

Synthèse décembre 2016

Selon les projections macroéconomiques pour la France effectuées dans le cadre de l'Eurosystème, la croissance du PIB atteindrait en moyenne annuelle 1,3 % en 2017 (cjo), après près de 1,3 % en 2016 et s'élèverait ensuite à 1,4 % en 2018, puis à 1,5 % en 2019.

La croissance française marquerait le pas en 2017. L'effet positif des gains de pouvoir d'achat liés à la baisse des prix du pétrole se dissipant, la demande intérieure, en particulier la consommation privée, contribuerait moins à la croissance de l'activité qu'en 2015 et 2016. À l'inverse, la croissance française bénéficierait du regain d'activité dans la zone euro, favorisé notamment par la politique monétaire accommodante de la BCE. Avec la reprise des exportations et le freinage de la demande intérieure, le commerce extérieur aurait une contribution quasi neutre sur l'activité à l'horizon de projection, contrairement aux années précédentes où elle était négative. Le taux de marge des entreprises, amélioré depuis 2013, contribuerait à soutenir l'investissement des entreprises.

Après un niveau faible en 2016, à 0,3 % en m.a., l'inflation se redresserait progressivement, à 1,2 % en 2017, 1,4 % en 2018 et 1,5 % en 2019.

En 2016, l'activité en France progresserait de près de 1,3%, bénéficiant des mêmes facteurs favorables qu'en 2015

Après trois années de croissance faible, l'activité a légèrement rebondi en France en 2015, à 1,2 %. Les facteurs à l'œuvre en 2015 ont continué à produire leurs effets en 2016 (prix du pétrole bas, dépréciation de l'euro, nouvelle baisse des taux d'intérêt à des niveaux historiquement faibles, réduction des charges salariales des entreprises) et la croissance du PIB devrait atteindre 1,3 % en 2016. En raison du calendrier de l'exercice coordonné de l'Eurosystème, cette projection n'intègre pas la publication des comptes nationaux trimestriels du 29 novembre (deuxième estimation du troisième trimestre 2016).

En dépit d'un profil trimestriel très heurté, la consommation des ménages devrait être le principal moteur de l'activité cette année, avec une croissance de 1,5 % en moyenne. Les ménages profiteraient en 2016 de gains de pouvoirs d'achats soutenus (1,8 %, après 1,6 % en 2015), en lien avec la faiblesse de l'inflation. L'investissement total, qui avait commencé à se redresser en 2015 (0,9 %), devrait croître de 2,8 % en 2016, stimulé par des taux d'intérêt historiquement bas et la prolongation de mesures publiques ciblées (prêts à taux zéro et dispositif Pinel pour l'investissement résidentiel, « suramortissement » des biens d'équipement pour les entreprises).

La situation du commerce extérieur est en revanche moins favorable, avec une faible progression des exportations en 2016 (variation de 1,2 %, après 6,0 % en 2015), l'économie française subissant à la fois un ralentissement de la demande mondiale adressée à la France (de 3,1 % en 2015 à 2,0 % en 2016) et des pertes de parts de marché.

SYNTHÈSE DES PROJECTIONS FRANCE

	2015	2016	2017	2018	2019
IPCH	0,1	0,3	1,2	1,4	1,5
IPCH hors énergie et alimentaire	0,6	0,6	0,8	1,1	1,3
Déflateur du PIB	0,6	0,8	0,9	1,2	1,3
PIB réel	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5
Contributions (points de PIB) ^{a)} :					
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	1,4	1,8	1,3	1,5	1,6
<i>Exportations nettes</i>	- 0,3	- 0,6	0,0	- 0,1	- 0,1
<i>Variations de stocks</i>	0,1	0,1	- 0,1	0,0	0,0
Consommation des ménages	1,5	1,5	1,2	1,5	1,6
Consommation publique	1,4	1,5	1,1	0,9	1,1
Investissement total	0,9	2,8	1,8	1,9	1,9
<i>Investissement public</i>	- 3,9	2,6	1,4	1,9	1,8
<i>Investissement des ménages</i>	- 0,8	1,5	1,9	0,5	0,0
<i>Investissement des entreprises (SNF-SF-EI)</i>	2,9	3,3	1,8	2,4	2,7
Exportations	6,0	1,2	4,3	3,8	3,9
Importations	6,4	3,0	4,1	3,9	3,9
Revenu disponible brut (RDB) réel des ménages	1,6	1,8	1,2	1,3	1,5
Taux de chômage (BIT, France entière, % population active)	10,4	10,0	9,9	9,7	9,5

Taux de croissance annuel sauf indication contraire.

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

Sources : Insee pour 2015 et les trois premiers trimestres de 2016, publication du 28 octobre 2016, projections Banque de France sur fond bleuté.

L'impact négatif des exportations sur la contribution du commerce extérieur à la croissance en 2016 serait toutefois tempéré par des importations moins dynamiques en 2016 (3,0 %) qu'en 2015 (6,4 %). La contribution du commerce extérieur serait ainsi très négative : de - 0,6 point de pourcentage (pp), après - 0,3 point en 2015.

La croissance en France augmenterait très graduellement en 2018 et 2019

La croissance du PIB augmenterait très graduellement : au même rythme en 2017 qu'en 2016 (1,3 %), elle s'établirait ensuite à 1,4 % en 2018 et à 1,5 % en 2019. Cette projection publiée le 9 décembre par la Banque de France actualise celle publiée le 3 juin pour 2016-2018 et la prolonge jusqu'en 2019. Elle a été finalisée mi-novembre dans le cadre des exercices de projection coordonnés de l'Eurosystème. Elle repose sur des hypothèses techniques et internationales arrêtées le 17 novembre 2016.

Passé le pic de 2016, la demande intérieure décélérerait

Un pic de demande intérieure serait atteint en 2016. Les effets positifs de la baisse du prix du pétrole sur le pouvoir d'achat des ménages s'essoufferaient à partir de 2017, d'autant plus que les hypothèses techniques basées sur les prix à terme du pétrole retiennent une légère hausse des prix sur la durée de la projection. Ces effets ne seraient que partiellement compensés par la lente reprise des revenus salariaux. La consommation des ménages ralentirait, malgré une légère baisse du taux d'épargne.

L'investissement des entreprises continuerait d'être soutenu par la faiblesse des taux d'intérêt, la progression de l'activité et l'épargne des entreprises, malgré un taux d'endettement élevé. Son rythme de progression serait toutefois moindre qu'en 2016 où l'effet de la mesure de suramortissement a été important. Malgré ce ralentissement, le taux d'investissement des entreprises, qui rapporte l'investissement à la valeur ajoutée, dépasserait en 2018 le pic (depuis 1980) de 2008, après avoir déjà enregistré un net rétablissement depuis 2013. L'amélioration du taux de marge des sociétés non financières (SNF) serait désormais pratiquement terminée : après avoir atteint un point bas en 2013, à 29,9 %, il s'est redressé de 2 points en 2014 et 2015. Il continuerait à progresser très lentement jusqu'en 2019 pour revenir dans la moyenne observée de 1996 à 2008.

L'investissement des ménages continuerait à bénéficier de facteurs favorables jusqu'en 2017 (prêt à taux zéro, dispositif Pinel, taux bas). Toutefois, cette reprise resterait temporaire en raison de facteurs structurels qui freinent l'investissement logement à moyen terme (démographie des ménages). L'investissement public, qui a rebondi en 2016 après une nette diminution en 2015, contribuerait positivement à la croissance de 2017 à 2019, en progressant un peu plus vite que le PIB.

La demande mondiale et les exportations rebondiraient à partir de 2017

Depuis la précédente publication, la révision à la baisse de la projection de croissance pour 2017 (- 0,2 pp) et 2018 (- 0,2 pp) est due pour l'essentiel à une hypothèse moins favorable de l'environnement international. Pour autant, la croissance prévue pour 2017-2019 reste conditionnée par l'accélération de la demande mondiale (3,2 % en 2017, 3,8 % en 2018 et 2019, après 2,1 % en 2016). En projection, la demande mondiale serait avant tout portée par celle venant de la zone euro. Dès lors, la contribution du commerce extérieur à la croissance française, très négative en 2016 (- 0,6 pp), redeviendrait presque neutre de 2017 à 2019.

L'inflation remonterait graduellement de 2017 à 2019

L'inflation, mesurée par l'évolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) atteindrait 0,3 % en 2016 en m.a., après s'être établie à 0,1 % en 2015. Elle se redresserait progressivement à 1,2 % en m.a. en 2017, 1,4 % en 2018 et 1,5 % en 2019. L'inflation sous-jacente (hors produits alimentaires et énergie) serait stable en 2016 à 0,6 % en m.a., puis remonterait également graduellement pour atteindre 0,8 % en 2017, 1,1 % en 2018 et 1,3 % en 2019.

La baisse du prix des produits pétroliers est désormais passée et ne devrait plus peser, ce qui serait le principal facteur de redressement de l'inflation en 2017. En 2018 et 2019, la remontée de l'inflation traduirait plus nettement celle des composantes hors énergie et hors alimentaire. L'inflation des prix des services, après avoir atteint des niveaux historiquement bas, repartirait progressivement à la hausse dès la fin 2016 dans le sillage, notamment, de l'accélération des salaires nominaux et de la baisse du taux de chômage. Elle atteindrait 1,9 % en g.a. au quatrième trimestre 2019, un niveau toutefois encore faible en perspective historique. L'inflation des produits manufacturés serait encore négative en 2017, avant de se redresser progressivement sous l'effet de la remontée des prix d'importations.

