



# **NOTE DE CONJONCTURE**

---

**Mars 2018**

© Insee 2018



■ Directeur de la publication  
Jean-Luc Tavernier

■ Rédacteurs en chef  
Julien Pouget  
Frédéric Tallet  
Mikael Beatriz  
Flore Cornuet

■ Contributeurs  
Sabrina Abdelmalek  
Franck Arnaud  
Séverine Arnault  
Hayet Bendekkiche  
Didier Blanchet  
Romain Bour  
Jocelyn Boussard  
Myriam Broin  
Yéronique Cordey  
Élise Dion  
Vincent Dortet-Bernadet  
Philippe Fontaine  
Marianne Fontvieille  
Étienne Frel-Cazenave  
Jorick Guillaneuf  
Xavier Guillet  
Sylvain Larrieu  
Déborah Massis  
Pauline Meinzel  
Fiona Morice  
Thomas Ouin-Lagarde  
Camille Parent  
Bruno Patier  
Benjamin Quévat  
Clément Rousset  
Suzanne Scott  
Olivier Simon  
Éléonore Sueur  
Louise Viard-Guillot  
Benjamin Vignolles  
Bastien Virely  
Sophie de Waroquier de Puel Parlan  
Pierre Wilson

Les Notes de conjoncture ainsi qu'un lexique « Les mots de la conjoncture » sont disponibles dès leur parution sur le site internet de l'Insee dans les rubriques Conjoncture et Collections à l'adresse [www.insee.fr](http://www.insee.fr).

■ Secrétariat de rédaction  
et mise en page  
Fabrice Hillaireau  
Aurore Dubus  
Tiffany Gervaise  
Myrille Resplandy

ISSN 0766-6268  
Impression d'après documents fournis  
JOUVE - PARIS

■ Secrétariat  
Nathalie Champion

*Rédaction achevée le 13 mars 2018*



# INVESTISSEMENT TONIQUE, CONSOMMATION EN DEMI-TEINTE

<b>VUE D'ENSEMBLE</b> .....	7
-----------------------------	---

## DOSSIER

- Les relations entre inflation, salaires et chômage n'ont pas disparu  
*Étude comparée dans les économies française et américaine* ..... 19

## CONJONCTURE FRANÇAISE

- Retour sur la précédente prévision ..... 37
- Production ..... 39
- Échanges extérieurs ..... 43
- Emploi ..... 46
  - ▶ *Les contrats aidés en 2017* ..... 49
- Chômage ..... 51
- Prix à la consommation ..... 53
- Salaires ..... 56
- Revenus des ménages ..... 58
  - ▶ *Taxation indirecte, recettes fiscales, pouvoir d'achat et bien-être :  
quels sont les liens ?* ..... 61
- Consommation et investissement des ménages ..... 64
- Résultats des entreprises ..... 67
- Investissement des entreprises et stocks ..... 69

## DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

- Pétrole et matières premières ..... 75
  - ▶ *Les publications conjoncturelles macroéconomiques influencent peu  
les variations des prix du pétrole.* ..... 78
- Marchés financiers ..... 82
- Zone euro ..... 86
- Allemagne ..... 89
- Italie ..... 90
  - ▶ *La réforme des retraites a dynamisé le taux d'activité en Italie* ..... 91
- Espagne ..... 95
- Royaume-Uni ..... 96
- États-Unis ..... 97
  - ▶ *La réforme fiscale américaine : un choc de demande à court terme,  
des effets plus incertains à long terme* ..... 98
- Japon ..... 100
- Économies émergentes ..... 101

<b>COMPTE ASSOCIÉ DE LA FRANCE</b> .....	103
--	-----

<b>COMPTE DES PAYS</b> .....	109
------------------------------	-----



# Investissement tonique, consommation en demi-teinte

L'année 2017 a signé le retour d'une croissance française solide et régulière (+ 2,0 % en moyenne annuelle), la plus élevée depuis 2011. Cette progression s'est accompagnée d'environ 270 000 créations nettes d'emplois, permettant un recul de plus d'un point du taux de chômage. Ces résultats traduisent en particulier la vigueur retrouvée de l'investissement, tandis que la consommation des ménages s'est montrée moins dynamique qu'en 2016. La fin d'année a par ailleurs été marquée par le rebond attendu des exportations aéronautiques.

Cette reprise de l'économie française s'inscrit dans un environnement international qui reste porteur début 2018. Avec notamment la mise en place de la réforme fiscale, l'économie américaine prolongerait son expansion, contribuant par ses importations à l'élan du commerce mondial. Le resserrement programmé de la politique monétaire de la Fed ne semble pas entamer ce dynamisme. Le risque de surchauffe n'est toutefois pas à exclure et la volatilité des marchés boursiers tend à augmenter. La conjoncture économique resterait également favorable dans les pays émergents, malgré une activité chinoise en léger ralentissement.

Avec une croissance de 2,5 % en 2017, la zone euro semble avoir comblé son retard conjoncturel avec les États-Unis. Le climat des affaires y demeure très favorable, même s'il a légèrement fléchi début 2018 et que des incertitudes politiques demeurent en Espagne et en Italie. L'activité économique de la zone progresserait donc à un rythme de 0,5 % par trimestre d'ici la mi-2018, portée notamment par la demande intérieure : le dynamisme des revenus d'activité, conjugué à une inflation contenue, tirerait le pouvoir d'achat et donc la consommation des ménages ; l'investissement des entreprises ne faiblirait pas dans un contexte de tensions croissantes sur l'appareil productif. Les exportations, en revanche, pâtiraient un peu de l'appréciation récente de l'euro.

En France, le climat des affaires a atteint en décembre 2017 un plus haut depuis 10 ans. Son

tassement - à un haut niveau - observé début 2018 suggère qu'à l'horizon de la prévision l'activité progresserait à un rythme un peu moins soutenu (+0,4 % au premier comme au deuxième trimestre ; +1,6 % d'acquis de croissance annuelle mi-2018). La progression du PIB serait notamment tirée par l'investissement des entreprises, qui cherchent à augmenter leurs capacités de production. La consommation des ménages conserverait un rythme modéré : les revenus d'activité accéléreraient mais le pouvoir d'achat marquerait ponctuellement le pas au premier trimestre, principalement du fait d'un regain d'inflation lié à l'augmentation de la fiscalité indirecte. Les ménages diminueraient toutefois leur taux d'épargne en anticipant un rebond de leur pouvoir d'achat aux trimestres suivants. Leurs dépenses d'investissement, quant à elles, ralentiraient au premier semestre, comme le suggère la stabilisation des ventes de logements neufs observée ces derniers mois. Enfin, le commerce extérieur ne pèserait plus sur la croissance à l'horizon mi-2018.

Les créations d'emplois marchands accéléreraient un peu au premier semestre 2018 (+129 000), essentiellement dans le secteur tertiaire, tandis que l'emploi non marchand se replierait de nouveau avec la diminution des emplois aidés. L'emploi total progresserait ainsi de 113 000 postes sur le semestre. Après avoir très fortement diminué au dernier trimestre 2017, le taux de chômage resterait inchangé mi-2018 à 8,9 %, en baisse de 0,5 point sur un an.

À court terme, ce scénario est susceptible d'être affecté par les incertitudes politiques qui subsistent de part et d'autre de l'Atlantique. Le retour éventuel de tensions inflationnistes pourrait aussi conduire à plus d'incertitude sur l'évolution de la politique monétaire américaine et la manière dont elle est accueillie par les marchés. En France, le comportement de consommation des ménages reste par ailleurs dépendant de la manière dont ces derniers anticipent l'évolution de leur pouvoir d'achat. ■

### Émergents et zone euro en tête, l'activité mondiale est restée dynamique

*Le commerce mondial a connu en 2017 sa plus forte croissance depuis 2011*

Après une croissance de 2,0 % en 2016, le commerce mondial a progressé de 5,2 % en 2017, rythme qui n'avait pas été atteint depuis 2011. Ce dynamisme des échanges internationaux reflète la vigueur de la croissance dans les économies émergentes et avancées. Si les importations des économies émergentes ont été modérées au quatrième trimestre 2017 (+0,8 %), celles des économies avancées ont accéléré (+1,9 %). Sur l'ensemble de l'année 2017, la croissance des importations des émergents a été vive (+5,4 %), tout comme celle des économies avancées (+4,9 %).

En 2017, les principaux pays émergents ont connu une accélération de leur activité économique (Inde, Turquie, pays d'Europe centrale et orientale) ou bien sont sortis de récession (Russie, Brésil). La croissance chinoise, affichée à +6,9 % en 2017, est restée soutenue malgré un ralentissement très progressif (+1,6 % au quatrième trimestre après +1,7 % au troisième).

*En zone euro comme aux États-Unis, l'activité tourne toujours à haut régime mais a légèrement ralenti en fin d'année*

Aux États-Unis, l'activité a accéléré sur l'ensemble de l'année 2017 par rapport à 2016 (+2,3 % après +1,5 %), même si elle a un peu ralenti en fin d'année (+0,6 % après +0,8 % au troisième trimestre). Dans la zone euro, l'accélération annuelle du PIB (+2,5 % après +1,8 % en 2016) s'est également accompagnée d'une légère décélération au quatrième trimestre (+0,6 % après +0,7 %). La croissance des principaux pays de la zone est toutefois restée soutenue en fin d'année (+0,6 % en Allemagne, +0,7 % en Espagne, +0,3 % en Italie). Les indicateurs de climat des affaires ont atteint en décembre des sommets comparables à ceux précédant la crise des dettes souveraines européennes. Le moral des entrepreneurs a toutefois cessé de progresser en début d'année 2018 tout en restant à un niveau élevé.

Le Japon a également connu une année 2017 relativement faste, la croissance grimpant à +1,7 % après +0,9 % en 2016, profitant du commerce mondial et du rebond de la demande intérieure. Parmi les grandes économies avancées, seule l'activité britannique n'a pas accéléré, pénalisée par les incertitudes autour de la mise en œuvre du Brexit et par les effets sur le pouvoir d'achat de la dépréciation passée de la livre.

### L'activité française a bénéficié de la reprise de l'investissement

L'activité économique française s'est inscrite dans cette dynamique économique mondiale favorable : elle a crû de 2,0 % en 2017, après +1,1 % en 2016, retrouvant un rythme proche de ceux observés en 2010 et 2011. Au quatrième trimestre 2017, elle a progressé de 0,6 % (après +0,5 % au troisième trimestre) comme prévu dans la *Note de conjoncture* de décembre, tirée notamment par la vivacité de l'investissement des entreprises (+1,6 % après +1,1 %) et de celui des ménages (+0,6 % après +0,9 %). Ce dynamisme n'a été qu'en partie atténué par la consommation des ménages (+0,2 % après +0,6 %) qui a freiné, comme celle des administrations publiques (+0,3 % après +0,5 %). Portée par d'importantes livraisons d'avions, la contribution du commerce extérieur à la croissance a été nettement positive (+0,6 point). La bonne tenue des exportations (+2,4 % après +1,0 %) s'est accompagnée d'un déstockage important en produits manufacturés.

Côté offre, le secteur manufacturier s'est démarqué par la nette accélération de sa production (+1,5 % au quatrième trimestre 2017 après +0,8 %), la production dans les services marchands hors commerce accélérant plus modérément (+1,0 % après +0,7 %).



## Les politiques monétaires se normalisent à des rythmes très différents

*La normalisation monétaire est plus avancée outre-Atlantique*

L'inflation américaine s'est raffermie (+2,1 % en glissement annuel à la fin 2017) et le marché du travail aux États-Unis est au beau fixe avec un taux de chômage à 4,1 %. Dans ce contexte, la Réserve fédérale (Fed) a annoncé la poursuite des relèvements successifs de son principal taux directeur. Trois à quatre relèvements d'un quart de point sont ainsi anticipés pour 2018 à partir d'un taux directeur de 1,5 % en début d'année. La normalisation de la politique monétaire américaine passe également par la réduction du bilan de la Fed, au rythme de 20 milliards de dollars par mois en début d'année, et jusqu'à 50 milliards par mois fin 2018.

Si l'inflation s'avérait plus vive qu'anticipé par les opérateurs et dépassait largement la cible de 2 % par an, les marchés financiers pourraient réagir négativement via une hausse de la volatilité des prix des actifs, comme l'a montré la correction boursière début février.

De son côté, la BCE maintient ses taux directeurs au plancher (taux de refinancement à 0,0 % depuis mars 2016) et poursuit ses rachats d'actifs au moins jusqu'en septembre 2018, à un rythme toutefois réduit de moitié en 2018 (30 milliards d'euros par mois) par rapport à 2017.

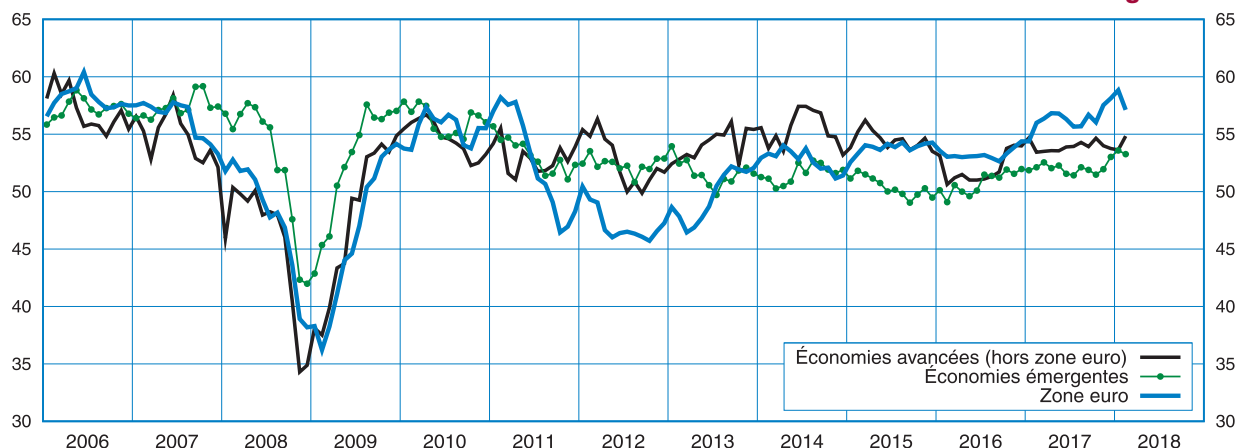
*L'euro s'est apprécié et les taux longs sont remontés*

Après une pause au troisième trimestre 2017, l'euro a continué de s'apprécier face au dollar pour atteindre 1,25 \$ en janvier, avant de se replier légèrement en février. Le taux de change effectif réel de la France serait ainsi en hausse au premier trimestre 2018. Récemment, les annonces d'investissements publics américains, la correction boursière survenue début février et les anticipations de hausse des taux directeurs américains ont aussi soutenu la hausse des taux longs. Suivant ces facteurs mondiaux, le taux souverain français à 10 ans s'est établi autour de 1,0 % contre 0,5 % au minimum en décembre 2017, alors qu'il s'approche de 3,0 % aux États-Unis. L'écart avec son homologue allemand a toutefois continué de se réduire, atteignant 0,2 point en février.

*La production américaine permettrait d'absorber l'accroissement de la demande mondiale de pétrole*

Sur l'ensemble de l'année 2017, la demande de pétrole a légèrement excédé l'offre. Cette dernière est restée contenue grâce en particulier à la limitation de la production des pays ayant pris part à l'accord de l'Opep établi fin 2016. Cet accord a pu contribuer à une remontée des cours du Brent jusqu'à 70 \$ fin janvier 2018 (contre environ 50 \$ fin 2016). Cependant, l'abondance de la production américaine, dont la composante issue de l'extraction de schiste est en vive accélération, a pesé sur les cours du baril de Brent les ramenant en février 2018 autour de 65 \$. Elle a également conduit à un retour à l'équilibre du marché pétrolier en fin d'année 2017 et permettrait de satisfaire la demande qui continuerait de croître à un rythme soutenu au premier semestre 2018.

### 1 - Le climat des affaires a atteint des sommets en zone euro et dans les économies émergentes



Source : PMI Markit

## Conjoncture favorable pour les émergents et stimulus fiscal américain

*Les pays émergents profitent de l'embellie conjoncturelle mondiale*

Les économies émergentes bénéficient actuellement de nombreux facteurs favorables (*graphique 1*) : bonnes perspectives industrielles (au Brésil, en Inde et en Turquie), hausse du pouvoir d'achat des ménages et remontée des prix du pétrole (pour la Russie en particulier) ou dynamisme des importations des partenaires commerciaux (la zone euro pour les pays d'Europe centrale et orientale par exemple). Ces soutiens devraient permettre le maintien d'un rythme élevé de croissance, voire une accélération de l'activité dans la plupart de ces pays.

*En Chine, les importations retrouveraient de la vigueur malgré le léger ralentissement de la demande intérieure*

Après avoir marqué une pause au dernier trimestre 2017, les importations chinoises retrouveraient du tonus au premier semestre 2018 (+2,0 % par trimestre), tirant profit de l'appréciation passée du yuan. Les exportations ne seraient pas pénalisées pour autant (environ +1,5 % par trimestre, après +3,6 % en 2017). Enfin, suivant la tendance de la demande intérieure, l'activité chinoise ralentirait à peine (+1,5 % par trimestre).

*L'investissement accélérerait aux États-Unis*

La réforme fiscale votée en fin d'année 2017 par le Congrès américain commencerait à porter ses effets sur les revenus des ménages et les profits des entreprises dès le premier semestre 2018. La consommation des ménages resterait ainsi vigoureuse (+0,6 % au premier puis +0,7 % au deuxième trimestre), tirée par leur pouvoir d'achat (+0,9 % par trimestre) qui profite du dynamisme de l'emploi. L'investissement des entreprises accélérerait nettement (+1,0 % puis +2,0 %), avec la perspective de la mise en place du dispositif de suramortissement au deuxième trimestre 2018. L'activité économique américaine accélérerait ainsi légèrement (+0,6 % puis +0,8 %).

*Le commerce mondial resterait dynamique*

Au quatrième trimestre 2017, le commerce mondial a progressé de 1,4 %, les importations américaines accélérant notablement. Durant le premier semestre 2018, la croissance des échanges mondiaux s'atténuerait un peu (+1,3 % puis +1,2 % au deuxième trimestre) tout en restant dynamique.

## Zone euro : léger ralentissement à haut régime

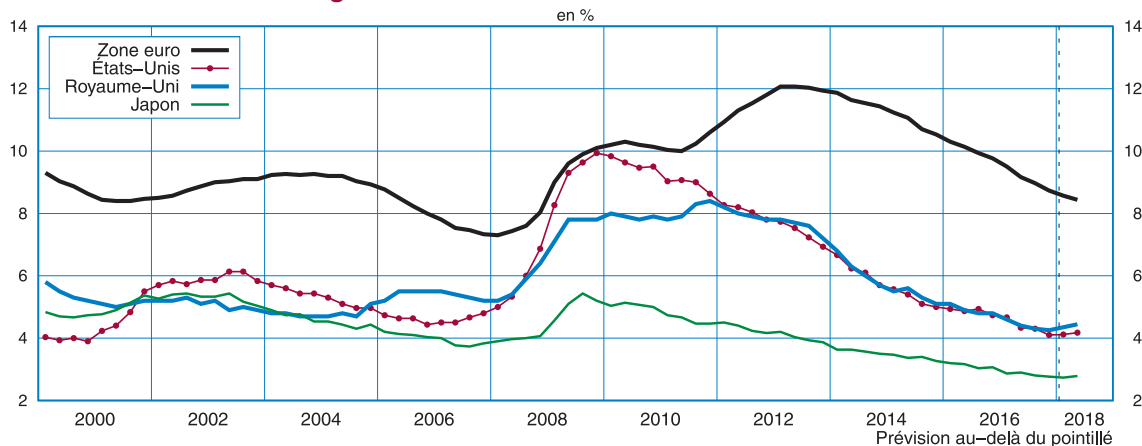
*Les ménages européens bénéficieraient de revenus d'activité dynamiques*

L'embellie économique de la zone euro permettrait une poursuite de la hausse de l'emploi en 2018 (+0,4 % par trimestre) et une baisse du taux de chômage jusqu'à 8,5 % à l'été (-0,1 puis -0,2 point, *graphique 2*). Dans un contexte de difficultés de recrutement persistantes, notamment en Allemagne, les salaires seraient tout aussi dynamiques qu'en fin d'année, croissant de 0,7 % par trimestre, soit un peu plus que l'inflation. Les prix conservant des glissements annuels contenus (+1,5 % à la mi-2018 et +0,9 % pour l'inflation sous-jacente), les gains de pouvoir d'achat continueraient d'être robustes en zone euro.

*La demande intérieure resterait solide*

La consommation des ménages poursuivrait donc au premier semestre 2018 sur sa lancée de la fin 2017 (+0,5 % par trimestre) ; il en serait de même pour la consommation publique (+0,3 % puis +0,2 % par trimestre). Les dernières

**2 - Le taux chômage a fortement baissé dans toutes les économies avancées**



Source : Eurostat, BLS, ONS, Japan Ministry for Internal Affairs and Communication

observations de permis de construire étant en repli après un haut niveau, l'investissement en construction ralentirait légèrement. L'investissement en équipement resterait allant au premier trimestre 2018 puis se tasserait un peu au deuxième.

*L'activité resterait soutenue mais décélérerait un peu par rapport à 2017*

Au total, l'activité économique conserverait un régime soutenu (+0,5 % par trimestre), l'Allemagne et l'Espagne progressant de nouveau un peu plus rapidement que la France et l'Italie. Ce régime serait légèrement inférieur à la croissance observée en 2017 (de +0,6 % à +0,7 % par trimestre) mais supérieur à celui des années précédentes.

### Au-delà des fluctuations de court terme, le commerce extérieur ne pèserait plus sur la croissance française

*Les livraisons aéronautiques et navales rythment les exportations françaises*

Au quatrième trimestre 2017, les exportations françaises ont nettement accéléré (+2,4 % après +1,0 % au troisième trimestre) du fait de la vigueur de la demande mondiale adressée à la France et surtout de livraisons aéronautiques exceptionnellement élevées, venant rattraper les trimestres précédents. Au-delà de la vive croissance des ventes manufacturières, les dépenses des touristes étrangers en France, qui contribuent aux exportations de services, sont restées solides en fin d'année. Au premier semestre, le profil des exportations (+1,0 % au premier trimestre puis +0,5 % au deuxième) serait de nouveau dicté par le secteur aéronautique et naval, avec notamment la livraison d'un paquebot au premier trimestre.

*Le commerce extérieur ne pèserait plus sur la croissance d'ici mi-2018*

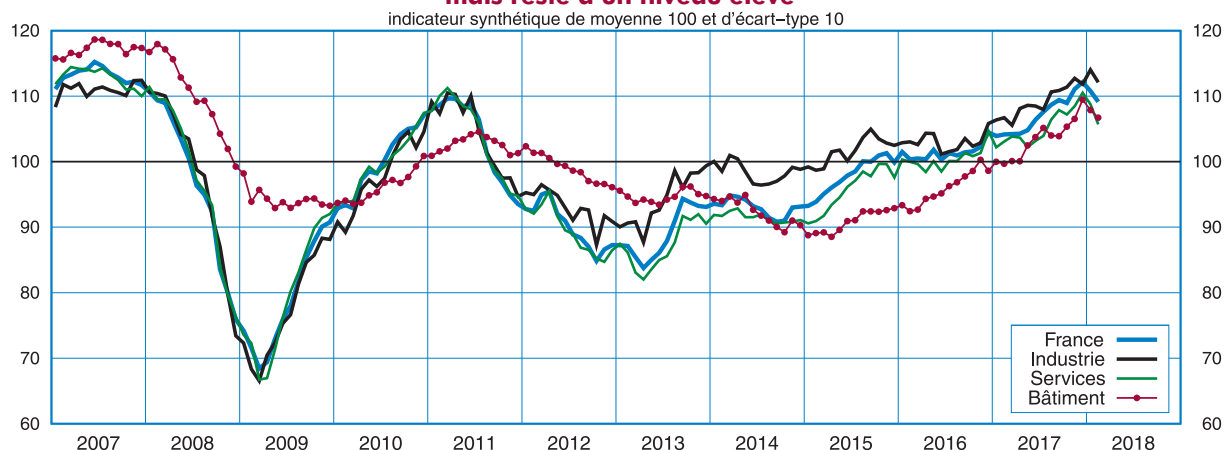
À l'inverse des exportations, les importations ont ralenti fin 2017 (+0,3 % après +2,2 %) principalement par contrecoup des achats exceptionnels de l'été, notamment en chimie et en aéronautique. Dans un contexte de léger ralentissement de la demande intérieure et de son contenu en importations, celles-ci retrouveraient au premier semestre un rythme plus proche de celui observé ces dernières années (+1,1 % puis +1,2 % par trimestre). Au total, le commerce extérieur contribuerait positivement à hauteur de +0,2 point à l'acquis de croissance mi-2018, après avoir pesé depuis plusieurs années et encore à hauteur de -0,3 point en 2017.

### L'activité française ralentirait un peu tout en gardant une cadence soutenue

*Le climat des affaires fléchit un peu début 2018, après avoir atteint fin 2017 un plus haut depuis 10 ans*

Dans tous les secteurs, les enquêtes de conjoncture signalent qu'un niveau élevé d'optimisme a été atteint en fin d'année 2017. Début 2018, certains indicateurs de climat ont cessé de progresser, notamment dans l'industrie et le commerce de détail, d'autres se sont repliés, dans les services, le bâtiment et le commerce de gros, tout en restant dans tous les cas nettement supérieurs à leur moyenne de longue période (*graphique 3*). Le climat des affaires en France, à 109 en février 2018, a ainsi perdu 3 points depuis décembre dernier.

