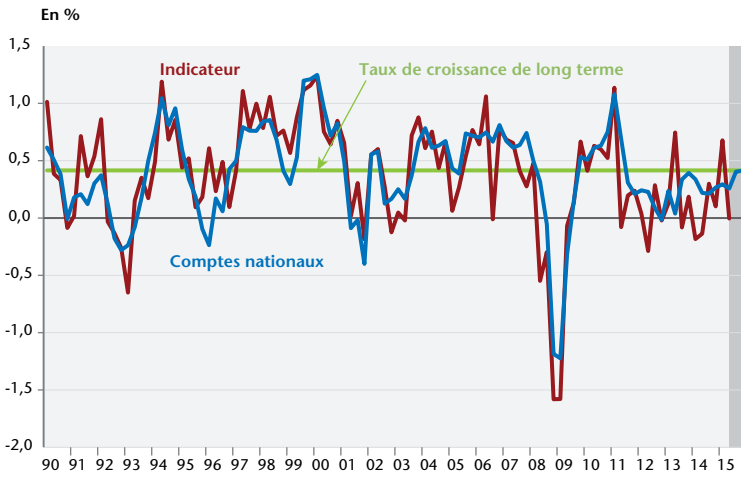
L'indicateur, qui présente un profil nettement plus lissé que le taux de croissance du PIB, ne parvient pas à décrire pleinement la volatilité de l'activité et de ce fait ne doit pas être considéré comme un prédicteur au sens strict de la croissance (graphique 17). En revanche, d'un point de vue plus qualitatif, il parvient à délimiter assez correctement les phases durant lesquelles la croissance est supérieure ou inférieure à la croissance moyenne ou de long terme (la constante de régression), que l'on peut assimiler à la croissance potentielle. Sous cet angle, l'indicateur peut être vu comme un indicateur de retournement. Depuis le deuxième trimestre 2011, aucun franchissement du taux de croissance de long terme n'a été envisagé par l'indicateur, malgré les faux signaux lancés à deux reprises par les chiffres trimestriels du PIB, notamment au premier semestre 2015.

Sur la base des données d'enquêtes disponibles jusqu'en septembre, la croissance escomptée par l'indicateur serait de 0,4 % au troisième et au quatrième trimestre, juste égale à la croissance de long terme. Si un signal de reprise n'est donc pas encore clairement lancé par l'indicateur, il est à noter qu'aucune information n'est disponible à l'heure actuelle sur le quatrième trimestre. Les climats de confiance étant extrapolés jusqu'à la fin de l'année, ces prévisions sont fondées sur une hypothèse conservatoire et seraient susceptibles d'être relevées au cas où les enquêtes s'amélioreraient à nouveau d'ici à décembre.

L'indicateur précédent ne repose que sur les enquêtes de conjoncture, information par nature qualitative. Or, des séries quantitatives mensuelles publiées en cours de trimestre et qui servent à construire les comptes nationaux sont élaborées par l'INSEE : l'indice de production industrielle et la consommation des ménages en biens. La même

démarche que ci-dessus peut être mise en œuvre avec ces informations pour fournir une prévision alternative à celle émanant des seules enquêtes. Le champ couvert par un tel indicateur, limité à la seule sphère des biens, est toutefois trop éloigné de celui du PIB, qui inclut, pour une grosse part, les services marchands. Le modèle retenu finalement retient le taux de croissance trimestriel de l'indice de production industrielle totale, celui de la consommation des ménages en biens, et pour les secteurs non ou mal couverts par les données quantitatives, les climats des affaires dans les services et la construction (tableau 7).

**Graphique 17. Le taux croissance du PIB, en volume, observé et prévu selon l'indicateur**



Sources : INSEE, calculs et prévision OFCE octobre 2015.

**Tableau 7. Ajustement du taux de croissance trimestriel du PIB sur les séries quantitatives et les climats des affaires**

Variables indépendantes*	Coefficient	T-student	Période d'estimation	1988t3-2015t2
Taux de croissance trimestriel de l'IPI total	0,253	7,5	Nombre d'observations	108
Taux de croissance trimestriel de la consommation des ménages en biens	0,133	5,6	Rbar2	0,79
Climat des affaires dans les services (niveau)	0,116	4,4	SEE	0,23
Climat des affaires dans la construction (différence première au carré)	0,101	2,9	DW	1,80
Constante	0,420	18,7		

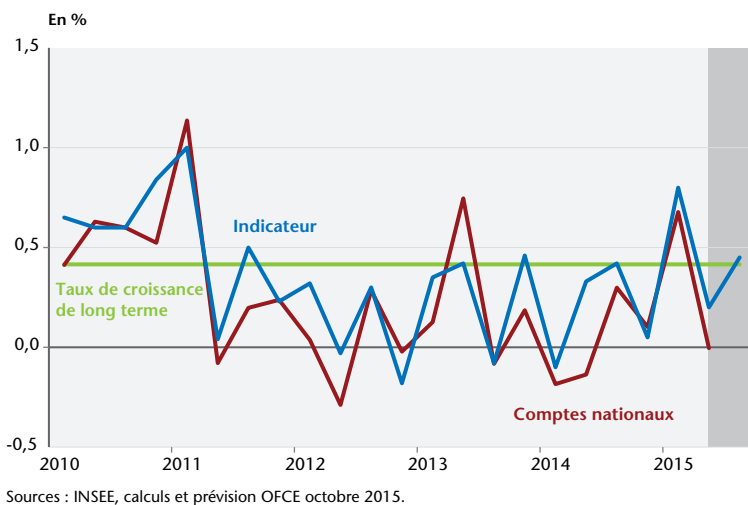
\* Toutes les variables explicatives sont centrées et réduites.

Sources : INSEE, calculs OFCE.

Intégrant des séries utilisées directement pour construire les comptes nationaux, l'ajustement est plus précis que le précédent, mais dépeint aussi la plus grande volatilité de l'activité, ce qui peut brouiller la perception des mouvements conjoncturels de fond de l'économie (graphique 18).

Pour la prévision, un tel indicateur n'est utile que pour convertir en taux de croissance du PIB l'acquis de croissance des séries quantitatives mensuelles disponibles en cours de trimestre. Avec des acquis en août pour le troisième trimestre de 0,6 % pour la consommation en biens et de 0,3 % pour l'indice de production industrielle totale, et compte tenu du climat des affaires favorable dans les services, une croissance positive du PIB, 0,45 % selon l'indicateur, est prévue au troisième trimestre, suggérant que le sentier d'expansion de l'économie française ne s'est pas interrompu avec la déconvenue du deuxième trimestre.

**Graphique 18. Le taux de croissance du PIB, en volume, observé et prévu par l'indicateur**



## 8. Emploi : Inversion de tendance dans les entreprises

Après 76 000 emplois créés dans l'ensemble de l'économie en 2014 grâce au dynamisme des emplois non-marchands, le premier semestre 2015 a été marqué par une accélération des créations d'emplois (+45 000), tirée par une augmentation des effectifs dans le secteur marchand (+26 000). La situation sur le marché du travail ne s'en trouve pas pour autant améliorée au premier semestre 2015,

après une année 2014 marquée par de fortes destructions d'emplois dans le secteur marchand compensées par la poursuite de la montée en charge des contrats aidés dans le secteur non-marchand. Le nombre d'emplois créés étant insuffisant au regard de l'évolution de la population active, le nombre de chômeurs a poursuivi sa progression (+127 000 personnes), portant le taux de chômage, calculé au sens du BIT (Bureau International du Travail), en France métropolitaine à 10,0% de la population active au deuxième trimestre 2015, contre 9,7% fin 2013 (tableau 8). Bien que le taux de chômage calculé au sens du BIT ait baissé de 0,2 point au premier trimestre 2015, la hausse du nombre de demandeurs d'emploi en fin de mois s'est poursuivie (+71 000 inscrits en catégorie A depuis le début de l'année), traduisant le découragement de certains chômeurs qui basculent dans l'inactivité (Ducoudré et Heyer, 2015).

**Tableau 8. Emploi et chômage**

Variations annuelle en milliers, au dernier trimestre

Glissement annuel	2012	2013	2014	2015*	2016*	2017*
Population active observée	265	46	203	62	134	139
<b>Emploi total</b>	31	57	76	103	193	242
– Secteur marchand	0	-38	-35	73	238	245
Salariés	-63	-58	-43	60	209	216
Non-salariés	63	20	8	14	28	29
– Secteur non marchand	31	95	111	29	-45	-3
Emplois aidés	5	60	21	17	-54	-4
Emplois non aidés	26	35	90	12	10	1
<b>Chômage</b>	234	-11	127	-41	-58	-103
<b>Taux de chômage au T4 (en %)</b>	9,7	9,7	10,1	10,0	9,8	9,4

\* prévision OFCE.

Sources : INSEE et Ministère du travail, prévisions OFCE, *e-mod.fr* 2015-2017, octobre 2015.

À l'horizon 2017, l'accélération de la croissance combinée à la montée en puissance des politiques de baisse du coût du travail (CICE et Pacte de responsabilité) permettraient à la fois une fermeture rapide du cycle de productivité et une accélération des créations d'emplois dans le secteur marchand. Les créations d'emplois s'élèveraient, en glissement annuel, à 238 000 en 2016 et 245 000 en 2017 pour le seul secteur marchand, soit un rythme comparable à celui observé entre la mi-2010 et la mi-2011 (+234 000 emplois créés). La politique de l'emploi soutient le

marché du travail en 2015, notamment par la création d'emplois aidés dans le secteur non-marchand. En revanche, en 2016, le nombre de contrats aidés dans le secteur non-marchand prévu dans le Projet de loi de finances (PLF) baisse par rapport aux années antérieures (200 000 CUI-CAE et 25 000 emplois d'avenir non-marchands contre respectivement 270 000 et 65 000 pour l'année 2015), ce qui se traduira par une baisse du stock de contrats aidés dans le secteur non-marchand. Pour 2017, nous avons retenu l'hypothèse d'une stabilisation du stock de contrats aidés non-marchands. Au total, le retour des créations d'emplois dans les entreprises enclenchera la baisse du taux de chômage à partir du deuxième trimestre 2016. Celui-ci attendrait 9,8 % de la population active fin 2016 et 9,4 % fin 2017.

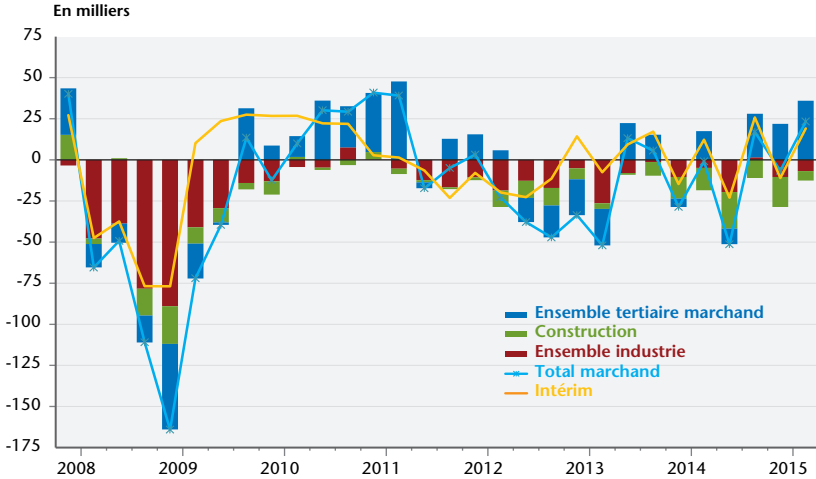
### **Emploi marchand : la dégradation s'est poursuivie dans l'industrie et la construction**

L'atonie de la croissance économique en 2014 s'est accompagnée d'une destruction continue d'emplois dans l'industrie et la construction, destruction qui s'est poursuivie au premier semestre 2015 malgré le rebond de l'activité. Le secteur des services a mieux résisté et les créations d'emplois sont redevenues dynamiques. L'emploi dans l'intérim a été particulièrement instable, alternant hausse puis baisse de trimestre en trimestre. Les créations d'emplois dans l'intérim restent néanmoins positives sur le premier semestre 2015 (+8 000).

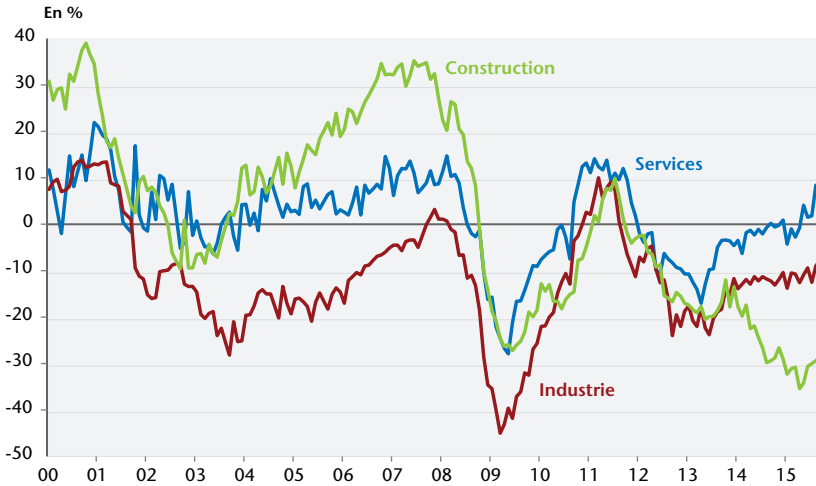
Le graphique 19 montre la décomposition de l'évolution des effectifs salariés entre les différents secteurs, après réaffectation de l'emploi intérimaire aux secteurs utilisateurs. Il apparaît que la construction demeure le secteur le plus sinistré au premier semestre 2015 (-24 000 emplois, soit -1,7 %). Le secteur des services résiste mieux à la dégradation de la conjoncture et enregistre 58 000 créations d'emplois depuis la fin d'année 2014. Les indicateurs d'intentions d'embauches indiquent une poursuite des embauches dans les services tempérée par des destructions d'emplois à venir dans l'industrie et la construction (graphique 20).



Graphique 19. Variation trimestrielle de l'emploi corrigé de l'intérim



Graphique 20. Intentions d'embauches



### La croissance résorberait les sureffectifs

Notre analyse de l'emploi marchand repose sur celle du cycle de productivité (encadré 3) : en période de ralentissement conjoncturel (et symétriquement en période de reprise), les entreprises attendent généralement la confirmation de la baisse de l'activité avant de procéder à des réductions d'effectifs, ce qui se traduit dans

un premier temps par une dégradation des gains de productivité. Ce n'est que dans un second temps qu'elles procèdent à des suppressions de postes. Le ralentissement de l'activité se traduit d'abord par celui des gains de productivité, donc par le creusement du cycle de productivité, qui se rétablit progressivement, une fois passé le creux d'activité.