Le déflateur du PIB accélérerait très graduellement, soutenu par le redressement des prix d'importations puis des salaires et donc par l'accélération progressive des coûts salariaux nominaux, et atteindrait 1,4 % en g.a. au dernier trimestre 2019.

Une amélioration lente des finances publiques en 2016 et 2017

Après s'être établi à - 3,5 % du PIB en 2015, le solde public nominal atteindrait - 3,3 % du PIB en 2016, puis - 3,1 % en 2017, sans descendre, donc, sous le seuil des 3 % de déficit. Le taux de prélèvements obligatoires diminuerait en 2016, à 44,5 % du PIB, après 44,7 % en 2015, avec la poursuite des allègements de charges sociales et fiscales prévus notamment dans le Pacte de responsabilité et solidarité, pour se stabiliser en 2017. Les dépenses publiques primaires (hors crédit d'impôts) connaîtraient une accélération en 2016 et 2017, progressant respectivement de 1,9 % et 2,0 % en valeur, après 1,1 % en 2015 (et une progression moyenne de 2,0 % sur 2010-2015). Calculées en volume, déflatées par l'IPC hors tabac, les dépenses primaires (hors crédit d'impôts) augmenteraient de 1,7 % en 2016 puis de 1,0 % en 2017. Par ailleurs, un environnement macroéconomique moins porteur en 2017, avec notamment une plus faible croissance de la demande intérieure, contribue également à cette amélioration moindre des finances publiques.

Les perspectives de reprise de l'activité et de l'inflation restent sujettes à des aléas

Un certain nombre d'aléas entourent cet exercice de projection. Les risques relatifs à l'activité et à l'inflation sont globalement équilibrés. Le dynamisme de l'investissement des ménages, constaté en ce début d'année 2016, pourrait se poursuivre avec plus d'ampleur sur les prochains trimestres. Par ailleurs, les mesures prises depuis 2013 pour améliorer la compétitivité des entreprises françaises pourraient progressivement se traduire en gains de parts de marché plus marqués.

En revanche, le taux d'épargne des ménages, d'ores et déjà relativement bas, pourrait diminuer à un rythme moins soutenu que celui anticipé. Le soutien apporté par l'environnement international constitue, lui aussi, un aléa plutôt négatif sur la croissance. Les prix du pétrole restent très volatils. En outre, les modalités de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne pourraient entraîner une période d'incertitude défavorable.

Enfin, les résultats et les conséquences de plusieurs scrutins électoraux à l'étranger (États-Unis, Italie, Allemagne), comme en France, sont susceptibles d'affecter à des degrés divers la projection.

1| Hypothèses techniques et environnement international : la demande étrangère accélère et le prix du pétrole remonte

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

Entre juin 2014 et avril 2015, l'euro s'est fortement déprécié par rapport au dollar et évolue depuis à un niveau significativement inférieur à celui observé au cours des dix dernières années. Malgré quelques fluctuations, le taux de change euro/dollar est faible depuis la mi-2015. Le niveau de 1,09 dollar par euro, égal à la moyenne des cours observés sur les dix jours précédant le 17 novembre, utilisé sur tout l'horizon de projection, est proche de celui observé en moyenne depuis le début 2015. Le taux de change effectif nominal a, lui aussi, fortement baissé de 2014 jusqu'à mi-2015, avant de s'apprécier jusqu'au premier trimestre 2016. Il est, depuis, relativement stable et l'appréciation du taux de change effectif nominal en moyenne en 2016 provient des mouvements enregistrés en début d'année.

Depuis le premier trimestre 2016, le prix du pétrole a rebondi et il devrait continuer à se redresser progressivement jusqu'en 2019, sans pour autant revenir aux niveaux enregistrés entre 2010 et 2014. Le prix du baril de *Brent* a atteint en janvier 2016 son point le plus bas depuis 2009, à 29 euros. Il a depuis rebondi pour s'établir à 45,3 euros en octobre 2016. Par convention, la projection de prix du pétrole se fonde sur les cours à terme.

En moyenne annuelle, le prix du baril de *Brent* progresserait de plus de 6 euros en 2017, puis l'augmentation se ferait plus légère en 2018 et 2019.

La politique monétaire accommodante continuerait à maintenir les taux d'intérêt nominaux à des niveaux bas. Le taux d'intérêt des obligations d'État à 10 ans, tel que l'anticipent les marchés, amorcerait une remontée pour atteindre 1,4 % en 2019, après un minimum à 0,5 % en 2016. Cependant, la moyenne mobile sur sept ans des taux à l'émission des OAT 10 ans, utilisée comme mesure approchée de la charge d'intérêts des administrations publiques, continuerait à diminuer jusqu'à 1,2 % en 2019, alors qu'elle était de 2,0 % en 2016 et 4,2 % en 2007.

L'environnement international serait moins favorable qu'envisagé en juin 2016. La demande adressée à la France progresserait en 2016 de 2,0 %, un rythme très nettement inférieur à celui de 2015 (3,1 %). Elle accélérerait de 2017 à 2019 pour connaître une progression de 3,8 % en rythme annuel à l'horizon de projection. Avec le redressement de l'activité dans la zone euro, la demande adressée à la France provenant des autres pays de l'Union monétaire serait dynamique, même si elle croîtrait à un rythme un peu inférieur à celui observé en 2015. La demande issue des pays en dehors de la zone euro, très faible en 2015 et 2016, accélérerait progressivement au cours des trois années suivantes pour avoisiner 3,5 % de hausse en 2019, soit un rythme qui reste toujours très inférieur à celui de 7,4 % observé en moyenne de 1995 à 2007.

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

	2015	2016	2017	2018	2019
Hypothèses techniques					
Pétrole, baril de <i>Brent</i> (USD)	52,4	43,1	49,3	52,6	54,6
Pétrole, baril de <i>Brent</i> (EUR)	47,2	38,8	45,3	48,3	50,1
Matières premières hors énergie (USD, évolution en %)	- 16,5	- 4,0	6,6	3,8	4,5
USD/EUR	1,11	1,11	1,09	1,09	1,09
Taux de change effectif nominal (évolution en %) ^{b)}	- 7,1	3,8	0,1	0,0	0,0
Euribor à 3 mois ^{c)}	0,0	- 0,3	- 0,3	- 0,2	0,0
Taux longs sur les obligations de l'État français à 10 ans ^{c)}	0,8	0,5	0,9	1,1	1,4
Environnement international, évolution en %					
IPC mondial	2,0	2,0	2,2	2,4	2,6
Prix des concurrents à l'export extra-zone euro (en euros)	5,3	- 5,3	2,7	2,4	2,4
PIB mondial	3,1	2,9	3,3	3,4	3,5
PIB mondial hors zone euro	3,2	3,0	3,5	3,7	3,8
Commerce mondial hors zone euro	0,6	0,9	2,8	3,7	3,8
Demande adressée à la France	3,1	2,0	3,2	3,8	3,8
<i>Intra-zone euro</i>	5,8	3,2	4,1	4,3	4,1
<i>Extra-zone euro</i>	0,8	1,0	2,4	3,3	3,5

a) Ces hypothèses techniques et d'environnement international sont établies par la BCE au 17 novembre pour les données de marché et au 22 novembre pour les données de demande adressée à la France selon des principes explicités dans l'article : « *Guide to Eurosystem Staff macroeconomic projection exercises* », juin 2001, disponible à l'adresse : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/staffprojectionsguideen.pdf>. La demande mondiale correspond à la somme des importations des partenaires commerciaux de la France, pondérée par le poids de chaque marché dans les exportations françaises. La méthode de calcul est expliquée dans le document de travail « *Trade consistency exercise in the context of the Eurosystem projection exercises-an overview* », disponible à l'adresse : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp108.pdf>.

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

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

Sources : Eurosystème, projections Banque de France sur fond bleuté.

RÉVISION DE LA PROJECTION ENTRE JUIN ET DÉCEMBRE 2016

La projection de croissance du PIB de la Banque de France s'établit en décembre à 1,3 % pour 2016 et 2017, 1,4 % pour 2018. Elle est donc significativement **révisée à la baisse par rapport à la publication de juin 2016** (– 0,2 pp en 2016, – 0,2 pp en 2017 et – 0,2 pp en 2018)¹.

Par rapport à l'exercice de juin, **l'inflation de l'IPCH total est légèrement révisée à la hausse en 2016, quasi inchangée en 2017 et légèrement revue à la baisse pour 2018**. L'inflation de l'IPCH hors énergie et alimentaire est inchangée en 2016, à peine révisée à la hausse en 2017. Elle est inchangée en 2018.

Pour 2016, la révision à la baisse de la croissance du PIB en moyenne annuelle s'explique par une progression de l'activité aux deuxième et troisième trimestres plus faible qu'attendu².

La demande intérieure est globalement inchangée sur l'année. La consommation des ménages, stable aux deuxième et troisième trimestres 2016, est nettement revue à la baisse en moyenne annuelle, ce qui traduit des revenus moins allants que prévu. Cette surprise est toutefois compensée par un investissement des ménages nettement plus dynamique (+ 2,7 pp en moyenne annuelle). L'investissement des entreprises est inchangé par rapport à la projection de juin. Enfin, la demande publique, en particulier l'investissement, est plus dynamique que dans la projection de juin, en raison d'une progression plus soutenue qu'attendu sur les trois premiers trimestres de l'année.