### 3 - Le climat des affaires fléchit un peu en France début 2018 mais reste à un niveau élevé



Source : Insee

## Vue d'ensemble

*Les rythmes de production seraient un peu atténués par rapport à la fin 2017*

La production manufacturière freinerait début 2018 (0,2 % au premier trimestre puis 0,6 %), après une fin d'année 2017 particulièrement allante (+1,5 % au quatrième trimestre). La production de services marchands hors commerce (+0,5 % par trimestre) et du commerce (+0,3 % au premier puis +0,6 % au deuxième trimestre) serait également un peu moins dynamique ce semestre. La construction, toujours soutenue au premier trimestre (+0,8 %), ralentirait au deuxième (+0,6 %) du fait du repli de l'investissement en bâtiment tandis que la production dans les travaux publics se redresserait après deux trimestres de baisse. Après une année 2017 de rebond vers un niveau de production tendanciel, la production agricole serait stable début 2018.

Au total, le PIB progresserait durant le premier semestre 2018 à une cadence un peu moins rapide qu'en 2017 (+0,4 % par trimestre, *graphique 4*). Fin juin, l'acquis de croissance pour 2018 serait de +1,6 %.

### L'emploi marchand progresserait de nouveau solidement

*La conjoncture favorable tire l'emploi marchand et notamment l'intérim*

En 2017, le dynamisme de l'activité a permis à l'emploi salarié marchand de croître de 133 000 postes au premier semestre puis de 124 000 au second. Début 2018, les perspectives en matière d'effectifs restent très favorables dans les enquêtes de conjoncture, et le climat de l'emploi est stable à 109 depuis décembre. L'emploi salarié marchand accélérerait donc un peu au premier semestre (+129 000). Les créations d'emploi dans le tertiaire marchand seraient toujours robustes (+113 000), constituant l'essentiel de la hausse. Parmi elles, l'intérim progresserait encore au premier semestre 2018 (+20 000). L'industrie créerait de nouveau des emplois (+6 000 créations nettes, comme au second semestre 2017). Au-delà de la bonne tenue de l'activité économique, les dispositifs de baisse du coût du travail n'enrichiraient globalement plus la croissance en emplois : l'incidence positive du Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) et du Pacte de responsabilité et de solidarité (PRS) serait contrebalancée par les effets de la fin de la prime à l'embauche pour les PME.

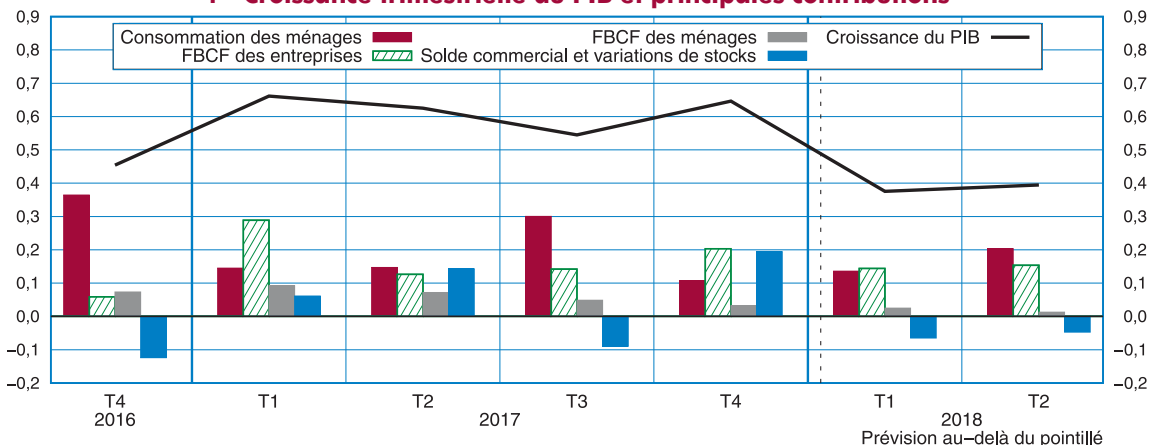
*L'emploi total progresserait moins vite que l'emploi marchand du fait de la baisse des emplois aidés*

L'emploi salarié non marchand a diminué au deuxième semestre 2017 (-13 000) sous l'effet d'une baisse du nombre de bénéficiaires d'emplois aidés. Cette tendance se poursuivrait au premier semestre 2018 (-21 000). L'emploi total progresserait donc de 113 000 postes au premier semestre après +114 000 durant la deuxième moitié de 2017.

*Le taux de chômage diminuerait de 0,5 point sur un an*

Le taux de chômage a fortement décliné en 2017, s'abaissant à 8,9 % en fin d'année contre 10,0 % un an auparavant. Suite à son important recul du quatrième trimestre 2017, dont l'ampleur dépasse largement ce que laisseraient attendre les évolutions de l'emploi et la tendance de la population active, le taux de chômage resterait inchangé au premier semestre 2018 à 8,9 % de la population active, en baisse de 0,5 point sur un an.

### 4 - Croissance trimestrielle du PIB et principales contributions



Source : Insee

### **Le pouvoir d'achat marquerait temporairement le pas en début d'année, sous l'effet notamment du regain d'inflation, avant de rebondir au printemps**

*L'inflation sous-jacente resterait modérée mais l'inflation totale se redresserait*

Après s'être élevée jusqu'à +1,2 % fin 2017, l'inflation continuerait de croître jusqu'à +1,6 % en juin 2018 sous l'effet de l'accélération des prix des produits énergétiques et du tabac. Ces facteurs n'entrent pas en compte dans le calcul de l'inflation sous-jacente, qui ne s'élèverait que modérément, de +0,6 % fin 2017 à +0,8 % en juin 2018. Le dynamisme des salaires tirerait les prix à la hausse mais cet effet serait atténué par la baisse des loyers dans le parc locatif social.

*Les salaires nominaux garderaient leur dynamisme*

Les salaires nominaux ont sensiblement accéléré en 2017 dans le secteur marchand (+2,0 % après +1,2 % en 2016). En 2018, alors que les difficultés de recrutement persistent, ils resteraient dynamiques (+1,2 % au premier semestre), soutenus également par une revalorisation du Smic au 1<sup>er</sup> janvier plus importante que celles des deux dernières années. Le regain d'inflation attendu en prévision ferait toutefois légèrement ralentir les salaires réels.

*Les revenus d'activité soutiendraient le pouvoir d'achat*

L'accélération des revenus d'activité des ménages, portée par les évolutions favorables de l'emploi et des salaires, a été comparable en 2017 à celle des prix de la consommation : ainsi le pouvoir d'achat des ménages aurait connu une progression dynamique en 2017 (+1,7 %) similaire à celle de 2016 (+1,8 %). Il fléchirait au premier trimestre sous l'effet notamment de la fiscalité indirecte, avant de rebondir au printemps. L'acquis de croissance du pouvoir d'achat serait de +0,8 % mi-2018. Compte tenu du calendrier de mise en œuvre des mesures en prélèvements obligatoires (fiscalité directe et indirecte), leur incidence sur le pouvoir d'achat sera plus favorable en glissement annuel en fin d'année qu'en moyenne annuelle en 2018.

### **La consommation des ménages progresserait à un rythme modéré**

Malgré des gains de pouvoir d'achat soutenus en 2017, la consommation des ménages a crû modérément (+1,3 % après +2,1 % en 2016). Si la faible consommation d'énergie a pesé sur l'ensemble, les achats d'autres biens comme de services n'ont guère été plus dynamiques qu'en 2016. En février, la confiance des ménages s'est dégradée, retrouvant ainsi sa moyenne de long terme, mais le solde relatif à l'opportunité de faire des achats importants est restée quasi stable à un haut niveau. Au premier semestre 2018, la consommation des ménages resterait donc en demi-teinte (+0,3 % au premier trimestre puis +0,4 % au deuxième). Les ménages feraient temporairement diminuer leur taux d'épargne face à la flexion ponctuelle de leur pouvoir d'achat, anticipant ainsi l'amélioration attendue en fin d'année du fait du calendrier fiscal. Cet effet de lissage conduirait leur taux d'épargne à reculer, passant de 14,3 % fin 2017 à 13,7 % au premier trimestre 2018, avant de revenir à 14,1 % au deuxième.

### **L'investissement des entreprises progresserait de nouveau vivement ; celui des ménages freinerait nettement**

*Le taux d'investissement des entreprises atteint un sommet*

L'investissement des entreprises non financières a accéléré en 2017 (+4,4 % après +3,4 % en 2016), conduisant leur taux d'investissement à des niveaux inédits depuis 40 ans (22,4 %). Après sa vive croissance en fin d'année 2017 (+1,6 % après +1,1 % au troisième trimestre), l'investissement resterait solide (+1,1 % au premier trimestre puis +1,2 % au deuxième) en réponse aux tensions persistantes sur l'appareil productif. Si la confiance déclarée par les entrepreneurs est un peu moins élevée que fin 2017, ils profiteraient de la hausse du taux de CICE de 6 % à 7 % (au titre de l'année 2017, versé en 2018) et leur taux de marge serait proche au deuxième trimestre 2018 de leur niveau moyen de 2017 (31,8 % pour les sociétés non financières) malgré le dynamisme des salaires.

## Vue d'ensemble

### Ralentissement de l'investissement des ménages, expansion retrouvée de l'investissement public

Après une accélération marquée en 2017 et une croissance inédite depuis 1999 (+5,4 % après +2,4 % en 2016), l'investissement des ménages ralentirait sensiblement en 2018 du fait de la stabilisation des ventes de logements neufs. Il croîtrait de 0,5 % au premier trimestre, puis de 0,2 % au deuxième, après +0,6 % au quatrième trimestre 2017. L'acquis de croissance à mi-2018 ne serait plus que de +1,9 %. Après cinq années de repli, l'investissement public renouerait quant à lui avec la croissance en 2018 (+2,4 % d'acquis de croissance à mi-année), sous l'impulsion notamment des chantiers du Grand Paris Express.

### Aléas : resserrement progressif des politiques monétaires, notamment aux États-Unis ; comportement de consommation des ménages en France

#### Conséquences du policy mix américain

Aux États-Unis, le *policy mix*, qui combine désormais une politique budgétaire très expansive et une politique monétaire progressivement moins accommodante, pourrait s'accompagner d'incertitudes croissantes sur les marchés. La crainte d'éventuelles tensions inflationnistes pourrait par exemple faire croître leur volatilité.

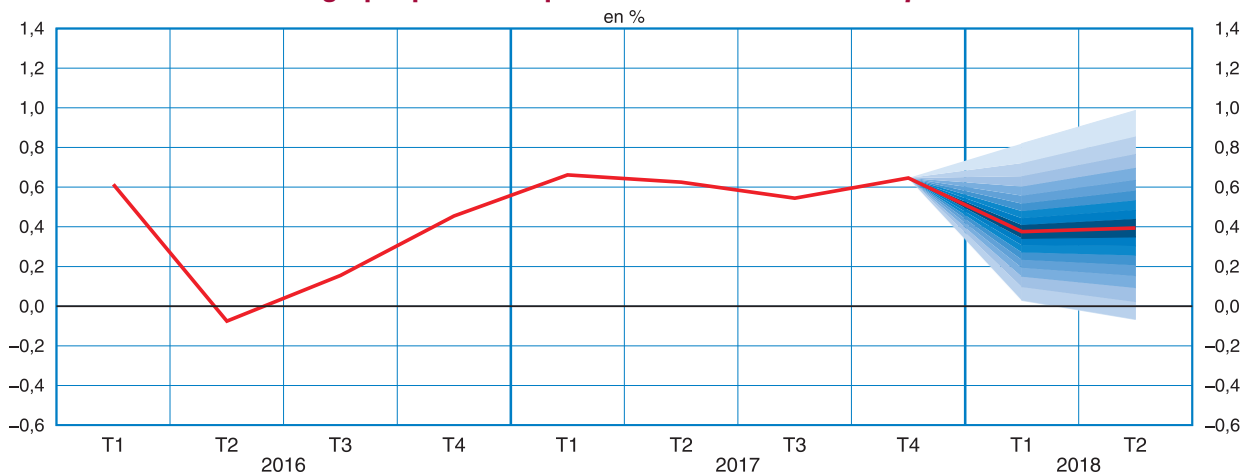
#### Incertitudes politiques en Europe

Côté européen, après les négociations sur la formation du gouvernement allemand, les incertitudes politiques portent sur les suites des élections italiennes, sur la situation en Catalogne ainsi que sur les modalités du *Brexit*.

#### Comportement de consommation et d'épargne des ménages français

En France, la consommation des ménages en début d'année dépend en partie de leur comportement d'épargne face à la flexion temporaire de leur pouvoir d'achat. La baisse du taux d'épargne pourrait être plus importante que prévu et la consommation serait alors plus allante. Celle-ci pourrait à l'inverse pâtir d'un éventuel attentisme des ménages. ■

## 5 - Le graphique des risques associés à la Note de conjoncture



Lecture : le graphique des risques retrace, autour de la prévision centrale (en trait bleu), 90 % des scénarios probables. La première bande, la plus foncée, décrit les scénarios les plus probables autour du scénario central, l'ensemble de ces scénarios ayant une probabilité totale de 10 %. La deuxième, un peu moins foncée, se décline en deux sous-bandes immédiatement au-dessus et immédiatement en dessous de la bande centrale ; elle contient les scénarios qui suivent en termes de probabilité, de telle sorte que la probabilité totale des deux premières bandes atteigne 20 % ; et ainsi de suite, en allant du centre vers l'extérieur et de la bande la plus foncée à la bande la plus claire, jusqu'à atteindre 90 % (cf. la *Note de conjoncture* de l'Insee de juin 2008, pages 15 à 18). On peut alors estimer que la première estimation qui sera publiée dans les comptes trimestriels pour le premier trimestre 2018 a 50 % de chances d'être comprise entre +0,2 % (bas de la cinquième bande en partant du bas) et +0,5 % (limite supérieure de la cinquième bande en partant du haut) et 90 % de chances d'être comprise entre +0,0 % et +0,8 %. Au deuxième trimestre 2018, l'intervalle de confiance à 90 % est [-0,1 % ; +1,0 %].

Source : Insee

Chiffres-clés : la France et son environnement international

	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
<b>Environnement international</b>													
PIB des économies avancées	0,4	0,5	0,5	0,6	0,5	0,7	0,8	0,6	0,5	0,6	1,7	2,3	1,9
PIB de la zone euro	0,5	0,4	0,4	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	1,8	2,5	1,8
Baril de Brent (en dollars)	34	46	47	51	55	51	52	62	66	63	44	55	64
Taux de change euro-dollar	1,10	1,13	1,12	1,08	1,06	1,10	1,17	1,18	1,23	1,23	1,11	1,13	1,23
Demande mondiale adressée à la France	0,1	1,6	0,6	1,1	1,6	1,3	0,6	1,4	1,2	1,1	3,1	4,9	3,7
<b>France équilibre ressources-emplois</b>													
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>
Importations	0,4	-1,0	2,8	0,8	1,1	0,0	2,2	0,3	1,1	1,2	4,2	4,1	3,4
Dépenses de consommation des ménages	1,4	0,3	-0,2	0,7	0,3	0,3	0,6	0,2	0,3	0,4	2,1	1,3	1,1
Dépenses de consommation des APU et des ISBLSM	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,5	0,5	0,3	0,3	0,1	1,2	1,5	1,0
FBCF totale	1,0	0,1	0,3	0,5	1,7	0,9	0,9	1,2	1,0	0,9	2,7	3,8	3,3
dont : ENF	1,7	-0,3	0,0	0,5	2,3	1,0	1,1	1,6	1,1	1,2	3,4	4,4	4,1
Ménages	0,6	0,7	1,1	1,5	1,8	1,4	0,9	0,6	0,5	0,2	2,4	5,4	1,9
Administrations publiques	-0,9	0,2	-0,4	-0,5	-0,6	0,1	-0,1	0,6	1,2	1,0	-0,1	-1,0	2,4
Exportations	0,4	-0,2	0,9	1,0	-0,7	2,2	1,0	2,4	1,0	0,5	1,9	3,3	4,3
Contributions (en point)													
Demande intérieure hors stocks <sup>1</sup>	1,1	0,3	0,0	0,6	0,6	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4	2,0	1,9	1,6
Variations de stocks <sup>1</sup>	-0,5	-0,6	0,7	-0,2	0,6	-0,5	0,3	-0,4	0,0	0,2	-0,1	0,4	-0,2
Commerce extérieur	0,0	0,3	-0,6	0,0	-0,5	0,6	-0,4	0,6	-0,1	-0,2	-0,8	-0,3	0,2
<b>France situation des ménages</b>													
Emploi total (variation en fin de trimestre)	50	59	79	66	72	85	41	73	60	52	254	271	113
Salariés du secteur marchand non agricole	49	39	56	68	56	77	45	79	70	59	213	257	129
Taux de chômage BIT France (hors Mayotte) <sup>2</sup>	10,2	10,0	10,0	10,0	9,6	9,4	9,6	8,9	9,0	8,9	10,0	8,9	8,9
Indice des prix à la consommation <sup>3</sup>	-0,1	0,2	0,4	0,6	1,1	0,7	1,0	1,2	1,5	1,6	0,2	1,0	-
Inflation « sous-jacente » <sup>3</sup>	0,7	0,7	0,7	0,4	0,4	0,4	0,5	0,6	0,8	0,8	0,6	0,5	-
Pouvoir d'achat des ménages	0,5	0,2	0,7	0,3	0,3	0,6	0,5	0,1	-0,4	0,9	1,8	1,7	0,8

Prévision

1. Les variations de stocks comprennent les acquisitions nettes d'objets de valeur
2. Pour les données annuelles, le taux de chômage correspond au taux de chômage du dernier trimestre de l'année
3. Glissement annuel sur le dernier mois du trimestre

Note : les volumes sont calculés aux prix de l'année précédente chaînés, données cvs-cjo, moyennes trimestrielles ou annuelles, en %.

APU : administrations publiques  
 ENF : entreprises non financières  
 ISBLSM : institutions sans but lucratif au service des ménages  
 PIB : produit intérieur brut  
 FBCF : formation brute de capital fixe  
 Chômage BIT : chômage au sens du Bureau international du travail

Source : Insee





# Dossier





# Les relations entre inflation, salaires et chômage n'ont pas disparu

## **Étude comparée dans les économies française et américaine**

Benjamin Quévat  
Benjamin Vignolles  
**Département de la  
conjoncture**

*La relation négative entre taux de chômage et inflation, initialement mise en évidence par Phillips à la fin des années 1950, apparaît de moins en moins marquée empiriquement depuis les années 1990, dans les pays européens comme aux États-Unis. En France, elle s'est nettement affaiblie, et s'est momentanément inversée au cours des années 2000, lors d'une période d'accélération de la productivité par tête en valeur.*

*Ce dossier teste la persistance de cette relation, à partir d'une étude conjointe des situations française et américaine, en séparant l'effet du chômage sur les salaires d'une part, et la transmission des salaires aux prix d'autre part, ainsi qu'en contrôlant les effets directs de la productivité, sur les salaires comme sur les prix.*

*La hausse du chômage lors de la crise de 2008-2009 a clairement freiné les salaires. S'il s'est par la suite replié aux États-Unis, soutenant les salaires, il est resté en France à un niveau élevé, continuant de peser sur les revenus d'activité. Le principal déterminant de l'évolution des salaires reste toutefois la productivité. En France comme aux États-Unis, c'est le profil de gains de productivité qui a principalement guidé les évolutions salariales depuis la crise.*

*Si la transmission des salaires aux prix est de plus en plus perturbée, l'analyse montre que les salaires restent le principal déterminant de leur dynamique : le ralentissement des salaires, en particulier depuis la crise, a pesé sur l'inflation. En France, la dynamique récente des salaires ne suggérerait pas encore de nette accélération des prix, du moins à court terme.*

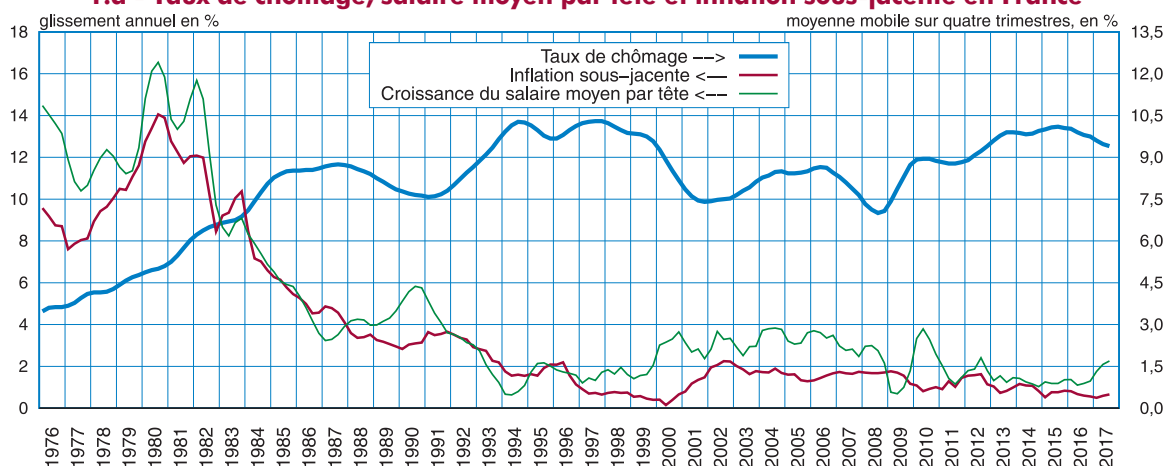
# Les relations entre inflation, salaires et chômage n'ont pas disparu

## Étude comparée dans les économies française et américaine

### La relation négative entre inflation et chômage reflète les tensions sur le marché du travail

La corrélation négative entre le taux de chômage d'une part et l'inflation ou l'évolution des salaires d'autre part s'observe empiriquement dans les données françaises et américaines sur longue période. Elle est le signe d'une transmission des tensions sur le marché du travail ou sur l'appareil productif aux salaires et aux prix (*encadré*). Les *graphiques 1.a* et *1.b* présentent le taux de chômage moyen sur quatre trimestres glissants ainsi que la croissance du salaire moyen par tête (SMPT) et l'évolution de l'indice des prix hors alimentation et énergie en rythme annuel en France et aux États-Unis depuis 1975. Ces données suggèrent que le taux de variation des salaires évolue en sens inverse du taux de chômage en moyenne sur la période, sauf pendant les chocs pétroliers, mais que ce lien est de moins en moins net au cours du temps. Par ailleurs, la corrélation négative entre chômage et inflation passe par les salaires, dont les variations tendent à se transmettre à celle des prix à la consommation : les inflexions des salaires précèdent généralement celles des prix en période de retournement. Toutefois, ce lien semble lui aussi de moins en moins net, perturbé à l'occasion d'épisodes ponctuels de décorrélation entre salaires, chômage et inflation.

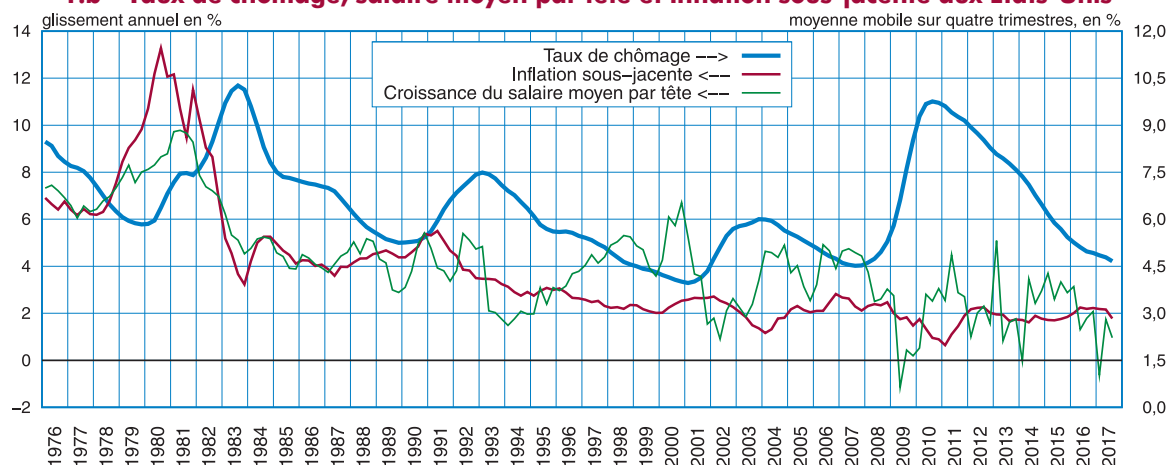
**1.a - Taux de chômage, salaire moyen par tête et inflation sous-jacente en France**



Note : le salaire moyen par tête est considéré sur les branches marchandes non agricoles.

Source : Insee

**1.b - Taux de chômage, salaire moyen par tête et inflation sous-jacente aux États-Unis**



Sources : BEA, BLS

### Encadré - La courbe de Phillips et la relation négative entre inflation et chômage : de la corrélation empirique aux débats théoriques

L'existence d'une relation négative entre le taux de chômage et l'évolution des prix a initialement été mise en évidence sur données américaines par A. Phillips sous la forme d'une courbe décroissante reliant le taux de chômage et le taux de croissance des salaires nominaux. E. Phelps l'a ensuite reformulée sous sa forme habituelle de relation inflation-chômage, l'évolution des prix remplaçant celle des salaires, ces deux évolutions étant fortement et positivement corrélées. Il est en effet fréquent de modéliser les prix à court terme comme résultant de l'application d'une marge par les entreprises sur leurs coûts salariaux, lesquels représentent l'essentiel de leurs coûts de production.