### Encadré 3. Une modélisation de l'emploi

Notre analyse et nos prévisions d'emploi s'appuient largement sur le cycle de productivité, c'est-à-dire l'écart de productivité par rapport à la tendance de long terme. Le cycle de productivité est calculé à l'aide d'une équation d'emploi, issue d'une fonction de production de type CES et écrite sous la forme d'un modèle à correction d'erreur. Nous avons estimé cette équation pour l'ensemble du secteur marchand. Elle est estimée sur la période 1980-2014, avec une fréquence trimestrielle (voir Ducoudré et Plane, 2015). Ce type de modèle permet d'estimer une relation de cointégration – ou relation de long terme – et une dynamique de court terme de la variable expliquée. À long terme, la productivité dépend d'une tendance linéaire – qui comporte une rupture au premier trimestre 1990, ainsi qu'une rupture au deuxième trimestre 2002 –, de la durée du travail et du coût du travail. La dynamique de court terme intègre quant à elle les variations passées et présentes de ces mêmes variables et de la valeur ajoutée marchande et les variations passées de l'emploi.

$$d \log L_t = \alpha_1 \times d \log L_{t-1} + \alpha_2 \times d \log Q_t + \alpha_3 \times d \log HL_t + \alpha_4 \times d \log C_{L,t} - \lambda \left( \log \left( \frac{L_{t-1}}{Q_{t-1}} \right) - \beta_1 \log \left( \frac{C_{L,t-1}}{P_{t-1}} \right) - \beta_2 \log HL_{t-1} - \beta_3 \times t - \beta_4 \times t_{90} - \beta_5 \times t_{02} - c \right) + \varepsilon_t$$

relation de long terme

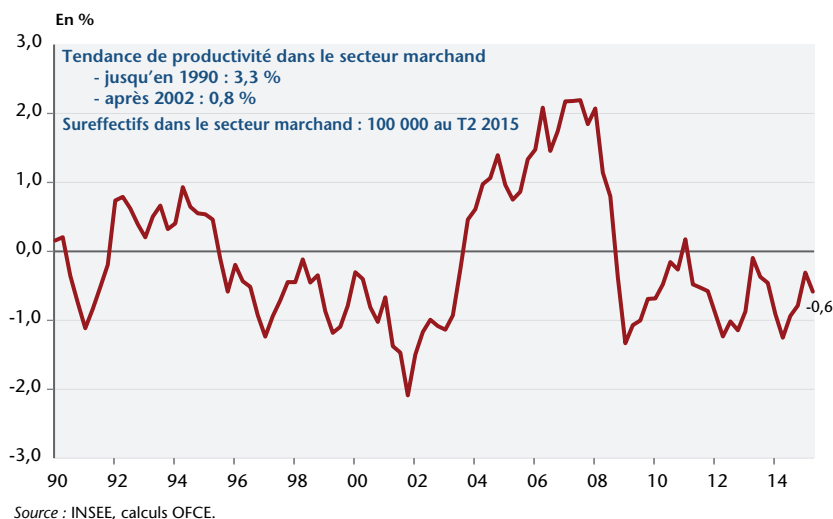
avec

- L représentant l'emploi salarié du secteur marchand
- Q représentant la valeur ajoutée du secteur marchand
- HL représentant la durée du travail trimestrielle moyenne par salarié du secteur marchand
- $C_L$  représentant le salaire horaire super-brut dans le secteur marchand
- P représentant l'indice de prix de la valeur ajoutée marchande
- t représentant l'indice de temps
- c représentant la constante

Les variables ont toutes des coefficients significativement différents de 0, et avec le signe attendu. La statistique de *Student* associée au coefficient de la relation de long terme valide l'hypothèse d'une relation de cointégration entre ces variables. Cette équation estime la tendance de productivité de long terme à 3,3 % par an jusqu'en 1990, et 0,8 % après 2002. Le cycle de productivité est le résidu de la relation de long terme.

Selon cette équation d'emploi, il apparaît qu'après un redressement du cycle de productivité entre le premier trimestre 2009 et la fin 2010, la rechute de l'activité a conduit à nouveau à une baisse des gains de productivité à partir du deuxième trimestre 2011 (graphique 21), ceux-ci s'écartant de leur tendance de long terme. Le cycle a ainsi atteint un point bas au deuxième trimestre 2014, avant de débiter son redressement au deuxième semestre 2014. Au regard du cycle de productivité (-0,6 % à la mi-2015), cela implique qu'il subsiste au sein des entreprises des sureffectifs représentant 100 000 emplois dans le secteur marchand.

Graphique 21. Cycle de productivité par tête



En phase de reprise de la croissance (lorsque la croissance dépasse son rythme potentiel), les entreprises résorbent rapidement leurs sureffectifs, ce qui se traduit par une accélération des gains de productivité et une fermeture du cycle de productivité. Ainsi, compte tenu de la présence de sureffectifs dans les entreprises et d'une accélération de la valeur ajoutée marchande au cours du second semestre 2015, nous prévoyons une augmentation progressive de la productivité horaire par rapport à sa tendance. Celle-ci augmenterait de 0,3 à 0,4 point supplémentaire par trimestre par rapport à sa tendance estimée en 2015, dont 0,1 point dû à une hausse de la durée du travail, ce qui implique une fermeture du cycle de productivité début 2016. Au-delà, le cycle étant

refermé, les gains de productivité horaire progresseraient de 0,2 point en moyenne par trimestre, ce qui correspond à la tendance de long terme de la productivité trimestrielle.

### Quel impact de la politique de l'emploi ?

Face à l'atonie de la croissance depuis 2012 et pour tenir son engagement d'inversion de la courbe du chômage, le gouvernement a pris un certain nombre de mesures visant à enrichir la croissance en emplois, mesures qui ont mécaniquement atténué l'impact du redressement spontané du cycle de productivité sur l'emploi marchand. La baisse du coût du travail, que ce soit par le biais du CICE, du Pacte de responsabilité et dans une moindre mesure la mesure concernant les contrats de génération, permet en effet d'enrichir la croissance en emplois, en particulier lorsque ces mesures ciblent les bas salaires. De plus, les emplois d'avenir ont permis de compenser en partie les destructions observées dans le secteur marchand entre 2012 et 2014.

Nous avons intégré dans notre prévision d'emploi les effets du CICE, du contrat de génération et des mesures d'allègement de cotisations sociales patronales comprises dans le Pacte de responsabilité, en distinguant l'allègement 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 aux abords du smic puis décroissante avec le niveau de salaire – de l'allègement uniforme entre 1,6 et 3,5 smic. Les effets cumulés du CICE et du Pacte de responsabilité, en intégrant le volet financement, permettraient de créer ou de sauvegarder 42 000 emplois en 2015, 65 000 en 2016 et 79 000 en 2017 (tableau 9 et graphique 22), soit 186 000 en l'espace de trois ans.

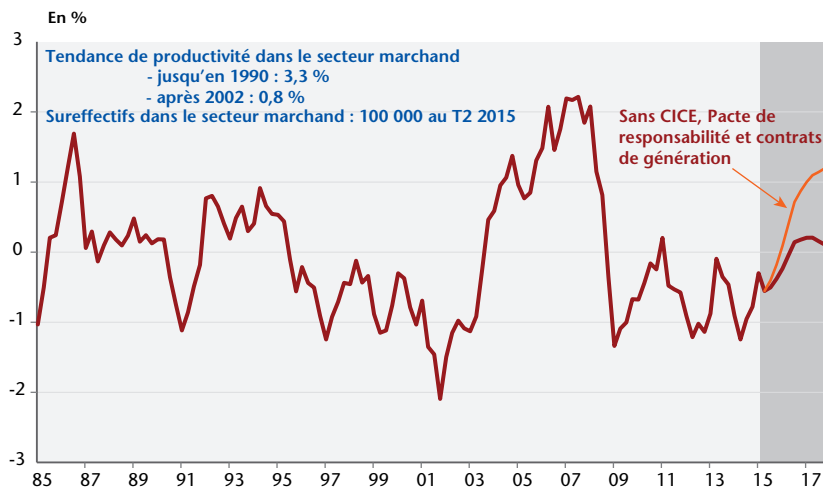
**Tableau 9. Effets du CICE et du Pacte de responsabilité sur l'emploi**

Variations en moyenne annuelle en milliers

	2015	2016	2017
<b>Pacte de responsabilité</b>	30	65	71
<i>Allègement bas salaires</i>	30	50	34
<i>Allègement uniforme</i>	0	15	37
<b>CICE</b>	86	73	67
<b>Pacte + CICE</b>	<b>116</b>	<b>122</b>	<b>144</b>
<b>Financement (mds €)</b>	9	5	5
<b>Effet du financement sur l'emploi</b>	-73	-72	-59
<b>Effet net du Pacte, du CICE et du financement</b>	<b>42</b>	<b>65</b>	<b>79</b>

Source : Calculs et prévision OFCE *e-mod.fr* 2015-2017, octobre 2015.

Graphique 22. Effet des mesures de baisse du coût du travail sur le cycle de productivité / productivité horaire



Source : INSEE, estimations et prévision OFCE *e-mod.fr* 2015-2017, octobre 2015.

Pour 2015-2017, nous avons retenu une hypothèse de montée en charge progressive des contrats de génération. Compte tenu des forts effets d'aubaine de la mesure, cela correspond à une création nette de 10 000 emplois sur la période 2015-2017. Nous avons retenu 60 000 entrées en CUI-CIE pour 2016 (conforme au PLF 2016) et 2017. Nous avons fait l'hypothèse d'une stabilisation des emplois d'avenir dans le secteur marchand (10 000 entrées budgétées dans le PLF 2016) et des contrats de génération sur la période. Au total, ces dispositifs permettraient 16 000 créations d'emplois dans le secteur marchand en 2015, 2 000 en 2016 et 1 000 en 2017 (tableau 10).

Tableau 10. Effet du contrat de génération, du CIE et des emplois d'avenir sur les créations d'emplois salariés

En milliers	2015	2016	2017
Contrats d'apprentissage	7	0	0
Contrats Uniques d'Insertion (CUI – CIE)	5	-2	-1
Emplois d'avenir	1	-1	0
Contrats de génération	3	5	2
Effet total sur l'emploi	16	2	1

Source : Dares, estimations et prévision OFCE *e-mod.fr* 2015-2017, octobre 2015.

### Vers la baisse des emplois aidés dans le secteur non-marchand

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 (Contrats uniques d'insertion – Contrats d'accompagnement dans l'emploi), ont permis une forte progression des effectifs de contrats aidés : le stock d'emplois aidés a ainsi atteint 288 000 en juillet 2015.

Au deuxième semestre 2015, la montée en charge des contrats aidés se poursuivra, à un rythme plus modéré que les années précédentes. On attend 54 000 entrées en emplois d'avenir non-marchands 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 18 000 en 2015. La stabilisation de la durée des CUI-CAE se traduirait par une stabilisation des effectifs en 2015 par rapport à 2014. Pour 2016, le nombre de contrats prévus dans le PLF est en baisse par rapport à 2015 (200 000 CAE et 25 000 emplois d'avenir contre 270 000 CAE et 65 000 emplois d'avenir en 2015) (tableau 11), ce qui se traduira par une baisse du stock de CAE fin 2016 (-30 000 au quatrième trimestre 2016 par rapport au quatrième trimestre 2015) et des emplois d'avenir (-24 000). Le nombre de contrats aidés pour 2016 est néanmoins

**Tableau 11. Contrats aidés dans le secteur non-marchand**

En milliers			
Entrées annuelles			
	CUI-CAE	EAV	TOTAL
2013	369	58	427
2014	276	61	337
2015	225	54	279
2016	183	25	208
2017	183	49	232
Effectifs en fin d'année (T4)			
	CUI-CAE	EAV	TOTAL
2013	214	51	265
2014	205	81	286
2015	204	99	303
2016	174	75	249
2017	171	74	245

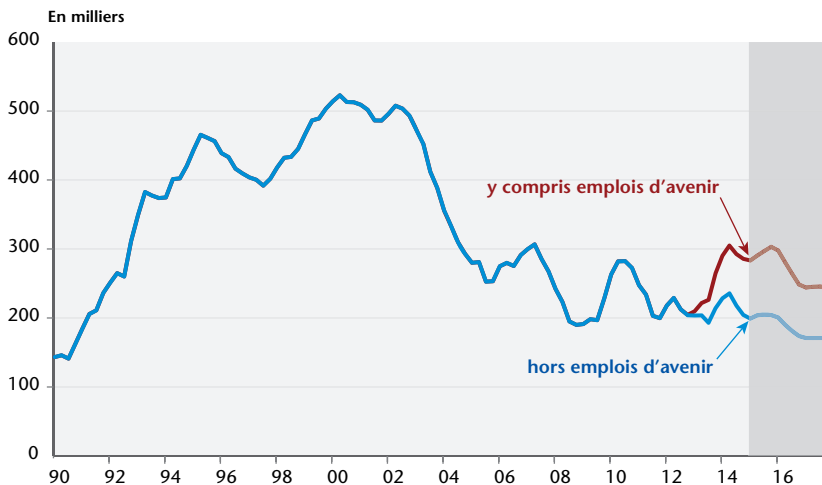
Note : Les contrats aidés du secteur non marchand comprennent les contrats uniques d'insertion (CUI-CAE) et les emplois d'avenir (EAV).

Champ : France métropolitaine.

Source : INSEE et ministère du Travail, prévision OFCE e-mod.fr 2015-2017, octobre 2015.

susceptible d'évoluer par rapport à la prévision du PLF si la baisse du chômage n'est pas au rendez-vous : depuis plusieurs années le gouvernement a ainsi décidé de rallonger le nombre de contrats aidés en cours d'année, et il pourrait en aller de même en 2016. Pour 2017, nous avons fait l'hypothèse que le gouvernement maintiendrait le stock de contrats aidés (graphique 23).

Graphique 23. Contrats aidés dans le secteur non-marchand



Champ : France métropolitaine.

Note : La baisse des CUI-CAE observée au deuxième semestre 2014 provient du basculement des CAE des entreprises d'insertion en CDDI.

Source : DARES, prévision OFCE *e-mod.fr* 2015-2017, octobre 2015.

## Chômage : l'inversion de la courbe en 2016

Après avoir bondi en 2012 (+234 000 chômeurs en glissement annuel au sens du BIT), le chômage a amorcé une timide baisse en 2013 (-11 000 chômeurs) sous l'effet principalement de la montée en charge des contrats aidés et d'une baisse de la population active observée. En 2014, le dynamisme de la population active (+203 000 personnes) ainsi que la faiblesse des créations d'emplois se sont traduits par une reprise de la hausse du chômage (+127 000).

La population active croîtrait faiblement en 2015 (+62 000 actifs), du fait principalement de la baisse de population active en début d'année liée au découragement d'une partie des chômeurs. La population active serait plus dynamique en 2016-2017 (près de 140 000 actifs par an en plus), compte tenu de la poursuite de la

montée en charge de la réforme des retraites, qui se traduit par une hausse du taux d'activité des seniors en raison du recul de l'âge effectif de départ à la retraite. Le dynamisme des créations d'emplois aurait aussi un effet positif sur la population active *via* un effet de flexion : des personnes inactives retourneraient progressivement sur le marché du travail du fait de l'amélioration des conditions sur ce dernier.