Les révisions sont fortes sur le commerce extérieur et les stocks. Les exportations ralentiraient ainsi bien plus (écart sur 2016 d'une projection à l'autre de – 1,7 pp) du fait de l'évolution nettement revue à la baisse de la demande mondiale (écart de – 1,2 pp) et de pertes de parts de marché non anticipées. Cette progression plus faible des exportations est toutefois conjuguée à une surprise tout aussi négative sur les importations (– 1,9 pp) de sorte que la contribution nette de l'extérieur est marginalement revue à la hausse sur l'année. Ceci est toutefois plus que compensé par une contribution des stocks moins positive qu'attendu (– 0,2 pp) du fait notamment des forts mouvements de déstockage au deuxième trimestre de l'année.

En 2017 et 2018, la révision à la baisse de notre projection de croissance du PIB (– 0,2 pp en 2017 et – 0,2 pp en 2018) s'explique essentiellement par la dégradation de l'environnement international.

La projection pâtit ainsi en particulier de perspectives de demande extérieure adressée à la France moins favorables (– 1,0 pp en 2017 et – 0,6 pp en 2018), notamment en raison de l'impact du *Brexit* sur l'économie britannique et de sa diffusion dans les économies de la zone euro. Les projections d'exportations françaises sont ainsi abaissées de – 0,3 pp en 2017 et – 0,6 pp en 2018. La faible révision de la contribution nette du commerce extérieur masque ainsi un effet d'entraînement initial moindre sur l'activité par les exportations.

De plus, le pouvoir d'achat des ménages serait affecté par un moindre dynamisme des revenus d'activité et de la propriété dans un contexte de moindre vigueur de l'activité. Le moindre potentiel de baisse du taux d'épargne contribuerait également négativement à l'évolution de la consommation des ménages en 2017, dont le taux de croissance est de ce fait revu à la baisse, de – 0,4 pp en 2017 et de – 0,3 pp en 2018. L'investissement des ménages est en revanche revu à la hausse, surtout en 2017, du fait des évolutions plus fortes constatées jusqu'au troisième trimestre 2016 et de perspectives plus favorables qu'en juin au regard des indicateurs du secteur de la construction.

L'investissement des entreprises est significativement révisé à la baisse (– 1,3 pp en 2017 et – 0,9 pp en 2018). Le contrecoup du dispositif de suramortissement a été plus fort qu'attendu aux deuxième et troisième trimestres 2016, ce qui pèse quelque peu sur la moyenne annuelle de 2017. Surtout, à ces mouvements ponctuels s'ajoute l'effet accélérateur du moindre dynamisme de l'activité.

Enfin, la demande publique (consommation et investissement) est légèrement revue à la hausse (0,2 pp en 2017 et 0,1 pp en 2018), en raison de la prise en compte dans le scénario des mesures nouvelles concernant les missions prioritaires du gouvernement.

L'inflation de l'IPCH total est revue à la hausse de 0,1 pp en 2016 principalement en raison d'une révision à la hausse de sa composante énergie. La projection de l'inflation de l'IPCH hors énergie et alimentaire reste inchangée en 2016.

En 2017, l'inflation IPCH d'ensemble est inchangée. L'inflation IPCH hors énergie et alimentaire est revue à la hausse, en raison d'une révision de l'appréciation sur la progression des prix d'importations et de coûts salariaux unitaires plus allants que ceux prévus dans le scénario de juin 2016. L'inflation énergétique n'est que légèrement plus soutenue qu'en juin, en raison de l'effet de la remontée des prix du pétrole partiellement compensé par une révision à la baisse du prix de l'électricité. Ces révisions à la hausse sont néanmoins neutralisées par une révision à la baisse de la progression des prix de l'alimentation, laissant l'inflation totale quasi inchangée sur 2017.

En 2018, l'inflation IPCH totale est revue légèrement à la baisse. En effet, l'inflation des prix de l'énergie est plus faible. L'inflation IPCH hors alimentaire et énergie est conforme à la projection réalisée en juin.

¹ Cf. tableau des révisions en annexe de cette publication. La projection de croissance du PIB s'établissait en juin à 1,4 % en 2016, 1,5 % en 2017 et 1,6 % en 2018. Les écarts présentés ici sont les arrondis d'écarts et non les écarts des chiffres arrondis à une décimale, d'où des différences possibles de 0,1 pp.

² Dans la publication de juin, le premier trimestre prévu était le deuxième trimestre 2016. En décembre, seul le quatrième trimestre 2016 n'est pas connu. On notera en revanche que les révisions des comptes nationaux trimestriels sur les trimestres précédant le deuxième trimestre 2016 ont un impact légèrement positif sur la croissance moyenne en 2016 (+ 0,1 pp).

2| Perspectives économiques : la demande intérieure a passé un pic en 2016 mais les exportations accélèreraient

Point de départ conjoncturel

Dans l'industrie manufacturière, l'enquête de la Banque de France dans l'industrie conclut à une stabilisation à un niveau proche de sa moyenne de long terme. En outre, l'indicateur de production prévue pour novembre augmente. Ces indications positives sont toutefois tempérées par le recul de la production manufacturière en septembre.

Dans le secteur de la construction, les révisions sur le passé récent des indicateurs de mises en chantier et de l'investissement en construction des ménages montrent qu'une reprise est en cours, en lien probablement avec les effets diffus du dispositif Pinel et du nouveau prêt à taux zéro (PTZ). Cette reprise devrait se poursuivre, même si les enquêtes dans la promotion immobilière et dans l'artisanat du bâtiment suggèrent que la croissance au quatrième trimestre 2016 devrait se stabiliser.

Au total, les indications conjoncturelles sont à ce jour cohérentes avec une croissance du PIB à un rythme de 0,4 % sur le quatrième trimestre de l'année.

Par ailleurs, en raison du calendrier de l'exercice coordonné de l'Eurosystème, cette projection s'appuie sur les comptes nationaux trimestriels publiés le 28 octobre 2016 (première estimation du troisième trimestre 2016) et non sur ceux du 29 novembre (deuxième estimation du troisième trimestre 2016). La deuxième estimation a confirmé la croissance du PIB au troisième trimestre à 0,2 %, avec des révisions assez faibles sur les composantes. Selon cette deuxième estimation, l'acquis de croissance pour 2016 à la fin du troisième trimestre est révisé à la baisse, de 1,15 % à 1,10 %.

L'inflation totale (IPCH) s'est établie en octobre 2016 à 0,5 % en glissement annuel et l'inflation hors énergie et alimentaire à 0,6 %. Pour la première fois depuis juillet 2014, la contribution du glissement annuel des prix de l'énergie à l'inflation d'ensemble (en g.a.) redevient positive. En revanche, les prix des services restent peu dynamiques en rythme annuel (1,1 % en glissement annuel en octobre), comme depuis le printemps 2015. Les prix des produits manufacturés continuent de baisser sur un an, dans le sillage de la baisse sur un an des prix des biens de consommation non alimentaires importés hors zone euro (-0,7 % en septembre 2016).

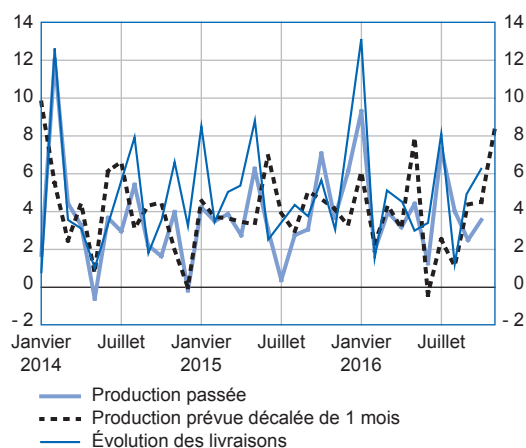
Les échanges extérieurs prendraient le relais d'une demande intérieure moins dynamique

L'activité en France a été portée en 2015 et 2016 par la demande intérieure (consommation et investissement), tandis que le commerce extérieur pesait nettement sur la croissance du PIB (contributions de -0,3 pp en 2015 et -0,6 pp en 2016). À partir de 2017, tout en restant le principal moteur de l'activité en France, la demande intérieure devrait ralentir tandis que le commerce extérieur deviendrait plus allant. La contribution nette des échanges extérieurs serait ainsi proche de zéro.

L'année 2016 a été marquée par des performances françaises à l'exportation médiocres (croissance de 1,2 % en m.a.). Non seulement la demande adressée a été faible, mais l'année est également marquée par des pertes de parts de marché. Celles-ci semblent largement temporaires, avec pour partie un impact des problèmes de livraison de matériels de transport, et les exportations françaises rebondiraient fortement, au-delà de 1 % par trimestre, en fin d'année 2016 et en début d'année 2017. La progression des exportations évoluerait, ensuite, en ligne avec la demande extérieure. Les parts de marché fin 2017 seraient marginalement au-dessus de celles de 2015 et bien supérieures à celles de 2010. Le taux de change effectif nominal, relativement stable depuis avril 2016, ne permet pas d'anticiper de gains de parts de marché supplémentaires. La demande adressée à la France retrouverait de la vigueur dès 2017, essentiellement grâce à la bonne tenue de la demande de la zone euro, alors que celle des pays extérieurs à l'Union monétaire ne se redresserait que progressivement. Les exportations accélèreraient ainsi nettement en 2017 (4,3 %), puis continueraient de croître à un rythme soutenu en 2018 (3,8 %) et 2019 (3,9 %).