La courbe de Phillips peut être interprétée comme le reflet du degré de tension sur le marché du travail et du pouvoir de négociation salariale des salariés ou de leurs instances représentatives : ce pouvoir de négociation serait d'autant plus important que la main-d'œuvre mobilisable est rare et donc que le chômage est faible, et que les tensions sur l'appareil productif sont fortes (Gordon, 2011).

La cohérence théorique de cette relation a été remise en cause dès les années 1960. Friedman (1968) estime qu'elle ne peut être valable à long terme car 1) seuls des facteurs structurels propres à l'économie et au marché du travail déterminent son taux de chômage d'équilibre dit « naturel » et 2) les politiques monétaires expansionnistes de court terme, en abaissant le taux de chômage sous ce niveau d'équilibre, enclencheraient une spirale inflationniste entretenue par la coordination des anticipations des agents économiques sur un emballement des prix, sans effet sur le taux de chômage de long terme. Il est possible de lire la critique friedmanienne comme la substitution, à la relation négative habituelle entre inflation et chômage, d'une relation négative entre le taux de chômage et l'évolution de l'inflation, dite accélérationniste.

La remise en cause friedmanienne a été elle-même remise en cause dans les années 1980. Les modèles théoriques ont été enrichis de mécanismes liés aux imperfections de l'information et de la concurrence sur les marchés qui limitent les ajustements tarifaires pratiqués par les firmes et, par là-même, l'entière transmission aux prix des chocs de politique monétaire. En présence de telles rigidités et même sous l'hypothèse d'anticipations parfaitement rationnelles, les chocs d'offre affectant les prix sont en partie répercutés sur l'activité et l'emploi, ce qui apporte de nouvelles justifications théoriques à la courbe de Phillips sous sa forme traditionnelle de relation entre inflation

et chômage. Toutefois, dans cette nouvelle génération de modèle, elle apparaît sous une forme enrichie visant à intégrer les anticipations et les rigidités sur l'ajustement des prix en fonction des formes de concurrence, ce qui la rend moins opérante comme outil de prévision ou d'analyse empirique. De plus, la période des années 1980 se caractérise par une moindre volatilité de l'inflation pour les économies avancées, notamment aux États-Unis, dans un contexte de contre-choc pétrolier marqué par un resserrement de la politique monétaire. Ainsi, les prix répondent moins nettement que par le passé aux fluctuations de l'activité et du marché du travail.

Plusieurs explications peuvent être apportées à l'existence d'épisodes de perturbation de la relation empirique entre chômage et inflation. Ainsi, Matheson *et al.* (2013) analysent la sortie de récession de l'économie américaine en 2011 et montrent que les prix ont moins augmenté que ne le suggérerait une modélisation par la courbe de Phillips. La sortie de récession s'est en effet accompagnée d'une forte hausse de la productivité, attribuée à la disparition des entreprises les moins efficaces économiquement et à la destruction des emplois les moins productifs.

Un autre type d'explications peut être à rechercher du côté d'une transformation du lien entre inflation anticipée et observée. Ainsi, Blanchard *et al.* (2015 ; 2017) montrent que les anticipations d'inflation dépendent de moins en moins de l'inflation passée au profit d'un ancrage sur les prévisions de long terme, et que les surprises passées d'inflation par rapport aux anticipations de long terme se transmettent de moins en moins à l'inflation présente et à venir. Ce phénomène peut être relié à un changement de nature de la politique des banques centrales, qui mettraient davantage l'accent sur la crédibilité des annonces et le guidage des anticipations. Les auteurs montrent d'ailleurs que cet ancrage progressif des anticipations d'inflation est allé de pair avec un affaiblissement de l'effet du taux de chômage sur l'inflation dans leur modèle économétrique.

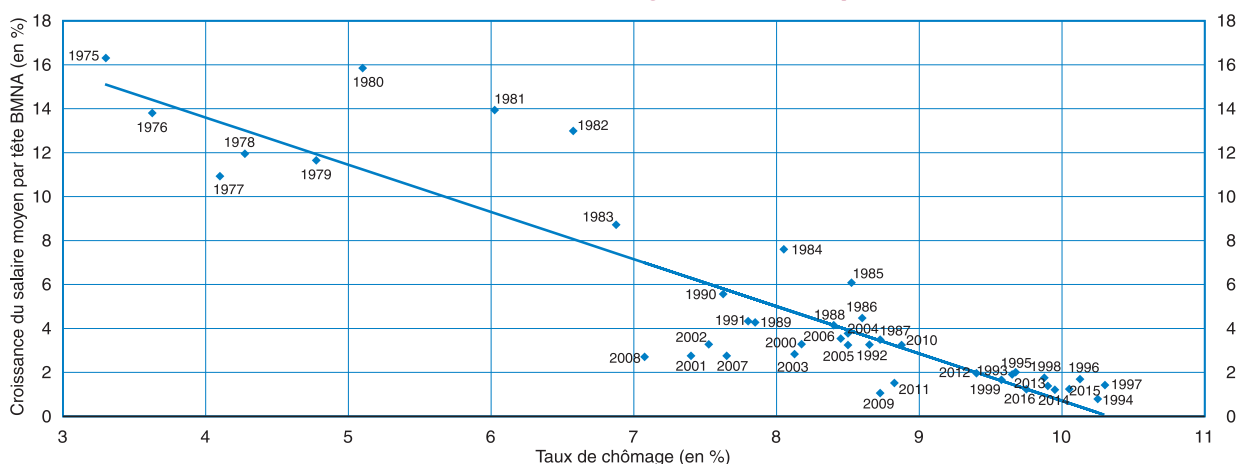
Enfin, le niveau de concurrence sur les marchés peut également jouer : un accroissement du pouvoir de marché des entreprises les plus productives tel qu'observé aux États-Unis depuis le milieu des années 1990, et matérialisé par une hausse de leur taux de marge, se traduirait par des ajustements tarifaires moins fréquents et donc par une moindre sensibilité de l'inflation aux coûts de production à court terme. ■

## Les relations entre inflation, salaires et chômage n'ont pas disparu Étude comparée dans les économies française et américaine

Les relations entre chômage et salaires puis entre salaires et inflation sont également illustrées par les *graphiques 2.a* et *2.b* respectivement dans le cas de la France depuis 1975, et les *graphiques 2.c* et *2.d* depuis 1990. En particulier pour la relation entre les salaires et le chômage, le nuage de points présente une forme beaucoup plus aplatie depuis 1990, l'inflation apparaissant dépendre moins directement du taux de chômage.

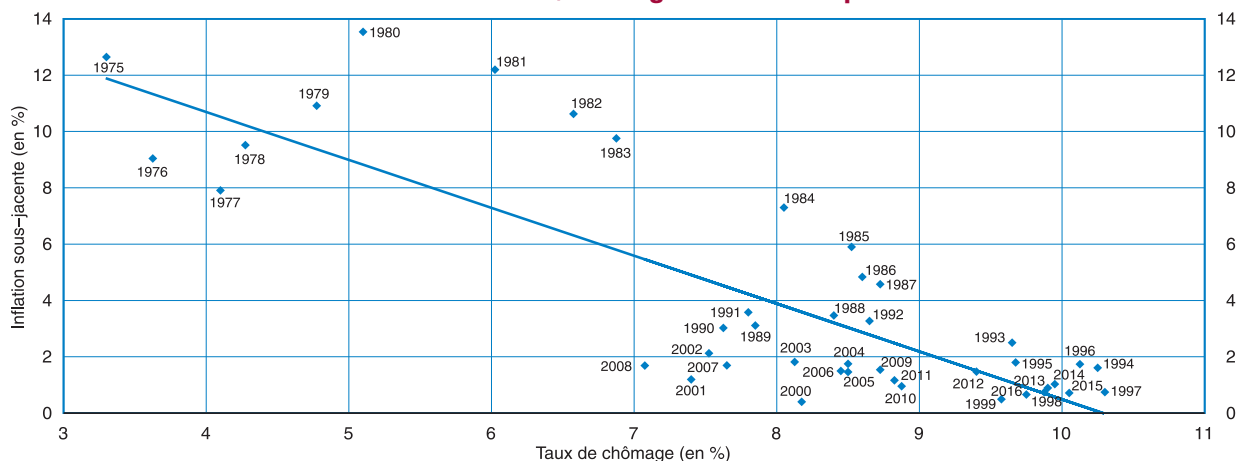
La démarche adoptée dans la suite de ce dossier questionne la persistance d'une relation entre inflation et chômage en se concentrant sur l'analyse conjointe et comparée des situations française et américaine. Les économies britannique et allemande pourraient également être pertinentes du point de vue de la comparaison avec la France mais la relation entre inflation et chômage y apparaît plus complexe à étudier avec les données disponibles, notamment du fait de processus de transmission des salaires aux prix difficiles à comprendre et à

**2.a - Relation salaires/chômage en France depuis 1975**



Source : Insee

**2.b - Relation inflation/chômage en France depuis 1975**

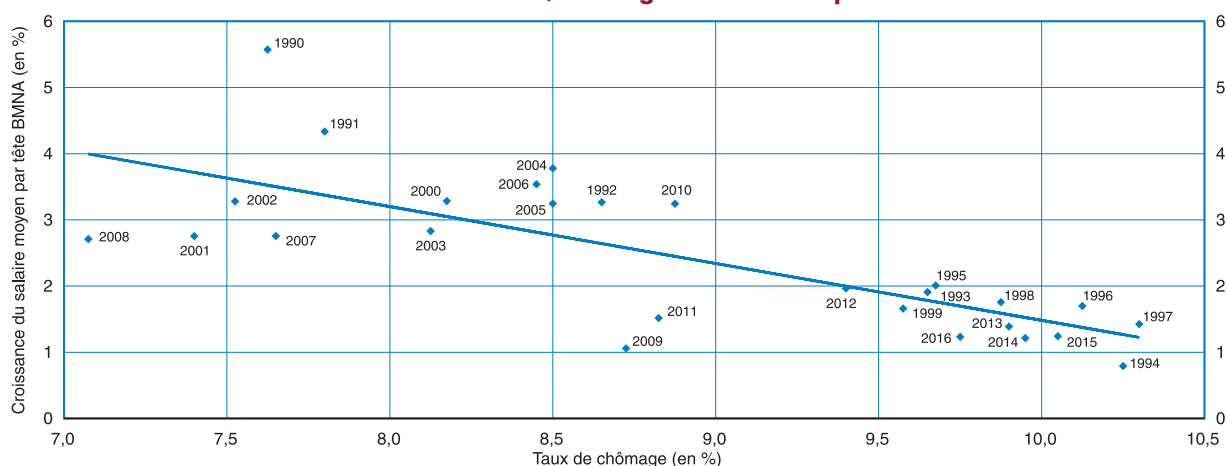


Source : Insee

## Les relations entre inflation, salaires et chômage n'ont pas disparu Étude comparée dans les économies française et américaine

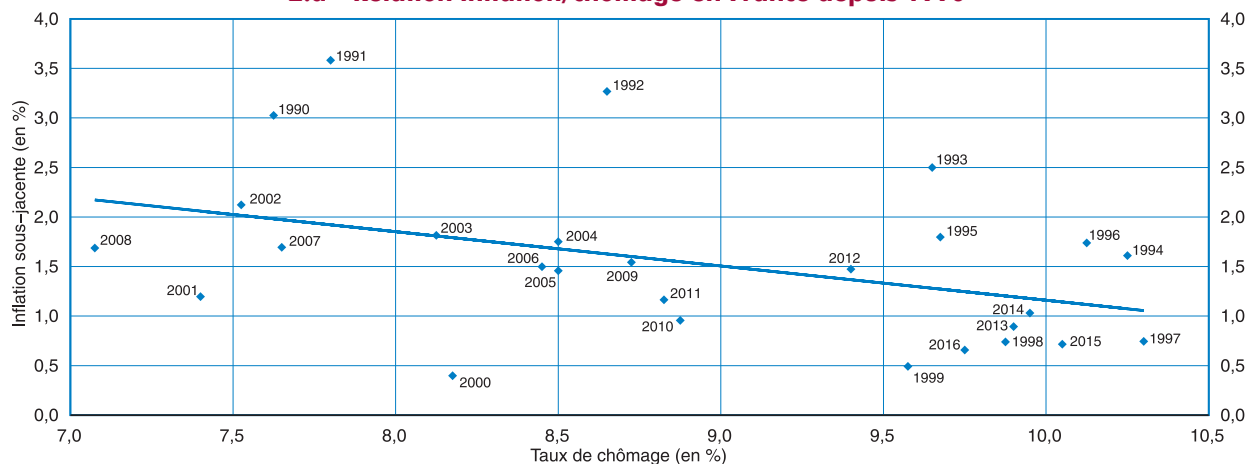
modéliser (*graphiques 3*, voir par exemple De Waziers (2017), pour une étude du lien entre salaires et chômage en Allemagne, Argouarc'h *et al.* (2007), pour une étude du marché du travail britannique et FMI (2013) pour une comparaison internationale). Par ailleurs, certaines données relatives aux marchés du travail des autres pays européens ne sont disponibles qu'avec une faible profondeur temporelle. Ceci empêche d'enrichir la modélisation économétrique avec des indicateurs complémentaires au chômage et pertinents pour comprendre les dynamiques spécifiques des marchés du travail et de la concurrence (développement des contrats de travail atypiques notamment). À l'inverse, les données relatives à l'économie américaine sont plus nombreuses et disponibles sur plus longue période.

**2.c - Relation salaires/chômage en France depuis 1990**



Source : Insee

**2.d - Relation inflation/chômage en France depuis 1990**



Source : Insee

# Les relations entre inflation, salaires et chômage n'ont pas disparu Étude comparée dans les économies française et américaine

## La relation négative entre inflation et chômage s'atténuerait au cours du temps en France et aux États-Unis

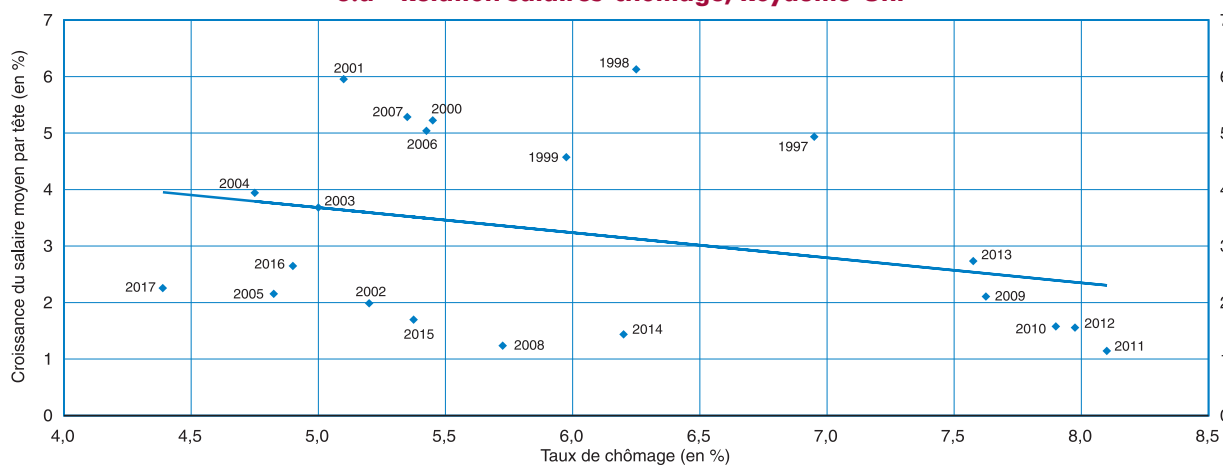
*Une relation de plus en plus atténuée, en France comme aux États-Unis*

Empiriquement, les données semblent révéler une atténuation de la relation négative entre chômage et inflation au cours du temps, tant en France qu'aux États-Unis. Cette relation peut être décomposée en deux étapes : 1) un lien négatif entre le chômage et l'évolution des salaires 2) un lien positif entre l'évolution des salaires et celle des prix. Les graphiques 4.a et 4.b présentent les coefficients de corrélation glissants sur douze trimestres entre le taux de chômage et le glissement annuel du SMPT d'une part, et entre les glissements annuels du SMPT et des prix hors alimentation et énergie d'autre part. Si, au milieu des années 1980, la corrélation entre chômage et salaires est globalement négative tandis que celle entre salaires et inflation est positive, conformément à la théorie, il apparaît que la force du lien entre ces variables s'affaiblit au cours du temps. La relation peut même devenir instable, au point de changer de signe de plus en plus fréquemment et sur des laps de temps de plus en plus longs depuis les années 1990. Ces coefficients de corrélation doivent néanmoins être interprétés avec prudence, dès lors que certains chocs (par exemple sur les prix du pétrole) ont pu faire évoluer le chômage et les prix dans le même sens.

*En France, un lien perturbé sur longue période*

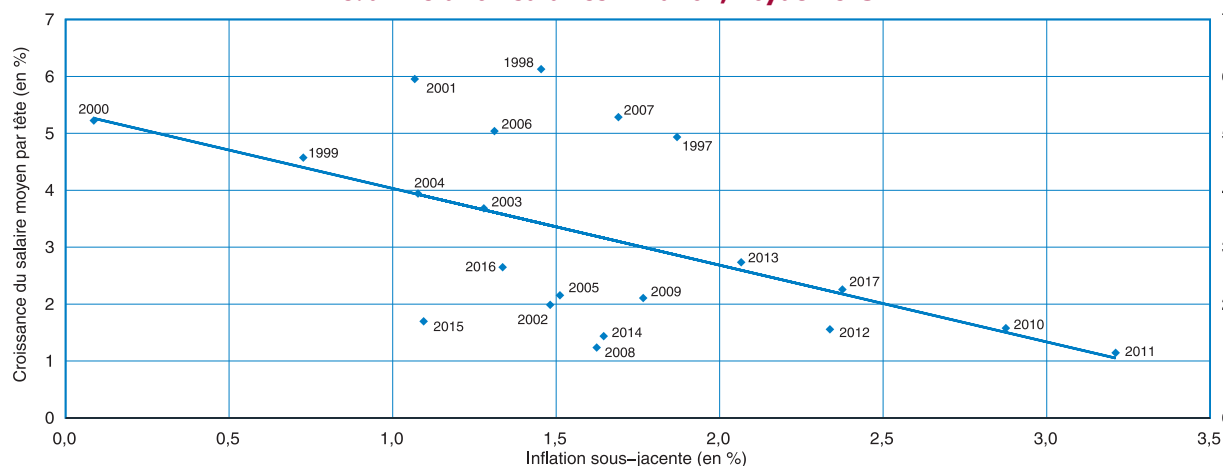
En France, la relation entre chômage et salaires devient globalement positive durant les années 2000, tandis que celle entre les salaires et les prix devient négative. Cette période correspond à une phase d'accélération de la productivité par tête qui, de manière simultanée, entraîne les salaires et freine les prix.

**3.a - Relation salaires-chômage, Royaume-Uni**



Source : ONS

**3.b - Relation salaires-inflation, Royaume-Uni**



Source : ONS



# Les relations entre inflation, salaires et chômage n'ont pas disparu

## Étude comparée dans les économies française et américaine

*Aux États-Unis, une relation qui se maintient, hors épisodes ponctuels*

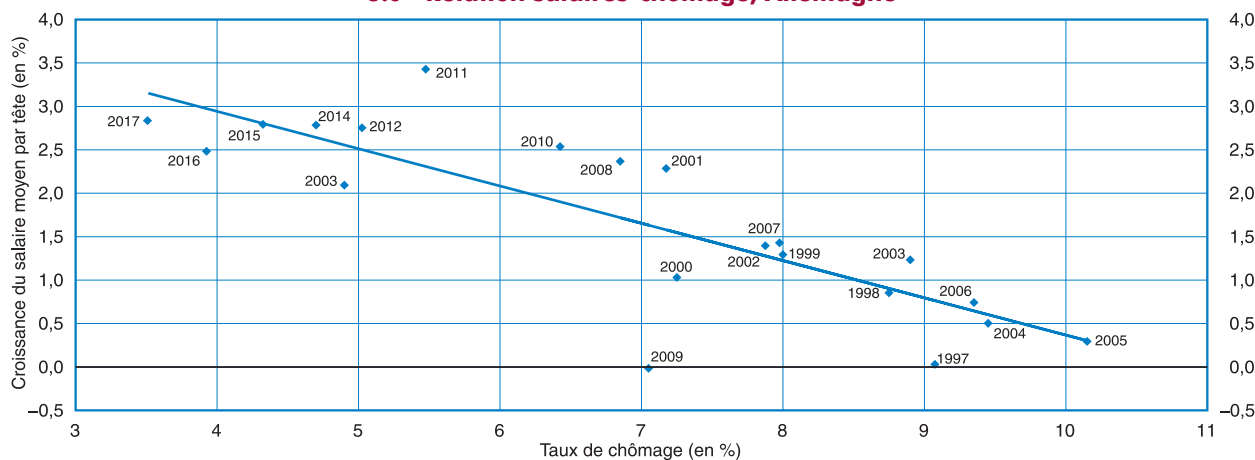
Aux États-Unis, la relation entre chômage et salaires prend aussi ponctuellement un signe positif, notamment durant les phases de reprise de l'activité, qui se traduisent par la coexistence d'une productivité en accélération et d'un chômage pouvant rester durablement élevé à l'occasion d'une restructuration de l'appareil productif dont les effets peuvent perdurer (Matheson *et al.* 2013). La relation entre évolution des salaires et inflation peut également changer ponctuellement de signe aux États-Unis à l'occasion d'épisodes de déconnexion entre les deux variables, comme à la fin des années 1990, qui ont vu les prix accélérer à la faveur d'un accroissement de la concentration des entreprises et d'une hausse du taux de marge, sans que les salaires ne décollent.

Depuis 2015, du côté du marché du travail, le taux de chômage est nettement redescendu aux États-Unis, où il atteint son plus bas depuis les années 2000, un peu au-dessus de 4 %. Le fait que cette reprise du marché du travail américain ne se soit pas accompagnée jusqu'ici d'une accélération marquée des salaires pourrait être le signe que des niveaux de chômage considérés comme faibles au regard du passé ne soient plus aujourd'hui le signe de tensions sur le marché du travail.

*La prise en compte des gains de productivité améliore l'estimation de la courbe de Phillips*

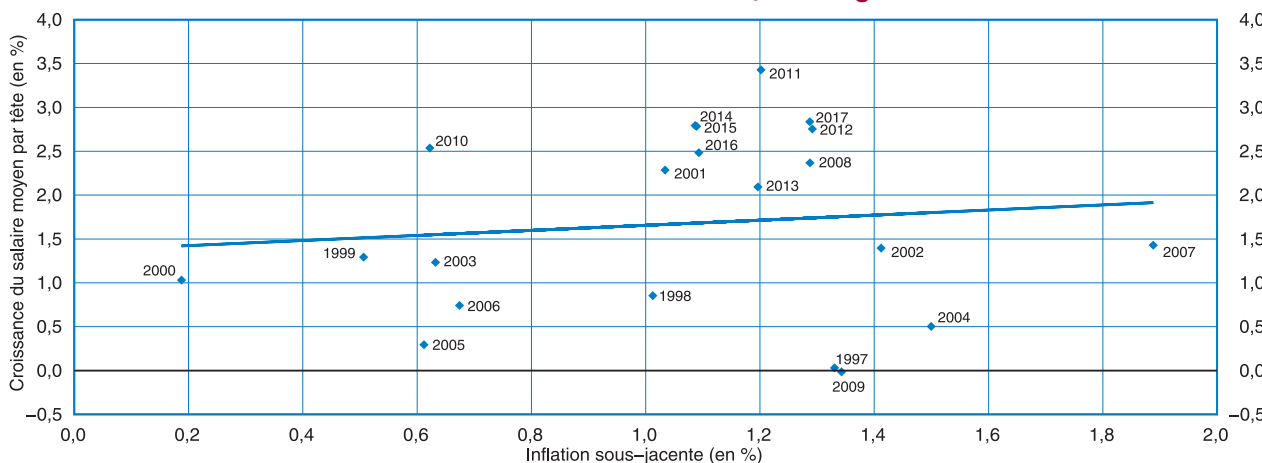
L'approche suivie dans ce dossier consiste à étudier la transmission des chocs sur le marché du travail et l'appareil productif, appréhendée par le taux de chômage, sur l'évolution des prix par le biais de celle des salaires. La modélisation ne fait pas d'hypothèse spécifique sur le niveau de taux de chômage en deçà duquel l'inflation accélère, mais inclut la productivité, à laquelle il est fortement corrélé, comme déterminant des salaires et des prix. En effet, Staiger *et al.* (2001) montrent notamment que l'apparente instabilité du lien

### 3.c - Relation salaires-chômage, Allemagne



Source : Destatis

### 3.d - Relation salaires-inflation, Allemagne



Source : Destatis

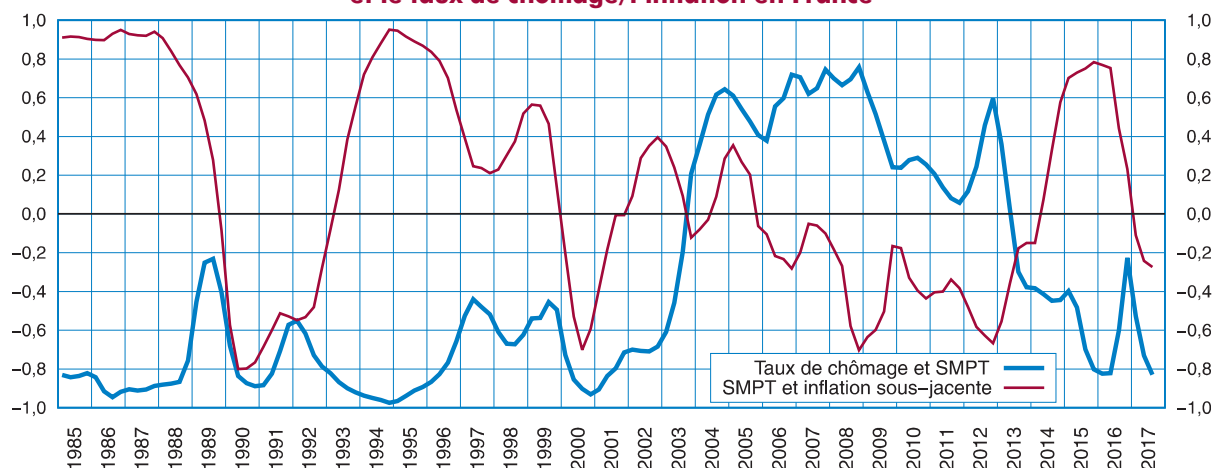
## Les relations entre inflation, salaires et chômage n'ont pas disparu Étude comparée dans les économies française et américaine

entre inflation et chômage au cours des années 1980 - 1990 disparaît lorsque la modélisation macroéconométrique conjointe de ces deux variables est enrichie par l'incorporation des salaires et de la productivité.