En 2016-2017, l'emploi total recommencerait à augmenter (+193 000 emplois en 2016, +242 000 en 2017) à un rythme suffisant pour faire baisser le chômage, sous l'effet de la reprise de la croissance et des politiques de baisse du coût du travail. Le chômage diminuerait à partir du deuxième trimestre 2016, baisse qui se poursuivrait jusqu'à fin 2017 (-58 000 personnes en 2016 et -103 000 en 2017 par rapport au trimestre de l'année précédente). Le taux de chômage en France métropolitaine se stabiliserait à 10,0% fin 2015, puis baisserait régulièrement pour atteindre, 9,8 % de la population active fin 2016 et 9,4 % fin 2017.

## 9. Ménages : le réveil du pouvoir d'achat

La politique d'austérité menée depuis 2011, dans un contexte de contraction de l'emploi, a fortement entamé le revenu disponible réel des ménages (encadré 5). Entre 2011 et 2014, l'impôt sur le revenu (y compris la CSG) a augmenté, en volume, en moyenne de 4,2 % par an (tableau 12). Les impôts que sont la taxe d'habitation ou encore l'ISF ont crû en moyenne de 3 % à prix constants sur la période. L'allègement de la pression fiscale sur les ménages entamé en 2014 devrait se poursuivre en 2015 et les deux années suivantes (voir partie « finances publiques »). Ainsi, l'impôt sur le revenu devrait contenir son augmentation annuelle à des niveaux avoisinant les 1% à prix constants. Les cotisations sociales salariées et les autres impôts directs devraient croître à des niveaux proches de 2 % par an à prix constants sur la période 2015-2017. Avec une masse salariale dont le dynamique est visible à partir de 2014, soutenue dans un premier temps par la hausse des salaires réels (en 2014 et en 2015), puis dans un second temps par les créations d'emplois (en 2016 et en 2017), le pouvoir d'achat des ménages, qui s'est contracté de 0,5 % sur la période 2011-2013, s'est redressé en 2014 (1,4 %) et continuerait à accélérer sur la période 2015-2017. Dans



un contexte de politique fiscale moins restrictive qu'auparavant, la hausse des salaires réels et la reprise annoncée de l'emploi devrait permettre une croissance du pouvoir d'achat des ménages de 1,8 % en 2015 et 1,6 % par an sur la période 2016-2017.

**Tableau 12. Évolution du revenu des ménages et de ses composantes**

En %, à prix constants\*

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Revenus des ménages dont :</b>	<b>0,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>
Masse salariale	0,2	1,4	1,7	0,5	0,7	0,4	1,8	1,8	1,5	1,9
Cotisations sociales salariés versées par les ménages	-0,5	2,8	1,0	-1,2	2,8	3,6	3,3	1,6	2,2	1,9
Prestations sociales	0,6	6,8	1,8	0,4	2,4	2,2	2,6	1,9	0,6	0,5
Revenu brut des EI	-1,9	-7,1	0,4	-2,0	-1,1	-0,5	0,0	1,0	1,9	1,8
EBE ménages purs	2,6	-2,9	-1,1	1,7	0,4	0,3	0,9	1,8	1,6	1,8
Dividendes	3,8	-1,5	-2,9	8,3	-6,9	2,4	2,4	4,8	6,2	5,6
Impôts sur le revenu (y. c. CSG)	3,4	-3,0	0,4	3,9	7,7	4,1	1,2	1,3	0,5	0,6
Autres impôts directs	-0,7	5,0	8,1	0,8	6,4	-0,4	5,2	2,9	1,4	1,7
<b>Taux d'épargne des ménages</b>	<b>15</b>	<b>16,2</b>	<b>15,8</b>	<b>15,7</b>	<b>15,1</b>	<b>14,7</b>	<b>15,1</b>	<b>15,2</b>	<b>15,1</b>	<b>14,8</b>
Taux d'épargne logement	9,5	8,2	8,3	8,5	8,4	8,2	7,8	7,5	7,5	7,7
Taux d'épargne financière	4,2	7,0	6,5	6,2	5,7	5,3	6,1	6,5	6,3	5,8
<b>Prix à la consommation des ménages</b>	<b>2,9</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>

\* Déflatés par les prix à la consommation des ménages.

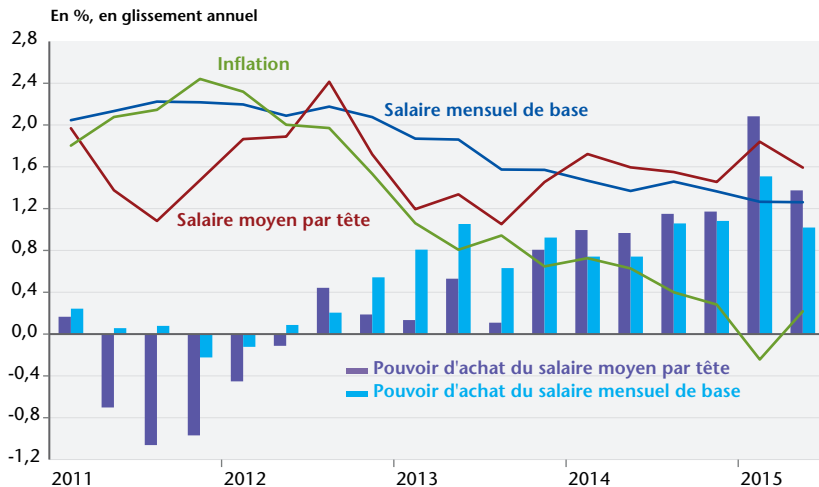
Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévision OFCE *e.mod.fr* 2015-2017, octobre 2015.

Le fort ralentissement de l'inflation depuis la fin 2012 ne s'est pas traduit par un ralentissement équivalent du taux de croissance du salaire mensuel de base (SMB). Alors que le pouvoir d'achat du SMB, en glissement annuel, n'avait crû que de 0,1 % en moyenne sur la période 2011-2012, celui-ci a donc accéléré depuis 2013, avec une hausse moyenne de 1% (graphique 24). Dans un contexte de taux de marge dégradés, cela peut laisser supposer que les salariés et les chefs d'entreprises avaient anticipé une inflation plus haute que celle effectivement réalisée, ce qui a pu conduire à des revalorisations de salaire déconnectées de l'inflation constatée. Ce phénomène est d'autant plus marqué pour le salaire moyen par tête (SMPT), qui contrairement au SMB, prend en compte les effets structurels (évolution des qualifications, part du temps partiel), et conjoncturels (niveau des heures supplémentaires, primes). En effet, alors que le pouvoir d'achat du SMPT, en glissement annuel,

a été négatif en moyenne sur la période 2011-2012 (-0,3 %), celui-ci est redevenu positif en 2013, puis a fortement accéléré à partir de 2014 (+1,3 % en moyenne depuis 2014), dépassant le rythme de croissance du SMB. Cette différence ne peut s'expliquer par l'erreur d'anticipation d'inflation, identique pour le SMB et le SMPT, ni par la durée du travail qui n'a pas augmenté sur la période, ni par l'évolution des qualifications qui jouent peu à court terme. La principale explication à cet écart de croissance serait qu'une partie du CICE, dont les premiers versements ont eu lieu au début de l'année 2014, ait pu servir à augmenter les primes versées aux salariés, tirant vers le haut la croissance du SMPT par rapport au SMB.

De par son ciblage haut dans la pyramide des salaires (uniforme jusqu'à 2,5 SMIC), le CICE a donc pu en partie être utilisé pour distribuer des salaires, notamment sous forme de primes, comme le laisse supposer l'évolution récente des coûts salariaux unitaires réels, notamment en 2014.

Graphique 24. Salaires et inflation en France



Sources : Insee, Dares.

En prévision, nous avons considéré que les entreprises ne faisaient plus d'erreur d'anticipation sur l'inflation. Une fois les effets du contrechoc pétrolier épuisés, l'inflation reviendrait à un rythme positif mais toujours faible en 2016 et en 2017 (+1 % en moyenne annuelle après deux années de quasi-stagnation), soit un

rythme proche de l'inflation sous-jacente. Par ailleurs, nous avons supposé que la montée en charge du CICE et du Pacte de responsabilité n'aurait pas d'effet sur la dynamique des salaires réels. Si ces derniers évoluent légèrement moins vite que les gains de productivité jusqu'au troisième trimestre 2016, en lien avec la fermeture du cycle de productivité, au-delà, ceux-ci évoluent peu ou prou au même rythme que la productivité du travail.

#### **Encadré 4. L'investissement en logement des ménages sur la voie du redressement**

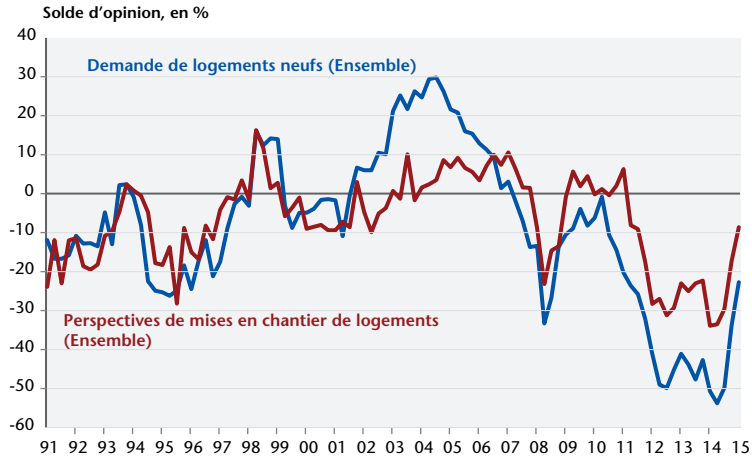
L'investissement en logements des ménages a particulièrement souffert des effets de la crise. Après une chute sévère dans la première phase de la crise (-17 % entre la première moitié de 2008 et le second semestre 2009), il s'est redressé quelque peu à partir de 2009 avant de replonger à nouveau à partir de la fin de l'année 2011 (-14,3 % entre le premier trimestre 2012 et le deuxième trimestre 2015). Au vu de l'importance de sa contribution au PIB (environ 5 points de PIB), cet effondrement a lourdement pesé sur l'économie française. La modélisation de l'investissement logement à court terme dans le cadre de la prévision s'appuie sur un modèle à correction d'erreurs (MCE) faisant dépendre le taux d'investissement en logements (l'investissement rapporté au revenu disponible brut des ménages) de variables retardées que sont les mises en chantier (-7 trimestres), les permis de construire (-1 trimestre), l'opinion des promoteurs immobiliers à la fois sur la demande de logements neufs (-3) et sur les mises en chantiers futures (-1).

La simulation dynamique de cette équation retrace de manière satisfaisante l'investissement des ménages sur la période d'estimation qui commence en 1995. Le jeu des variables retardées laisse à penser que l'investissement en logement serait à même de se redresser significativement à partir du second semestre de l'année 2015. En effet, l'amélioration importante de la confiance des professionnels du secteur ces derniers mois, tant en termes de demande de logements neufs que de perspective de mises en chantier (graphique 25), pousse plutôt à l'optimisme. De même, les derniers chiffres de la construction du mois d'août semblent se réorienter à la hausse.

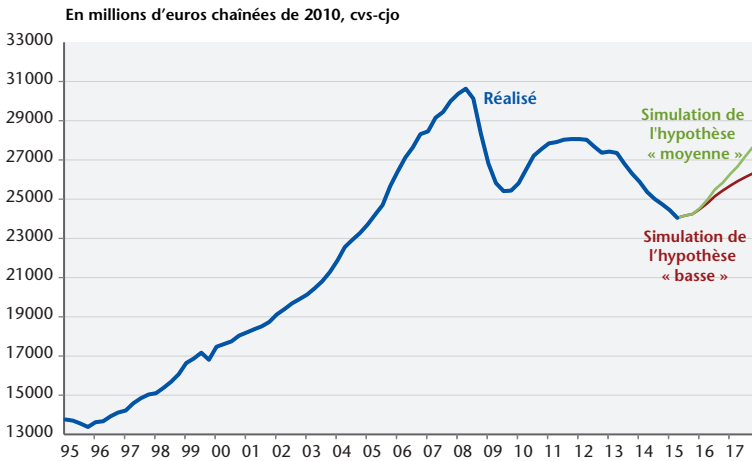
Sous l'hypothèse, retenue dans notre prévision, d'une stabilité à leurs dernières valeurs connues (hypothèse « Basse ») des variables exogènes introduites dans la modélisation (permis, mises en chantier, enquêtes), l'investissement en logement des ménages, après une baisse de 4 % en 2015 progresserait de 3 % en 2016 et de 4 % de 2017 (graphique 26).

Il est à noter que sous l'hypothèse d'un retour des variables exogènes à leurs valeurs moyenne de longue période (hypothèse « Moyenne »), l'investissement logement, après une baisse de 4 % en 2015, croîtrait de 4 % en 2016 et de près de 7 % en 2017 (graphique 26).

**Graphique 25. Opinion des promoteurs sur la demande de logements neufs et les perspectives de mises en chantier**



**Graphique 26. Investissement en logement des ménages**



Entre 2015 et 2017, la baisse du chômage et le dynamisme du revenu disponible réel des ménages devraient contribuer à ramener le taux d'épargne des ménages à son niveau de 2013, soutenant ainsi la reprise de la consommation des ménages (tableau 13). Le dynamisme de la consommation des ménages observé au premier semestre 2015 (+0,9 %), sous l'effet de l'accélération du pouvoir d'achat des ménages, tiré par la baisse des prix à la pompe et du fioul domestique, devrait se poursuivre au second semestre mais à un rythme plus modéré (+0,7 %). Ainsi, sur l'ensemble de l'année 2015, la consommation des ménages en biens et services devrait croître de 1,6 %. En 2016 et 2017, ces tendances, soutenues par un prix de l'énergie bas et une reprise du marché de l'emploi, devraient se traduire une croissance respective de la consommation des ménages de 1,7 % et 2 %.

Tableau 13. Les déterminants du taux d'épargne

	2002-2008	2009-2014	2015*	2016*	2017*
Variations réalisées/estimées	-0,4	0,6	0,1	-0,2	-0,3
Écart critique (g-r)**	0,2	0,9	-0,1	-0,3	-0,1
Effet richesse immobilière	-1,0	-0,2	0,1	0,1	0,0
Variation du chômage	0,1	0,6	0,0	0,0	-0,1
Variation du revenu	-0,1	-0,4	0,1	0,1	0,0
Mesures fiscales	0,4	-0,3	0,0	0,0	0,0

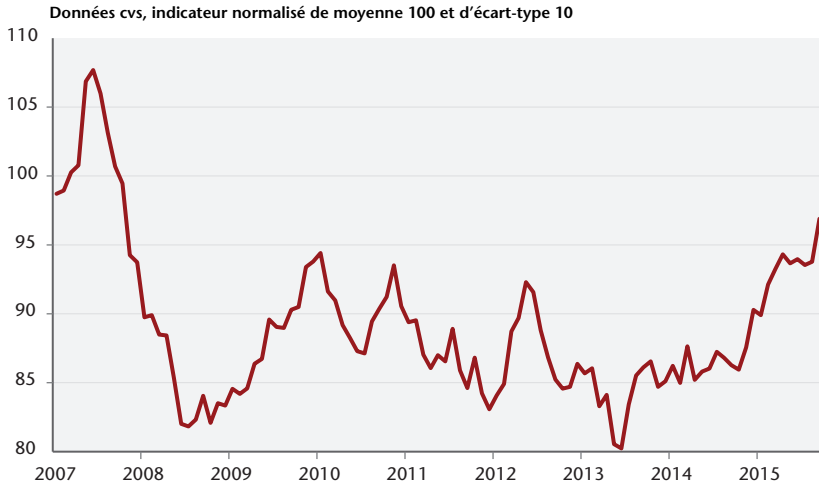
\* Prévisions.