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

(solde d'opinion)



Source : Banque de France.

Les importations resteraient dynamiques de 2017 à 2019, malgré l'érosion de la demande interne. En effet, le taux de pénétration (calculé comme le rapport des importations aux postes de la demande pondérés par leur contenu en importations) continuerait de croître sur l'horizon de la projection, rejoignant sa tendance historique (cf. encadré 2). Ainsi, le rythme annuel de croissance des importations serait de 4,1 % en 2017 et de 3,9 % en 2018, comme en 2019.

Encadré 2

COMMENT INTERPRÉTER LA FORTE HAUSSE DES IMPORTATIONS DE BIENS HORS ÉNERGIE EN 2014 ET 2015 ?

Depuis 1990, l'élasticité apparente des importations au PIB ¹ est généralement comprise entre 2 et 4. Les années 2014 et 2015 sont à cet égard remarquables, avec une élasticité apparente de 7,2 en 2014 et 5,3 en 2015. L'année 2016 semble marquer un contre-coup, puisque l'élasticité apparente (calculée sur les acquis de croissance des importations et du PIB pour l'année 2016 à l'issue du troisième trimestre) revient à 2,3 ².

Les importations ont été très dynamiques en France en 2014 et 2015 (croissance annuelle de, respectivement 4,8 % et 6,4 %, après 2,2 % en 2013), **tirées par les importations de biens hors énergie**, et notamment celles de biens d'équipement et de matériels de transport. **La forte croissance des importations a été en grande partie liée à celle de la demande, en particulier des exportations** : celles-ci ont augmenté de 6,0 % en 2015 et ont un fort contenu en importations.

Une première façon d'aborder la question du dynamisme des importations est de calculer un indicateur de demande d'importations, égal à la somme des postes de la demande finale pondérés par leurs contenus en importations pour une année de base. En l'absence d'évolution des contenus en importations, les importations augmenteraient au même rythme que cet indicateur. Cependant, les contenus en importations de biens hors énergie progressent tendanciellement en France depuis 2005, autrement dit il y a augmentation tendancielle du taux de pénétration défini comme le rapport des importations à la demande d'importations à poids fixe (cf. graphique ci-contre).

L'augmentation au-delà de la tendance du taux de pénétration décrit l'accélération au-delà de la demande d'importations en biens hors énergie en 2014 et 2015. Cette accélération va au-delà de ce qui peut être attribué à un effet de compétitivité incorporant l'évolution du taux de change effectif.

L'accélération des importations entre 2013 et 2015 est essentiellement imputable aux importations de biens hors énergie, en particulier celles de biens d'équipement et de matériels de transport. L'accélération des importations pour ces deux produits est-elle due à l'insuffisance de l'offre ou n'est-elle que la conséquence d'un dynamisme accru des composantes de la demande les plus intensives en importations (notamment les exportations et l'investissement des entreprises) ? Une façon d'aborder cette question est d'étudier la destination des importations par poste de la demande (finale ou intermédiaire) grâce aux équilibres emplois ressources (ERE) disponibles dans les comptes nationaux trimestriels ³. S'agissant des biens d'équipement, on constate que les importations sont nettement plus dynamiques que la production domestique en 2014 et en 2015.

Ce dynamisme s'accompagne d'une accélération des consommations intermédiaires et des exportations, mais également d'un fort dynamisme de la consommation des ménages.

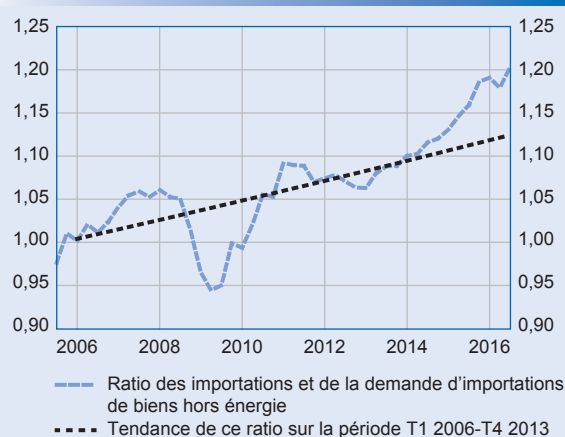
Entre 2014 et 2015, l'accélération des importations de biens d'équipement alimente donc le processus productif mais aussi la demande finale intérieure. Pour ce qui est des matériels de transport, les forts taux de croissance observés côté offre s'accompagnent côté demande d'un dynamisme des consommations intermédiaires et des variations de stocks en 2014 et d'une forte absorption par les exportations en 2015. Entre 2014 et 2015, l'accélération des importations de matériels de transport alimente donc surtout le processus productif, à destination de l'exportation.

¹ Définie comme le ratio du taux de croissance annuel des importations en volume sur la croissance annuelle du PIB en volume.

² L'élasticité apparente des importations au PIB pour le monde entier est devenue proche de 1. Ce n'est pas le cas des pays de la zone euro, où l'élasticité apparente est supérieure à 2 depuis 2014, proche des niveaux du milieu des années 2000.

³ Il s'agit des ERE en volume aux prix de 2010, de manière à avoir un équilibre emplois ressources complet (y compris variations de stocks). Les ERE trimestre par trimestre étant un peu bruités, on calcule les contributions aux variations des ressources pour chaque produit (égales par définition à celles des emplois) sur quatre trimestres glissants.

Graphique : Taux de pénétration



Source : Comptes nationaux trimestriels Insee du 28 octobre 2016.

Après le pic enregistré de 2015 à 2016, la croissance de la consommation des ménages fléchit en 2017

La consommation des ménages devrait progresser en 2016 au même rythme qu'en 2015 (1,5 % en m.a.), soutenue par des gains de pouvoir d'achat substantiels, largement expliqués par la faible inflation induite par le contre choc pétrolier. Le gain sur la facture pétrolière de la France a été de 17,2 milliards d'euros entre 2014 et 2015, soit 1,3 pp de revenu disponible brut des ménages (RDB). La baisse du prix des produits pétroliers s'est poursuivie en début d'année 2016 et le gain supplémentaire serait de 9,7 milliards cette année par rapport à 2015, soit 0,7 pp de RDB. Les effets de ce gain de pouvoir d'achat disparaîtraient en projection et la consommation ne progresserait que de 1,2 % en 2017, avant de repartir à 1,5 % en 2018, puis 1,6 % en 2019.

Ainsi, en 2017, la consommation des ménages marquerait le pas par rapport aux deux années précédentes. Au bénéfice du redressement de l'activité, le revenu disponible brut nominal des ménages progresserait nettement (2,0 % en m.a.), mais le pouvoir d'achat des ménages serait affecté par la nette remontée de l'inflation et le revenu disponible brut réel ne progresserait que modérément (1,2 % en m.a.).

En 2018 et 2019, l'accélération de la consommation des ménages serait favorisée par celle des revenus nominaux et en particulier celle des salaires nominaux (cf. partie sur les salaires).

Depuis la projection précédente, la révision des comptes annuels pour 2013-2015 a conduit à un niveau du taux d'épargne revu nettement à la baisse. En conséquence, son profil baissier sur l'horizon de projection est limité et moins marqué qu'auparavant, ce qui offre, à la consommation des ménages, un soutien moindre qu'anticipé en juin.

Reprise de l'investissement des ménages jusqu'à fin 2017

Après une longue période de recul, l'investissement des ménages a cessé de se dégrader en 2015 et a même significativement progressé depuis le début 2016. Ce rebond bénéficie pleinement des mesures d'assouplissement du prêt à taux zéro et du dispositif Pinel. Ainsi, pour la première fois depuis 2011, la croissance annuelle de l'investissement des ménages devrait être positive en 2016 (1,5 % en m.a.). Les effets de ces mesures publiques seraient encore sensibles en 2017 : l'investissement progresserait de 1,9 %. Au-delà de 2017, ces soutiens temporaires s'estomperaient et, du fait des facteurs démographiques désormais tendanciellement défavorables (baisse de la part des 30-59 ans dans la population), la croissance de l'investissement des ménages ne serait plus que de 0,5 % en 2018, avant d'être nulle en 2019.

Rapporté à leur revenu disponible brut, l'investissement des ménages serait stable de 2016 à 2018, à 8,0 %, avant de fléchir légèrement à 7,9 % en 2019. L'épargne financière des ménages, qui rapporte leur capacité de financement à leur revenu disponible brut, déclinerait très légèrement de 5,7 % en 2016 à 5,5 % en 2019, soit un niveau inférieur à celui observé en moyenne de 2009 à 2012 (6,3 %).

L'investissement des entreprises, malgré la fin de la mesure de suramortissement, resterait favorisé par l'environnement de taux bas

Soutenue par la mesure d'incitation fiscale de suramortissement (cf. encadré 3), l'investissement des entreprises a fortement accéléré au quatrième trimestre 2015 (variation trimestrielle de 1,4 %) puis au premier trimestre 2016 (1,9 %), avant de subir un contrecoup marqué les deux trimestres suivants (-0,3 % au deuxième trimestre, puis -0,2 % au troisième trimestre 2016). Bien qu'à un niveau moindre qu'en 2016, l'effet de la mesure de suramortissement sur l'investissement devrait être encore sensible au quatrième trimestre 2016 et au premier trimestre 2017. Passés ces soutiens temporaires, l'investissement des entreprises retrouverait à partir de 2017 un rythme plus faible qu'en 2016. Il progresserait ainsi de 1,8 % en 2017, après 3,3 % en 2016, puis de 2,5 % en 2018 et 2,7 % en 2019. Ceci traduirait un retour à un rythme plus cohérent avec ses déterminants que sont la reprise de l'activité et le faible coût du capital.