Dans la modélisation mise en œuvre (*Méthodologie*), les salaires sont indexés à long terme sur la productivité par tête et une tendance linéaire est ajoutée afin de prendre en compte l'évolution de long terme de la part des salaires dans la valeur ajoutée. De plus, pour l'équation modélisant les salaires en France, le modèle prend en compte la crise de 2008 - 2009 et le choc négatif qu'elle a induit sur le taux de marge comme une rupture durable en niveau, affectant la tendance de la part des salaires dans la valeur ajoutée pour les années suivantes. À court terme, l'évolution des salaires est affectée négativement par le taux de chômage, selon une courbe de Phillips traditionnelle.

De la même façon, un modèle économétrique plus riche est estimé afin de prendre en compte les effets des gains de productivité sur la transmission des salaires aux prix (*Méthodologie*). Dans ce modèle, les prix sont reliés en niveau au ratio du salaire moyen par tête et de la productivité réelle du travail par tête. Une tendance linéaire est ajoutée dans l'équilibre de long terme afin de prendre en compte l'évolution sur longue période du taux de marge des entreprises et donc de leur comportement tarifaire.

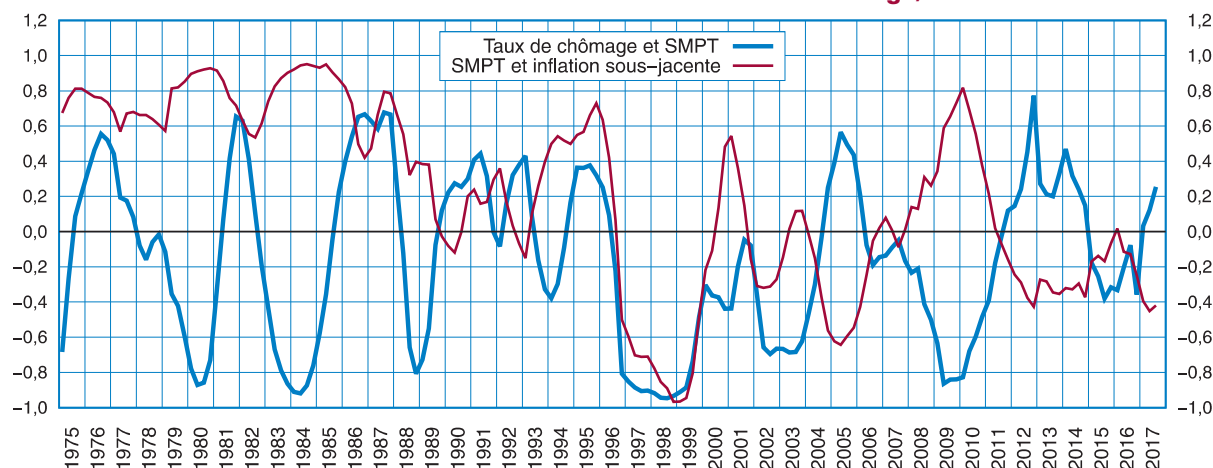
**4.a - Coefficient de corrélation entre les évolutions salariales et le taux de chômage/l'inflation en France**



Note : les coefficients de corrélation sont calculés sur douze trimestres glissants à partir des variables de taux de chômage, de glissements annuels de salaire moyen par tête et indice de prix à la consommation (IPC) sous-jacent.

Source : Insee

**4.b - Coefficient de corrélation entre les évolutions salariales et le chômage/l'inflation aux États-Unis**



Sources : BEA, BLS, calculs Insee

# Les relations entre inflation, salaires et chômage n'ont pas disparu

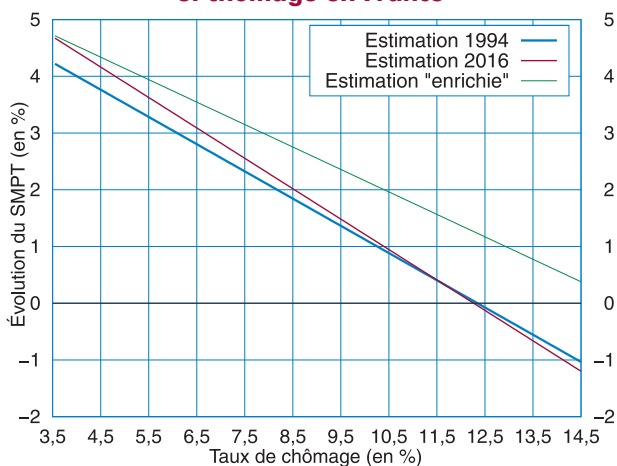
## Étude comparée dans les économies française et américaine

*Une transmission des salaires aux prix de plus en plus perturbée*

Les données semblent suggérer un affaiblissement — qui serait plus prononcé en France qu'aux États-Unis — de la relation inflation-chômage depuis le milieu des années 1990, qui proviendrait surtout d'une perturbation de la transmission des salaires aux prix. Ce lien peut être estimé de deux manières. En première approche, une estimation simple autorise le coefficient entre chômage et salaires ou entre salaires et inflation à varier de manière linéaire au cours du temps : cette modélisation a un but purement descriptif et montre que, sans l'ajout de variables explicatives supplémentaires, la pente estimée diffère entre le début et la fin de la période d'estimation (respectivement 1994 et 2016). De manière plus approfondie, les modèles économétriques présentés précédemment permettent d'obtenir une relation plus précise contrôlant des effets de la productivité dans l'équation de long terme.

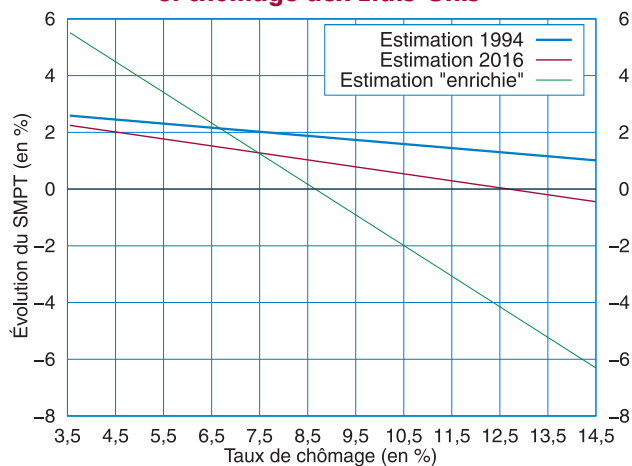
Les graphiques 5.a à 6.b présentent ces deux types d'estimations pour les relations salaire-chômage et prix-salaires en France et aux États-Unis (*Méthodologie*).

**5.a - Estimation de la relation entre salaires et chômage en France**



Source : Insee

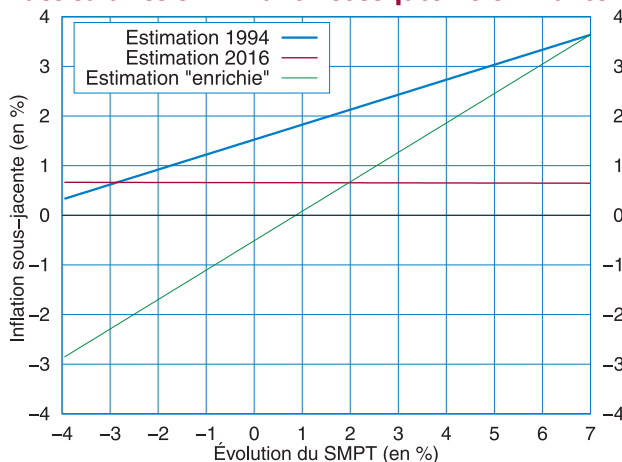
**5.b - Estimation de la relation entre salaires et chômage aux États-Unis**



Sources : BEA, BLS, calculs Insee

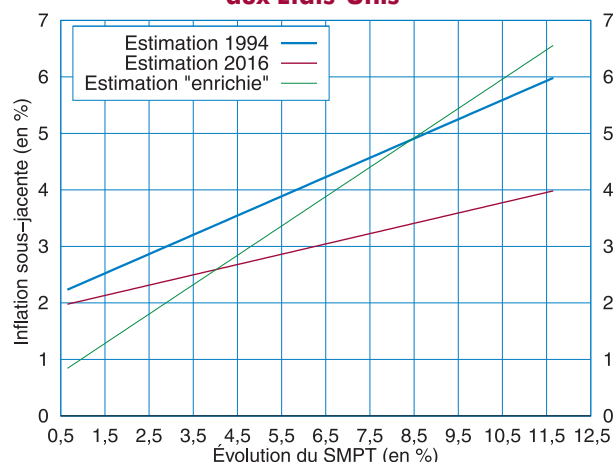
Note : les relations économétriques sont obtenues selon les équations présentées dans la partie *Méthodologie*. Les estimations « brutes » pour 1994 et 2016 sont obtenues à partir des équations 1.a pour la France et 1.b pour les États-Unis, autorisant les effets du chômage sur l'évolution des salaires à varier de façon linéaire au cours du temps. L'estimation « enrichie » est obtenue à partir des équations 3.a pour la France et 3.b pour les États-Unis, qui contrôlent notamment des effets de la productivité à long terme.

**6.a - Estimation de la relation entre l'évolution des salaires et l'inflation sous-jacente en France**



Source : Insee

**6.b - Estimation de la relation entre l'évolution des salaires et l'inflation sous-jacente aux États-Unis**



Sources : BEA, BLS, calculs Insee

Note : les relations économétriques sont obtenues selon les équations présentées dans la partie *Méthodologie*. Les estimations « brutes » pour 1994 et 2016 sont obtenues à partir des équations 2.a pour la France et 2.b pour les États-Unis, autorisant les effets du chômage sur l'évolution des prix à varier de façon linéaire au cours du temps. L'estimation « enrichie » est obtenue à partir des équations 4.a pour la France et 4.b pour les États-Unis, qui contrôlent des effets à long terme du rapport du salaire moyen par tête à la productivité.

## Les relations entre inflation, salaires et chômage n'ont pas disparu Étude comparée dans les économies française et américaine

Ils mettent surtout en évidence une perturbation de la transmission des salaires aux prix. En particulier, pour la France, cette relation tend à s'annuler (*graphique 6.a*), alors que la transmission du chômage et des tensions sur le marché du travail aux salaires ne semble pas être affectée (*graphique 5.a*). Pour les États-Unis, la transmission des salaires aux prix semble s'affaiblir tout en restant positive, tandis que la transmission du chômage aux salaires se maintient. Enfin, la relation entre salaires et prix issue des modèles prenant en compte les effets de la productivité est plus pentue en France comme aux États-Unis, ce qui montre que l'évolution de cette dernière perturbe ce canal de transmission de la courbe de Phillips (*graphiques 6.a et 6.b*).

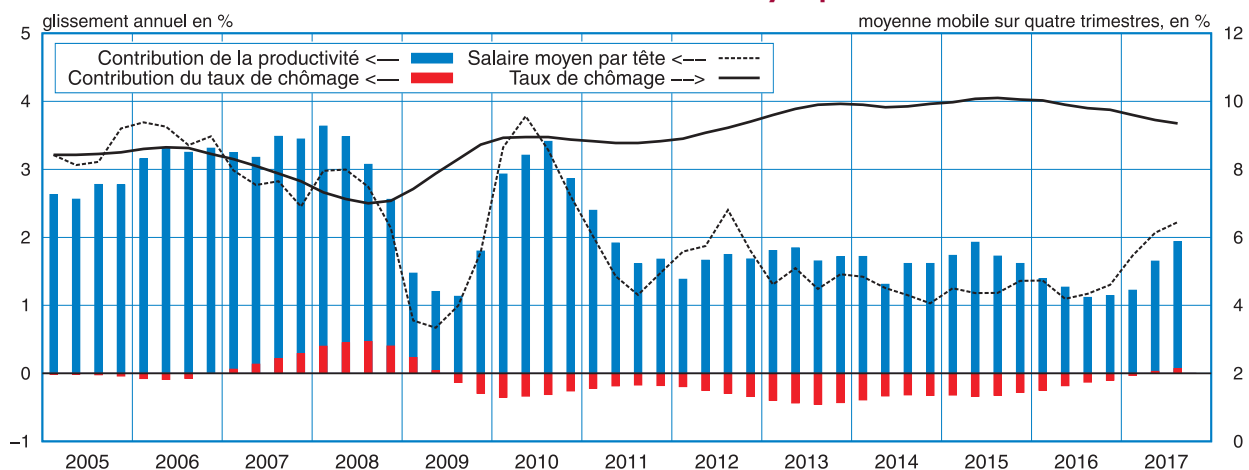
### Le chômage joue sur les fluctuations des salaires mais la productivité demeure un déterminant majeur à long terme

Les effets estimés des différents facteurs expliquant l'évolution des salaires sont présentés dans le *graphique 7.a* pour la France, et le *graphique 7.b* pour les États-Unis.

*En France comme aux États-Unis, les salaires ralentissent avec la productivité*

La modélisation économétrique mise en œuvre montre que la productivité nominale du travail par tête constitue le déterminant essentiel de l'évolution des salaires. En France, son dynamisme jusqu'en 2008 a nettement soutenu la progression des salaires, de l'ordre de trois points par an en moyenne entre 2005 et 2008 (*graphique 7.a*). Avec la récession de 2009, la productivité s'est repliée de 1,7 % en 2009, ce qui a nettement freiné les salaires. La productivité a ensuite rebondi en 2010-2011, mais elle est restée par la suite moins dynamique qu'avant crise (entre +0,8 % et +1,9 % par an entre 2012 et 2016, contre +3,0 % en moyenne entre 2005 et 2008). De fait, les salaires sont restés relativement peu dynamiques, ne progressant en moyenne que de 1,5 % entre 2011 et 2016 (contre +3,1 % entre 2005 et 2008). En revanche, ils se sont un peu repris en 2017, soutenus par un rebond de la productivité, et ils progresseraient de 2,0 %.

### 7.a - Contributions à l'évolution du salaire moyen par tête en France



Note : les contributions estimées sur l'ensemble de la période 1994-2017 ne sont présentées que depuis 2005 par souci de lisibilité et pour se concentrer sur les évolutions récentes.

Source : Insee

## Les relations entre inflation, salaires et chômage n'ont pas disparu Étude comparée dans les économies française et américaine

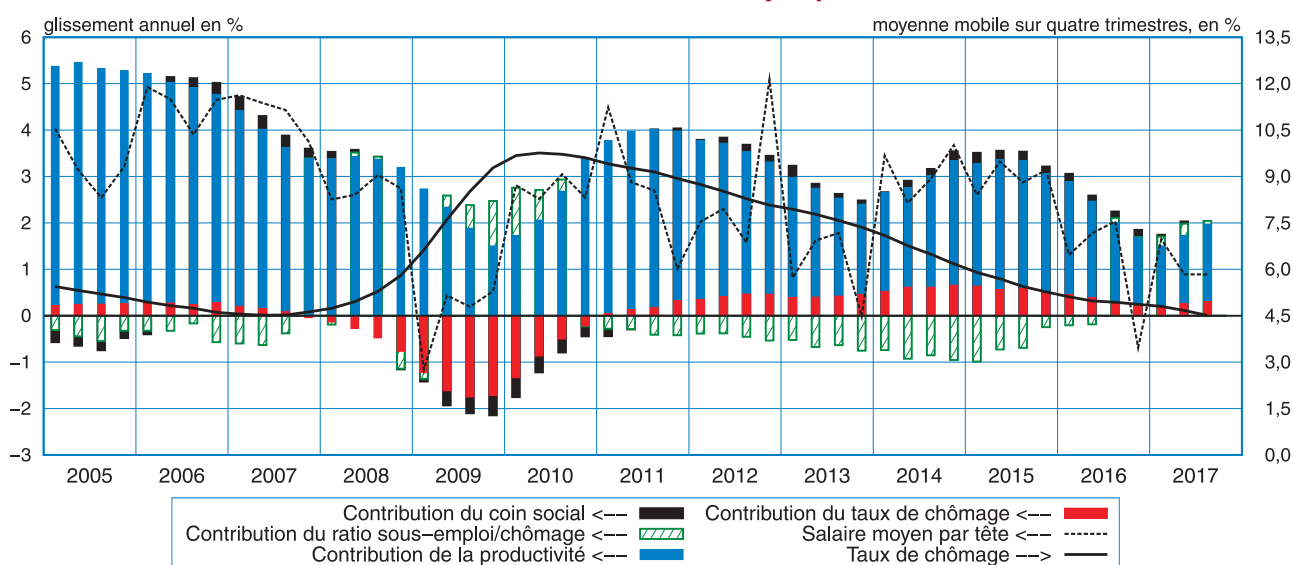
*Le taux de chômage cesse de peser sur l'évolution des salaires depuis la sortie de crise, sans pour autant contribuer significativement à leur reprise*

Aux États-Unis, l'évolution des salaires est de même essentiellement liée à celle de la productivité par tête du travail. Le ralentissement global de la productivité depuis 2005 explique l'essentiel de la décélération des salaires (graphique 7.b). Sa faible reprise consécutive à la crise de la fin des années 2000 continue de peser sur celle des salaires.

En France, la hausse du chômage lors de la crise de 2008-2010 a, tout comme la chute de la productivité, contribué à ralentir les salaires (graphique 7.a). Entre 2008 et 2010, le taux de chômage en France métropolitaine a augmenté de 1,6 point (8,7 en moyenne en 2010 contre 7,1 en 2008), ce qui a contribué à freiner les salaires de 0,6 point entre 2008 et 2010. Le chômage est resté à un niveau élevé les années suivantes, et a même continué à augmenter pour atteindre un point haut (10,2 %) au deuxième trimestre 2015, limitant la progression des salaires. Il a ensuite amorcé son repli fin 2015, et a plus nettement reculé début 2017, pour s'établir à 8,6 % en France métropolitaine fin 2017, son niveau le plus bas depuis 2009. Le taux de chômage cesse ainsi de peser à la baisse sur les salaires, après sept années de contributions négatives. Toutefois, compte tenu de son niveau qui reste élevé malgré le reflux de fin 2017, il ne soutient pas encore fortement les hausses de salaires.

Aux États-Unis, la hausse du taux de chômage durant la crise a nettement freiné les salaires, plus qu'en France, de l'ordre de 1,6 point en 2009 et 0,7 point en 2010. En revanche, le taux de chômage s'est replié plus tôt qu'en France, dès 2010, et atteint même en 2017 son niveau le plus bas depuis 2000 (4,4 %). Il a ainsi cessé de peser à la baisse sur les salaires dès 2011, et a soutenu depuis 2012 leur dynamisme. Toutefois, la situation globale du marché du travail américain n'entraîne pas, pour l'instant, de nette reprise des tensions salariales. Ainsi, la part d'actifs se déclarant en sous-emploi, c'est-à-dire cherchant à travailler davantage, demeure élevée, ce qui peut peser sur la reprise des salaires.

**7.b - Contributions à l'évolution du salaire moyen par tête aux États-Unis**



Note : les contributions estimées sur l'ensemble de la période 1994-2017 ne sont présentées que depuis 2005 par souci de lisibilité et pour se concentrer sur les évolutions récentes.

Sources : BEA, BLS, calculs Insee

## Les relations entre inflation, salaires et chômage n'ont pas disparu Étude comparée dans les économies française et américaine

### La transmission des salaires aux prix est atténuée par les gains de productivité, en France comme aux États-Unis

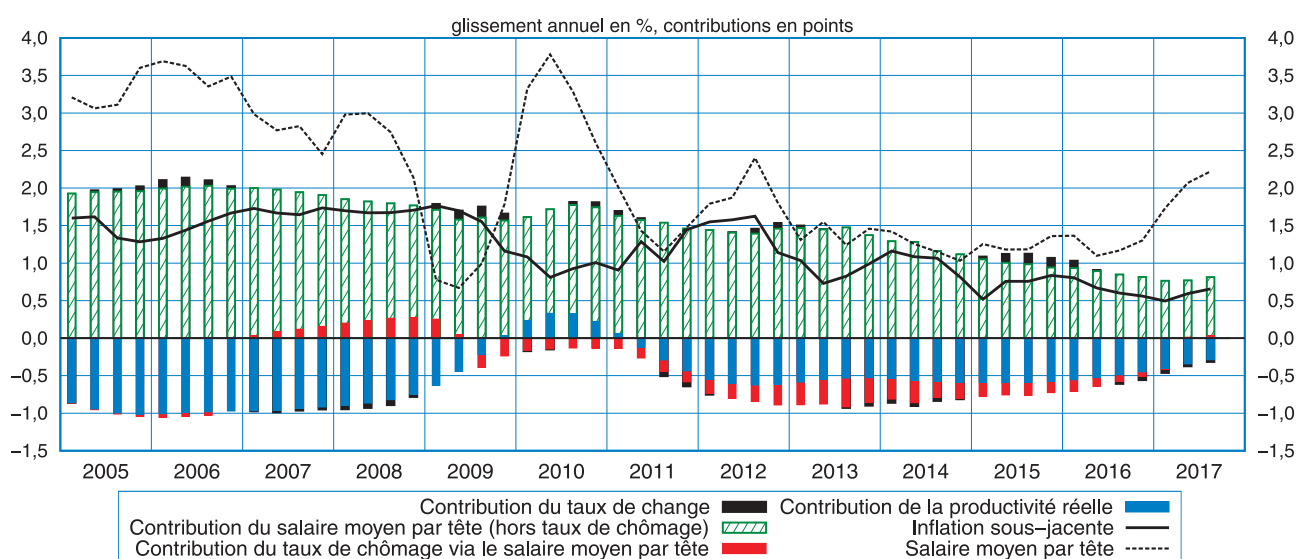
*La contribution des salaires et du chômage à l'inflation diminue continûment*

Les résultats de la modélisation économétrique des prix et l'influence respective des différentes variables explicatives retenues sont présentés dans le *graphique 8.a* pour la France et le *graphique 8.b* pour les États-Unis.

Selon les estimations économétriques, l'évolution du salaire moyen par tête demeure un facteur explicatif majeur du mouvement des prix, via deux canaux distingués sur les *graphiques 8.a* et *8.b* : d'un côté, les contributions de la part de l'évolution des salaires qui s'explique par la dynamique du taux de chômage d'après le modèle présenté plus haut, et de l'autre les contributions des mouvements salariaux indépendants de ceux du chômage.

En France, la contribution du salaire moyen par tête au glissement annuel des prix aurait ralenti continûment, perdant environ un point depuis 2005 (*graphique 8.a*). La dynamique récente des salaires ne suggérerait pas de nette accélération des prix à court terme, malgré l'inflexion du taux de chômage à partir de 2016. Ce dernier, qui influe sur les prix par le biais de son effet sur les salaires, avait contribué à ralentir l'inflation à partir de 2009. Sa contribution à l'inflation s'est toutefois considérablement réduite depuis cette période. Le faible dynamisme des salaires semble ainsi être le principal facteur d'explication du ralentissement de l'inflation observé ces dernières années.

### 8.a - Contributions à l'évolution des prix sous-jacents en France



Note : les contributions estimées sur l'ensemble de la période 1994-2017 ne sont présentées que depuis 2005 par souci de lisibilité et pour se concentrer sur les évolutions récentes.

Source : Insee

## Les relations entre inflation, salaires et chômage n'ont pas disparu Étude comparée dans les économies française et américaine

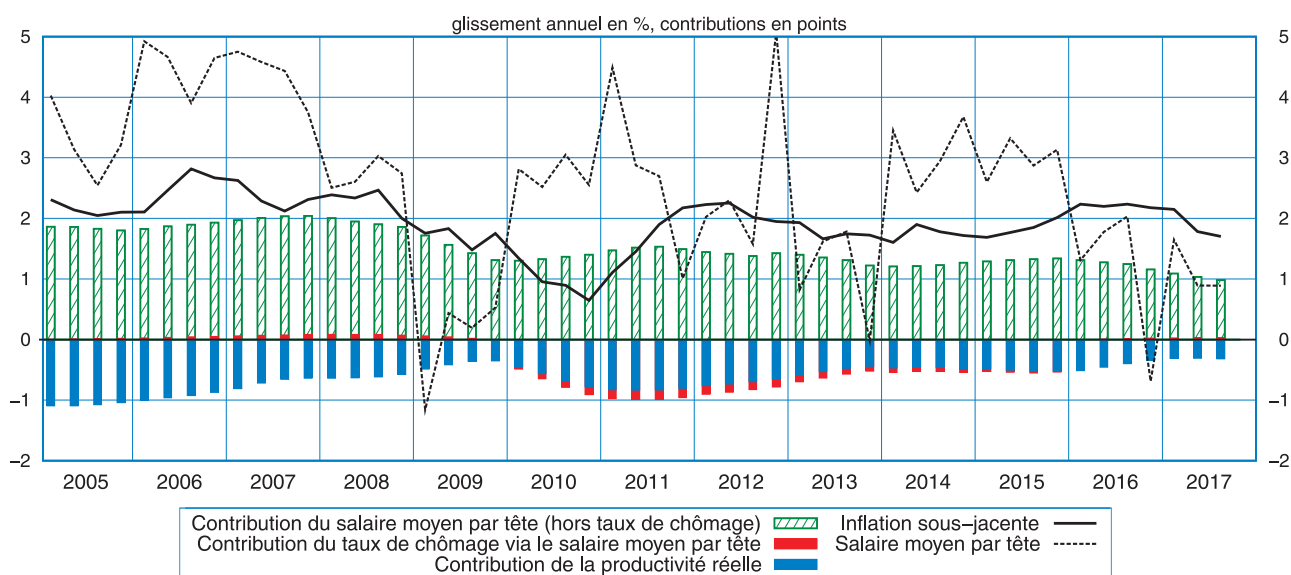
Le constat est à peu près similaire aux États-Unis : la contribution du salaire moyen par tête au glissement annuel des prix y aurait ralenti continûment depuis 2005 (*graphique 8.b*). La dynamique récente des salaires aux États-Unis ne suggérerait pas non plus une nette reprise de l'inflation à court terme.