\*\* 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* 2015-2017, septembre 2015.

Signe de l'amélioration de la situation des ménages, l'indicateur de confiance des ménages, qui synthétise l'opinion de ces derniers en termes de niveau de vie (passé et futur), de situation financière personnelle (passée et future), de perspective de chômage, d'opportunité de faire des achats importants et de capacité à épargner (actuelle et dans les mois à venir), s'est fortement accru ces derniers mois. En septembre 2015, il a ainsi atteint son plus haut niveau observé depuis la fin de l'année 2007 (graphique 27).

## Graphique 27. Indicateur synthétique de confiance des ménages



Source : INSEE.

### Encadré 5. Vers un rétablissement du pouvoir d'achat des ménages ?

L'évolution des composantes du pouvoir d'achat des ménages est à même de dépendre l'ampleur de l'austérité budgétaire mise en place pendant la crise et *a contrario* son relâchement dans les semestres à venir. Cette analyse permet d'identifier les canaux de transmission des restrictions budgétaires (prestations sociales et prélèvements) et salariales (revenus du travail). La première décennie des années 2000 est belle et bien différenciée en deux périodes : un avant et un après crise des *subprime*. Ainsi, alors que sur la période 2000-2007 le pouvoir d'achat a augmenté de plus de 4 000 euros par ménage (soit 500 euros en moyenne par an par ménage), il s'est réduit de plus de 1 200 euros entre 2008 et 2014 (voir tableau 14 et graphique 28).

Soutenus par la création de plus de 2 millions d'emplois en équivalent temps plein sur la période 2000-2007, les revenus réels du travail par ménage ont augmenté de 0,9 % en moyenne par an. Mais ce sont surtout les revenus réels du capital par ménage (qui intègre les loyers « fictifs » des ménages occupant le logement dont ils sont propriétaires) qui ont connu une forte hausse sur cette période (+ 1,7 % par an en moyenne). De même, les prestations sociales en espèces ont cru de 1 % en moyenne en réel sur cette période. Du côté des charges, les prélèvements fiscaux et sociaux de 2000 à 2007 ont contribué à réduire le pouvoir d'achat par ménage d'environ 100 euros en moyenne par an. Depuis 2008, le pouvoir d'achat par ménage a fortement chuté. Ainsi, entre 2008 et 2014, il s'est réduit en moyenne de 200 euros par an et par ménage.

Tableau 14. Variation du pouvoir d'achat par ménage

En euros 2014

		Revenus du travail (y. c. EBE des EI)	Revenus du capital (y. c. loyers implicites)	Prestations sociales en espèces	Autres ressources	Total ressources	Impôts sur le revenu et le patrimoine	Cotisations sociales (salariées et non salariées)	Total charges	RDB réel
<b>Variation cumulée</b>	2000-2007	2 287	1 378	1 122	34	4 821	-110	-669	-779	<b>4 042</b>
	2008-2015 <i>dont:</i>	-433	-871	1800	-107	389	-939	-325	-1265	<b>-875</b>
	2008-2010	-294	-613	1023	-1	114	36	-36	0	<b>114</b>
	2011-2013	-580	-204	376	-172	-580	-825	-126	-951	<b>-1530</b>
	2014-2017	934	193	283	316	1726	-185	-280	-465	<b>1261</b>
<b>Variation annuelle moyenne</b>	2000-2007	286	172	140	4	603	-14	-84	-97	<b>505</b>
	2008-2015 <i>dont:</i>	-62	-124	257	-15	56	-134	-46	-181	<b>-125</b>
	2008-2010	-98	-204	341	0	38	12	-12	0	<b>38</b>
	2011-2013	-193	-68	125	-57	-193	-275	-42	-317	<b>-510</b>
	2014-2017	311	64	94	105	575	-62	-93	-155	<b>420</b>

Sources : INSEE, calculs OFCE.

Depuis le début de crise, nous pouvons distinguer trois sous-périodes :

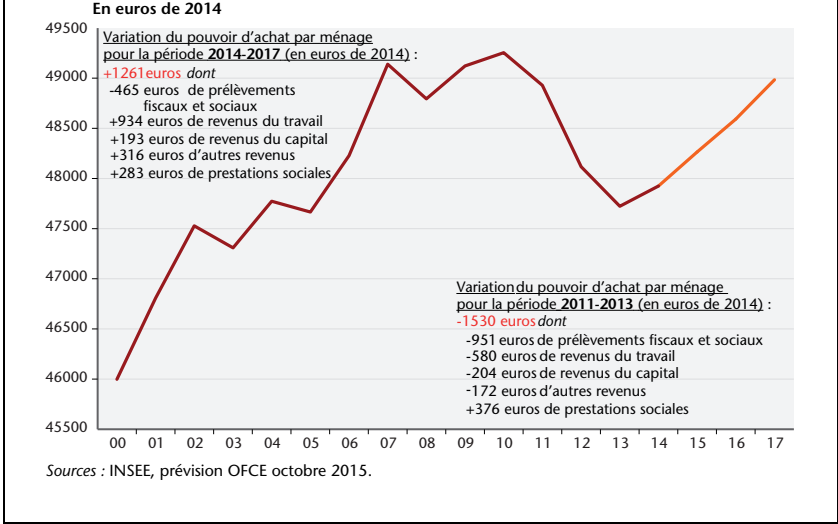
— La première de 2008 à 2010 se caractérise par une relativement forte résistance du pouvoir d'achat par ménage, qui a augmenté de près de 40 euros par an en moyenne, et ce malgré la perte de 250 000 emplois sur cette période et la forte baisse des revenus du capital (200 euros en moyenne par an par ménage). D'une part, la forte baisse des prix du pétrole à partir de la mi-2008 a eu pour effet de soutenir le revenu réel, notamment les salaires réels qui ont augmenté de 0,9 % en moyenne annuelle. D'autre part, le plan de relance et les amortisseurs sociaux du système social français ont joué leur rôle contra-cyclique en préservant le pouvoir d'achat moyen avec une forte hausse des prestations sociales en nature (+340 euros en moyenne par an par ménage) et une contribution légèrement positive des impôts au pouvoir d'achat.

— La seconde période, de 2011 à 2013, est marquée par une très forte consolidation budgétaire, période durant laquelle les prélèvements obligatoires vont augmenter d'environ 70 milliards d'euros en trois ans avec un impact massif sur le pouvoir d'achat. La hausse des prélèvements fiscaux et sociaux ont amputé le pouvoir d'achat de 950 euros par ménage, soit 317 euros en moyenne par an. La très faible augmentation de l'emploi et la stagnation des salaires réels ont contribué, sous l'effet de la hausse du nombre de ménages (+0,9 % par an), à réduire les revenus réels du travail par ménage de près de 200 euros par an et seules les prestations sociales ont contribué positivement au pouvoir d'achat (environ 125 euros par an et par ménage). Au final, le pouvoir d'achat par ménage s'est contracté de 1 530 euros en 3 ans.

— La troisième période, 2014 et 2017, marquerait le début du rétablissement du pouvoir d'achat par ménage. Pour la seule année 2014, ce dernier a cru de 200 euros, première augmentation observée depuis 4 ans. Sur la période 2014-2017, sous l'effet du dynamisme des revenus réels du travail (+934 euros), du capital (+193 euros) et des prestations sociales (+283 euros) et de la moindre consolidation budgétaire entraînant de fait un relatif relâchement de la pression fiscale (hausse des prélèvements sociaux et fiscaux deux fois moindre que sur la période précédente), le pouvoir d'achat par ménage devrait croître de 1 261 euros par ménage, soit en moyenne 315 euros par an et par ménage. Bien que cette croissance nouvelle du pouvoir d'achat par ménage devrait ramener ce dernier à un niveau proche de celui de 2011, cette dynamique favorable dans un contexte de reprise naissante ne devrait pas suffire à effacer les baisses importantes de pouvoir d'achat accusées par les ménages au cours de la période 2011-2013. Ainsi, en 2017, le pouvoir d'achat par ménage resterait encore inférieur à celui observé en 2007, avant la crise des *subprime*.



**Graphique 28. Pouvoir d'achat des ménages entre 2000 et 2017**



## 10. Investissement : la clé de la reprise

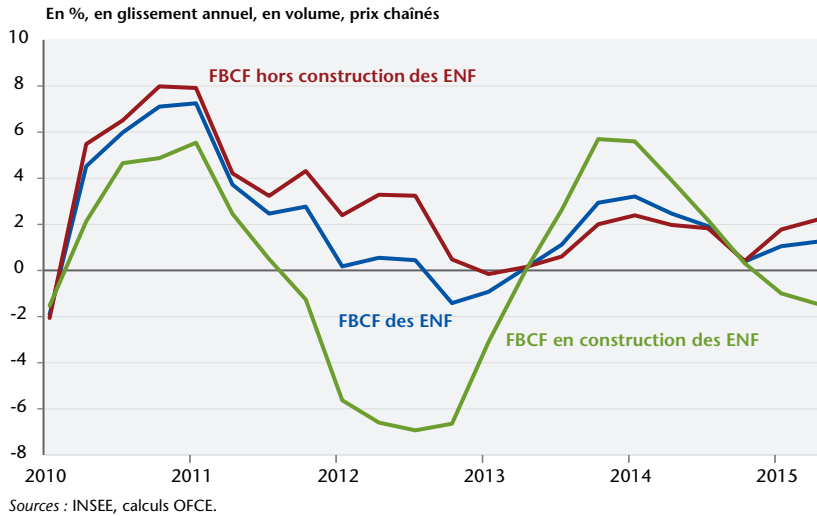
Depuis la mi-2014, le taux de croissance trimestriel de l'investissement des Entreprises non financières (ENF) est positif mais son rythme reste très faible (0,2 % en moyenne par trimestre). Si le taux de croissance de la FBCF des ENF, en glissement annuel, est en accélération depuis la fin 2014, passant de 0,4 % fin 2014 à 1,1 % mi-2015, cela reste insuffisant pour enclencher une hausse du taux d'investissement, celui-ci étant quasiment stable depuis un an et demi.

Il est à noter que depuis le deuxième trimestre 2014, la construction contribue négativement à cette FBCF – en effet, entre le début de l'année 2014 et le deuxième trimestre 2015, l'investissement hors construction, a crû de 2,4 % alors que l'investissement total n'a augmenté que de 1,4 % en raison de la contraction de l'investissement en construction de 1,5 % sur la même période.

Ainsi, la FCBF hors construction, qui est considérée comme la plus productive (biens d'équipements, Information-Communication, R&D...), s'améliore depuis la fin 2014, et ce plus nettement que l'agrégat total de la FBCF, la FBCF hors construction passant de

0,4 % en glissement annuel fin 2014 à 2,2 % au deuxième trimestre 2015 (graphique 29).

**Graphique 29. Investissement des ENF avec et sans la construction**



S'il est vrai que le sous-investissement a pesé sur les capacités de production de l'économie française et réduit le potentiel de croissance de court terme, le redressement de l'investissement, sous l'effet de l'accélération de la demande adressée aux entreprises et de l'amélioration des anticipations d'activité, du redressement significatif du taux de marge et d'un coût réel du capital bas, permettrait une reconstitution progressive des capacités de production des entreprises et rapprocherait l'économie française de son potentiel de long terme.

Or l'équation d'investissement utilisée dans *e-mod.fr*, estimée en périodes trimestrielles sur la période 1980-2015 (Ducoudré et Plane, 2015), qui comporte des variables explicatives traditionnelles (valeur ajoutée marchande, taux d'utilisation, coût réel du capital, taux de marge), permet de comprendre la dynamique de l'investissement sur longue période, et en particulier sur la période très heurtée de 2008 à 2015. Ainsi, au regard de ces déterminants et de leur évolution attendue à l'horizon 2017, une reprise de l'investissement des entreprises est prévisible.

Tout d'abord le taux de marge des sociétés non financières (SNF) s'est nettement redressé depuis le deuxième trimestre 2014 (2 points de valeur ajouté en un an) (voir graphique 30) sous les effets conjoints de la baisse des prix du pétrole, de la montée en charge du CICE et de la mise en place de la première tranche du Pacte de responsabilité.

Comptablement, la baisse des prix des consommations intermédiaires énergétiques, qui n'a pas été intégralement répercutée dans les prix de valeur ajoutée, a permis une hausse de 1,2 point de VA du taux de marge des SNF au cours des quatre derniers trimestres.

#### **Encadré 6. Une décomposition comptable de l'évolution du taux de marge : quel impact du CICE et de la baisse des prix du pétrole ?**

Le taux de marge des Sociétés non financières (SNF) s'est très fortement dégradé entre le début de l'année 2008 et la fin 2013, celui-ci accusant un recul de 4,3 points de valeur ajoutée (VA) en l'espace de six ans (voir graphique 31). Mais depuis la fin 2013, le taux de marge des SNF a connu une relative stabilité dans un premier temps puis s'est nettement redressé dans un second. Il s'est ainsi amélioré de 1,8 points de VA en l'espace de six trimestres, passant de 29,3 % de la VA fin 2013 à 31,1 % au deuxième trimestre de l'année 2015, ce qui correspond au moment de la mise en place du CICE et de sa montée en charge.

Tout d'abord, bien que provisoire, la dernière version des comptes nationaux trimestriels nous montre que le taux de marge ne s'améliore pas depuis la mise en place du CICE mais seulement depuis la mi-2014. En effet, si le taux de marge s'est bien redressé au premier trimestre 2014, cet effet n'a duré que le temps d'un trimestre, celui-ci se dégradant de nouveau au deuxième trimestre 2014. L'amélioration du taux de marge est concentrée sur les quatre derniers trimestres (2014t3-2015t2) alors même que les effets du CICE, comptabilisé comme une subvention aux rémunérations, apparaissent sur les comptes des entreprises dès le début de l'année 2014.

Ainsi, une analyse de la décomposition comptable de la variation du taux de marge depuis la mise en place du CICE est riche en enseignements (voir graphique 30). On peut distinguer deux sous-périodes depuis la mise en place du CICE : la première, entre le dernier trimestre 2013 et le deuxième trimestre 2014, au cours de laquelle on observe une légère dégradation du taux de marge des SNF (-0,2 point de VA) et la seconde, entre le deuxième trimestre 2014 et le deuxième trimestre 2015, qui se caractérise par une forte amélioration du taux de marge (+2 points de VA). Il ressort de la comparaison de ces deux sous-périodes plusieurs éléments.