L'amélioration du taux de marge des SNF s'interromprait : après avoir atteint un point historiquement bas en 2013, à 29,9 %, celui-ci s'est rapidement redressé de 2 points en 2014 et 2015, à la faveur des mesures d'amélioration de

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

(en %, moyenne annuelle)	2015	2016	2017	2018	2019
Consommation réelle des ménages (volume)	1,5	1,5	1,2	1,5	1,6
RDB réel	1,6	1,8	1,2	1,3	1,5
RDB nominal	1,4	1,8	2,0	2,5	2,8
Contributions au taux de croissance du RDB nominal					
<i>Excédent brut d'exploitation</i>	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4
<i>Salaires bruts</i>	1,0	1,2	1,4	1,6	1,7
<i>Intérêts nets et revenus de la propriété</i>	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,4
<i>Transferts courants</i>	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Prestations sociales</i>	0,7	0,6	0,6	0,8	1,0
<i>Impôts directs</i>	-0,3	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5
<i>Cotisations sociales effectives</i>	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2

Sources : Comptes nationaux trimestriels Insee du 28 octobre 2016, projections Banque de France sur fond bleuté. Ne tient pas compte de la publication des comptes nationaux du 29 novembre.

la compétitivité (CICE, PRS) et d'une certaine modération salariale favorisée par la faiblesse de l'inflation. L'amplification du CICE aurait un effet légèrement positif sur le taux de marge en 2018. Au total, celui-ci se stabiliserait fin 2019 à 32,5 %, au niveau d'avant la crise (il s'était maintenu dans une fourchette de 32 à 33 % entre 1996 et 2008).

Au total, malgré ce ralentissement par rapport à 2016, l'effort d'investissement des entreprises resterait à un niveau élevé : exprimé en pourcentage de la valeur ajoutée, le taux d'investissement reviendrait en 2017 à son point haut précédent de 2008 et il continuerait à progresser pour atteindre 23,8 % de la valeur ajoutée à fin 2019. En outre, l'endettement des entreprises se stabiliserait à un niveau élevé, proche de 130 % de leur valeur ajoutée. Leur besoin de financement avoisinerait les 10 milliards d'euros par trimestre de 2016 à 2019, soit un niveau proche de celui de 2015 (9 milliards d'euros).

Le taux de chômage devrait continuer à diminuer

À la faveur de la reprise de l'activité et des mesures de réduction du coût du travail (CICE, PRS), l'emploi dans le secteur marchand s'est nettement redressé depuis 2015. Les gains de productivité apparents devraient être très faibles en 2016, de 0,2 % en moyenne annuelle (cf. tableau 4). L'effet des mesures de politique économique se renforcerait légèrement sur l'horizon de la projection, avec la hausse du taux du CICE de 6 % à 7 % sur la masse salariale versée en 2017.

Les gains de productivité gagneraient en vigueur à partir de 2017, comme attendu généralement en phase de reprise de l'activité, mais cette accélération resterait mesurée. L'emploi dans le secteur privé augmenterait de 0,6 % en 2017, après 0,9 % en 2016. La progression de l'emploi se prolongerait en 2018 (0,8 %) et en 2019 (0,7 %), suivant l'augmentation de la croissance.

À un rythme inférieur à celui des années précédentes, l'emploi dans le secteur non marchand continuerait cependant à croître en 2016 (0,5 %), puis ralentirait en 2017 (0,1 %) et serait stable en 2018 et 2019. Il est en particulier attendu que le rythme de progression des emplois aidés s'infléchisse.

L'emploi total accélérerait ainsi nettement en 2016 (0,7 %, après 0,2 % en 2015) puis continuerait de progresser à un rythme moindre les années suivantes (0,5 % en 2017, puis 0,6 % en 2018 et 2019).

Grâce au dynamisme de l'emploi, renforcé par une évolution faible de la population active en début d'année, la baisse du taux de chômage en moyenne en 2016 serait notable : il reviendrait à 10,0 %, après 10,4 % (au sens du BIT, France entière). En 2017, le ralentissement de l'emploi et une progression un peu plus soutenue de la population active se traduiraient par une phase de stabilisation du taux de chômage à 9,9 %. À partir de 2018, avec une progression de la population active proche de 0,4 % par an, la croissance de l'emploi permettrait une nouvelle réduction du taux de chômage qui atteindrait 9,4 % au dernier trimestre 2019.

La forte dynamique des salaires réels de 2015 et 2016 est désormais passée

La progression des salaires nominaux devrait rester modeste en 2016 (1,1 %), cohérente avec la stabilisation des marges des entreprises.

Tableau 3 : Ratios des sociétés non financières

(en %, moyenne annuelle)	2015	2016	2017	2018	2019
Taux de marge	31,4	31,9	32,1	32,4	32,5
Taux d'investissement	22,9	23,3	23,4	23,6	23,8
Taux d'autofinancement	86,3	88,6	89,2	89,6	88,7
Taux de profit avant dividendes	26,2	27,1	27,4	27,6	27,6

Sources : Comptes trimestriels Insee du 28 octobre 2016, projections Banque de France sur fond bleuté. Ne tient pas compte de la publication des comptes nationaux du 29 novembre.

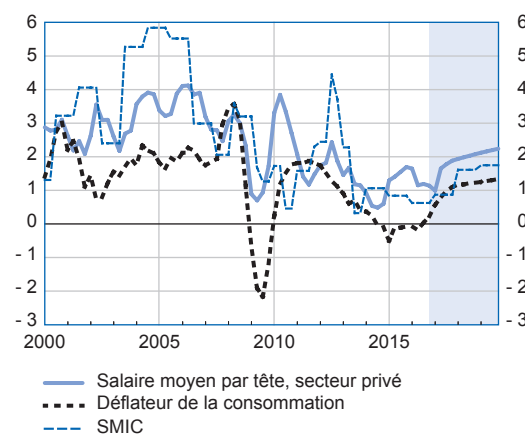
Tableau 4 : Évolution des salaires et de la productivité dans le secteur privé

(en %, moyenne annuelle)	2015	2016	2017	2018	2019
Déflateur de la VA	0,6	0,8	0,7	1,2	1,3
Coûts salariaux unitaires (CSU)	0,0	1,0	0,8	1,2	1,2
Productivité par tête	1,2	0,2	0,7	0,8	1,0
Salaires moyen par tête, nominal	1,5	1,3	1,6	2,0	2,2

Sources : Comptes nationaux trimestriels Insee du 28 octobre 2016, projections Banque de France sur fond bleuté. Ne tient pas compte de la publication des comptes nationaux du 29 novembre.

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

(glissement annuel de séries trimestrielles, en %)



Sources : Comptes nationaux trimestriels Insee du 28 octobre 2016 pour 2000-2016T3, projections Banque de France en prévision.

Pour les ménages, les gains de pouvoir d'achat des salaires (1,1 %) ont toutefois été soutenus par la faiblesse de l'inflation. Les salaires nominaux devraient accélérer progressivement à partir de 2017, à mesure de l'amélioration de la situation du marché du travail et du redressement de l'inflation d'ensemble. La progression du SMIC, selon l'application de la formule de revalorisation, resterait modérée. Le salaire moyen par tête du secteur privé (SMPT) progresserait ainsi de 1,6 % en moyenne en 2017, puis 2,0 % en 2018 et 2,2 % en 2019. La progression des salaires réels serait au total atténuée par rapport à 2015 et 2016 : 0,8 % en 2017, 0,7 % en 2018 et 0,8 % en 2019.

Au bénéfice de gains de productivité de 1 % en rythme annuel à la fin de la projection en 2019, la progression des coûts salariaux unitaires du secteur privé (CSU) resterait modérée avec un rythme de 1,2 % à l'horizon de la fin 2019.

Encadré 3

L'ÉVOLUTION DE L'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES SUR LA PÉRIODE RÉCENTE

Le taux d'investissement des sociétés non financières (SNF) françaises mesuré par le ratio de l'investissement sur la valeur ajoutée, est proche de son pic d'avant la crise. Il s'établit, en termes nominaux, à 23,3 % au deuxième trimestre 2016, contre 23,6 % au deuxième trimestre 2008. Ce ratio permet d'illustrer la part des ressources allouées au développement du capital productif. Le taux d'investissement progresse quand l'investissement en volume augmente plus vite que la valeur ajoutée en volume, conditionnellement aux évolutions relatives des déflateurs de l'investissement et de la valeur ajoutée ¹.

Le taux d'investissement des entreprises augmente en France régulièrement depuis la forte contraction observée en 2008-2009, notamment parce que les dépenses d'investissement ont été favorisées par l'amélioration de l'activité, des conditions de financement favorables, le redressement des marges et des mesures publiques ponctuelles (suramortissement). Entre 2014 et 2016, le taux d'investissement des SNF est ainsi passé de 22,9 % fin 2013 à 23,3 % mi-2016 et devrait atteindre 23,9 % à fin 2019, selon notre projection.