La productivité par tête du travail, exprimée en volume, freinait les prix en France avant la crise de 2009. Sa contribution à l'inflation est devenue positive durant la reprise de 2010, puis à nouveau négative à partir de 2011, mais elle pèse moins fortement que lors de la période d'avant crise sur le dynamisme des prix.

**Au total, les relations entre inflation, salaires et chômage n'ont pas disparu, mais l'évolution de la productivité perturbe l'analyse des liens entre le marché du travail et celui des biens et services**

En France comme aux États-Unis, l'analyse montre que les salaires restent guidés par la productivité et que les prix restent tirés par les salaires, même si ces deux facteurs voient leur incidence s'amenuiser depuis les années 2000 avec le ralentissement de la productivité. L'influence du chômage sur les salaires et les prix, notable jusqu'à la Grande Récession de 2008-2009 pendant laquelle il a freiné fortement leur croissance, tend également à s'atténuer depuis la sortie de crise, mais sans disparaître pour autant. ■

### 8.b - Contributions à l'évolution des prix sous-jacents aux États-Unis



Note : les contributions estimées sur l'ensemble de la période 1994-2017 ne sont présentées que depuis 2005 par souci de lisibilité et pour se concentrer sur les évolutions récentes.

Sources : BEA, BLS, calculs Insee

### Bibliographie

- Argouarc'h J. et Fournier J.-M.** (2007), « Les performances du marché du travail au Royaume-Uni », *Trésor-Éco* n° 8, janvier.
- Blanchard O., Cerutti E. et Summers L.** (2015), « Inflation and activity : two explorations and their monetary policy implications », *Working Paper* n° 15-19, Peterson Institute for International Economics, novembre.
- Blanchard O.** (2017), « Should we reject the natural rate hypothesis ? », *Working Paper* n° 17-14, Peterson Institute for International Economics, novembre.
- De Waziers D.** (2017), « Comment expliquer la nouvelle dynamique salariale en Allemagne ? », *Trésor-Éco* n° 202, juillet.
- Fonds Monétaire International** (2013), « The dog that didn't bark : has inflation been muzzled or was it just sleeping ? », *World Economic Outlook : hopes, realities, risks*, Chapter 3, avril.
- Friedman M.** (1968), « The role of monetary policy », *The American Economic Review* vol. 58 n° 1, mars.
- Gordon R.** (2011), « The history of the Phillips curve : consensus and bifurcation », *Economica*, vol. 78 n° 309, janvier.
- Matheson T. et Stavrev E.** (2013), « The great recession and the inflation puzzle », *Economics Letters*, vol. 120 issue 3, p. 468-472.
- Staiger D., Stock J. et Watson M.** (2001), « Prices, wages and the U.S. NAIRU in the 1990s », *NBER Working Paper* n° 8320, juin. ■

### Méthodologie

Les résultats empiriques sont obtenus à partir de modèles économétriques sur séries américaines (sources : *Bureau of Economic analysis* pour la comptabilité nationale et *Bureau of Labor Statistics* pour l'emploi salarié) et françaises (source : Insee). Les estimations sont menées sur données trimestrielles couvrant la période 1994-2016. Le choix de cette période assure la disponibilité de l'ensemble des données nécessaires à l'estimation des équations, notamment du taux de sous-emploi pour les États-Unis.

Pour estimer les courbes de Phillips non corrigées pour les années 1994 et 2016 présentées dans les *graphiques 5.a à 6.b*, une régression simple est estimée, reliant la croissance du salaire moyen nominal par tête à une constante, au taux de chômage ainsi qu'au produit de ce dernier avec une tendance linéaire. Cette spécification à but descriptif permet d'étudier la déformation du coefficient de la relation entre taux de chômage et croissance du salaire moyen par tête, sous l'hypothèse que celle-ci suive une tendance linéaire sur la période. On obtient donc :

#### France

$$(1.a) \quad \Delta \log(SMPT_t) = 0,018 - (1,2 \cdot 10^{-3} + 1,6 \cdot 10^{-6} \cdot t) u_t$$

#### États-Unis

$$(1.b) \quad \Delta \log(SMPT_t) = 0,013 - (3,6 \cdot 10^{-4} + 2,9 \cdot 10^{-6} \cdot t) u_t$$

où :

- $u$  est le taux de chômage ;
- $SMPT$  le salaire moyen par tête (considéré dans les branches marchandes non agricoles pour la France) ;
- $t$  est le nombre de trimestres écoulés depuis le premier trimestre 1994.



## Les relations entre inflation, salaires et chômage n'ont pas disparu Étude comparée dans les économies française et américaine

Une approche similaire est retenue pour l'estimation de la relation entre inflation sous-jacente et croissance du salaire moyen par tête. On obtient ainsi :

### France

$$(2.a) \quad \Delta \log(P_t^{sj}) = 2,7 \cdot 10^{-3} + 0,30 \cdot \Delta \log(SMPT_t) - 1,6 \cdot 10^{-3} \cdot t \cdot \Delta \log(SMPT_t)$$

### États-Unis

$$(2.b) \quad \Delta \log(P_t^{sj}) = 5,1 \cdot 10^{-3} + 0,34 \cdot \Delta \log(SMPT_t) - 1,8 \cdot 10^{-3} \cdot t \cdot \Delta \log(SMPT_t)$$

où :

- $P^{sj}$  est l'indice des prix sous-jacents (c'est-à-dire prix à la consommation hors énergie et alimentation) ;
- $SMPT$  le salaire moyen par tête (considéré dans les branches marchandes non agricoles pour la France).

Des équations plus riches sont également estimées par des modèles à correction d'erreur, afin d'intégrer davantage de variables explicatives au modèle et d'isoler leurs effets respectifs. Les résultats de ces modèles permettent d'obtenir les *graphiques 7 et 8*. Les estimations sont réalisées en une étape par la méthode des moindres carrés dynamiques. Les statistiques de Student sont représentées entre parenthèses sous les coefficients pour les paramètres de court terme. En revanche, elles ne sont pas données pour les équations de long terme, et sont remplacées par (\*), car elles ne suivent pas une loi de Student.

Tout d'abord, une équation de salaire moyen par tête est estimée. Une contrainte est introduite dans le modèle, indexant à long terme le salaire moyen par tête sur la productivité en valeur. Cette contrainte, classique pour ce type de modélisation macroéconomique, est complétée par l'ajout d'une tendance linéaire permettant de prendre en compte les évolutions de long terme de la part des salaires dans la valeur ajoutée. On obtient ainsi :

### France

$$(3.a) \quad \Delta \log(SMPT_t) = -0,05 + 1,2 \cdot \Delta \log(prod_t) - 1,0 \cdot \Delta \log(prod_{t-1}) - 0,001 \cdot u_t \\ - 0,07 \left[ \log(SMPT_{t-1}) - \log(prod_{t-1}) - 2,9 \cdot 10^{-4} \cdot t \right]$$

(-2,0) (7,8) (-6,6) (-3,2)  
(-2,8) (\*)

$$R_0^2 = 0,52$$

où :

- $SMPT$  est le salaire moyen par tête (personnes physiques) dans les branches marchandes non agricoles ;
- $prod$  est la productivité en valeur du travail par tête, lissée par une moyenne mobile d'ordre 4 ;
- $u$  est le taux de chômage.

### États-Unis

$$(3.b) \quad \Delta \log(SMPT_t) = 9,94 - 0,19 \cdot \Delta \log(SMPT_{t-1}) - 0,003 \cdot u_t \\ - 0,47 \left[ \log(SMPT_{t-1}) - \log(prod_{t-1}) + 0,13 \log(u6_{t-1}) - 4,0 \cdot 10^{-4} \cdot t + 0,56 \log(cs_{t-1}) \right]$$

(5,0) (-2,0) (-3,7)  
(-5,0) (\*) (\*) (\*) (\*)

$$R_0^2 = 0,32$$

où :

- $SMPT$  est le salaire moyen par tête (personnes physiques) ;
- $prod$  est la productivité en valeur du travail par tête, c'est-à-dire le ratio entre le PIB nominal et l'emploi total, lissée par moyenne mobile d'ordre 4 ;
- $u$  est le taux de chômage ;
- $u6$  est le ratio entre le taux de sous-emploi (proportion d'actifs déclarant souhaiter travailler davantage) et le taux de chômage ;
- $cs$  est le coin social, défini ici comme le ratio entre le coût total du travail (y compris cotisations sociales employeurs) et la masse salariale brute.

Le sous-emploi est inclus dans l'équation pour les États-Unis, mais il ne l'est pas pour la France, car il ne ressort pas statistiquement significatif.

## Les relations entre inflation, salaires et chômage n'ont pas disparu Étude comparée dans les économies française et américaine

Enfin, une équation est estimée pour modéliser l'indice des prix sous-jacent. On obtient :

### France

$$(4.a) \quad \Delta \log(P_t^{sj}) = 0,48 + 0,15 \Delta \log(P_{t-1}^{sj}) + 0,25 \Delta \log(P_{t-2}^{sj}) - 0,01 \Delta \log(\text{change}_{t-1}) \\ + 0,30 TVA_t^h + 0,52 TVA_{t-3}^b \\ - 0,09 \left[ \log(P_{t-1}^{sj}) - 0,59 \log(SMPT_{t-1}) + 0,59 \log(\text{prod}_{t-1}^r) - 0,001.t + 0,02.\text{sup}_{09T1} \right]$$

(5,3) (1,8) (2,8) (-2,0)  
(4,9) (4,9)  
(-5,0) (\*) (\*) (\*) (\*) (\*)

$$R_v^2 = 0,62$$

où :

- *prod*<sup>r</sup> est la productivité en volume par tête, c'est-à-dire le ratio entre le PIB en volume et l'emploi total, lissée par une moyenne mobile d'ordre 4 ;
- *change* est le taux de change euro contre dollar ;
- *TVA*<sup>h</sup> et *TVA*<sup>b</sup> sont les effets théoriques sur l'inflation sous-jacente des hausses (respectivement baisses) du taux de TVA ;
- *sup*<sub>09T1</sub> est une indicatrice valant 1 à partir du premier trimestre 2009.

### États-Unis

$$(4.b) \quad \Delta \log(P_t^{sj}) = -0,63 + 0,33 \Delta \log(P_{t-1}^{sj}) + 0,03 \Delta \log(SMPT_t) \\ - 0,06 \left[ \log(P_{t-1}^{sj}) - 0,52 \log(SMPT_{t-1}) + 0,52 \log(\text{prod}_{t-1}^r) - 0,003.t \right]$$

(-2,7) (2,7) (1,5)  
(-3,5) (\*) (\*) (\*) (\*)

$$R_v^2 = 0,41$$

où :

- *prod*<sup>r</sup> est la productivité en volume par tête, lissée par une moyenne mobile d'ordre 4. ■

# **C**onjoncture française





# Retour sur la précédente prévision

Au quatrième trimestre 2017, le produit intérieur brut (PIB) a progressé de 0,6 %, comme attendu dans la Note de conjoncture de décembre 2017. La demande intérieure hors stocks a soutenu la croissance du PIB, un peu plus que prévu (+0,5 point contre +0,4 point). Les échanges extérieurs ont également eu une contribution plus importante qu'attendu (+0,6 point contre +0,5 point), mais symétriquement, la contribution des variations de stocks a été inférieure aux attentes (-0,4 point contre -0,3 point). La prévision de croissance pour le premier trimestre 2018 est légèrement abaissée par rapport à la Note de décembre (+0,4 % contre +0,5 % initialement prévu), mais reste inchangée au deuxième trimestre (+0,4 %).

L'emploi marchand a progressé plus que prévu (+79 000 créations au quatrième trimestre, contre 60 000 attendues). Dans le même temps, le taux de chômage a baissé pour atteindre 8,9 % de la population active française (contre 9,5 % attendu). En février 2018, l'inflation d'ensemble s'est établie à +1,2 % d'après l'estimation provisoire, un peu plus que prévu du fait de la remontée du prix du pétrole, et la prévision pour la mi-2018 reste inchangée à +1,6 %.

## Au quatrième trimestre, l'activité a progressé comme prévu

Au quatrième trimestre 2017, la croissance a atteint +0,6 %, comme attendu dans la Note de conjoncture de décembre 2017 (*tableau 1*). La production de l'ensemble des branches a augmenté presque comme prévu (+0,9 % contre +0,8 %, *tableau 2*). La production manufacturière a progressé comme anticipé (+1,5 %) mais d'autres écarts se compensent : la construction a un peu déçu (+0,5 % contre +0,8 %), le commerce a été un peu plus dynamique qu'attendu (+0,8 % contre +0,7 %), de même que les services marchands hors commerce (+1,0 % contre +0,8 %). La production de la branche eau-énergie-déchets s'est quant à elle repliée comme prévu (-0,2 %).

## La demande intérieure a soutenu la croissance comme prévu

La contribution de la demande intérieure hors stocks à la croissance du PIB a été légèrement supérieure à la prévision (+0,5 point contre +0,4 point). La consommation des ménages s'est tassée un peu plus que prévu (+0,2 % contre +0,3 %). L'investissement total a augmenté un peu plus qu'anticipé (+1,2 % contre +1,1 % prévu) : l'investissement des entreprises a été plus robuste (+1,6 %) qu'anticipé (+1,2 %) mais celui des ménages a moins progressé que prévu (+0,6 % contre +1,0 %).

## 1 - Le produit intérieur brut et ses principales composantes dans l'approche demande

Variations T/T-1 en %

	Note de conjoncture Décembre 2017			Note de conjoncture Mars 2018		
	T4 2017	T1 2018	T2 2018	T4 2017	T1 2018	T2 2018
Produit intérieur brut	0,6	0,5	0,4	0,6	0,4	0,4
Importations	0,2	0,8	0,8	0,3	1,1	1,2
Dépenses de consommation des ménages	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,4
Dépenses de consommation des administrations*	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,1
Formation brute de capital fixe (FBCF)	1,1	1,0	0,8	1,2	1,0	0,9
dont Entreprises non financières	1,2	1,1	0,9	1,6	1,1	1,2
Ménages	1,0	0,8	0,6	0,6	0,5	0,2
Administrations	0,7	1,1	0,9	0,6	1,2	1,0
Exportations	1,8	0,7	0,2	2,4	1,0	0,5
Contributions (en point)						
Demande intérieure hors stocks**	0,4	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4
Variations de stocks**	-0,3	0,0	0,2	-0,4	0,0	0,2
Commerce extérieur	0,5	0,0	-0,2	0,6	-0,1	-0,2

Prévision

\* Administrations publiques et institutions sans but lucratif au service des ménages

\*\* Les variations de stocks comprennent les acquisitions nettes d'objets de valeur

Source : Insee

## Conjoncture française

Le solde extérieur a porté la croissance (+0,6 point), un peu plus qu'attendu (+0,5 point). Les exportations ont progressé bien plus qu'anticipé (+2,4 % contre +1,8 % attendu) et les importations ont été un peu plus dynamiques qu'escompté (+0,3 % contre +0,2 %). En effet, les achats de produits énergétiques ont fortement progressé alors qu'un léger recul était attendu (+13,4 % contre -2,0 %) tandis que les achats manufacturés ont surpris à la baisse (-0,7 % contre +0,2 %). Mais les ventes de produits manufacturés ont été plus dynamiques que prévu (+3,1 % contre +2,3 %). En contrepartie, la contribution des variations de stocks a été légèrement inférieure à la prévision (-0,4 point contre -0,3 point).

### La prévision de croissance pour le premier semestre 2018 est revue en légère baisse

La prévision de croissance pour le premier trimestre 2018 est légèrement revue à la baisse par rapport à la *Note de conjoncture* de décembre 2017 : +0,4 % contre +0,5 % initialement prévu. Au premier trimestre, la production manufacturière croîtrait moins que prévu dans la *Note* de décembre (+0,2 % contre +0,6 %), mais plus qu'escompté au deuxième trimestre (+0,6 % contre +0,3 %).

La demande intérieure tirerait un peu moins la croissance qu'anticipé au premier trimestre (+0,4 point contre +0,5 point), mais sa contribution prévue serait inchangée au deuxième (+0,4 point). La prévision de la consommation des ménages est inchangée au premier trimestre (+0,3 %) et un peu rehaussée au deuxième (+0,4 %).

La prévision d'investissement des ménages est quant à elle revue à la baisse (+0,5 % et +0,2 % au premier et deuxième trimestres contre +0,8 % et +0,6 % prévus), du fait du ralentissement de la

construction de logements, mais celle des administrations publiques demeure quasi inchangée (+1,2 % puis +1,0 % au premier puis au deuxième trimestre).

Le commerce extérieur aurait une contribution nulle à la croissance du premier trimestre puis légèrement négative au deuxième, comme prévu dans la *Note* de décembre (+0,0 puis -0,2 point). Les exportations seraient plus allantes au premier trimestre (+1,0 % contre +0,7 % prévu) et augmenteraient un peu plus au deuxième (+0,5 % contre +0,2 % prévu). Les importations seraient également un peu plus dynamiques que prévu (+1,1 % au premier puis +1,2 % au deuxième trimestre contre +0,8 % par trimestre). Les contributions prévues des variations de stocks sont inchangées au premier trimestre (0,0 point) et au deuxième (+0,2 point).

### L'emploi marchand a progressé plus que prévu

Au quatrième trimestre 2017, l'emploi marchand a progressé plus qu'escompté, (+79 000 créations contre 60 000 attendues). Par ailleurs, l'ampleur de la baisse du taux de chômage (DOM compris) a surpris (-0,7 point), à 8,9 %, contre 9,5 % prévu.

### Mi-2018, l'inflation s'élèverait à +1,6 % comme anticipé en décembre

En février 2018, l'inflation d'ensemble s'est établie à +1,2 % d'après l'estimation provisoire, un peu plus que prévu en raison de la remontée du cours du pétrole. Toutefois, la prévision d'inflation d'ensemble pour la mi-2018 reste inchangée (+1,6 %) : la prévision des prix des produits frais est revue à la hausse, mais celle de l'inflation sous-jacente est abaissée (+0,8 % contre +1,0 %). ■

## 2 - Activité par branche et marché du travail

Variations T/T-1 en % ; évolutions en milliers (emploi)

	Note de conjoncture Décembre 2017			Note de conjoncture Mars 2018		
	T4 2017	T1 2018	T2 2018	T4 2017	T1 2018	T2 2018
<b>Production par branche</b>						
Agriculture	0,4	0,1	0,0	0,5	-0,2	-0,1
Branches manufacturières	1,5	0,6	0,3	1,5	0,2	0,6
Énergie, eau, déchets	-0,2	0,3	0,3	-0,2	0,3	0,2
Construction	0,8	0,7	0,5	0,5	0,8	0,6
Commerce	0,7	0,6	0,5	0,8	0,3	0,6
Services marchands hors commerce	0,8	0,6	0,6	1,0	0,5	0,5
Services non marchands	0,2	0,3	0,2	0,4	0,4	0,2
<b>Total</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>
<b>Emploi, chômage, prix</b>						
Emploi du secteur marchand non agricole	60	55	45	79	70	59
Taux de chômage BIT* France	9,5	9,5	9,4	8,9	9,0	8,9
Prix à la consommation <sup>1</sup>	1,2	1,4	1,6	1,2	1,5	1,6
Inflation sous-jacente <sup>1</sup>	0,6	0,8	1,0	0,6	0,8	0,8

Prévision

\* chômage BIT : chômage au sens du Bureau international du travail

1. Glissement annuel sur le dernier mois du trimestre

Source : Insee

# Production

La production totale de biens et de services a été allante au dernier trimestre 2017 (+0,9 %), du fait notamment d'une nette hausse dans les branches manufacturières (+1,5 %). En janvier et février 2018, le climat des affaires a un peu fléchi mais reste très favorable, bien au-dessus de sa moyenne de longue période. Au premier semestre 2018, la production de biens et de services décélérerait (+0,4 % au premier trimestre puis +0,5 % au deuxième), sous l'effet notamment d'un ralentissement dans l'industrie manufacturière et dans les services marchands hors commerce. Mi-2018, l'acquis de production pour l'année atteindrait déjà +2,0 %.

## La production de biens et de services décélérerait au premier semestre 2018

La production de biens et de services a un peu accéléré au quatrième trimestre 2017 (+0,9 % après +0,7 % ; *tableau*). En moyenne annuelle, elle a augmenté de 2,4 % en 2017, un rythme inédit depuis 2011, reflétant le dynamisme accru de l'ensemble des branches d'activité.

Le climat des affaires en France a légèrement fléchi en janvier et février 2018, après avoir atteint en décembre 2017 son plus haut niveau en dix ans (*graphique 1*). Il demeure cependant très favorable dans toutes les branches, bien au-dessus de sa moyenne de longue période.

La production totale de biens et de services croîtrait modérément au premier semestre 2018 (+0,4 % puis +0,5 %), ralentissant par rapport à la fin 2017 principalement du fait des services marchands hors commerce et des branches manufacturières.

Mi-2018, l'acquis de croissance de la production pour l'année serait de +2,0 %.

## Au premier semestre 2018, la production manufacturière ralentirait

Au quatrième trimestre 2017, l'activité manufacturière a nettement accéléré (+1,5 % après +0,8 %) du fait du dynamisme de la production dans les matériels de transport (+4,3 %) et dans les « autres industries » (+1,1 %). Sur l'année, la production manufacturière a progressé de 2,0 %, un rythme qui n'avait pas été observé depuis 2012.

Au premier trimestre 2018, l'activité manufacturière ralentirait nettement par contrecoup (+0,2 %). En janvier 2018, l'acquis de croissance de l'indice de la production industrielle pour le premier trimestre est en forte baisse (-1,4 %). Cependant, le climat des affaires en février reste très favorable dans l'ensemble des sous-secteurs (*graphique 2*). Les soldes d'opinion sur l'activité prévue et les carnets de commandes sont nettement au-dessus de leur moyenne. L'activité ralentirait tout en restant solide dans les matériels de transport (+1,3 %) et dans les biens d'équipements (+1,5 %). Elle reculerait un peu dans l'agroalimentaire (-0,1 %) et dans les « autres industries » (-0,5 %). En revanche, la production repartirait légèrement à la hausse dans la cokéfaction-raffinage (+1,3 % après -0,8 %). La production manufacturière accélérerait au deuxième trimestre 2018 (+0,6 %), malgré l'arrêt pour maintenance de deux raffineries. L'acquis de croissance pour 2018 s'établirait à +2,4 % à l'issue du deuxième trimestre, après +2,0 % sur l'ensemble de l'année 2017.

## Production par branche aux prix de l'année précédente chaînés

en %, données CJO-CVS

	Variations trimestrielles (T/T-1)										Variations annuelles		
	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Agriculture (2 %)	-2,3	-1,3	-0,6	0,5	1,1	1,3	0,8	0,5	-0,2	-0,1	-5,6	2,4	0,8
Branches manufacturières (20 %)	0,5	-0,8	0,8	0,4	0,1	0,8	0,8	1,5	0,2	0,6	0,8	2,0	2,4
Énergie, eau, déchets (4 %)	1,5	1,1	-2,4	2,2	-0,4	0,4	1,6	-0,2	0,3	0,2	0,8	1,4	1,2
Construction (8 %)	0,0	-0,3	0,3	0,9	0,6	1,1	0,4	0,5	0,8	0,6	0,1	2,6	2,1
Commerce (10 %)	1,1	-0,5	-0,2	0,7	0,6	0,8	0,9	0,8	0,3	0,6	1,6	2,1	2,0
Services marchands hors commerce (41 %)	0,5	-0,2	0,4	0,5	1,2	0,8	0,7	1,0	0,5	0,5	1,3	3,0	2,2
Services non marchands (15 %)	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,5	0,6	0,4	0,4	0,2	1,0	1,4	1,3
<b>Total (100 %)</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>

Prévision  
Source : Insee

## La production agricole marquerait le pas au premier semestre 2018

Au quatrième trimestre 2017, la production agricole a un peu ralenti tout en restant solide (+0,5 % après +0,8 %). Sur l'ensemble de l'année, elle a rebondi en 2017 (+2,4 %) après deux années de mauvaises récoltes (-5,6 % en 2016 et -1,4 % en 2015).

Au premier semestre 2018, la production agricole s'établirait à un niveau proche de celui de 2017 (-0,2 % puis -0,1 % aux premier et deuxième trimestres 2018), sous l'hypothèse de récoltes qui ne seraient plus affectées par les aléas défavorables de 2015 et 2016.