Premièrement, la contribution comptable du CICE à la hausse du taux de marge, sous forme de subventions à la rémunération, est légèrement supérieure dans la première sous-période (0,8 point de VA) à la seconde (0,7 point de VA). Or, malgré cette forte contribution du CICE au taux de marge durant la première sous-période, le taux de marge ne s'est pas amélioré entre la fin 2013 et le deuxième trimestre 2014.

Deuxièmement, au cours des deux sous-périodes, les salaires réels (déflatés des prix à la consommation) ont évolué plus rapidement que la productivité du travail, conduisant à une augmentation respective des coûts salariaux unitaires (CSU) réels de 0,8 point au cours de la première sous-période et de 0,2 point au cours de la seconde. Les effets positifs du CICE sur le taux de marge (0,8 point de VA) au cours de la première période (2013t4-2014t2) ont été intégralement absorbés par la hausse des CSU réels, ce qui n'a pas été le cas au cours de la seconde période (2014t3-2015t2)

Troisièmement, parmi les composantes du taux de marge, deux ont connu des évolutions très différentes dans les deux sous-périodes : la première est liée au prix relatif de la valeur ajoutée par rapport à celui de la consommation. En effet, en raison de la baisse des prix du pétrole en euros de 30 % entre le deuxième trimestre 2014 (110 dollars en moyenne pour le prix du Brent, soit 80 euros) et le deuxième trimestre 2015 (62 dollars en moyenne, soit 56 euros), les prix à la consommation ont fortement ralenti, sous l'effet de la chute du prix des importations de produits pétroliers. Or, en ne répercutant pas intégralement les baisses des prix de consommation intermédiaire liées à la chute des cours pétroliers, les prix de valeur ajoutée des entreprises en France n'ont pas évolué comme les prix de consommation au cours des quatre derniers trimestres. Entre le deuxième trimestre 2014 et le deuxième trimestre 2015, le prix de la valeur ajoutée marchande a crû de 1,4 % alors que les prix de consommation des ménages n'ont pas augmenté. Ce différentiel de prix a ainsi contribué à améliorer les taux de marge des entreprises de 1,2 point de VA entre le deuxième trimestre 2014 et le deuxième trimestre 2015 alors que cet effet de prix relatif n'a pas joué sur la première période.

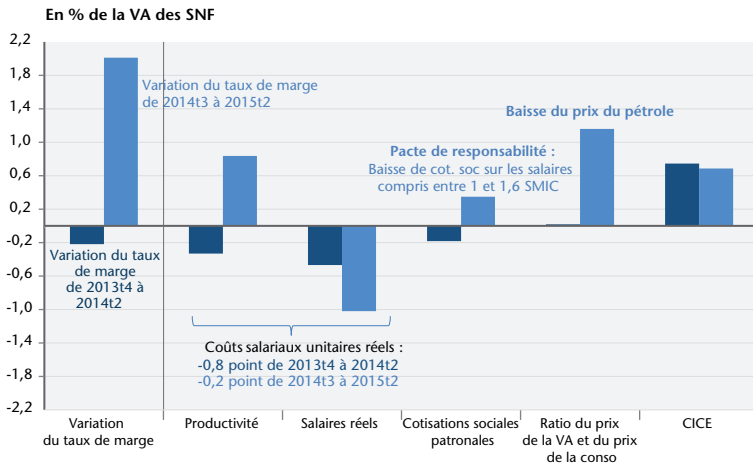
Enfin, la mise en place début 2015 de la première tranche du Pacte de responsabilité, en réduisant les cotisations sociales patronales sur les salaires compris entre 1 et 1,6 SMIC, a conduit à améliorer le taux de marge des entreprises de 0,3 point de VA au cours de la seconde période alors que la hausse des cotisations patronales liées aux retraites au début de l'année 2014 a contribué à réduire le taux de marge de 0,2 point de VA au cours de la première période.

De cette analyse, il ressortirait donc que le CICE ait eu un effet très faible, voire pas du tout d'effet sur le taux de marge des entreprises au cours de la première période, contribuant ainsi à la croissance relative-ment dynamique des rémunérations du travail malgré le ralentissement

de l'inflation. Mais à l'inverse, le CICE aurait eu un impact significatif positif (de l'ordre de 0,5 point de VA) au cours de la seconde période.

Une explication possible viendrait de la vitesse d'apprentissage des entreprises vis-à-vis d'un dispositif fiscal nouveau et complexe qu'est le CICE. La mise en place du CICE n'aurait pas été au départ pleinement anticipé par les entreprises, ces dernières utilisant les premiers versements du CICE pour le redistribuer en partie sous forme de primes à leurs salariés<sup>4</sup> après plusieurs années de modération salariale. L'accélération de la croissance du salaire moyen par tête (SMPT) entre la fin 2013 et la mi-2014, contrairement au salaire mensuel de base (SMB), pourrait corroborer cette explication<sup>5</sup> (graphique 30). En revanche, dans un second temps, en ayant une meilleure connaissance du dispositif, les entreprises auraient intégré le CICE dans leur *business plan*, l'utilisant différemment qu'au cours de la première année, notamment pour redresser les marges de leurs entreprises.

**Graphique 30. Contribution des composantes à la variation du taux de marge des sociétés non financières depuis la fin 2013**



Sources : Insee, calculs OFCE.

4. En revanche, si l'inflation avait été mal anticipée par les chefs d'entreprises, les rémunérations auraient quand même accéléré indépendamment du CICE. Dans ce cas, le contrefactuel aurait pu être que, sans le CICE, le taux de marge des entreprises se serait plus dégradé que ce qui a été constaté sur le période 2013t4/2014t2. Dans ce cas, le CICE aurait contribué positivement au taux de marge sur cette période.

5. Contrairement au SMB, le SMPT prend en compte les effets structurels (évolution des qualifications, part du temps partiel), conjoncturels (niveau des heures supplémentaires) et saisonniers (primes). Avec des effets structurels, liés à l'évolution des qualifications, qui jouent peu à court terme sur les différences de dynamique entre le SMB et le SMPT, et une réduction de heures supplémentaires ainsi qu'une relative stabilité de la part des emplois à temps partiel, la principale explication potentielle à l'écart de croissance entre le SMPT et le SMB est qu'une partie du CICE ait pu servir à augmenter les primes versées aux salariés, tirant vers le haut la croissance du SMPT contrairement au SMB.

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 : selon le dernier Rapport du Comité de suivi du CICE (France Stratégie, 2015), ce dispositif, considéré comme une subvention d'exploitation en comptabilité nationale représentait 10,2 milliards en 2014 et devrait être, selon le PLF 2016, de 17,3 milliards en 2015, 18,5 milliards en 2016 et 19,3 milliards en 2017. Le Pacte de responsabilité, qui vient compléter le CICE visant à réduire le coût du travail, représenterait un allègement de cotisations patronales pour les entreprises de 4,5 milliards en 2015 et 8 milliards en 2016. Si l'on ne tient pas compte des mesures fiscales prévues dans le cadre du Pacte de responsabilité<sup>6</sup>, les mesures favorisant l'abaissement du coût du travail et le redressement des marges (CICE et Pacte de responsabilité) représentent au total près de 23 milliards en 2015 et 27 milliards en 2016 (après 10,2 milliards en 2014). Enfin, bien que d'un coût budgétaire inférieur au CICE et au Pacte de responsabilité, le nouveau mécanisme fiscal de suramortissement présenté par le Premier ministre, ciblant les investissements industriels pour les PME (2,5 milliards sur cinq ans) renforce l'amélioration des marges des entreprises.

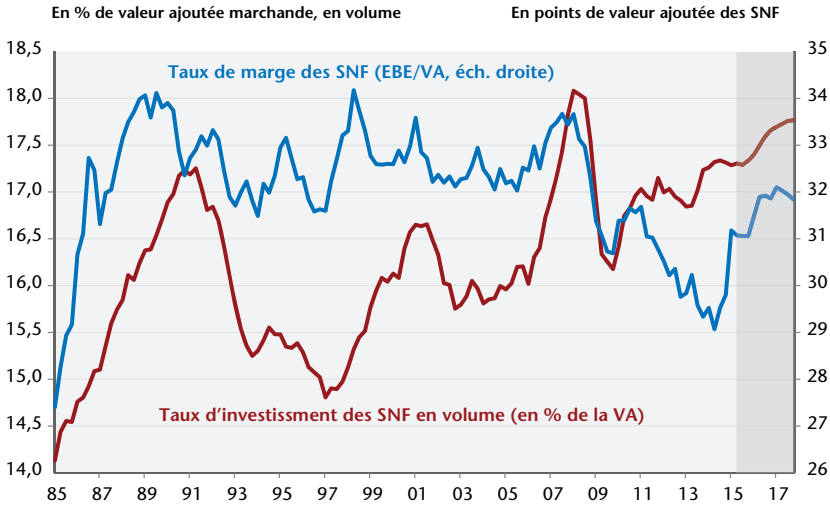
Ainsi le taux de marge des sociétés non financières passerait de 29,8 points de valeur ajoutée fin 2014 à 31,1 fin 2015 et devrait continuer à s'améliorer au cours des trimestres suivants pour atteindre 31,9 points à la fin 2016, revenant ainsi à un niveau supérieur à celui de début 2011 (graphique 31).

Un autre élément favorable à la reprise de l'investissement est le niveau historiquement bas du coût du capital des entreprises, notamment grâce à la politique monétaire non conventionnelle permettant de maintenir les taux de prêts aux entreprises à des niveaux très bas. Les effets de cette politique seront d'autant plus forts que les investisseurs considèrent que la politique monétaire innovante menée par la BCE crédibilise 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 0 %.

---

6. La baisse de la fiscalité sur les entreprises, avec la suppression progressive de la C3S, de la surtaxe IS et la baisse du taux d'IS représentent 1 milliard en 2015, 4,5 milliards en 2016 et 11 milliards en 2017.

**Graphique 31. Taux d'investissement et taux de marge des sociétés non financières**



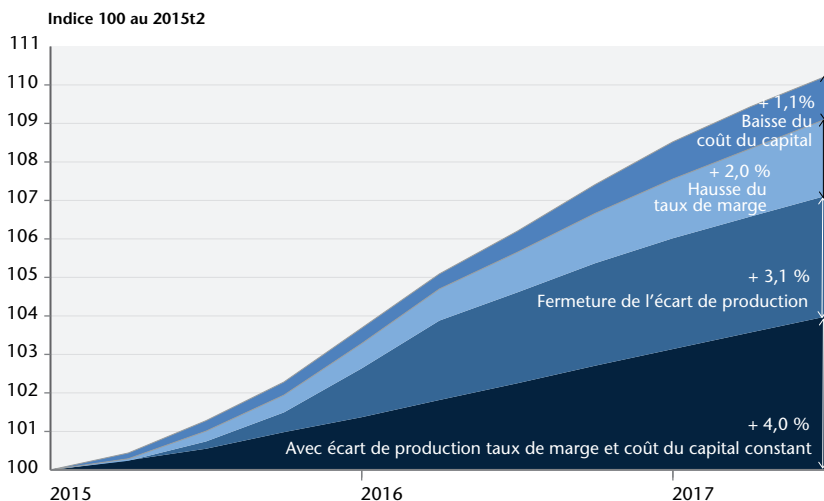
Sources : Insee, estimations et prévision OFCE *e-mod.fr* 2015-2017, octobre 2015.

Enfin, la remontée du taux d'utilisation – revenu à son niveau de début 2011 – couplée à l'amélioration des perspectives d'activité – tirée à la fois par la hausse de la demande interne avec l'amélioration du pouvoir d'achat des ménages liée à la baisse des prix du pétrole et la demande externe du fait de la dépréciation de l'euro – sont un puissant vecteur de la reprise de l'investissement.

Au final, si le rebond de l'investissement des SNF devrait être modéré à court terme (+0,4 % au troisième trimestre 2015 et +0,8 % au quatrième trimestre 2015), notamment en raison des surcapacités encore existantes et d'une croissance modérée, celui-ci devrait s'accélérer en 2016 et 2017 atteignant 4 % en moyenne annuelle en 2016 et 3,9 % en 2017. Selon notre équation d'investissement, sur les dix trimestres à venir (2015t3-2017t4), celui-ci augmenterait de 10,3 % en volume (graphique 32). L'accélération de la croissance et la fermeture de l'*output gap*, contribueraient à augmenter l'investissement de 3,1 % sur cette période, le bas niveau du coût du capital de 1,1 % et l'amélioration des taux de marge de 2 % (graphique 32). À noter que si à long terme, une hausse de 1 point du taux de marge permet d'améliorer de près de 2 % le niveau de l'investissement, cet effet joue avec retard (décalage de trois trimestres) et affiche une lente montée en charge

(seulement la moitié de l'effet total est réalisé au bout de deux ans et demi). Enfin, si l'*output gap*, le coût du capital et les taux de marge étaient restés constants sur la période 2015t3-2017t4, alors l'investissement n'aurait crû que de 4 % sur les dix trimestres à venir.

**Graphique 32. Évolution de l'investissement des sociétés non financières sur la période 2015t3/2017t4 et contribution des déterminants à son évolution**



## 11. La longue route vers les 3 %

Le déficit public s'est réduit de 3,3 points de PIB en l'espace de cinq ans, passant de 7,2 points de PIB en 2009 à 3,9 points en 2014, alors même que les conditions conjoncturelles ont pesé sur les finances publiques. Cette amélioration s'explique uniquement par la politique de restriction budgétaire qui a permis une réduction de 4,3 points de PIB du déficit structurel. Selon le gouvernement, le déficit public baisserait de 0,1 point de PIB en 2015 (3,8 % du PIB), de 0,5 point en 2016 (3,3 %) et de 0,6 point en 2017, année où le déficit passerait en dessous de la « barre des 3 % » pour s'établir à 2,7 %. Au final, il se sera écoulé dix ans entre le moment où la France a franchi le seuil des 3 %, en 2008 soit au déclenchement de la crise, et le moment où elle est revenue en-dessous (2017), et ce malgré des efforts budgétaires historiques sur



la période 2010-17 (l'amélioration du solde structurel serait de 5,3 points tout au long de cette période).

La réduction du déficit annoncée par le gouvernement est vraisemblable : selon nos calculs il devrait même s'établir à 3,7 % en 2015 puis à 3,2 % en 2016 et 2,7 % en 2017 (tableau 15), ce qui constitue une trajectoire légèrement plus favorable que celle retenue par le gouvernement. Néanmoins, les facteurs expliquant la baisse des déficits sont différents. Selon le Projet de Loi de Finances 2016 (PLF 2016), le déficit s'améliorerait essentiellement sous l'effet d'un ajustement structurel de 0,5 point par an alors que la croissance prévue par le gouvernement resterait inférieure ou égale au potentiel en 2015 et en 2016. Notre scénario table plutôt sur une réduction des déficits qui s'expliquerait en partie par la reprise de l'activité et en partie par l'amélioration du solde structurel (0,3 point par an à partir de 2016).