De 2014 à 2016, l'investissement des SNF en volume (2,8 % en moyenne) devrait croître deux fois plus vite que la valeur ajoutée en volume (1,4 % en moyenne). L'effet de cet écart sur la progression du taux d'investissement a été toutefois tempéré par une évolution légèrement plus faible des prix relatifs de l'investissement que ceux de la valeur ajoutée. Le taux d'investissement a néanmoins désormais atteint un niveau élevé et nous prévoyons que, d'ici 2019, sa progression se ferait à un rythme moins élevé que lors des années précédentes : les perspectives d'activité modérée n'inciteraient pas les entreprises à continuer d'accroître leurs capacités de production à un rythme aussi soutenu.

Le dynamisme récent de l'investissement a été favorisé depuis mi-2015 par le dispositif de suramortissement qui permet aux entreprises de déduire de leur résultat un amortissement majoré de 40 % sur cinq ans. Cette mesure initialement prévue jusqu'à avril 2016 a été prorogée d'un an, jusqu'en avril 2017. Une analyse des évolutions de l'investissement suggère que l'effet de la mesure a été fort. L'investissement des entreprises a accéléré au dernier trimestre 2015 (1,5 %, v.t.) et au premier trimestre 2016 (2,0 %, v.t.), suivi d'un contrecoup au deuxième trimestre 2016 (-0,4 %, v.t.). Une estimation, basée sur une hypothèse de croissance trimestrielle attendue de l'investissement de 0,7 % par trimestre, aboutit à évaluer l'impact de la mesure sur le niveau de l'investissement de l'ordre de 0,2 pp en 2015 et 1,2 pp en 2016 ². Cet effet est nettement plus important que celui anticipé avec notre modèle de prévision, dans lequel la mesure se traduit par une réduction du coût du capital dont l'impact est relativement faible à court terme. L'effet imputé est en revanche plus proche d'une estimation alternative basée sur un modèle DSGE ³ (0,9 pp sur l'investissement des entreprises en 2016) en raison de l'anticipation du terme de la mesure et d'un effet plus fort du coût du capital à court terme.

1 En l'absence de déflateur de la valeur ajoutée des SNF dans les comptes nationaux, nous utilisons ici le déflateur de la valeur ajoutée des branches marchandes. Le prix de l'investissement augmente de 0,2 % de plus que le prix de la valeur ajoutée en moyenne de 2008 à 2016.

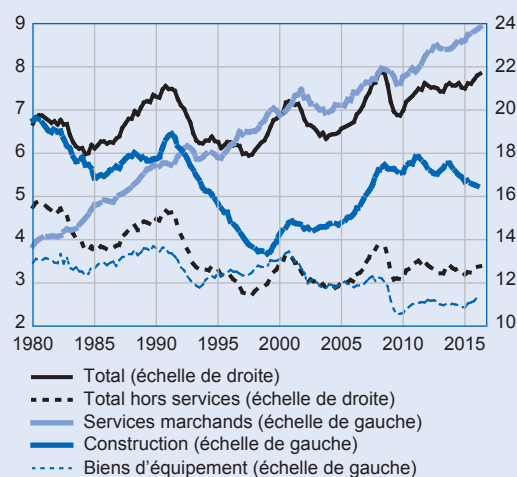
2 L'Insee, dans ses notes de conjoncture de juin et décembre 2015, a publié des estimations de l'effet de la mesure de suramortissement sur l'investissement, mais il s'agit uniquement d'estimations ex ante, qui ensuite ont été quelque peu contredites par les faits.

3 Modèles stochastiques dynamiques d'équilibre général (Dynamic stochastic general equilibrium models).

.../...

Graphique : taux d'investissement des entreprises non financières (ENF) par produit

(en % de la valeur ajoutée)



Note : la somme des biens d'équipement, construction et services marchands ne constitue pas le total. Il y a des biens hors équipement, comme les matériels de transport.
Source : Comptes nationaux trimestriels Insee du 28 octobre 2016.

Comparées aux autres pays de la zone euro, les SNF françaises ont un taux d'investissement supérieur, à l'exception, cependant, de l'Espagne, dont le profil du ratio est très fluctuant. Vis-à-vis de l'Allemagne, le dynamisme plus fort du taux d'investissement français est essentiellement le reflet d'une faiblesse de la progression de la valeur ajoutée, pour une trajectoire d'investissement comparable. En effet, de 2008 à 2014, l'investissement des SNF en valeur a crû d'environ 5 %, aussi bien en Allemagne qu'en France, alors que la valeur ajoutée outre-Rhin a crû de 14 %, contre seulement 6 % en France.

La comptabilité nationale distingue par produits les investissements des entreprises non financières. Cette ventilation de l'investissement montre des évolutions plus contrastées que la simple observation du taux global d'investissement, qui avait fortement rebondi suite à la crise de 2009.

Le taux d'investissement en biens d'équipements a en effet décroché en 2009 et n'a pas retrouvé son niveau d'avant la crise, malgré le léger effet positif de la mesure de suramortissement ces derniers trimestres (cf. *supra*). L'investissement des entreprises en biens d'équipement, proche de 3 % de leur valeur ajoutée en 2007 et 2008, stagne désormais autour de 2,5 %. L'investissement en construction, qui s'était maintenu durant la crise, décline depuis fin 2013. Les investissements en services marchands (R&D, logiciels, brevets, etc.) n'ont en revanche cessé de croître et leur progression n'a pas été interrompue par la crise.

3| L'inflation serait encore faible en 2016, mais se redresserait graduellement pour atteindre 1,5 % fin 2019

En 2016, l'inflation (IPCH) s'établirait à 0,3 % en moyenne annuelle (après 0,1 % en 2015). Elle remonterait à 1,2 % en m.a. en 2017, 1,4 % en 2018 et atteindrait 1,5 % en 2019 (cf. graphique 3). Plusieurs facteurs participeraient à ce redressement : la remontée des prix du pétrole (telle que l'indiquent les cours à terme au 17 novembre 2016), la progression des prix d'importation hors énergie et le redressement de l'activité domestique. L'inflation hors énergie et alimentaire resterait également faible en 2016 (0,6 % en m.a., après 0,6 % en 2015) et 2017 (0,8 %), puis se redresserait à partir de 2018 pour atteindre 1,3 % en m.a. en 2019.

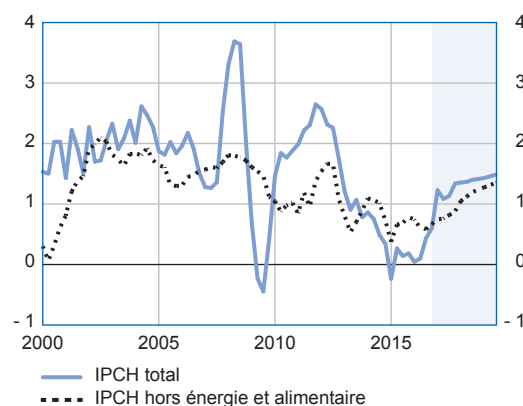
En 2016, l'inflation hors alimentaire et énergie est restée peu dynamique alors que l'inflation énergétique a continué de peser négativement sur l'inflation totale.

Après avoir baissé jusqu'au début de l'année 2016 (32 euros/baril au premier trimestre), le prix du baril de pétrole se redresse depuis. Il atteindrait 43 euros au premier trimestre 2017, le niveau moyen du second semestre 2015. Cette reprise a un impact direct sur la composante énergie des prix à la consommation (environ 9 % de l'indice total), par le biais des produits pétroliers consommés par les ménages (carburant, fioul, etc.) dont les prix se redressent depuis le début de l'année. Ces derniers restent néanmoins inférieurs à ceux observés un an auparavant sur une majeure partie de l'année 2016 et l'inflation de la composante énergétique resterait nettement négative en moyenne en 2016 (-2,8 % en m.a.).

L'inflation des prix hors alimentation et énergie est quant à elle restée peu dynamique en 2016.

Graphique 3 : IPCH et IPCH hors énergie et alimentaire

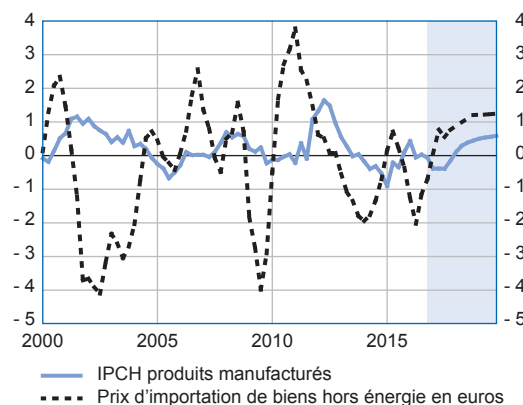
(glissement annuel de séries trimestrielles, en %)



Sources : Insee pour 2000-2016T3, projections Banque de France en prévision.

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

(glissement annuel de séries trimestrielles, en %)



Sources : Insee pour 2000-2016T3, projections Banque de France en prévision.

Les prix des produits manufacturés ont affiché un net rebond au premier trimestre 2016, soutenus par le dynamisme des prix des importations de biens hors énergie constaté en 2015 (cf. graphique 4), ces derniers ne se diffusant qu'après un certain délai à l'inflation des produits manufacturés. Ils sont ensuite restés proches de zéro en rythme annuel aux deuxième et troisième trimestres 2016, tendance qui devrait se poursuivre au dernier trimestre 2016. Ainsi, l'inflation des prix des produits manufacturés s'établirait à peine à 0,1 % en moyenne annuelle en 2016.