## La production d'énergie croîtrait modérément au premier semestre 2018

Au quatrième trimestre 2017, la production d'énergie s'est légèrement repliée (-0,2 % après +1,6 %). Elle retrouverait un rythme de croissance régulier au premier trimestre 2018 (+0,3 %), avec tout à la fois un mois de janvier très doux et une vague de froid en février. Sous l'hypothèse de températures de saison pour les mois suivants, elle

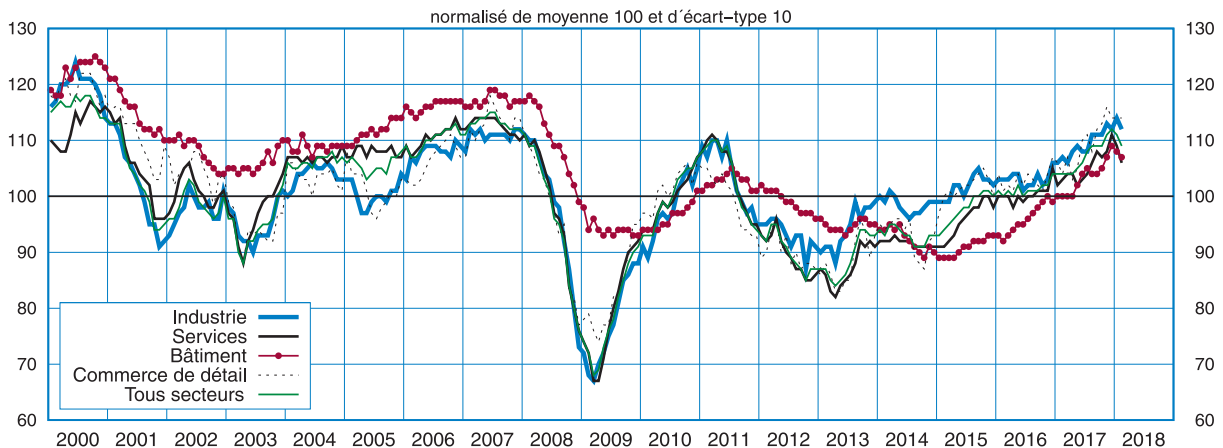
continuerait de croître à ce rythme (+0,2 %). Mi-2018, l'acquis de croissance annuelle s'établirait à +1,2 %, après +1,4 % en 2017.

## Dans la construction, l'activité accélérerait au premier trimestre 2018 puis ralentirait au deuxième

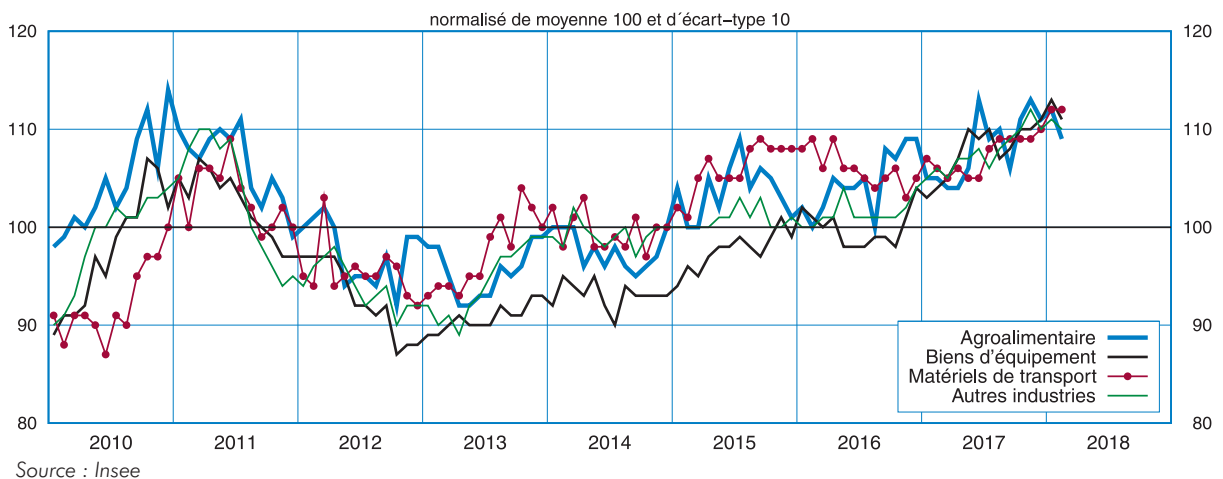
Au quatrième trimestre 2017, la production de la branche de la construction a augmenté de 0,5 %, portée par l'accélération de l'activité dans le bâtiment et malgré un nouveau recul dans le génie civil. Sur l'année, la production de la construction a crû de 2,6 %, un rythme inédit depuis 2008.

Le nombre de permis de construire de logements individuels a accéléré au quatrième trimestre 2017, après avoir modérément rebondi au troisième. Celui des permis de construire de logements collectifs a en revanche chuté après deux trimestres en forte hausse. Dans l'enquête de conjoncture auprès des chefs d'entreprise du bâtiment, le solde d'opinion sur l'activité passée est quasi stable en février 2018, largement au-dessus de sa moyenne de longue période. Néanmoins, pour le troisième mois consécutif, les

### 1 - Climat des affaires en France : tous secteurs, dans l'industrie, les services et le bâtiment



### 2 - Climats des affaires sous-sectoriels dans l'industrie





entrepreneurs de l'industrie du bâtiment anticipent une baisse de leur activité au cours des trois prochains mois (*graphique 3*). Le solde correspondant reste toutefois nettement au-dessus de sa moyenne de longue période. Enfin, les promoteurs immobiliers signalent de nouveau une demande de logements neufs moins élevée et des perspectives de mises en chantiers moins favorables qu'au trimestre précédent. Les soldes correspondant passent juste au-dessous de leur moyenne. Malgré le léger repli de l'opinion des entrepreneurs du bâtiment, la bonne tenue des mises en chantier des mois précédents permettrait à la production en bâtiment de progresser solidement au premier trimestre 2018 avant de ralentir un peu au deuxième.

Dans les travaux publics, les entrepreneurs sont moins optimistes sur leur activité mais signalent en majorité des carnets de commandes supérieurs à la normale. Les soldes correspondant demeurent nettement au-dessus de leur moyenne de longue période. L'activité rebondirait dans ce secteur, la demande publique étant en particulier stimulée par la montée en charge des travaux liés au Grand Paris Express.

Ainsi, la production totale de la construction accélérerait au premier trimestre 2018 (+0,8 %) puis ralentirait légèrement au deuxième (+0,6 %). Mi-2018, l'acquis de croissance pour l'année serait de +2,1%.

### L'activité commerciale ralentirait progressivement d'ici la mi-2018

Au quatrième trimestre 2017, l'activité commerciale a été allante (+0,8 % après +0,9 %) du fait du rebond des dépenses de consommation des ménages (+1,5 % au quatrième trimestre après -0,3 % au troisième) et notamment de la reprise de leurs achats d'automobiles (+0,8 % après +0,0 %).

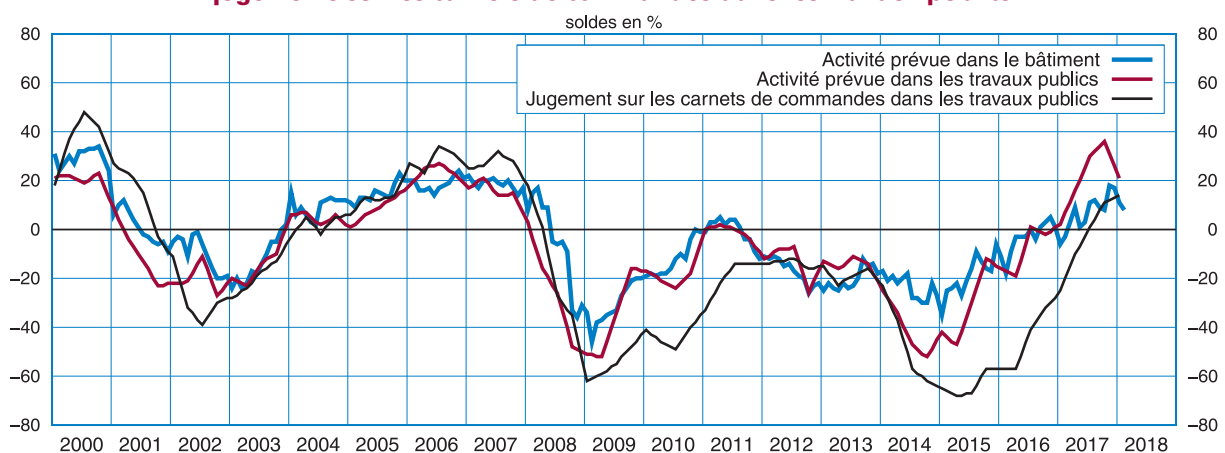
Après avoir atteint fin 2017 un plus haut niveau depuis dix ans, le climat des affaires dans le commerce de détail a légèrement fléchi depuis, tout en demeurant bien au-dessus de sa moyenne de longue période. Le climat des affaires dans le commerce de gros s'est effrité en janvier 2018 mais reste cependant à un niveau élevé.

Au premier semestre 2018, l'activité commerciale ralentirait (+0,3 % au premier trimestre puis +0,6 % au deuxième). À mi-année 2018, l'acquis de croissance annuelle de la production dans le commerce serait de +2,0 %, proche de la progression annuelle de 2017.

### Services marchands hors commerce : l'activité ralentirait un peu mais resterait dynamique d'ici juin 2018

Au quatrième trimestre 2017, l'activité des services marchands hors commerce a été soutenue (+1,0 % après +0,7 %). Ce dynamisme a été

### 3 – Activité prévue dans la construction, jugements sur les carnets de commandes dans les travaux publics



Source : Insee

## Conjoncture française

porté par tous les sous-secteurs. La production a accéléré dans les transports (+1,1 % après +0,3 %) du fait du rebond dans le transport aérien, l'information-communication (+1,6 % après +1,3 %), les activités financières (+1,1 % après +0,7 %), les services aux entreprises (+1,3 % après +0,8 %) et les « autres activités de services » (+1,2 % après +0,9 %). Seule la production dans l'hébergement-restauration a ralenti tout en restant allante (+0,6 % après +1,2 %). Au total, sur l'année 2017, la production dans la branche des services marchands hors commerce a crû de 3,0 %, un rythme inédit depuis 2011.

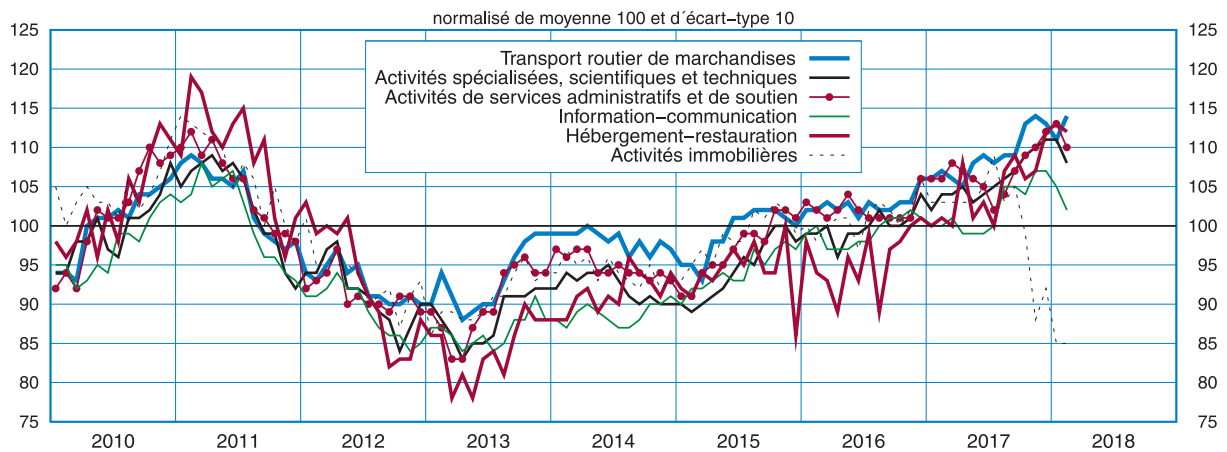
Après avoir atteint en décembre 2017 son plus haut niveau depuis avril 2011, le climat des affaires dans les services a fléchi depuis, tout en demeurant favorable (*graphique 4*). En février 2018, l'indicateur synthétique se situe au-dessus de sa moyenne de longue période dans tous les sous-secteurs sauf dans les activités immobilières où il continue de décliner du fait des entreprises de location de logements.

Dans ce contexte, l'activité dans les services marchands hors commerce ralentirait un peu au premier semestre 2018 (+0,5 % à chaque trimestre). Mi-2018, l'acquis de croissance pour l'année serait de +2,2 %.

### Services principalement non marchands : l'activité ralentirait progressivement au premier semestre 2018

L'activité principalement non marchande a légèrement décéléré au quatrième trimestre 2017 (+0,4 % après +0,6 %). Elle freinerait encore au cours du premier semestre 2018 (+0,4 % au premier trimestre puis +0,2 % au deuxième). Mi-2018, l'acquis de croissance serait de +1,3 % après +1,4 % en 2017. ■

#### 4 – Climats des affaires sous-sectoriels dans les services



Source : Insee

# Échanges extérieurs

À la fin de l'année 2017, les échanges mondiaux ont accéléré (+1,5 % après +0,9 %) de même que la demande mondiale adressée à la France (+1,4 % après +0,6 %). Dans ce contexte international dynamique, les exportations françaises ont vivement progressé (+2,4 % après +1,0 %), particulièrement dans le secteur manufacturier (+3,1 % après +1,4 %), en raison du rattrapage des livraisons d'avions et de la poursuite de celles de matériel militaire.

Au premier semestre 2018, du fait d'une demande mondiale solide et malgré une légère appréciation de l'euro, les exportations resteraient fermes, suivant un profil trimestriel marqué par le rythme des livraisons de grands contrats aéronautiques et navals (+1,0 % puis +0,5 %).

Au quatrième trimestre, les importations ont fortement ralenti (+0,3 % après +2,2 %), notamment en biens manufacturés et en produits agricoles. Au premier semestre 2018, elles progresseraient de nouveau (+1,1 % puis +1,2 % par trimestre).

À l'horizon mi-2018, le commerce extérieur ne pèserait plus sur la croissance française (+0,2 point d'acquis à mi-2018), contrairement à 2017 et 2016 (-0,3 et -0,8 point de contribution à la croissance annuelle).

## Le commerce mondial conserverait un rythme soutenu d'ici mi-2018

Au quatrième trimestre 2017, le commerce mondial a fortement accéléré (+1,5 % après +0,9 %, [tableau 1](#)), tiré notamment par le regain des importations américaines, japonaises, allemandes et indiennes, et malgré le repli des importations chinoises.

Après deux années de ralentissement, les échanges mondiaux ont connu, en 2017, leur plus vive croissance (+5,2 %) depuis 2011.

À l'horizon mi-2018, la progression du commerce mondial resterait soutenue (+1,3 % puis +1,2 % par trimestre), portée par le dynamisme des importations des pays avancés comme des pays émergents, ce que suggère l'amélioration des nouvelles commandes à l'exportation dans les enquêtes de conjoncture mondiales ([graphique 1](#)). L'acquis de croissance annuelle du commerce mondial à mi-année s'établirait déjà à +4,2 % en 2018.

Par ailleurs, la demande mondiale adressée aux exportateurs français a également accéléré en fin d'année (+1,4 % après +0,6 %, [graphique 2](#)), bénéficiant principalement de la progression des importations allemandes, américaines et japonaises. D'ici mi-2018, elle augmenterait quasiment au même rythme que le commerce mondial (+1,2 % puis +1,1 % par trimestre), du fait de la bonne tenue des importations des partenaires au sein de la zone euro.

## Les exportations resteraient fermes au premier semestre 2018

Au quatrième trimestre 2017, les exportations françaises ont vivement progressé (+2,4 % après +1,0 %, [tableau 2](#)), notamment en raison de l'élan des exportations manufacturières (+3,1 % après +1,4 %).

En particulier, les ventes en matériel de transports ont bondi (+5,9 % après +1,4 %), du fait de livraisons aéronautiques record en fin d'année et de livraisons de matériel militaire. Dans le même temps, les ventes d'autres produits industriels (+1,8 % après +1,1 %) et de produits agroalimentaires (+2,0 % après +0,3 %) ont continué de progresser. Cependant, les exportations de produits énergétiques ont chuté (-5,1 % après +0,1 %) tandis que celles de produits agricoles ont décéléré (+3,0 % après +9,1 %). Enfin, les exportations de services ont repris des couleurs (+1,2 % après -1,2 %).

Tableau 1

### Commerce mondial et demande adressée à la France

variations T/T-1 en %

	2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
<b>Commerce mondial</b>	<b>1,9</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>2,0</b>	<b>5,2</b>	<b>4,2</b>
Importations des économies avancées	1,6	1,1	0,6	1,9	1,1	1,2	2,7	4,9	4,0
Importations des économies émergentes	2,6	0,7	0,7	0,8	1,9	1,4	0,4	5,4	4,1
<b>Demande mondiale adressée à la France</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>0,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>3,1</b>	<b>4,9</b>	<b>3,7</b>

Prévision

Sources : DG Trésor, Insee

## Conjoncture française

Au premier trimestre 2018, malgré la légère appréciation de l'euro, les exportations resteraient solides (+1,0 %), soutenues par les exportations manufacturières (+1,2 %, *graphique 3*). En effet, en dépit du contrecoup attendu des livraisons aéronautiques après une fin d'année exceptionnelle, les exportations manufacturières bénéficieraient des livraisons de grands contrats militaires et navals, notamment celle du paquebot « *Symphony of the Seas* ».

Par ailleurs, les ventes des produits énergétiques se redresseraient (+1,0 %) et celles de produits agricoles maintiendraient leur élan (+2,0 %) en raison des très bonnes récoltes de 2017. Néanmoins, les exportations de services caleraient (0,0 %), après un trimestre très dynamique.

Au deuxième trimestre 2018, les exportations décéléraient fortement (+0,5 %), en contrecoup de la livraison du paquebot au trimestre précédent et malgré la poursuite des livraisons de matériel militaire. Les exportations manufacturières ralentiraient à +0,2 %.

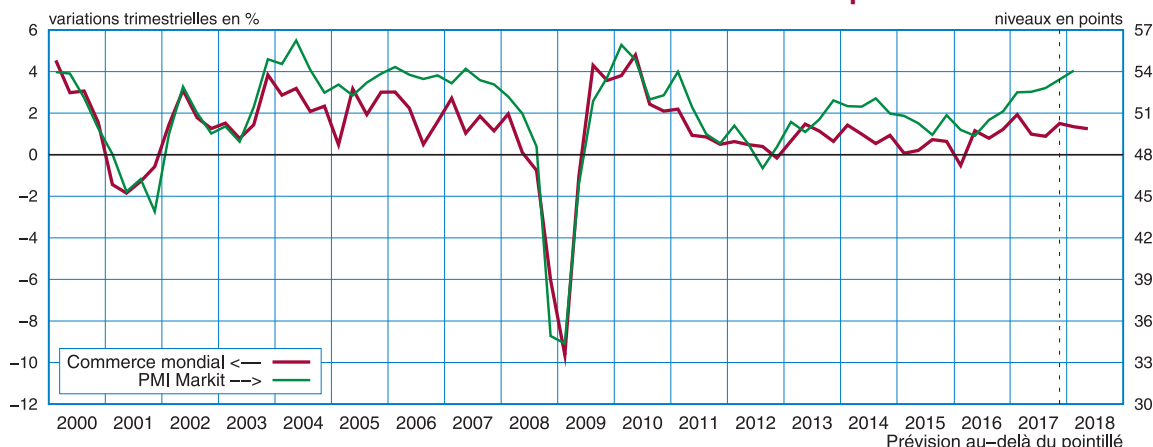
À l'issue du premier semestre 2018, l'acquis de croissance annuelle des exportations serait de +4,3 %, soit davantage qu'en moyenne annuelle en 2017 (+3,3 %).

### Les importations conserveraient un rythme soutenu au premier semestre 2018

Au quatrième trimestre 2017, les importations françaises ont décéléré (+0,3 % après +2,2 %). Ce ralentissement provient principalement du repli des produits manufacturés (-0,7 % après +3,7 %), en particulier des matériels de transport (-4,7 % après +9,7 %) et des biens d'équipement (-0,8 % après +3,7 %). Cependant, le rebond des achats d'énergie (+13,4 % après -5,4 %) et de services (+1,0 % après -0,3 %) est venu soutenir les importations.

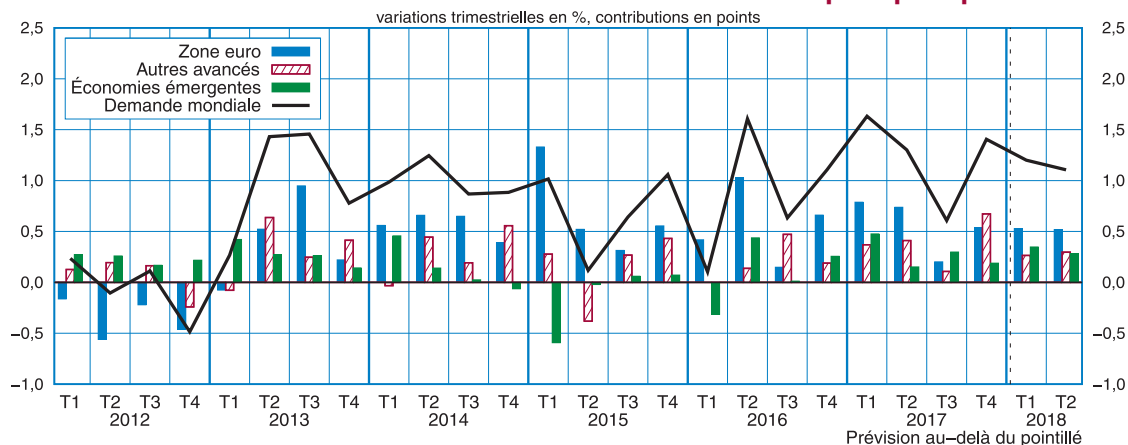
Au premier trimestre 2018, les importations accéléreraient à nouveau (+1,1 %), dans le sillage des importations manufacturières (+1,3 %). Les achats de produits agricoles reprendraient

### 1 - Commerce mondial et nouvelles commandes à l'exportation



Sources : Markit, DG Trésor, prévision Insee

### 2 - Demande mondiale adressée à la France et contributions des principaux partenaires



Sources : DG Trésor, prévision Insee

également (+1,0 %), tout comme ceux de services (+2,1 %). Cependant, les importations de produits d'hydrocarbures bruts se contracteraient (-4,0 %), par contrecoup de l'approvisionnement massif du trimestre précédent.

Au deuxième trimestre 2018, les importations poursuivraient sur un rythme comparable à celui observé ces dernières années (+1,2 %) mais les importations manufacturières diminueraient un peu (+1,1 %) et celles de produits énergétiques continueraient de se replier (-2,0 %), du fait de la mise en maintenance de certaines raffineries.

À l'horizon mi-2018, l'acquis de croissance annuelle des importations serait de +3,4 %, après une hausse en moyenne annuelle de +4,1 % en 2017.

## La contribution des échanges extérieurs à la croissance s'améliorerait

Sur l'ensemble de l'année 2017, les échanges extérieurs ont grevé la croissance du produit intérieur brut (PIB) de 0,3 point (après 0,8 point en 2016), les exportations bénéficiant du regain de la demande mondiale et les importations étant à la fois tirées par la demande intérieure et par l'appareil exportateur français.

La contribution du commerce extérieur à la croissance serait légèrement négative au premier trimestre 2018 (-0,1 point) puis au deuxième (-0,2 point). Mi-2018, l'acquis annuel de contribution au PIB du commerce extérieur français serait néanmoins légèrement positif (+0,2 point). ■

Tableau 2

### Prévision de croissance des échanges extérieurs

variations en % aux prix de l'année précédente chaînés, contributions en points

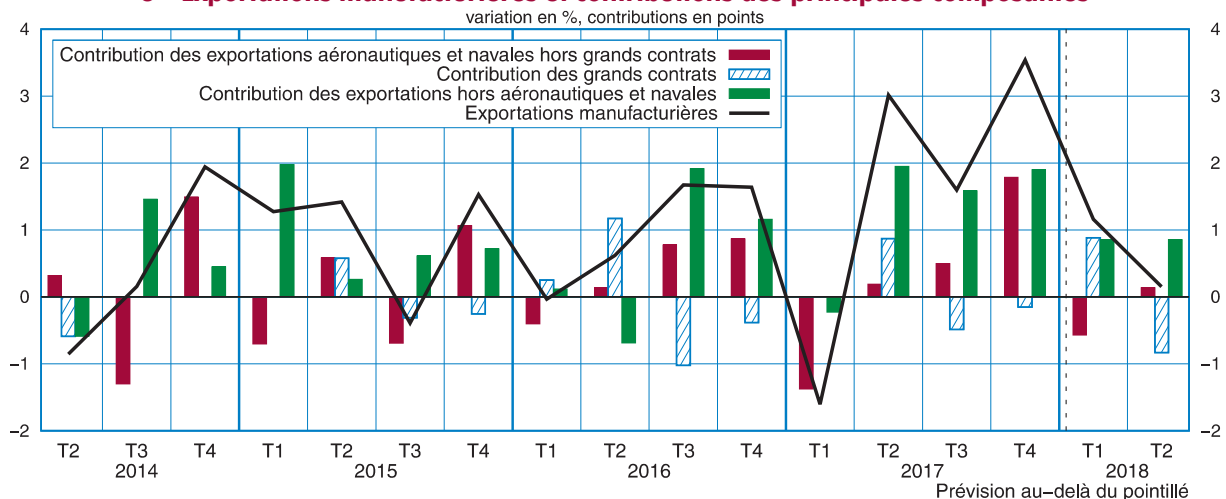
	Variations trimestrielles						Variations annuelles		
	2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
<b>Exportations</b>									
Ensemble des biens et services	-0,7	2,2	1,0	2,4	1,0	0,5	1,9	3,3	4,3
Produits manufacturés (69 %*)	-1,6	3,1	1,4	3,1	1,2	0,2	3,0	4,4	5,2
<b>Importations</b>									
Ensemble des biens et services	1,1	0,0	2,2	0,3	1,1	1,2	4,2	4,1	3,4
Produits manufacturés (69 %*)	2,7	0,3	3,7	-0,7	1,3	1,1	4,4	5,5	3,5
<b>Contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,2</b>

■ Préviation

\* Part des exportations (respectivement, importations) de produits manufacturés dans les exportations (respectivement, importations) totales, en 2017.