Tableau 15. Décomposition de la variation du solde public

En points de PIB	2014	2015	2016	2017
<b>Solde public</b>	-3,9	-3,7	-3,2	-2,7
Variation du solde public (A+B+C+D+E)	0,1	0,2	0,6	0,5
Variation des taux de PO (A=A1+A2)	0,2	-0,2	-0,1	-0,2
<i>dont mesures nouvelles sur les PO (A1)</i>	0,1	-0,2	-0,1	-0,2
<i>dont élasticité spontanée des recettes fiscales au PIB (A2)</i>	0,1	0,0	0,0	0,0
Gains dus à écart entre croissance dépenses publiques hors crédits d'impôts et PIB potentiel	0,6	0,7	0,5	0,3
<i>dont dépenses publiques primaires hors crédits d'impôts non restituables* (B1)</i>	0,4	0,7	0,5	0,5
<i>dont charges d'intérêts sur la dette publique (B2)</i>	0,1	0,0	0,0	-0,1
Variation solde conjoncturel (C)	-0,6	-0,1	0,3	0,4
Impact des recettes non fiscales sur le PIB (D)	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Impact clé de répartition crédits d'impôts restituables (E)	-0,1	0,0	0,0	0,1
Variation solde structurel (F=A+B)	0,7	0,5	0,4	0,1
Variation solde structurel primaire**(G=A+B1)	0,6	0,5	0,3	0,3
Effort structurel***(H=A1+B1)	0,5	0,5	0,3	0,3

\* Cela correspond à l'écart entre la croissance du PIB potentiel et celle de la dépense publique primaire, pondéré par la part des dépenses primaires dans le PI. 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 2016, calculs et prévisions OFCE *e-mod.fr* 2015-2017, octobre 2015.

Si notre évaluation de l'ajustement structurel est inférieure à celle du gouvernement, cela s'explique essentiellement par l'évaluation différente de la croissance potentielle. Ainsi, l'écart ne provient pas d'un avis divergeant sur l'ampleur en milliards d'euros des mesures fiscales ou des efforts en économies qui seront réalisés au cours des prochaines années.

Dans ce contexte, la dette publique au sens de Maastricht augmenterait, selon nos prévisions, de 0,6 point de PIB en 2015 et de 0,2 point en 2016 et de 0,1 point en 2017 pour atteindre 96,6 % du PIB en 2017. Cette évaluation tient compte d'un flux de créances favorable, tel qu'annoncé par le gouvernement dans le PLF 2016.

La trajectoire de déficit nominal annoncée par le gouvernement serait conforme à la recommandation du Conseil du 10 mars 2015, établie dans le cadre de la procédure de déficit excessif. Cette trajectoire permettrait à la France de sortir de la procédure à horizon 2017. Toutefois, l'évolution du solde structurel annoncée par le gouvernement est en deçà de la recommandation (tableau 16). Dans le volet correctif du Pacte de stabilité et de croissance, seul le respect de la cible nominale est nécessaire pour éviter un durcissement de la procédure, pouvant mener à l'imposition de sanctions. En cas de non-respect des cibles nominales, une évaluation de l'ampleur de l'effort structurel sera réalisée, et dans ce cas, les efforts annoncés ne seraient pas suffisants pour éviter le durcissement de la procédure. Ce risque de dérapage de la trajectoire du déficit nominal peut rendre nécessaire la mise en place de mesures correctives afin d'écarter la possibilité de sanctions financières prévues dans le Pacte de stabilité.

**Tableau 16. Objectifs budgétaires et engagements européens**

En points de PIB

	2014	2015	2016	2017
<b>Solde nominal (Recommandation du Conseil)</b>	-4,3	-4,0	-3,4	-2,8
<b>Solde nominal (prévision du gouvernement)</b>	-4,0	-3,8	-3,3	-2,7
<b>Solde nominal (prévision OFCE)</b>	-3,9	-3,7	-3,2	-2,7
<b>Variation du solde structurel (Recommandation du Conseil)</b>	0,4	0,5	0,8	0,9
<b>Variation du solde structurel (prévision du gouvernement)</b>	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Variation solde structurel (prévision OFCE)</b>	0,4	0,5	0,3	0,3

Sources : Insee, PLF 2016, calculs et prévisions OFCE *e-mod.fr* 2015-2017, octobre 2015..

## Une stratégie de réduction des déficits basée sur la dépense publique

L'année 2014 a marqué une inflexion dans la stratégie d'ajustement fiscal française mise en place depuis 2009. Entre 2010 et 2013, l'effort budgétaire a été réalisé essentiellement à travers la hausse de la fiscalité, comme l'atteste la progression de 3,7 points du taux de prélèvements obligatoires (PO) alors que l'effort en dépenses restait faible. En 2014 le taux de PO a conservé une orientation haussière mais l'essentiel de l'effort budgétaire réalisé a été fait sur la dépense publique. La dépense publique, hors crédits d'impôts<sup>7</sup>, a connu sa progression la plus faible depuis 1959 – année du début des comptes nationaux publiés par l'Insee – ; en valeur, la dépense hors crédits d'impôts a augmenté de 0,9 % et de seulement 0,3 % en volume (déflatée par les prix du PIB).

La poursuite de cette stratégie a été confirmée lors du vote de la Loi de programmation des finances publiques (LPPF) de 2015. Celle-ci prévoyait notamment la mise en œuvre d'un ambitieux plan de 50 milliards d'euros d'économies de dépenses publiques au cours de la période 2015-2017. Le PLF 2015 a constitué la première étape de l'application du plan et comme certaines mesures n'ont pas eu le rendement escompté, notamment en raison de la faible inflation qui diminuait les économies réalisées à travers les nouvelles modalités de revalorisation des retraites de base et complémentaires, le gouvernement a présenté des mesures supplémentaires pour un montant de 4,5 milliards d'euros en mai 2015. Au total 18,6 milliards d'euros d'économies seraient réalisés en 2015.

Le PLF 2016 confirme cette orientation pour les années à venir et fournit le détail sur la nature des économies en dépenses qui seront réalisées en 2016 (tableau 17).

En 2016, l'État et ses opérateurs réaliseront une économie en dépenses de 5,1 milliards :

- 2,7 milliards de ces économies seraient liés à l'évolution des interventions de l'État. Celles-ci devraient reculer de 1 milliard, alors qu'elles évoluent de façon spontanée de

---

7. Les crédits d'impôts restituables – essentiellement le CICE et le CIR – sont comptabilisés en dépenses publiques par la base 2010 des comptes nationaux. Afin de rester plus proches des concepts économiques les dépenses publiques seront analysées hors crédits d'impôts, qui seront analysées comme une composante de la fiscalité.

1,7 milliard par an selon le PLF, en lien notamment avec la réforme des APL, la fusion de la PPE et du RSA et la réforme des modalités d'indexation des prestations sociales<sup>8</sup>.

- 1 milliard d'économies sur les subventions pour charges de service public et sur les taxes affectées, essentiellement à travers le contrôle de l'emploi des opérateurs de l'État.
- La masse salariale de l'État devrait augmenter de 700 millions d'euros alors que celle-ci progresserait de façon tendancielle de 1,5 milliard chaque année, ce qui représente une économie de 800 millions d'euros. Ces économies sont réalisées par la stabilité du point d'indice de la fonction publique et le contrôle des enveloppes catégorielles. La maîtrise des salaires est quelque peu contrecarrée par la création de 8 202 postes en équivalent temps plein, essentiellement dans la Défense, l'Éducation nationale et l'Enseignement supérieur.
- 600 millions d'euros dans la rationalisation des dépenses de fonctionnement, notamment à travers la rationalisation des achats de l'État et dans la gestion du patrimoine immobilier.

Les concours financiers de l'État envers les collectivités territoriales seraient réduits de 3,5 milliards d'euros en 2016. Cette baisse de la dotation aux collectivités locales serait accompagnée d'une réforme de la dotation globale de fonctionnement des communes et d'un plan de soutien à l'investissement public. En dépit de ce programme, l'investissement public devrait s'établir à son niveau historique le plus bas en pourcentage du PIB (3,5 % selon le PLF 2016). Depuis la LPFP de 2014 un objectif d'évolution de la dépense publique locale a été créé (Odedel). En 2015, l'objectif a été fixé à +0,5 % en valeur pour l'ensemble des dépenses et à +2 % pour les dépenses de fonctionnement. Selon le PLF 2016, sur la base de données encore parcellaires, l'Odedel serait respecté en 2015. Pour l'année 2016, l'Odedel serait fixé à +1,2 % pour l'ensemble de la dépense, soit un niveau supérieur à celui de 2015 en lien avec la hausse prévue par le gouvernement de l'inflation et

---

8. Cette réforme regroupe la date des revalorisations de l'ensemble des retraites au 1<sup>er</sup> octobre de chaque année et au 1<sup>er</sup> avril pour les autres prestations. En outre, elle met en place une règle qui stabilise les prestations en cas d'inflation négative. Dans le cas où l'inflation est positive, les prestations sont revalorisées selon la moyenne annuelle des douze derniers mois des dernières données publiées de l'inflation hors tabac. Si cette réforme devrait avoir un impact neutre à long terme sur les prestations, l'année de sa mise en place améliore les finances publiques de 500 millions d'euros du fait du décalage de la revalorisation des prestations.

une certaine accélération de l'investissement qui a pâti en 2015 des effets du cycle électoral communal. Toutefois, l'Odedel des dépenses de fonctionnement serait plus bas qu'en 2015 (à +1,6 %), signe de l'effort en dépenses demandée<sup>9</sup>.

Tableau 17. Répartition des économies prévues sur la dépense publique en 2015 et en 2016

	2015		2016	
	Mds d'euros	Part de l'effort, en %	Mds d'euros	Part de l'effort, en %
État et agences	8,7	47	5,1	32
Masse salariale	1,4	9	0,8	5
Interventions	3,3	21	2,7	17
Fonctionnement et investissement	1,6	10	0,6	4
Subventions aux opérateurs et taxes affectées	2,4	15	1,0	6
Collectivités territoriales	3,5	22	3,5	22
Protection sociale	6,4	40	7,4	46
Dépenses d'assurance maladie	3,2	20	3,4	21
Autres dépenses de protection sociale	3,2	20	4,0	25
<b>TOTAL</b>	<b>18,6</b>		<b>16,0</b>	

Source : PLF 2016.

Le système de protection sociale devrait contribuer à hauteur de 7,4 milliards d'euros aux économies à réaliser en 2016 :

- En ce qui concerne l'assurance maladie, l'objectif national des dépenses d'assurance maladie (ONDAM) a été fixé à +1,75 % alors que l'évolution tendancielle est de +3,6 %, constituant une économie de 3,4 milliards d'euros. Cet objectif serait atteint à travers la maîtrise du prix des médicaments, la lutte contre les prescriptions peu pertinentes et la promotion des prises en charge ambulatoires.
- Le reste du système de protection sociale devrait participer aux économies en dépenses à hauteur de 4 milliards d'euros. Ces économies proviendraient de la réforme des modalités

9. Selon le Rapport économique, social et financier en annexe du PLF 2016, la dépense totale des administrations publiques locales aurait augmenté à un rythme annuel de 3,9 % entre 2003 (date de l'acte II de la décentralisation) et 2014. Les dépenses de fonctionnement auraient augmenté au taux de 4,1 %. Ces chiffres sont à prendre avec prudence car ils ne sont pas corrigés des éventuelles évolutions du périmètre de leur action.

de revalorisation des prestations (500 millions), de la montée en charge des réformes passées, notamment de la réforme du cumul emploi-retraite (250 millions) et de la modulation des allocations familiales en fonction des revenus (300 millions). En outre, le gouvernement attend, selon le PLF, 800 millions d'euros d'économies des mesures issues des négociations relatives aux régimes d'assurance chômage et 1 milliard de celles issues des négociations sur les régimes complémentaires de retraites.

En 2017, le plan d'économies devrait permettre d'atteindre la cible de 50 milliards d'euros sur trois ans. Les économies devraient donc être de 15,4 milliards d'euros pour la seule année 2017. Si le détail précis n'est pas connu à ce jour, le PLF 2016 annonce que l'effort à réaliser par l'État et ses agences serait de 5,1 milliards d'euros, soit un montant équivalent à celui de 2016, celui des collectivités locales serait de 3,7 milliards et celui du système de protection sociale devrait générer 6,5 milliards d'économies.

Sur la base de cette information, hors crédits d'impôts, la dépense publique devrait augmenter de +1,3 % en valeur au cours des années 2015, 2016 et 2017. Sur la base de notre prévision de déflateur du PIB, l'effort, en volume, est encore plus marqué : après la quasi stabilisation attendue pour 2015 (+0,1 %), la dépense publique devrait accélérer progressivement à partir de 2016 (+0,3 % puis +0,6 % en 2017), des rythmes de progression qui sont historiquement faibles. Cette progression de la dépense publique, bien inférieure à la croissance potentielle française, marquerait un vrai effort de baisse à long terme du ratio des dépenses sur le PIB. Ainsi, sur la base de ces évolutions et de notre évaluation de la croissance potentielle, l'effort structurel en dépenses serait de 0,7 point de PIB en 2015 et de 0,5 point au cours des deux prochaines années, mais la mesure exacte de cet effort est très sensible à l'hypothèse du tendancier de dépense publique. Le PLF 2016 intègre une nouvelle révision à la hausse de la croissance potentielle pour les années 2016 et 2017, ce qui augmente l'ampleur de l'effort structurel estimé (encadré 7). Cet effort qui, au-delà des questions de contrefactuel, reste conséquent, et s'il est effectivement mis en place, devrait faire reculer, selon notre prévision, le poids des dépenses publiques dans le PIB, hors crédits d'impôts, de 2,1 points entre 2014 et 2017.

### Encadré 7. Mesure de l'effort en réduction des dépenses et croissance potentielle

Le gouvernement a revu à la hausse ses hypothèses de croissance potentielle pour les années 2016 et 2017 dans le PLF 2016 (qui serait de +1,5 % au lieu de +1,3 % comme retenu lors du vote de la Loi de Programmation des Finances Publiques en décembre 2014). Cette révision est justifiée par la prise en compte des réformes structurelles mises en place, notamment lors du vote de la loi Macron. Celle-ci serait la deuxième révision du potentiel depuis avril 2014 quand il l'estimait à +1,6 % (Programme de Stabilité 2014-2017). Ces révisions répétées rendent difficile le débat économique en général<sup>10</sup> et brouillent le débat budgétaire car la mesure des économies en dépenses est dépendante du taux de croissance potentiel. Pour mesurer l'effort en dépenses publiques, l'indicateur préféré dépend de l'écart entre l'évolution en volume des dépenses publiques, déflatées par le prix du PIB, et la croissance potentielle. La formule pour calculer l'effort en réduction des dépenses publiques est la suivante :

$$\text{Effort en dépenses}_t = \frac{G_{t-1}}{PIB_{t-1}} \times \left( \frac{\Delta G_t}{G_{t-1}} - g_t^* - \frac{\Delta P_t^{PIB}}{P_{t-1}^{PIB}} \right)$$

où  $G_t$  représente les dépenses publiques (primaires) de l'année  $t$ ,  $g_t^*$  le taux de croissance du PIB potentiel en volume de l'année  $t$  et  $P_t^{PIB}$  le déflateur du PIB de l'année  $t$ .