L'inflation des prix des services a atteint des niveaux historiquement bas en 2016. La baisse du coût salarial unitaire, induite par le PRS et le CICE ainsi que par une certaine modération salariale en 2016 dans un contexte de chômage élevé, a contribué à limiter la progression des prix dans les activités fortement intenses en main-d'œuvre. Par ailleurs, les prix des loyers ont continué de ralentir, leur progression étant liée notamment à l'évolution passée de l'inflation. L'inflation des services s'établirait ainsi à 1,0 % en moyenne annuelle en 2016, après 1,2 % en 2015.

Enfin, l'inflation des prix des produits alimentaires est également restée peu dynamique en 2016, dans un contexte où le prix des principales matières premières et des coûts de production agricoles restent faibles. Elle s'établirait à 0,5 % en moyenne annuelle, et ne contribuerait ainsi que légèrement à l'inflation totale.

En 2017, la remontée des prix énergétiques pousserait l'inflation, malgré la légère baisse des prix des produits manufacturés.

En 2017, l'augmentation des prix à la consommation proviendrait essentiellement de la composante énergétique. En raison de la remontée des prix des produits pétroliers telle que prévue par les cours à terme, de la hausse de la fiscalité sur les produits pétroliers et de la hausse des tarifs du gaz et de l'électricité, la composante énergie progresserait de 4,6 % en moyenne sur l'année et contribuerait positivement pour 0,4 pp à l'inflation. En outre, la hausse des prix de production agricole induirait une hausse de l'inflation des prix des produits alimentaires en 2017 qui atteindrait 1,1 % en moyenne annuelle.

En revanche, l'inflation hors produits alimentaires et énergie resterait basse, à 0,8 % en moyenne annuelle. L'évolution du prix des services serait plus dynamique qu'en 2016, à 1,5 %, portée par le léger redressement des salaires et du coût salarial unitaire. Néanmoins, l'inflation sur un an des prix des importations non énergétiques est redevenue négative depuis fin 2015 (-2,0 % au deuxième trimestre 2016, cf. graphique 4) ce qui commencerait à peser négativement sur l'inflation des produits manufacturés. En outre, la maîtrise des dépenses de santé prévue dans l'ONDAM (Objectif national des dépenses d'assurance maladie) conduirait à une nouvelle baisse très marquée du prix des médicaments, et viendrait accentuer la baisse des prix des produits manufacturés. La baisse des prix de la santé (ou des médicaments) atteindrait en effet -0,3 %.

En 2018 et 2019, l'inflation des prix à la consommation continuerait d'augmenter et atteindrait 1,5 % en g.a. au dernier trimestre 2019.

En 2018 et 2019, l'inflation hors produits alimentaire et énergie repartirait plus nettement à la hausse et atteindrait 1,3 % en moyenne annuelle en 2019. En effet, le prix des services continuerait de gagner en dynamisme en raison de la hausse des coûts salariaux unitaires et de la baisse du taux de chômage. Les prix des produits manufacturés seraient également orientés à la hausse dès 2018, tirés par le rebond prévu du prix des importations non énergétiques vers un rythme de 1,2 % fin 2018, stabilisé ensuite. L'inflation alimentaire continuerait d'augmenter pour atteindre 1,3 % en moyenne annuelle en 2019. Enfin, l'inflation énergétique ralentirait, dans le sillage du ralentissement des prix du pétrole, et atteindrait 3,1 % en moyenne annuelle en 2019.

4| Finances publiques : une amélioration lente en 2016 et 2017

L'amélioration progressive des finances publiques se poursuivrait en 2016, avec un solde public nominal qui atteindrait – 3,3 % du PIB, après – 3,5 % du PIB en 2015. En 2017, cependant, l'évolution des dépenses ne permettrait pas d'atteindre un déficit de – 3,0 %.

En 2016, la réduction des prélèvements obligatoires initiée en 2015 devrait se prolonger, du fait de la mise en œuvre de nouvelles mesures (suppression de la contribution exceptionnelle sur l'impôt sur les sociétés) ou du déploiement de la législation existante (second abattement de la contribution sociale de solidarité des sociétés, exonérations de cotisations familiales employeurs, baisse d'impôt sur le revenu des ménages). Le ratio de prélèvements obligatoires par rapport au PIB diminuerait ainsi de 0,2 point pour atteindre 44,5 % du PIB, après 44,7 % du PIB en 2015 et un pic historique en 2014.

Cette réduction devrait être compensée par une faible charge de la dette. Les dépenses en valeur, hors crédits d'impôt, devraient progresser de 1,4 % en 2016, après 0,8 % en 2015. Leur évolution s'explique notamment par le financement du plan d'urgence en faveur de l'emploi, par l'accroissement de la masse salariale lié à la revalorisation du point d'indice de la fonction publique en juillet et par le redressement de l'investissement public. En revanche, le prolongement de l'environnement de taux bas, les mesures d'économies prévues dans les projets de loi de finances pour 2016 (notamment relatives à l'ONDAM) et la faible inflation en limiteraient la progression. En volume hors crédits d'impôt, les dépenses primaires progresseraient néanmoins de 1,7 % en 2016, par rapport à une moyenne de 0,9 % sur la période de consolidation budgétaire entre 2010 et 2015.

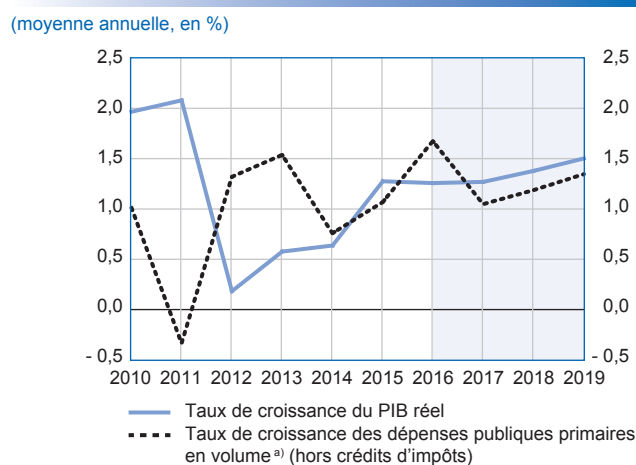
En 2017, le déficit public atteindrait dans nos projections 3,1 % du PIB.

Avec le report à 2018 de mesures d'allègement des prélèvements obligatoires du PRS prévues initialement en 2017, les recettes progresseraient à un rythme légèrement supérieur au PIB nominal (2,3 %, contre 2,2 % pour le PIB nominal). L'annulation de la dernière étape de la suppression de la contribution de solidarité des entreprises, remplacée par une hausse des crédits d'impôt en 2018 (sous forme d'une montée en charge du CICE) et le report de la baisse de l'impôt sur les sociétés pour les grandes entreprises augmenteraient les recettes de 5 milliards d'euros en 2017, pour les diminuer du même montant en 2018. Des recettes significatives issues de la lutte contre la fraude fiscale et l'anticipation de certains recouvrements fiscaux (renforcement du cinquième acompte des entreprises) contribueraient également à une remontée du ratio des prélèvements obligatoires par rapport au PIB, à 44,6 %, contre 44,5 % en 2016.

La progression des dépenses en valeur hors crédits d'impôt accélérerait en 2017 par rapport à 2016, à 1,9 %, après 1,4 % (et 1,9 % en moyenne sur 2010-2015). Cette croissance découlerait des mesures nouvelles concernant les missions prioritaires du gouvernement (dans les secteurs de l'éducation et de la jeunesse, de la sécurité et de la formation pour l'emploi), de la seconde revalorisation du point d'indice de la fonction publique à partir de février et d'une progression plus dynamique des dépenses de santé (ONDAM à 2,1 % en 2017, après 1,8 % en 2016). La diminution de la charge d'intérêts sur la dette, qui passerait de 2,0 % du PIB en 2015 à 1,8 % du PIB en 2016, limiterait cependant la hausse des dépenses totales. La progression des dépenses primaires en volume hors crédits d'impôt s'élèverait à 1,0 % en 2017, comme en 2015, après 1,7 % en 2016 (cf. graphique 5).

L'ajustement structurel en 2016 est estimé à seulement 0,1 point de PIB, après 0,3 point de PIB en 2015 (sur la base de la croissance potentielle de la Commission européenne). Il provient de la baisse de la charge d'intérêt entre 2015 et 2016, puisque l'ajustement structurel primaire est négatif, à – 0,1 point de PIB. En 2017, l'ajustement structurel s'établirait à 0,2 point de PIB.

Graphique 5 : Évolution comparée des dépenses publiques primaires et du PIB réel



a) Dépenses déflatées par l'IPC hors tabac.

Sources : Comptes nationaux trimestriels Insee du 28 octobre 2016 pour 2000-2016T3, projections Banque de France en prévision.

5| Aléas : un scénario central sujet à des risques équilibrés sur la croissance et l'inflation

Un certain nombre d'aléas, relatifs à l'activité économique et au redressement de l'inflation, entourent cette projection. Ils sont illustrés par les graphiques en éventail estimés à partir des erreurs constatées sur le passé.

Les risques relatifs à l'activité sont globalement équilibrés.