Source : Insee

### 3 - Exportations manufacturières et contributions des principales composantes



# Emploi

En France, au quatrième trimestre 2017, l'emploi salarié marchand non agricole a continué d'augmenter solidement (+79 000 après +45 000 au troisième trimestre), bénéficiant du dynamisme de l'activité économique. 257 000 emplois marchands ont ainsi été créés sur l'ensemble de l'année 2017 (après 213 000 en 2016), soit la plus forte progression depuis 2007. Les intentions d'embauche des chefs d'entreprise dans les enquêtes de conjoncture indiquent que l'emploi marchand augmenterait quasiment sur le même rythme au premier semestre 2018 (+129 000).

Dans le secteur non marchand, l'emploi se replierait de nouveau au premier semestre 2018 (-21 000 après -13 000 emplois au second semestre 2017) avec la nette diminution du nombre de bénéficiaires de contrats aidés.

Du fait du repli de l'emploi non marchand, la progression de l'emploi salarié et non salarié a été moins soutenue en seconde partie d'année (+114 000 au second semestre 2017 après +157 000 au premier) portant le total pour 2017 à 271 000 créations nettes, quasiment comme en 2016. Au premier semestre 2018, l'emploi continuerait de croître à un rythme similaire à celui de la fin de l'année 2017 (+113 000), de nouveau porté par les secteurs marchands.

## Au premier semestre 2018, l'emploi salarié marchand progresserait au même rythme qu'en 2017

En 2017, en France (hors Mayotte), l'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a augmenté de 257 000 (glissement annuel en fin d'année), en accélération par rapport à 2016 (+213 000). Il a été à peine moins dynamique en seconde moitié d'année (+124 000 après +133 000 au premier semestre ; *tableau 1*), principalement en raison de l'arrêt de la prime à l'embauche pour les PME fin juin 2017. Au quatrième trimestre 2017, l'emploi marchand non agricole a ainsi augmenté de 79 000 : il est en hausse dans l'industrie pour la première fois depuis 2001 et a continué de croître dans la construction (+13 000) comme dans le tertiaire hors intérim (+44 000). Dans l'intérim, les créations d'emploi sont restées dynamiques (+16 000).

L'emploi salarié continuerait d'augmenter dans les secteurs marchands d'ici mi-2018 sur un rythme aussi soutenu qu'au semestre précédent (*graphique 1*), en raison de la progression encore solide de l'activité. Les politiques d'allègement du coût du travail auraient un effet globalement neutre sur le contenu de la croissance en emploi. Le Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) et le Pacte de responsabilité et de solidarité (PRS) continueraient certes d'enrichir la croissance en emploi, d'environ 15 000 emplois au premier semestre 2018, soit légèrement moins qu'en fin

Tableau 1

### Évolution de l'emploi

en milliers, CVS, en fin de période

	2017				2018		2017 S1	2017 S2	2018 S1	2016	2017	Niveau fin 2017
	T1	T2	T3	T4	T1	T2						
<b>Secteurs principalement marchands non agricoles (1) dont :</b>	<b>56</b>	<b>77</b>	<b>45</b>	<b>79</b>	<b>70</b>	<b>59</b>	<b>133</b>	<b>124</b>	<b>129</b>	<b>213</b>	<b>257</b>	<b>16 713</b>
Industrie	-3	-2	0	6	3	3	-5	6	6	-25	1	3 144
Construction	8	6	3	13	5	5	14	16	10	-14	30	1 358
Intérim	2	28	11	16	13	7	30	26	20	98	56	743
Tertiaire principalement marchand hors intérim	49	45	32	44	49	44	93	76	93	154	170	11 469
<b>Salariés agricoles</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>5</b>	<b>304</b>
<b>Tertiaire principalement non marchand</b>	<b>12</b>	<b>8</b>	<b>-5</b>	<b>-8</b>	<b>-12</b>	<b>-9</b>	<b>19</b>	<b>-13</b>	<b>-21</b>	<b>46</b>	<b>7</b>	<b>8 056</b>
<b>Non-salariés</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>-6</b>	<b>2</b>	<b>2 811</b>
<b>EMPLOI TOTAL</b>	<b>72</b>	<b>85</b>	<b>41</b>	<b>73</b>	<b>60</b>	<b>52</b>	<b>157</b>	<b>114</b>	<b>113</b>	<b>254</b>	<b>271</b>	<b>27 884</b>

Prévision

(1) secteurs DE à MN + RU  
 Champ : France hors Mayotte  
 Source : Insee

d'année 2017. En revanche, la non reconduction de la prime à l'embauche pour les PME au-delà du 30 juin 2017 continuerait de peser sur l'emploi début 2018, dans des proportions comparables.

## L'emploi tertiaire resterait bien orienté

En 2017, l'emploi intérimaire a continué de nettement progresser (+56 000) mais un peu moins vite qu'en 2016 (+98 000, *graphique 2*). Il a augmenté vivement (+26 000) au second semestre 2017, comme au premier (+30 000). Particulièrement réactif aux fluctuations de l'activité, il s'est redressé plus tôt que les autres composantes de l'emploi pour dépasser en 2017 les niveaux élevés qu'il avait atteints avant la crise économique de 2008-2009. Compte tenu des perspectives déclarées par les chefs d'entreprise du secteur, l'intérim continuerait de croître sur un rythme similaire en première moitié d'année 2018 (+20 000 au premier semestre).

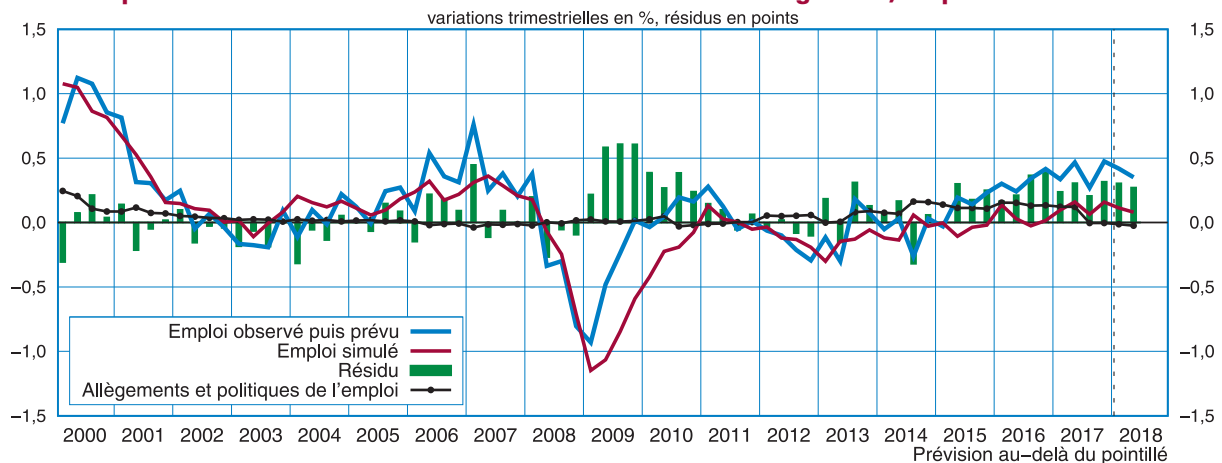
L'emploi dans le tertiaire marchand hors intérim a légèrement accéléré en 2017 (+170 000 après +154 000 en 2016). La croissance de l'activité resterait soutenue et les chefs d'entreprise demeurent optimistes sur l'évolution de leurs effectifs : l'emploi dans ces secteurs conserverait donc un rythme similaire au premier semestre 2018 (+93 000 sur le semestre, *graphique 3*).

Au total, y compris intérim, les créations nettes d'emploi dans le tertiaire marchand ont atteint 226 000 en 2017 (+123 000 au premier semestre 2017, puis +102 000 au second) et demeureraient solides en première moitié d'année 2018 (+113 000 au premier semestre).

## L'industrie crée à nouveau des emplois

En 2017, l'emploi a renoué avec la croissance dans l'industrie (+1 000 créations nettes sur un an après -25 000 l'année précédente et -35 000 en 2015). Les jugements des industriels sur leurs

**1 - Emploi salarié observé dans les secteurs marchands non agricoles, emploi simulé et résidu**

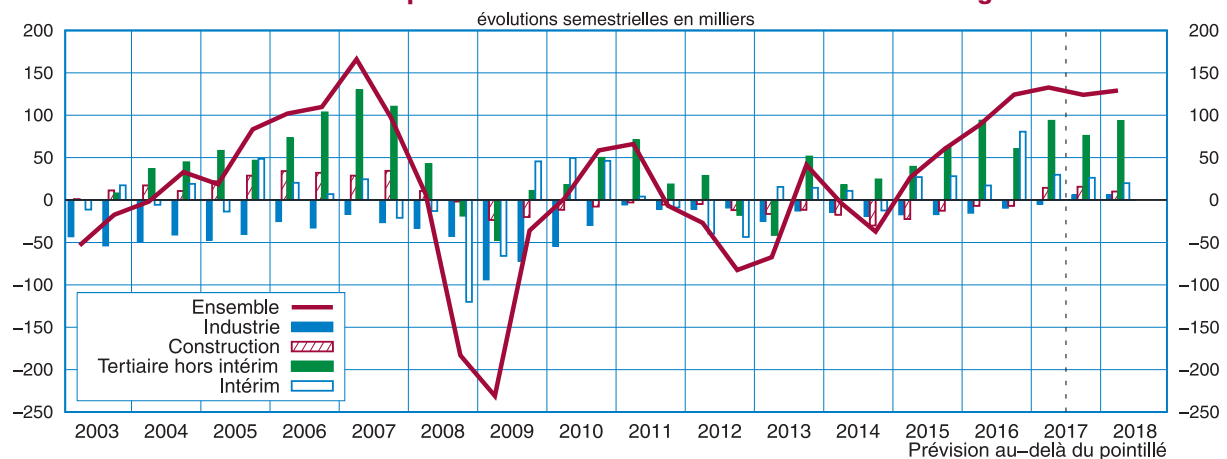


Lecture : le résidu de l'équation d'emploi est l'écart entre l'emploi observé et l'emploi simulé à partir des évolutions d'emploi et d'activité passées et courantes et des effets des politiques de l'emploi (y compris, sur la période récente, les effets du CICE, du PRS et du Plan d'urgence pour l'emploi). Un résidu positif, comme en 2015, indique que l'emploi observé a évolué de façon plus favorable que ne le laissent attendre ses déterminants.

Période d'estimation de l'équation : 1984-2009.

Champ : France hors Mayotte

**2 - Évolution de l'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles**



Champ : France hors Mayotte

Source : Insee

## Conjoncture française

effectifs laissent anticiper que l'emploi dans l'industrie continuerait de croître en première moitié d'année 2018 (+6 000), comme au second semestre 2017.

### L'emploi dans la construction resterait bien orienté

L'emploi salarié dans la construction a diminué de façon quasi ininterrompue entre fin 2008 et fin 2016. Les pertes d'emploi se sont toutefois progressivement amoindries et, depuis début 2017, le secteur crée à nouveau des emplois : +30 000 emplois en 2017, après -14 000 en 2016. Dans les enquêtes de conjoncture, l'anticipation des chefs d'entreprise sur l'évolution de leurs effectifs demeure à un niveau très élevé dans les travaux publics et le bâtiment. L'emploi dans la construction continuerait donc de progresser nettement au premier semestre 2018 (+10 000).

### L'emploi non marchand se replierait

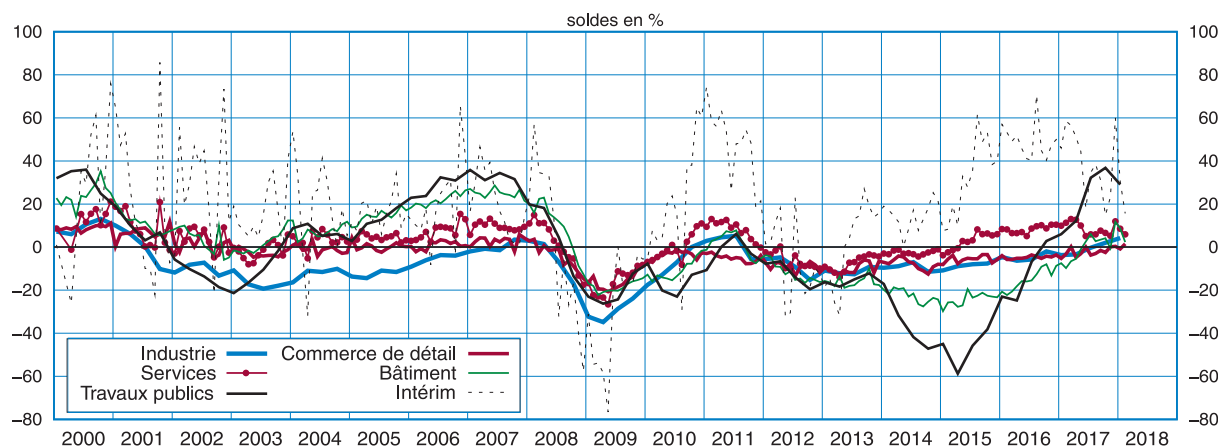
En 2017, l'emploi non marchand a nettement ralenti : + 7 000 emplois contre +46 000 en 2016. Ce ralentissement est principalement dû à la diminution à partir du second semestre du

nombre de bénéficiaires de contrats uniques d'insertion (CUI) et d'emplois d'avenir (*tableau 2* et *éclairage*). Avec 49 000 contrats aidés de moins en première moitié d'année 2018, l'emploi non marchand reculerait de nouveau (-21 000 après -13 000 au second semestre 2017).

### L'emploi total augmenterait de 113 000 au premier semestre 2018

En tenant compte des non-salariés et des salariés agricoles, les créations nettes d'emploi tous secteurs confondus ont atteint 271 000 en 2017, soit une légère accélération par rapport à 2016 (+254 000). En cours d'année, l'emploi total a nettement ralenti au second semestre : +114 000 après +157 000 en première moitié d'année. Cet infléchissement résulte d'une part de l'emploi salarié marchand, avec l'arrêt de la prime à l'embauche pour les PME mi-2017, et d'autre part de l'emploi salarié non marchand avec la baisse du nombre de bénéficiaires de contrats aidés. Au premier semestre 2018, l'emploi total ne décélérerait plus, avec 113 000 créations nettes, porté par le dynamisme de l'activité économique, et avec un effet un peu moins marqué de la diminution du nombre de contrats aidés. ■

### 3 - Soldes d'opinion des chefs d'entreprise sur les effectifs prévus



Source : Insee, enquêtes de conjoncture

Tableau 2

### Variation du nombre de bénéficiaires de contrats aidés et de service civique dans le secteur non marchand

	2017				2018		2017 S1	2017 S2	2018 S1	2016	2017
	T1	T2	T3	T4	T1	T2					
Emplois d'avenir	-4	-4	-13	-10	-10	-8	-8	-23	-18	-21	-31
CUI-CAE y compris ACI*	4	3	-41	-35	-16	-14	7	-76	-31	14	-69
Contrats de service civique	3	6	5	0	1	0	10	4	1	5	14
<b>Total</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>-50</b>	<b>-45</b>	<b>-26</b>	<b>-22</b>	<b>9</b>	<b>-95</b>	<b>-47</b>	<b>-2</b>	<b>-86</b>

Prévision

Note : y compris avenants de reconduction

\* Depuis juillet 2014, les embauches en ateliers et chantiers d'insertion (ACI) ne sont plus effectuées sous forme de contrat unique d'insertion - contrat d'accompagnement dans l'emploi (CUI-CAE) mais de contrat à durée déterminée d'insertion (CDDI). Néanmoins, de façon à suivre les emplois aidés sur un périmètre constant, les prévisions de CUI-CAE présentées ici incluent les ACI.

Champ : France hors Mayotte

Sources : Dares, tableau de bord des politiques de l'emploi, calculs Insee



## Les contrats aidés en 2017

Les contrats aidés, par des aides directes ou indirectes, diminuent les coûts d'embauche ou de formation de certains salariés pour les employeurs. Ces emplois aidés ciblent le plus souvent des publics comme les personnes les plus éloignées du marché du travail ou les jeunes. Fin 2017, hors formations en alternance, les bénéficiaires de contrats aidés disposaient en très grande majorité d'un contrat unique d'insertion (CUI), bien plus fréquemment non marchand (231 000 en France hors Mayotte) que marchand (17 000). Les CUI marchands (sous forme de contrat unique d'insertion - contrat initiative emploi ou CUI-CIE) comme non marchands (contrat unique d'insertion - contrat d'accompagnement dans l'emploi ou CUI-CAE) sont proposés à une large population éprouvant des difficultés d'accès à l'emploi (candidatures d'embauches habituellement rejetées, etc.), quels que soient l'âge ou le lieu de résidence<sup>1</sup>.

Les emplois d'avenir (y compris emplois d'avenir « professeurs »), créés en novembre 2012, sont surtout montés en charge au cours des deux années suivantes. Ils sont destinés à des jeunes peu ou pas qualifiés, résidant prioritairement dans des zones urbaines sensibles (ZUS) ou des zones de revitalisation rurales (ZRU). Ils se situent plutôt dans des secteurs non marchands (46 000 personnes fin 2017), mais peuvent aussi être souscrits dans des secteurs marchands (16 000 fin 2017) comme les filières verte ou du numérique ainsi que le tourisme, avec des subventions plus faibles.

1. Depuis juillet 2014, les embauches en ateliers et chantiers d'insertion (ACI) ne sont plus effectuées sous forme de contrat unique d'insertion-contrat d'accompagnement (CUI-CAE) mais de contrat à durée déterminée d'insertion (CDDI). Néanmoins, de façon à suivre les emplois aidés sur un périmètre constant, les données sur les CUI-CAE présentées ici incluent les ACI.

Les contrats aidés sont le plus souvent utilisés de manière contra-cyclique : lorsque l'activité ralentit, le recours aux contrats aidés peut être accru rapidement afin d'atténuer les pertes d'emplois et la montée du chômage qui en découle.

À court terme, ces contrats n'ont cependant pas le même effet sur l'emploi selon qu'ils relèvent des secteurs marchands ou non marchands. Dans le secteur non marchand, il est conventionnellement retenu que le nombre d'emplois créés est égal à la variation du nombre de bénéficiaires (soit la différence entre les contrats signés ou reconduits et les sorties de contrats au cours de l'année) multipliée par le taux de prise en charge de ces contrats par l'État (par exemple 70 % pour les CUI-CAE signés jusque fin 2017, taux abaissé à 50 % en 2018 compte tenu d'une baisse de la prise en charge votée en loi de finances). En revanche, dans le secteur marchand, des emplois bénéficiant de ce dispositif auraient été créés même s'il n'avait pas existé. On parle dans ce cas d'effet d'aubaine ou de substitution, dont l'ampleur peut différer d'un contrat à l'autre. L'effet sur l'emploi des contrats aidés dans le secteur marchand est ainsi nettement moindre que la variation du nombre des bénéficiaires. Cet effet est estimé à partir d'études empiriques d'une part et de l'ampleur de l'allègement du coût du travail engendré par ces contrats d'autre part (Dares, 1996). Ces évaluations, entourées d'incertitudes, ne sont d'ailleurs valides qu'à court terme. Une évaluation de long terme nécessiterait de prendre en compte :

- les conséquences de ces dispositifs sur le marché du travail (ajustement des salaires, des taux d'activité, etc.) ;
- leurs effets sur le capital humain, notamment sur la capacité d'insertion des bénéficiaires sur le marché du travail ;
- l'impact du mode de financement des dispositifs sur l'économie.

## Les dispositifs d'aide à l'emploi, flux et nombre de bénéficiaires

Données brutes en milliers

	Flux d'entrées (y compris reconduction de contrat)					Nombre de bénéficiaires (stock en fin d'année)				
	2013	2014	2015	2016	2017	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Emploi aidé dans le secteur non marchand</b>	<b>481</b>	<b>431</b>	<b>452</b>	<b>477</b>	<b>383</b>	<b>261</b>	<b>355</b>	<b>388</b>	<b>378</b>	<b>277</b>
CUI <sup>1</sup> non marchand	408	355	388	419	350	195	256	287	300	231
Emplois d'avenir <sup>2</sup>	73	76	65	59	32	66	98	102	78	46
<b>Emploi aidé dans le secteur marchand<sup>3</sup></b>	<b>513</b>	<b>516</b>	<b>591</b>	<b>583</b>	<b>538</b>	<b>653</b>	<b>647</b>	<b>687</b>	<b>684</b>	<b>673</b>
<b>Abaissement des coûts salariaux</b>	<b>73</b>	<b>80</b>	<b>122</b>	<b>98</b>	<b>37</b>	<b>54</b>	<b>65</b>	<b>97</b>	<b>75</b>	<b>37</b>
CUI marchand	54	53	96	79	28	37	36	61	44	17
Emplois d'avenir	14	22	21	16	6	12	24	31	28	16
Exonérations de charges sociales (ZRR <sup>4</sup> et ZRU <sup>5</sup> )	5	5	5	3	4	4	5	4	2	4
<b>Formation en alternance</b>	<b>440</b>	<b>436</b>	<b>469</b>	<b>484</b>	<b>500</b>	<b>599</b>	<b>582</b>	<b>590</b>	<b>609</b>	<b>636</b>
Apprentissage	270	263	283	289	295	414	395	394	402	412
Professionnalisation	170	174	186	195	205	185	188	196	207	224

1. Contrat unique d'insertion

2. Y compris emplois d'avenir professeurs

3. Hors mesures générales comme les allègements généraux de cotisations sociales et réduction du temps de travail

4. Zone de revitalisation rurale

5. Zone de redynamisation urbaine

Champ : France hors Mayotte

Sources : Dares, Agence de services et de paiement, calculs Insee

### Le nombre de bénéficiaires de contrats aidés du secteur non marchand a fortement diminué en 2017

Dans le secteur non marchand, 383 000 contrats aidés ont été signés ou reconduits en 2017, après 477 000 en 2016. Le flux entrant d'emplois d'avenir dans le secteur non marchand a été quasiment divisé par deux en 2017 (32 000, après 59 000 en 2016) tandis que, pour la première fois depuis quatre ans, le nombre de bénéficiaires de contrats uniques d'insertion a également chuté (231 000 fin 2017 après 300 000). Au total, le nombre de bénéficiaires de contrats aidés dans le secteur non marchand a atteint 277 000 fin 2017, après 378 000 fin 2016, soit une baisse de 101 000 personnes. Les évolutions précédentes étaient d'ampleur plus limitée (-10 000 en 2016 et +33 000 en 2015). Le nombre de bénéficiaires de contrats aidés est ainsi revenu dans le secteur non marchand à un niveau proche de celui observé fin 2013.

### Dans le secteur marchand, le nombre de bénéficiaires de contrats uniques d'insertion et d'emplois d'avenir a également nettement baissé en 2017

Fin 2017, 648 000 personnes étaient bénéficiaires d'un contrat aidé dans le secteur marchand, dont la grande majorité en contrat d'alternance. Leur nombre a diminué de 36 000 par rapport à fin 2016, après une quasi-stabilité l'année précédente (-3 000).

Cette baisse concerne à la fois les contrats uniques d'insertion et les emplois d'avenir. En 2017, 28 000 CUI ont été signés ou reconduits dans le secteur marchand, contre 79 000 en 2016. Le nombre de bénéficiaires de ces contrats a donc diminué de 27 000 par rapport à fin 2016 (après avoir déjà diminué de 17 000 l'année précédente), pour atteindre 17 000 fin 2017.

Le nombre de signatures ou de reconductions d'emplois d'avenir a été bien moins élevé en 2017 que l'année précédente (6 000 après 16 000 en 2016) et le nombre de bénéficiaires de ces contrats a quasiment diminué de moitié (16 000 fin 2017 contre 28 000 fin 2016).