Ainsi, à partir d'un jeu d'hypothèses de finances publiques identique la mesure de l'effort structurel en dépenses, et *a fortiori* de l'ajustement structurel, dépendra de la croissance potentielle (tableau 18). Sous une hypothèse de croissance de la dépense publique (hors crédits d'impôts) en valeur de +1,3 % en 2016 et en 2017, l'ampleur de l'effort en réduction des dépenses aurait été évalué à 0,7 point en octobre 2015 (avec les hypothèses de potentiel du PLF 2016) ou à 0,6 point en décembre 2014 (LPPF 2014-2019). Si ces écarts semblent de faible ampleur, ils peuvent avoir des conséquences non négligeables dans l'application des règles de la gouvernance budgétaire européenne.

Pour comprendre pourquoi cette mesure de l'effort en réduction des dépenses publiques est celle retenue, il faut comprendre la notion de soutenabilité de la dette qui lui est sous-jacente. La définition théorique de la soutenabilité de la dette publique est consensuelle. La dette publique est soutenable si le stock de dette actuel peut être remboursé par le flux futur anticipé des revenus nets de l'État<sup>11</sup>. Si ce concept est

10. Pour ce débat voir Sterdyniak (2015).

11. Cette définition est acceptée tant par littérature académique (voir par exemple D'Erasmo P., Mendoza E. et Zhang J., 2015), « What is a Sustainable Public Debt? », *NBER WP*, n° 21574, septembre 2015) ou par les organisations internationales (voir FMI, 2012, « Assessing Sustainability »).

clair, son application est plus difficile. Dans la pratique, la politique budgétaire est jugée soutenable si elle permet de stabiliser le ratio de la dette publique par rapport au PIB, à un niveau jugé conforme avec le maintien du refinancement de marché. Ainsi l'évolution de la dépense publique, qui serait conforme à cet objectif, devrait permettre de stabiliser la part de la dépense publique dans le PIB à long terme. Comme la dépense publique répond essentiellement à des besoins sociaux indépendants de la conjoncture (en dehors de certaines prestations sociales comme l'assurance chômage), il ne peut pas être assuré, ni souhaitable, de stabiliser sa part dans le PIB à tout moment (ce qui impliquerait une évolution égale à celle de PIB). Pour éviter cet écueil, l'évolution en valeur des dépenses publiques est comparée au taux de croissance nominal du PIB potentiel<sup>12</sup> (dépendant du taux de croissance potentiel et de l'évolution annuelle du déflateur du PIB). Une croissance de la dépense publique supérieure (respectivement inférieure) au potentiel implique une impulsion positive (négative) car cela implique à long terme une hausse (baisse) du ratio des dépenses publiques sur le PIB. Si l'application de ce concept semble aisée, la croissance potentielle est par essence non observable et incertaine car très dépendante des hypothèses réalisées.

**Tableau 18. Évaluation des efforts en réduction des dépenses publiques à partir de différentes hypothèses de croissance potentielle**

	Croissance potentielle			Effort en réduction des dépenses		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
<b>PLF 2016, octobre 2015</b>	1,1	1,5	1,5	-0,59	-0,67	-0,48
<b>LPFP 2014-2019, décembre 2014</b>	1,1	1,3	1,3	-0,59	-0,55	-0,37
<b>PLF 2015, octobre 2014</b>	1,1	1,3	1,3	-0,59	-0,55	-0,37
<b>Programme de stabilité 2014-2017, avril 2014</b>	1,5	1,6	1,6	-0,82	-0,72	-0,54
<b>PLF 2014, septembre 2013</b>	1,5	1,6	1,6	-0,82	-0,72	-0,54
<b>LPFP 2012-2017, janvier 2013</b>	1,5	1,6	1,6	-0,82	-0,72	-0,54

Source : PLF 2016.

12. Il peut aussi être comparé à une évolution tendancielle de la dépense publique qui, elle, peut tenir compte des évolutions des besoins auxquels la dépense répond.



## Le taux de prélèvements obligatoires (PO) en baisse dès 2015

Au-delà d'avoir marqué une inflexion concernant la progression de la dépense publique, le budget 2014 marque aussi un tournant dans l'évolution de la fiscalité. Si le taux de PO a gardé une orientation haussière (+0,2 point de PIB en 2014), sa variation reste nettement inférieure à celle observée au cours de la période 2009-2013 où il a augmenté de 0,9 point de PIB en moyenne par an. La mise en place du CICE marque le début de la diminution de la fiscalité des entreprises qui devrait être de 41 milliards d'euros à horizon 2017. Pour la seule année 2014, le CICE a généré une créance fiscale en faveur des entreprises de 10,2 milliards dont 6,4 milliards ont été effectivement versés dès la première année du dispositif. Le taux de PO a atteint son maximum historique en 2014 (à 44,9 % du PIB) et, sous l'effet des nouvelles mesures discrétionnaires décidées, il devrait entamer sa décrue dès 2015.

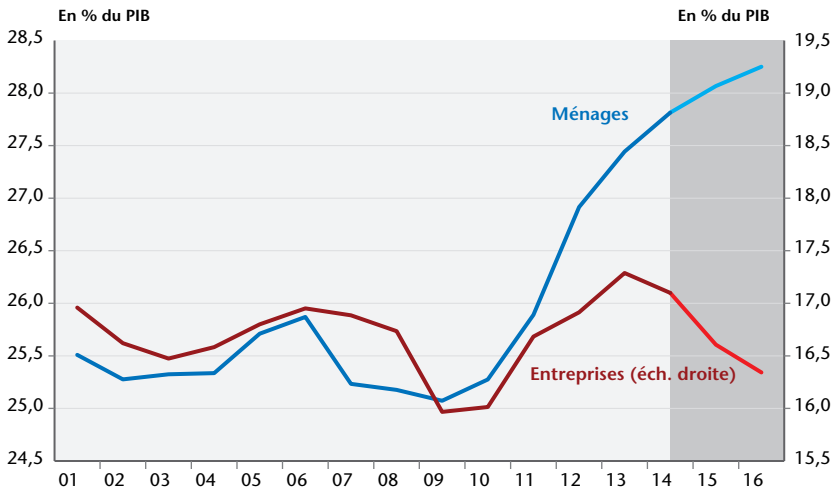
Les mesures discrétionnaires qui entrent en application à partir de 2015 devraient réduire le poids de la fiscalité de 0,2 point de PIB (4,5 milliards d'euros<sup>13</sup>). Cette baisse globale masque des différences importantes entre l'évolution de la fiscalité des entreprises, en baisse de 9 milliards, et celle des ménages en hausse de 4 milliards. Les prélèvements obligatoires sur les entreprises reculent sous l'effet de la montée en charge du CICE (les décaissements devraient atteindre 12,5 milliards selon le Rapport 2015 du Comité de suivi du CICE publié par France Stratégie en septembre 2015) et de la mise en place du Pacte de responsabilité. Dans le cadre du Pacte, les entreprises bénéficient en 2015 d'une baisse du coût du travail pour un montant de 5,5 milliards d'euros du fait de baisses des cotisations sociales employeurs et d'une diminution de la fiscalité sur le chiffre d'affaires avec la suppression progressive de la C3S (1 milliard d'euros en 2015) et du plan investissement et TPE/PME (500 millions). Ainsi, les ménages ont vu leurs prélèvements augmenter malgré l'élimination de la première tranche du barème de l'impôt sur le revenu car celle-ci a été plus que compensée par la hausse de la taxation écologique, la hausse de la Contribution au service public de l'électricité, les effets de la montée en charge de la réforme des retraites ou la hausse de la fiscalité locale.

---

13. Ce chiffre inclut les nouvelles mesures discrétionnaires votées en 2015 comme la montée en charge des mesures préalablement votées.

Pour 2016, les nouvelles mesures devraient faire reculer les PO de 0,1 point de PIB (pour un montant d'environ -2 milliards d'euros ou de -4 milliards si l'effet de la suppression de la prime pour l'emploi est neutralisé<sup>14</sup>). L'enveloppe globale pour 2016 resterait proche de celle de 2015 et serait toujours ciblée sur les entreprises, qui verraient leurs prélèvements diminuer d'environ 6 milliards d'euros (graphique 33). Les entreprises bénéficieront toujours de la montée en charge du CICE (+500 millions), des plans investissement et TPE/PME et des nouvelles mesures du Pacte de responsabilité, avec notamment l'extension de la baisse des cotisations sociales employeurs (3,1 milliards), la poursuite de la baisse de la C3S (1 milliard) et l'élimination de la contribution exceptionnelle sur l'impôt sur les sociétés. Les mesures nouvelles concernant les ménages feraient augmenter leurs prélèvements de 2 milliards d'euros en dépit de la baisse de l'IRPP inscrite dans le PLF 2016

Graphique 33. Taux de prélèvements obligatoires sur les ménages et les entreprises\*



\* PO sur les ménages : Impôts directs (CSG, IRPP, taxe d'habitation...), Impôts indirects (TVA, TICPE, accises, droits de douane...), Impôts sur le capital (ISF, DMTG...), Cotisations sociales (salariées et non salariées).

\* PO sur les entreprises: Impôts divers sur la production (Cotisation sur la VA (ex-TP), Taxe foncière...), Impôts sur les salaires et la main-d'œuvre, Impôt sur les sociétés et cotisations sociales patronales. Par ailleurs, le taux de PO entreprises intègre le CICE.

Sources : INSEE, PLF 2016, calculs et prévisions OFCE *e-mod.fr* 2015-2017, octobre 2015.

14. La fusion de la PPE et du RSA se traduit par une hausse de l'IR de 2 milliards (hausse des PO), compensée à l'identique par une hausse de la prime d'activité qui, elle, est comptabilisée en dépenses. Cette mesure est donc neutre sur le revenu des ménages.

(2 milliards), car il serait compensé par des mesures préalablement votées, notamment en termes de fiscalité écologique et de la hausse anticipée de la fiscalité locale.

Enfin, les mesures discrétionnaires connues pour 2017 restent ciblées sur les entreprises et devraient permettre d'atteindre l'objectif de 41 milliards d'euros de baisse de leur fiscalité sur la période 2014-2017 liés à la mise en place du CICE et du Pacte de responsabilité. Le CICE continuera sa montée en charge en 2017 (1 milliard), tout comme le Pacte de responsabilité (1 milliard de baisse de cotisations sociales employeurs et 3,5 milliards avec la suppression définitive de la C3S et 2 milliards avec la réduction du taux normal de l'IS à partir de 2017).

### **Au total un ajustement structurel qui pèse sur la croissance**

La stratégie budgétaire pour les années 2015-2017, décrite au tableau 19, cherchant à réduire simultanément les déficits publics structurels et la fiscalité des entreprises, financée par la maîtrise de la dépense publique et la hausse des prélèvements sur les ménages, pèsera sur la croissance. L'ajustement structurel est, selon nos calculs, estimé à 0,5 point de PIB pour l'année 2015 et de 0,3 point pour les années 2016 et 2017. Cet ajustement pénalise d'autant plus la croissance que les politiques d'offre ont un impact positif élevé à moyen et à long terme, mais faible à court terme, alors que la baisse des dépenses publiques ou la hausse des prélèvements sur les ménages ont un impact sur le PIB plutôt élevé à court terme et relativement faible à long terme, notamment dans un contexte où l'activité reste morose (voir Creel, Heyer et Plane, 2011). Ainsi, la combinaison de mesures de relance pour les entreprises avec un faible multiplicateur à court terme et des mesures de restriction budgétaire (baisse des dépenses publiques et hausse des prélèvements sur les ménages) a un impact important sur la croissance, ce qui se traduit par un multiplicateur supérieur à l'unité.

En 2015, l'ajustement structurel serait de 0,5 point avec un impact équivalent sur le PIB. La montée en charge du CICE, qui arrive ainsi à sa phase de maturité, aurait un impact significatif sur la croissance (+0,31 point de PIB) grâce à un multiplicateur supérieur à l'unité (tableau 20).

Tableau 19. Principaux agrégats des finances publiques

En % du PIB

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Solde public</b>	-6,8	-5,1	-4,8	-4,1	-3,9	-3,7	-3,2	-2,7
<b>Dépenses publiques (DP, en % du PIB)</b>	56,4	55,9	56,8	57,0	57,5	57,3	56,5	55,7
<b>Dépenses publiques hors crédits d'impôts restituables (en % du PIB)</b>	55,6	55,1	56,0	56,3	56,4	55,8	55,0	54,3
<b>Taux de croissance de la DP (en %, en euros constants)</b>	1,4	1,1	1,8	1,0	1,1	0,6	0,4	0,6
<b>Taux de croissance de la DP hors crédits d'impôts restituables (en %, en euros constants)</b>	1,4	1,2	1,9	1,1	0,3	0,1	0,3	0,6
<b>Taux de prélèvements obligatoires (en % du PIB)</b>	41,3	42,6	43,8	44,7	44,9	44,7	44,6	44,4
<b>Dette publique au sens de Maastricht (en % du PIB)</b>	81,7	85,2	89,6	92,3	95,6	96,2	96,5	96,6

Source : INSEE, PLF 2016, calculs et prévisions OFCE *e-mod.fr* 2015-2017, octobre 2015.

La politique de baisse des PO sur les entreprises avec le Pacte de responsabilité génère un supplément d'activité de 0,25 point de PIB en 2015, puis de 0,2 point de PIB en 2016 et 2017. Comme pour le CICE, les effets positifs de ces mesures se matérialisent avec un certain délai. Ainsi le multiplicateur associé au Pacte de responsabilité, lié aux politiques d'offre, devrait augmenter progressivement pour s'établir à 0,4 en 2016 et à 0,6 en 2017. Cependant, en raison de mesures plus ciblées sur les bas salaires et les PME, le multiplicateur budgétaire du Pacte était supérieur en 2015.

La baisse de l'impôt sur le revenu de 2015 (suppression de la première tranche) et la baisse supplémentaire de 2 milliards de 2016 contribueraient à soutenir l'activité de 0,1 point par an grâce à leur impact sur le pouvoir d'achat des ménages. Toutefois, leur impact sur le PIB serait amputé par les autres mesures qui pèseront sur les ménages, notamment la hausse de la taxation écologique (-0,1 point par an, voir tableau 20).

Enfin, si la politique fiscale avait un impact non négligeable sur la croissance, en particulier en 2015 (+0,2 point, tableau 20) et moindre en 2016 (neutre, tableau 21) et en 2017 (+0,1 point, tableau 22), l'impulsion budgétaire pénaliserait la croissance essentiellement par le poids des économies en dépenses. Alors que

L'*output gap* reste creusé, le multiplicateur associé à l'ajustement sera unitaire. Ainsi, le très important effort en réduction des dépenses primaires (0,7 point en 2015 puis 0,5 point par an en 2016 et 2017) pénalisera la croissance avec la même ampleur.

Ainsi, au total, la politique budgétaire amputerait la croissance du PIB de 0,4 point en 2016 et en 2017, un impact relativement équivalent à celui de 2015, malgré une consolidation budgétaire qui serait moins importante (0,3 point d'ajustement structurel par an).