Les mesures prises depuis 2013 pour améliorer la compétitivité des entreprises françaises pourraient progressivement se traduire en gains de parts de marché qui ne sont pas retenus pour le long terme dans cette projection. L'investissement des ménages a surpris par son dynamisme en début d'année 2016 et ce mouvement pourrait se poursuivre avec plus d'ampleur sur les prochains trimestres. La projection fait également l'hypothèse que la dynamique salariale reste relativement modérée, conformément à l'évolution observée depuis plusieurs années.

En revanche, le taux d'épargne des ménages, révisé à la baisse depuis la publication des comptes nationaux annuels de mai 2016, pourrait s'établir à un niveau plus élevé fin 2019. Plusieurs aléas négatifs relatifs aux entreprises pourraient également peser sur l'activité : les variations de stocks restent élevées tandis que l'effet important du suramortissement sur l'investissement constaté début 2016 pourrait être suivi d'un contrecoup plus marqué.

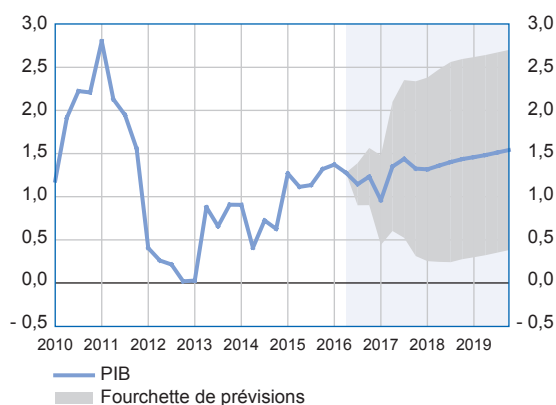
Au plan externe, les modalités de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne pourraient entraîner une période d'incertitude qui fragiliserait l'investissement des entreprises et la demande extérieure adressée à la France. Ces effets sont difficilement quantifiables. De même, les résultats et les conséquences de plusieurs scrutins électoraux à l'étranger (États-Unis, Italie, Allemagne) sont également susceptibles d'affecter à des degrés divers le commerce extérieur français.

Les principaux aléas sont également globalement équilibrés pour la projection de l'inflation.

Suite à la décision prise en septembre par les membres de l'Opep de réduire leur production, le prix du pétrole a été révisé à la hausse depuis la projection de juin. Cependant, un risque à la baisse subsiste : les prix restent très volatils. Plus globalement, l'inflation importée pourrait se révéler plus faible qu'anticipé, notamment si la reprise de l'activité mondiale n'est pas aussi soutenue qu'attendu. En revanche, de récentes évolutions de marché sur les taux longs peuvent indiquer des anticipations d'une reprise de l'inflation mondiale plus nette que celle incorporée dans cette projection.

Graphique 6 : Fourchette de projections de la croissance du PIB

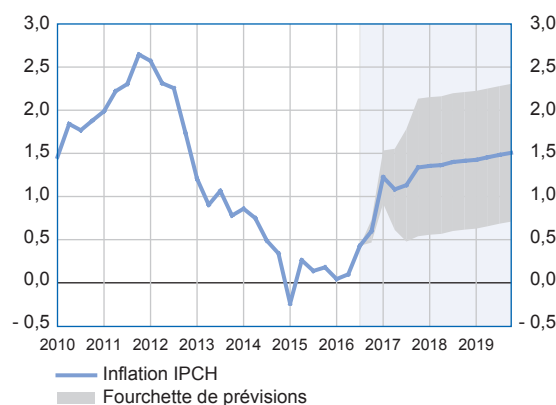
(glissement annuel, en %)



Sources : Comptes nationaux trimestriels Insee du 28 octobre 2016 pour 2000-2016T3, projections Banque de France en prévision.

Graphique 7 : Fourchette de projections de l'inflation IPCH

(glissement annuel, en %)



Sources : Insee pour 2000-2016T3, projections Banque de France en prévision.

Annexe : révision des projections depuis juin 2016

Tableau A1 : Révision des projections depuis le BMPE de juin

	BMPE de décembre 2016					Révisions depuis BMPE de juin 2016			
	2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018
IPCH	0,1	0,3	1,2	1,4	1,5	0,0	0,1	0,0	- 0,1
IPCH hors énergie et alimentaire	0,6	0,6	0,8	1,1	1,3	0,0	0,0	0,1	0,0
Déflateur du PIB	0,6	0,8	0,9	1,2	1,3	- 0,6	- 0,3	- 0,2	- 0,1
PIB réel	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	0,0	- 0,2	- 0,2	- 0,2
Contributions (points de PIB) ^{a)} :									
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	1,4	1,8	1,3	1,5	1,6	0,2	0,0	- 0,3	- 0,2
<i>Exportations nettes</i>	- 0,3	- 0,6	0,0	- 0,1	- 0,1	- 0,1	0,1	0,0	0,0
<i>Variations de stocks</i>	0,1	0,1	- 0,1	0,0	0,0	- 0,1	- 0,2	0,0	0,0
Consommation des ménages	1,5	1,5	1,2	1,5	1,6	0,1	- 0,5	- 0,4	- 0,3
Consommation publique	1,4	1,5	1,1	0,9	1,1	- 0,1	0,1	0,3	0,1
Investissement total	0,9	2,8	1,8	1,9	1,9	0,9	0,8	- 0,6	- 0,5
<i>Investissement public</i>	- 3,9	2,6	1,4	1,9	1,8	- 0,8	1,4	0,0	- 0,1
<i>Investissement des ménages</i>	- 0,8	1,5	1,9	0,5	0,0	1,9	2,7	1,0	0,4
<i>Investissement des entreprises (SNF-SF-EI)</i>	2,9	3,3	1,8	2,4	2,7	1,0	0,0	- 1,3	- 0,9
Exportations	6,0	1,2	4,3	3,8	3,9	- 0,2	- 1,7	- 0,3	- 0,6
Importations	6,4	3,0	4,1	3,9	3,9	0,0	- 1,9	- 0,4	- 0,6
Revenu disponible brut (RDB) réel des ménages	1,6	1,8	1,2	1,3	1,5	- 0,2	- 0,4	- 0,2	- 0,3
Taux d'épargne des ménages (% RDB)	14,5	14,8	14,7	14,5	14,5	- 0,9	- 0,8	- 0,7	- 0,8
Taux de chômage (BIT, France entière, % population active)	10,4	10,0	9,9	9,7	9,5	0,0	- 0,1	- 0,1	- 0,1

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

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

Sources : Insee pour 2015 et les 3 premiers trimestres de 2016, publication du 28 octobre 2016, projections Banque de France sur fond bleuté.

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

	BMPE de décembre 2016					Révisions depuis BMPE de juin 2016			
	2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018
Hypothèses techniques									
Pétrole, baril de <i>Brent</i> (USD)	52,4	43,1	49,3	52,6	54,6	0,0	- 0,3	0,3	1,3
Pétrole, baril de <i>Brent</i> (EUR)	47,2	38,8	45,3	48,3	50,1	0,0	0,5	2,3	3,4
Matières premières hors énergie (USD, évolution en %)	- 16,5	- 4,0	6,6	3,8	4,5	3,4	- 0,7	2,3	- 0,8
USD/EUR	1,11	1,11	1,09	1,09	1,09	0,0 %	- 1,9 %	- 4,6 %	- 4,6 %
Taux de change effectif nominal (évolution en %) ^{b)}	- 7,1	3,8	0,1	0,0	0,0	0,0	- 0,4	- 0,1	0,0
Euribor à 3 mois ^{c)}	0,0	- 0,3	- 0,3	- 0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Taux longs sur les obligations de l'État français à 10 ans ^{c)}	0,8	0,5	0,9	1,1	1,4	0,0	- 0,1	0,1	0,2
Environnement international, évolution en %									
IPC mondial	2,0	2,0	2,2	2,4	2,6	0,0	- 0,1	- 0,3	- 0,2
Prix des concurrents à l'export extra-zone euro (en euros)	5,3	- 5,3	2,7	2,4	2,4	- 0,1	- 0,5	- 0,3	- 0,2
PIB mondial	3,1	2,9	3,3	3,4	3,5	0,2	0,0	- 0,2	- 0,1
PIB mondial hors zone euro	3,2	3,0	3,5	3,7	3,8	0,1	- 0,1	- 0,2	- 0,1
Commerce mondial hors zone euro	0,6	0,9	2,8	3,7	3,8	- 0,2	- 0,9	- 0,8	- 0,3
Demande adressée à la France	3,1	2,0	3,2	3,8	3,8	- 0,1	- 1,2	- 1,0	- 0,6
<i>Intra-zone euro</i>	5,8	3,2	4,1	4,3	4,1	0,0	- 1,3	- 0,8	- 0,6
<i>Extra-zone euro</i>	0,8	1,0	2,4	3,3	3,5	- 0,1	- 1,1	- 1,1	- 0,5

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

a) Ces hypothèses techniques et d'environnement international sont établies par la BCE au 17 novembre pour les données de marché et au 22 novembre pour les données de demande adressée à la France selon des principes explicités dans l'article : « *Guide to Eurosystem Staff macroeconomic projection exercises* », juin 2001, disponible à l'adresse : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/staffprojectionsguideen.pdf>. La demande mondiale correspond à la somme des importations des partenaires commerciaux de la France, pondérée par le poids de chaque marché dans les exportations françaises. La méthode de calcul est expliquée dans le document de travail « *Trade consistency exercise in the context of the Eurosystem projection exercises-an overview* », disponible à l'adresse : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecboep108.pdf>.

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

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

Sources : Eurosystem, projections Banque de France sur fond bleuté.