Tableau 20. Politique budgétaire et fiscale pour 2015 et impact sur le PIB

	2015		
	En pts de PIB	Multipli-cateur	Impact sur le PIB
<b>Total PO (a = a1 + a2 + a3) dont</b>	<b>-0,21</b>		<b>0,24</b>
<b>Mesures discrétionnaire (a1) dont</b>	<b>-0,13</b>		<b>0,19</b>
CICE*	-0,28	1,1	0,31
Pacte de responsabilité et de solidarité dont	-0,43	0,9	0,37
<i>Baisse cotisations sociales patronales jusqu' à 1,6 SMIC</i>	-0,05	0,9	0,04
<i>Baisse cotisations indépendants</i>	-0,21	0,9	0,19
<i>Baisse C3S</i>	-0,05	0,3	0,01
<i>Baisse IRPP (suppression première tranche)</i>	-0,13	1,0	0,13
Plan investissement et TPE/PME	-0,02	1,0	0,02
Taxation écologique et hausse de la CSPE	0,13	1,0	-0,13
Limitation de la déductibilité des charges financières	0,06	0,5	-0,03
Hausse cotisations retraites employeurs	0,05	0,8	-0,04
Hausse cotisations retraites salariés	0,04	0,8	-0,03
Autres (fiscalité locale, IS...)	0,33	0,8	-0,26
<b>Plus-values fiscales (élasticité recettes fiscales au PIB) (a2)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,0</b>
<b>Impact des contentieux (a3)</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,0</b>
Dépenses publiques primaires hors CICE (b)	-0,7	1,0	-0,7
<b>TOTAL Impulsion budgétaire ex post (c = -a + b)</b>	<b>-0,5</b>		<b>-0,4</b>

Source : PLF 2016, calculs et prévisions OFCE *e-mod.fr* 2015-2017, octobre 2015.

Tableau 21. Politique budgétaire et fiscale pour 2016 et impact sur le PIB

	2016		
	En pts de PIB	Multiplia- teur	Impact sur le PIB
<b>Total PO (a = a1 + a2 + a3) dont</b>	-0,15		0,03
<b>Mesures discrétionnaires (a1) dont</b>	-0,13		0,02
CICE*	-0,02	1,1	0,02
Pacte de responsabilité et de solidarité dont	-0,36	0,4	0,16
Baisse des cotisations patronales comprises entre 1,6 et 3,5 SMIC	-0,21	0,5	0,10
Baisse C35	-0,05	0,4	0,02
Baisse surtaxe IS	-0,11	0,3	0,04
Baisse IRPP sur les ménages modestes	-0,09	1,0	0,09
Plans investissement et TPE/PME	-0,02	1,1	0,02
Taxation écologique et hausse de la CSPE	0,11	1,0	-0,11
Fusion PPE et RSA*	0,09	1,0	-0,09
Autres	0,16	0,6	-0,09
<b>Plus-values fiscales (élasticité recettes fiscales au PIB) (a2)</b>	0,00	0,6	0,0
<b>Impact des contentieux (a3)</b>	-0,02	0,6	0,0
<b>Dépenses publiques primaires hors CICE (b)</b>	-0,5	1,0	-0,5
<b>TOTAL Impulsion budgétaire ex post (c = -a + b)</b>	-0,3		-0,4

Sources : PLF 2016, calculs et prévisions OFCE e-mod.fr 2015-2017, octobre 2015.

Tableau 22. Politique budgétaire et fiscale pour 2017 et impact sur le PIB

	2017		
	En pts de PIB	Multipli- cateur	Impact sur le PIB
<b>Total PO (a = a1 + a2 + a3) dont</b>	-0.20		0.11
<b>Mesures discrétionnaires (a1) dont :</b>	-0.19		0.10
CICE*	-0.03	1.1	0.04
Pacte de responsabilité et de solidarité dont :	-0.30	0.6	0.17
Baisse des cotisations patronales comprises entre 1,6 et 3,5 SMIC	-0.04	0.7	0.03
Baisse C35	-0.15	0.7	0.11
Baisse surtaxe IS	-0.11	0.3	0.03
Autres	0.15	0.7	-0.10
<b>Plus-values fiscales (élasticité recettes fiscales au PIB) (a2)</b>	0.0	0.6	0.0
<b>Impact des contentieux (a3)</b>	0.0	0.6	0.0
<b>Dépenses publiques primaires hors CICE (b)</b>	-0.5	1.0	-0.5
<b>TOTAL Impulsion budgétaire ex post (c = -a + b)</b>	-0.3		-0.4

Sources : PLF 2016, calculs et prévisions OFCE e-mod.fr 2015-2017, octobre 2015.

## Références

- Cabane P. Y., A. Montaut et P. A. Pionnier, 2013, « Évaluer la productivité globale des facteurs : l'apport d'une mesure de la productivité du capital et du travail », *L'économie française*, INSEE.
- Creel J., Heyer É. et Plane M., 2011, « Petits précés de politique budgétaire par tous les temps : les multiplicateurs budgétaires au cours du cycle », *Revue de l'OFCE*, 116, janvier.
- Ducoudré B. et É. Heyer, 2015, « Baisse du taux de chômage au sens du BIT : la fausse bonne nouvelle », *Blog de l'OFCE*, 4 juin.
- Ducoudré B. et M. Plane, 2015, « Les demandes de facteur de production en France », *Revue de l'OFCE*, 142, septembre.
- France Stratégie, 2015, *Rapport 2015 du Comité de suivi du Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi*, septembre.
- Heyer É. et X. Timbeau, 2015, « Une évaluation semi-structurelle du potentiel d'activité pour la France », *Revue de l'OFCE*, 142, septembre.
- Lequien M. et A. Montaut, 2014, « Croissance potentielle en France et en zone euro : un tour d'horizon des méthodes d'estimation », *Document de travail Insee*, G2014/09.
- Péléraux H., 2014, « Révision du potentiel de croissance : l'impact sur les déficits », *Le Blog de l'OFCE*, 10 février.
- Sterdyniak H., 2015, « Faut-il encore utiliser le concept de croissance potentielle ? », *Revue de l'OFCE*, 142, septembre.

## I. Résumé des prévisions pour l'économie française

Moyenne annuelle, en %

	2014	2015	2016	2017
<b>En % de variation aux prix chaînés :</b>				
PIB	0,2	1,1	1,8	2,0
Importations	3,9	5,5	3,5	3,7
Dépenses de consommation des ménages	0,6	1,6	1,7	2,0
FBCF totale, dont :	-1,2	-0,5	2,5	3,1
Sociétés non-financières	2,0	1,5	4,0	3,9
Ménages	-5,3	-3,6	3,0	4,3
Administrations publiques	-6,9	-2,6	-2,6	-1,2
Exportations	2,4	6,6	4,4	4,2
Contribution des stocks à la croissance, en %	0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Demande intérieure hors stocks	0,5	1,0	1,7	2,0
<b>Compte des ménages, en termes réels %</b>				
Salaires bruts	1,6	1,6	1,4	1,9
Salaires nets	1,5	1,8	1,3	1,9
Prestations sociales	2,4	1,8	0,6	0,3
Prélèvements sociaux et fiscaux	2,1	1,8	1,3	1,2
Revenu disponible	1,1	1,6	1,5	1,6
Taux d'épargne, en % du RDB	15,1	15,2	15,0	14,7
<b>Déflateur de la consommation</b>				
En glissement %	-0,1	0,4	1,1	0,9
En moyenne %	0,0	0,1	0,9	1,0
<b>Compte des sociétés non-financières, en %</b>				
Taux de marge	29,5	31,1	31,9	32,0
Taux d'épargne	17,4	19,2	19,6	19,7
Taux d'investissement (en volume)	20,9	20,9	21,2	21,4
Taux d'autofinancement (hors stock)	75,2	84,7	86,5	86,6
<b>Compte du reste du monde et des administrations</b>				
Taux de prélèvement obligatoire, en % du PIB	43,2	43,2	43,0	42,8
Solde public au sens de Maastricht, % du PIB	-3,9	-3,7	-3,2	-2,7
Emploi salarié, en moyenne annuelle, en %	0,4	0,2	0,5	0,8
Emploi total, en moyenne annuelle, en %	0,4	0,3	0,6	0,9
Chômage BIT, en millions	2,838	2,854	2,829	2,731
Taux de chômage BIT moyen, en %	9,9	10,0	9,9	9,5
Taux de change \$/€	1,3	1,1	1,1	1,1
Taux d'intérêt à court terme <sup>1</sup>	0,2	0,0	0,0	0,6
Taux d'intérêt à long terme <sup>2</sup>	1,7	0,8	0,8	1,5

1. Taux PIBOR puis EURIBOR à trois mois.

3. Taux des OAT à 10 ans.

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévision OFCE e-mod.fr 2015-2017, octobre 2015.



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

	Niveau (prix chaînés)	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %			
		2014				2015				2016				2014	2015	2016	2017
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
	2010																
<b>PIB</b>	1997	-0,2	-0,1	0,3	0,1	0,7	0,0	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	0,5	0,2	1,1	1,8	2,0
<b>Importations</b>	556	1,0	0,7	1,5	1,8	2,1	0,5	0,9	0,9	0,8	1,0	1,0	1,0	3,9	5,5	3,5	3,7
<b>Dépenses de consommation des ménages</b>	1083	-0,4	0,4	0,4	0,2	0,9	0,0	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	1,6	1,7	2,0
<b>Dépenses de conso, des administrations</b>	385	0,3	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,1	0,1	0,3	0,3	0,2	0,2	1,5	1,5	0,9	1,0
<b>FBCF totale, dont :</b>	440	-0,7	-0,6	-0,4	-0,3	0,0	-0,2	0,3	0,4	0,7	1,0	1,0	0,8	-1,2	-0,5	2,5	3,1
<b>sociétés non financières</b>	233	-0,1	0,1	0,3	0,0	0,6	0,3	0,4	0,8	1,0	1,4	1,4	1,1	2,0	1,5	4,0	3,9
<b>sociétés financières</b>	13	4,3	3,0	1,2	-0,2	-0,9	-1,3	0,9	-1,1	-1,3	0,8	0,8	0,7	6,0	-0,5	-0,8	2,4
<b>ménages</b>	107	-1,7	-1,4	-1,1	-0,8	-1,2	-1,5	0,3	0,3	1,1	1,2	1,5	1,1	-5,3	-3,6	3,0	4,3
<b>administrations publiques</b>	83	-2,2	-2,5	-2,4	-0,7	0,2	-0,1	-0,5	-0,5	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-6,9	-2,6	-2,6	-1,2
<b>ISBLSM</b>	4	0,9	0,6	0,5	0,3	0,2	0,2	1,4	1,1	0,6	0,6	0,6	0,5	3,3	1,9	3,1	2,2
<b>Exportations</b>	519	0,4	-0,1	1,1	2,9	1,5	2,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,0	2,4	6,6	4,4	4,2
<b>Contribution :</b>																	
<b>demande intérieure hors stocks</b>		-0,3	0,2	0,3	0,2	0,6	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	1,0	1,7	2,0
<b>variations de stocks</b>		0,3	-0,1	0,2	-0,3	0,3	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,1	-0,1
<b>solde extérieur</b>		-0,2	-0,3	-0,2	0,3	-0,2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,2	0,2	0,1

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévision OFCE e-mod.fr 2015-2017, octobre 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	2017
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>Déflateur de la consommation</b>	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,4	0,1	0,0	0,3	0,3	0,2	0,2	0,0	0,1	0,9	1,0
<b>Salaire horaire moyen brut</b>	0,4	0,3	0,2	0,3	0,9	0,3	0,2	0,3	0,4	0,5	0,4	0,4	1,6	1,6	1,6	1,8

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2015-2017, octobre 2015.

### IV. Emploi et productivité par tête

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %			
	2014				2015				2016				2014	2015	2016	2017
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>Branches principalement marchandes</b>																
<b>Effectifs</b>	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	-0,1	0,1	0,9	1,3
<b>Productivité par tête</b>	-0,2	-0,2	0,4	0,2	0,7	-0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,3	0,2	1,2	1,7	1,4

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévision OFCE *e-mod.fr* 2015-2017, octobre 2015.

## V. Éléments du compte des ménages

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %			
	2014				2015				2016				2014	2015	2016	2017
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>Masse salariale brute (1)</b>	0,3	0,5	0,4	0,4	0,8	-0,1	0,3	0,4	0,3	0,5	0,4	0,5	1,6	1,6	1,4	1,9
<b>Masse salariale nette (1)</b>	0,0	0,5	0,4	0,4	1,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,5	0,4	0,5	1,5	1,8	1,3	1,9
<b>Prestations sociales (1)</b>	0,4	0,4	1,1	0,6	0,4	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	2,4	1,8	0,6	0,3
<b>Revenu disponible réel (1)</b>	0,7	0,4	0,5	0,0	1,1	-0,1	0,4	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5	1,1	1,6	1,5	1,6
<b>Taux d'épargne en % du RDB</b>	15,1	15,1	15,2	15,0	15,2	15,2	15,2	15,0	15,0	15,0	15,0	14,9	15,1	15,2	15,0	14,7
<b>Taux d'épargne en logement</b>	8,0	7,9	7,8	7,7	7,6	7,4	7,4	7,4	7,4	7,5	7,6	7,6	7,8	7,4	7,5	7,7
<b>Taux d'épargne financière</b>	6,0	6,1	6,1	6,0	6,4	6,4	6,5	6,3	6,3	6,2	6,1	6,0	6,0	6,4	6,2	5,7

(1) Aux prix chaînés de l'année précédente.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2015-2017, octobre 2015.

## VI. Commerce extérieur et parts de marché

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %			
	2014				2015				2016				2014	2015	2016	2017
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>Importations en volume (1)</b>	1,0	0,7	1,5	1,8	2,1	0,5	0,9	0,9	0,8	1,0	1,0	1,0	3,9	5,5	3,5	3,7
<b>Prix des importations</b>	-1,0	-0,8	-0,4	-0,7	-1,6	0,8	-1,2	-1,3	0,3	0,3	0,2	0,2	-2,4	-2,8	-0,7	0,1
<b>Demande interne (1)</b>	-0,1	0,2	0,5	0,7	0,8	0,5	0,4	0,6	0,6	0,8	0,8	0,7	1,1	2,4	2,6	2,8
<b>Exportations en volume (1)</b>	0,4	-0,1	1,1	2,9	1,5	2,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,0	2,4	6,6	4,4	4,2
<b>Prix des exportations</b>	-0,3	-0,2	0,1	0,0	-0,1	0,8	0,0	0,1	0,2	0,4	0,1	0,1	-0,9	0,5	0,8	0,1
<b>Demande mondiale</b>	0,5	1,0	1,3	0,8	0,3	0,4	0,7	0,9	0,8	0,9	0,9	0,9	3,2	2,7	3,3	3,7

(1) Aux prix chaînés de l'année précédente.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2015-2017, octobre 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	2017	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>Taux d'intérêt :</b>																	
À court terme (1)	0,3	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,6	
À long terme (2)	2,2	1,9	1,4	1,1	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	1,7	0,8	0,8	1,5	
1 euro = ... Dollar	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,3	1,1	1,1	1,1	

(1) Taux PIBOR puis EURIBOR à 3 mois.

(2) Taux des OAT à 10 ans.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2015-2017, octobre 2015.