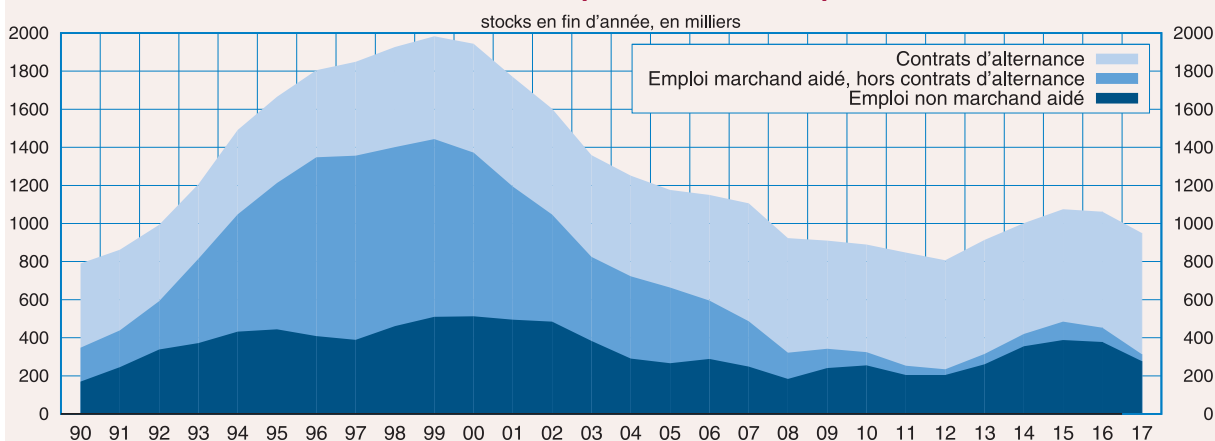
Fin 2017, 636 000 personnes étaient bénéficiaires de contrats en alternance, dont 412 000 en contrat d'apprentissage et 224 000 en contrat de professionnalisation. Leur nombre est en légère hausse par rapport à fin 2016 (609 000).

Enfin, le nombre de bénéficiaires des dispositifs d'exonération de charges sociales en ZRR ou en ZRU a légèrement augmenté en 2017 (4 000 fin 2017 après 2 000 fin 2016). ■

### Bibliographie

Dares (1996), « 40 ans de politique de l'emploi », *La Documentation française*.

### Bénéficiaires de dispositifs d'aide à l'emploi



Champ : France (hors Mayotte)

Sources : Dares, Agence de services et de paiement

# Chômage

Au second semestre 2017, le nombre de chômeurs a diminué de 139 000 en France. Le taux de chômage au sens du BIT a ainsi baissé de 0,5 point, à 8,9 % de la population active, après 9,4 % mi-2017. Sur un an, la baisse du taux de chômage est de 1,1 point, la plus forte depuis début 2008.

À l'horizon de la prévision, la hausse de l'emploi serait proche de celle de la population active, de sorte que le taux de chômage resterait inchangé : mi-2018, il s'établirait à 8,9 % en France, comme fin 2017, soit 0,5 point de moins que mi-2017.

## Le taux de chômage a diminué de 0,5 point au second semestre 2017

Au second semestre 2017, le nombre de chômeurs a diminué de 139 000 (*tableau*) et le taux de chômage a baissé de 0,5 point (*graphique*), après -0,6 point au premier : il s'est établi à 8,9 % en France (hors Mayotte), après 9,4 % mi-2017. C'est son plus bas niveau depuis 2009. Par rapport au quatrième trimestre 2016, la baisse du taux de chômage est de 1,1 point, la plus forte en glissement annuel depuis le premier trimestre 2008.

En France métropolitaine, le halo autour du chômage<sup>1</sup> est quasi stable sur l'année 2017 (+12 000).

## Le taux de chômage des jeunes a nettement baissé en 2017

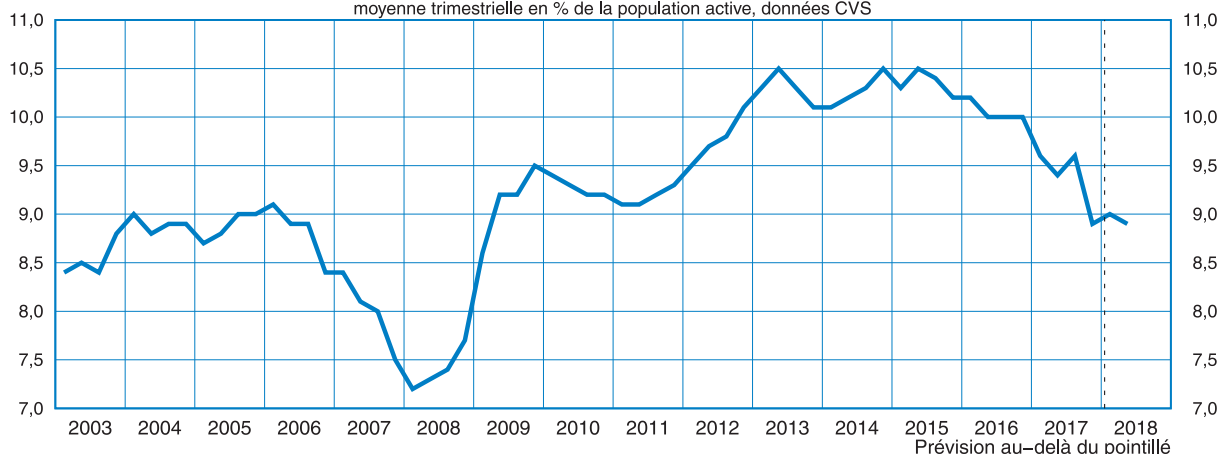
Le taux de chômage en France a diminué pour toutes les tranches d'âge, en particulier les 15-24 ans. Au quatrième trimestre 2017, le taux de chômage des jeunes a diminué de 1,1 point par rapport au trimestre précédent, et de 2,6 points par rapport au quatrième trimestre 2016. Il s'est établi à 21,3 % de la population active, son plus bas niveau depuis fin 2008. Le taux de chômage des 25-49 ans a atteint 8,3 % : il a diminué de 0,9 point entre les troisième et quatrième trimestres 2017, et de 1,1 point sur un an. Celui des 50 ans ou plus a baissé de 0,2 point sur le trimestre et de 0,5 point sur un an, à 6,4 % fin 2017.

Entre les troisième et quatrième trimestres 2017, le taux de chômage a diminué un peu plus fortement pour les femmes (-0,8 point) que pour les hommes (-0,6 point). Le taux de chômage des femmes reste donc un peu moins élevé que celui des hommes. Au quatrième trimestre 2017, il s'établit à 8,8 %, son niveau de début 2009, et celui des hommes à 9,1 %, comme au deuxième trimestre 2010.

1. Le halo autour du chômage est composé de personnes inactives au sens du BIT, mais dans une situation proche du chômage : il s'agit des personnes qui recherchent un emploi mais qui ne sont pas disponibles, et des personnes qui souhaitent travailler mais qui ne recherchent pas activement un emploi, qu'elles soient disponibles ou non.

## Taux de chômage au sens du BIT

moyenne trimestrielle en % de la population active, données CVS



Champ : France (hors Mayotte), population des ménages, personnes de 15 ans ou plus  
Source : Insee, enquête Emploi

## Conjoncture française

Sur un an, le taux de chômage a baissé dans des proportions très similaires pour les hommes (-1,1 point) et pour les femmes (-1,0 point).

### Après sa forte baisse, le taux de chômage resterait inchangé mi-2018

En 2017, la croissance spontanée de la population active (+91 000) a été un peu moins importante qu'en 2016 (+103 000) : le dispositif sur les carrières longues a en partie compensé l'effet du recul de l'âge de départ à la retraite, avec un nouveau report à 62 ans début 2017. Le plan de formation des demandeurs d'emploi, qui avait conduit certains chômeurs à quitter temporairement la population active, a culminé fin 2016 et contribué par contrecoup à rehausser légèrement la population active en 2017. La baisse du chômage aurait incité également

certains inactifs à se présenter sur le marché du travail, via un effet de flexion conjoncturelle. Enfin, la comparaison des différentes sources disponibles sur l'emploi fait apparaître une divergence substantielle en 2017 : les estimations d'emploi qui s'appuient sur les déclarations des entreprises auprès des administrations de recouvrement de sécurité sociale (ligne « Emploi » dans le tableau) ont augmenté moins vite que l'emploi mesuré dans l'enquête Emploi, qui entre dans le calcul du taux de chômage. Cet écart de dynamisme en 2017 peut s'interpréter comme un effet de rattrapage, après trois années consécutives d'écarts en sens inverse. En supposant au premier semestre 2018 un contrecoup modéré et l'atténuation de ces divergences, le taux de chômage resterait inchangé à l'horizon de la prévision : mi-2018, il s'établirait à 8,9 % en France, comme fin 2017. ■

### Évolutions de la population active, de l'emploi et du chômage

en milliers CVS et en %

	Variations trimestrielles								Variations annuelles					
	2016				2017				2018		2015	2016	2017	2018 S1
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2				
Population des 15-64 ans	-6	-6	-6	-6	1	1	1	1	-5	-5	-77	-22	3	-10
Population des 15-59 ans	1	1	1	1	-3	-3	-3	-3	-6	-6	-63	4	-11	-12
<b>Population active</b>	<b>54</b>	<b>-16</b>	<b>72</b>	<b>83</b>	<b>-58</b>	<b>46</b>	<b>128</b>	<b>-147</b>	<b>89</b>	<b>21</b>	<b>19</b>	<b>193</b>	<b>-31</b>	<b>110</b>
dont :														
(a) Contribution de la population et du taux d'activité tendanciel	26	26	26	26	23	23	23	23	21	21	121	103	91	42
(b) Effets de flexion estimés	2	2	2	2	5	5	5	5	0	0	-4	8	21	0
(c) Effets estimés des politiques publiques	-3	-18	-5	-3	14	6	3	1	1	0	3	-29	24	1
(d) Autres fluctuations de court terme (résidu)	29	-26	49	58	-100	11	98	-176	67	0	-101	110	-167	67
<b>Emploi</b>	<b>50</b>	<b>55</b>	<b>69</b>	<b>73</b>	<b>69</b>	<b>79</b>	<b>63</b>	<b>57</b>	<b>67</b>	<b>56</b>	<b>92</b>	<b>246</b>	<b>268</b>	<b>123</b>
Rappel : Emploi en fin de période (cf. fiche « Emploi »)	50	59	79	66	72	85	41	73	60	52	105	254	271	113
<b>Chômage BIT</b>	<b>4</b>	<b>-71</b>	<b>3</b>	<b>11</b>	<b>-127</b>	<b>-33</b>	<b>65</b>	<b>-204</b>	<b>22</b>	<b>-35</b>	<b>-72</b>	<b>-53</b>	<b>-298</b>	<b>-13</b>
	Moyenne trimestrielle								Moyenne au dernier trimestre de la période					
<b>Taux de chômage BIT (%)</b>														
France (hors Mayotte)	10,2	10,0	10,0	10,0	9,6	9,4	9,6	8,9	9,0	8,9	10,2	10,0	8,9	8,9

Prévision

Notes :

- la ligne Emploi présente les variations du nombre de personnes en emploi en moyenne trimestrielle en cohérence avec les autres données du tableau ;
- emploi et chômage ne sont pas estimés sur des champs strictement équivalents : population totale pour l'emploi, population des ménages (hors collectivités) pour le chômage. L'impact de cette différence de champ étant très faible (la population hors ménages représente moins de 1% de la population active), elle est négligée ici pour l'exercice de prévision du chômage.
- en (a), la contribution de la démographie et des comportements d'activité tendanciels intègre tous les effets des réformes des retraites, jusqu'à celle de 2014 incluse.

Champ : France (hors Mayotte pour l'emploi, le chômage et les effets estimés des politiques publiques)

Source : Insee

# Prix à la consommation

En février 2018, l'inflation s'élève à +1,2 % sur un an, selon l'estimation provisoire. D'ici mi-2018, elle augmenterait à nouveau, à +1,6 %, son plus haut niveau depuis octobre 2012. Les prix du tabac accéléreraient en effet fortement avec la hausse de la fiscalité, et l'inflation des produits énergétiques augmenterait par effet de base. Hors prix du tabac, l'inflation s'élèverait à +1,3 % sur un an en juin 2018. Après avoir fléchi fin 2016, l'inflation sous-jacente<sup>1</sup> est restée peu dynamique tout au long de 2017, avant de se redresser en janvier 2018 (+0,9 % en janvier 2018, contre +0,5 % en moyenne sur 2017). D'ici juin 2018, elle resterait relativement stable, à +0,8 % sur un an, malgré des hausses de prix dans les services soutenues par le dynamisme des salaires : la baisse des loyers dans le parc locatif social limiterait l'inflation, tandis que les prix des produits manufacturés baisseraient un peu.

## L'inflation d'ensemble augmenterait à nouveau

En février 2018, selon l'estimation provisoire de l'indice des prix à la consommation, l'inflation d'ensemble s'abaisse un peu à +1,2 % sur un an après +1,3 % en janvier (*graphique 1*). Les prix des

produits alimentaires ralentissent (+0,8 % après +1,2 %), de même que ceux des services (+1,1 % après +1,3 %). Les prix de l'énergie augmentent de 5,2 % comme en janvier. En revanche, les prix des produits manufacturés accélèrent un peu (+0,1 % après 0,0 %).

L'inflation d'ensemble augmenterait à nouveau durant le premier semestre 2018 et s'établirait à +1,6 % en juin 2018 (*tableau*), niveau qui n'a pas été atteint depuis octobre 2012. Elle serait soutenue par la forte hausse des prix du tabac (+17,0 % sur un an en juin 2018, contre +4,9 % en février 2018) et par l'accélération des prix de l'énergie (+7,2 % contre +5,2 %).

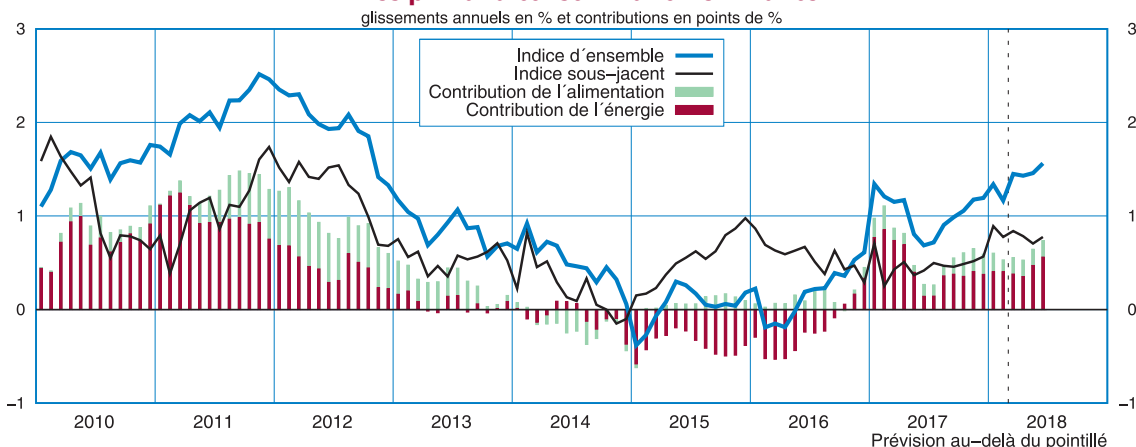
## Les prix de l'énergie accéléreraient par effet de base

La hausse des prix de l'énergie s'est accentuée durant le second semestre 2017, en raison de la remontée du cours du pétrole brut. Début 2018, elle est restée soutenue, à +5,2 % en février 2018, du fait du relèvement de la fiscalité énergétique. Sous l'hypothèse d'un prix du baril de Brent stable à 63 \$ (51,2 €), les prix de l'énergie accéléreraient par effet de base<sup>2</sup> à +7,2 % sur un an en juin 2018.

1. L'indicateur d'inflation sous-jacente calculé par l'Insee est estimé en retirant de l'indice d'ensemble les prix de l'énergie, des produits frais et les tarifs publics (dont les prix du tabac), et en le corrigeant des mesures fiscales et des variations saisonnières.

2. Les prix ayant baissé au cours du printemps 2017, l'hypothèse d'un cours du baril de Brent figé à 63 \$ à l'horizon de juin 2018 conduit mécaniquement à une hausse du glissement annuel.

### 1 - Les prix à la consommation en France



## Conjoncture française

### Les prix du tabac augmenteraient fortement

Les prix du tabac ont accéléré fin 2017, avec le rehaussement de la fiscalité. En février 2018, ils augmentent ainsi de 4,9 % sur un an. D'ici juin, ils accéléreraient nettement à +17,0 % sur un an, avec un nouveau relèvement de la fiscalité au 1<sup>er</sup> mars. Cette hausse serait toutefois un peu moins forte que celle initialement envisagée en loi de financement de la sécurité sociale pour 2018, des fabricants ayant préféré contracter un peu leurs marges pour amortir les effets sur les ventes.

### Les prix des produits alimentaires accéléreraient un peu

L'inflation alimentaire augmenterait un peu d'ici juin 2018, à +1,1 % contre +0,8 % en février. Les prix des produits frais se sont repliés en février (-1,5 %), du fait de la sortie de glissement de la forte hausse de début 2017. Sous l'hypothèse de conditions normales de production pour les saisons à venir, ils se redresseraient d'ici juin 2018 (+2,3 % sur un an), par effet de base. Hors produits frais, l'inflation alimentaire s'est redressée en 2017, portée en particulier par les prix des produits laitiers et de la viande. Elle s'établit à

+1,2 % en février 2018, son plus haut niveau depuis début 2013. Elle s'infléchirait toutefois d'ici juin 2018, freinée par l'appréciation récente de l'euro et par la baisse des cours mondiaux, pour atteindre +0,9 %.

### Les prix des produits manufacturés baisseraient à peine

Les prix des produits manufacturés baisseraient à peine d'ici mi-2018 (-0,2 % sur un an en juin 2018 contre +0,1 % en février). Les prix des « autres produits manufacturés » (hors habillement et produits de santé) continueraient d'augmenter (+0,2 % sur un an en juin 2018 contre +0,3 % en janvier), sous l'effet de la diffusion du renchérissement passé des prix des matières premières. Toutefois, l'appréciation récente de l'euro limiterait les hausses de prix.

Après avoir subi des à-coups en 2017 en raison d'un décalage du calendrier des soldes par rapport à l'année précédente, les prix dans l'habillement-chaussures se sont légèrement repliés fin 2017, avant de se redresser début 2018 (+0,4 % sur un an en janvier). D'ici juin 2018, ils accéléreraient à peine (+0,5 %), suivant l'évolution passée des cours des fibres textiles.

## Les prix à la consommation

Évolutions en %

Regroupements IPC* (pondérations 2018)	Janvier 2018		Février 2018		Mars 2018		Juin 2018		Moyennes annuelles	
	ga	cga	ga	cga	ga	cga	ga	cga	2016	2017
<b>Alimentation (16,3 %)</b>	<b>1,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>1,1</b>	<b>0,2</b>	<b>1,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>
Produits frais (2,4 %)	1,8	0,0	-1,5	0,0	0,7	0,0	2,3	0,1	3,7	3,3
Hors produits frais (13,8 %)	1,1	0,2	1,2	0,2	1,1	0,2	0,9	0,1	0,1	0,6
<b>Tabac (1,9 %)</b>	<b>5,8</b>	<b>0,1</b>	<b>4,9</b>	<b>0,1</b>	<b>16,7</b>	<b>0,3</b>	<b>17,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>2,7</b>
<b>Produits manufacturés (25,9 %)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,6</b>
Habillement-chaussures (4,2 %)	0,4	0,0	1,1	0,0	0,4	0,0	0,5	0,0	0,1	0,0
Produits santé (4,3 %)	-2,1	-0,1	-2,4	-0,1	-2,4	-0,1	-2,6	-0,1	-3,0	-2,1
Autres produits manufacturés (17,5 %)	0,3	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,2
<b>Énergie (7,8 %)</b>	<b>5,2</b>	<b>0,4</b>	<b>5,2</b>	<b>0,4</b>	<b>4,9</b>	<b>0,4</b>	<b>7,2</b>	<b>0,6</b>	<b>-2,8</b>	<b>6,2</b>
Produits pétroliers (4,1 %)	7,9	0,3	7,0	0,3	7,9	0,3	11,2	0,5	-5,4	10,3
<b>Services (48,1 %)</b>	<b>1,3</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>0,5</b>	<b>1,3</b>	<b>0,6</b>	<b>1,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>
Loyers-eau (7,6 %)	0,6	0,0	0,7	0,0	0,6	0,0	-0,4	0,0	0,6	0,4
Santé (6,2 %)	2,0	0,1	2,0	0,1	2,0	0,1	1,0	0,1	0,2	1,3
Transports (2,8 %)	-0,2	0,0	0,3	0,0	1,1	0,0	1,4	0,0	-1,5	2,0
Communications (2,2 %)	-0,2	0,0	-0,9	0,0	-0,8	0,0	1,7	0,0	2,0	-3,5
Autres services (29,2 %)	1,6	0,5	1,3	0,4	1,5	0,4	1,6	0,5	1,3	1,4
<b>Ensemble (100 %)</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>0,2</b>	<b>1,0</b>
Ensemble hors énergie (92,2 %)	1,0	0,9	0,8	0,8	1,2	1,1	1,1	1,0	0,5	0,6
Ensemble hors tabac (98,1 %)	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,3	1,2	0,2	1,0
<b>Inflation sous-jacente (60,4 %)**</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>

estimations provisoires

prévision

ga : glissement annuel ; cga : contribution au glissement annuel.

\* Indice des prix à la consommation (IPC).

\*\* Indice hors tarifs publics et produits à prix volatils, corrigé des mesures fiscales.

Source : Insee

En revanche, la baisse des prix des biens de santé s'accroîtrait d'ici mi-2018 (-2,6 % sur un an en juin 2018 contre -2,1 % en janvier), notamment ceux des médicaments, conformément à l'objectif inscrit dans la loi de financement de la sécurité sociale pour 2018. Elle serait toutefois freinée par le dynamisme des prix des lunettes et lentilles, qui ont cessé de reculer avec la dissipation de l'effet de la loi « Consommation » de mars 2014.

### Les prix des services accéléreraient légèrement

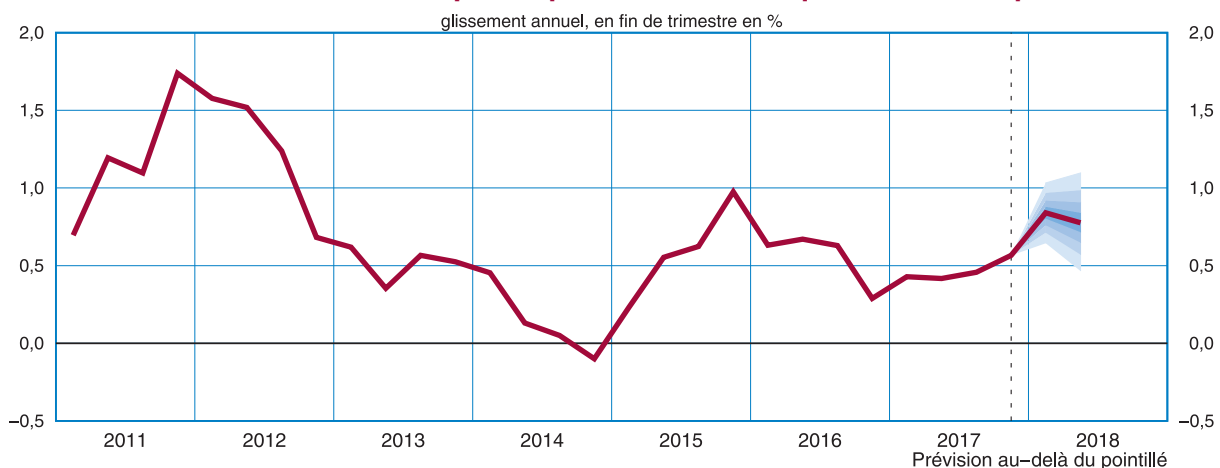
Les prix des services accéléreraient à peine d'ici mi-2018 (+1,2 % sur un an en juin 2018 contre +1,1 % en février), malgré des hausses de prix soutenues par le dynamisme des salaires nominaux. Les prix des services de communication ont quasiment cessé de reculer en janvier (-0,2 % contre -4,0 % en décembre 2017), du fait de la sortie de glissement des fortes baisses de début 2017. D'ici juin 2018, ils accéléreraient un peu par effet de base (+1,7 %), mais les hausses de prix resteraient limitées par une pression concurrentielle encore forte dans ce secteur. Les prix des services de transport ont calé début 2018 (-0,2 % sur un an en janvier 2018 contre +2,7 % six mois plus tôt), du fait de baisses de prix dans le

transport aérien. D'ici juin 2018, ils rebondiraient un peu (+1,4 %), dans le sillage de la remontée du cours du pétrole, mais leur dynamisme resterait modéré. Les prix des services de santé ralentiraient quant à eux (+1,0 % sur un an en juin 2018 contre +2,0 % en janvier), du fait de la sortie de glissement de la revalorisation du tarif de la consultation en mai 2017. Enfin, les prix des loyers se replieraient (-0,4 % en juin 2018, après +0,6 % en janvier), avec la baisse des loyers dans le parc locatif social votée en loi de finances, et malgré la reprise anticipée dans le parc privé.

### L'inflation sous-jacente serait quasi stable

Après avoir fléchi fin 2016, l'inflation sous-jacente est restée peu dynamique tout au long de 2017 (*graphique 2*), avant de se redresser en janvier 2018 (+0,9 %, contre +0,5 % en moyenne sur 2017). D'ici juin 2018, elle resterait relativement stable, à +0,8 % sur un an : le dynamisme des salaires nominaux soutiendrait les hausses de prix dans les services, mais la baisse des loyers dans le parc locatif social limiterait l'inflation, tandis que les prix des produits manufacturés baisseraient un peu. ■

## 2 - Prévision d'inflation sous-jacente pour la France et risques autour de la prévision



Lecture : Le graphique des risques retrace, autour de la prévision centrale, 80 % des scénarios probables. La première bande décrit les scénarios les plus probables autour du scénario central, l'ensemble de ces scénarios ayant une probabilité totale de 20 %. La deuxième, un peu moins foncée, se décline en deux sous-bandes, immédiatement au-dessus et au-dessous de la bande centrale ; elle contient les scénarios qui suivent en termes de probabilité, de sorte que la probabilité totale des deux premières bandes atteigne 40 % ; et ainsi de suite, en allant du centre vers l'extérieur et de la bande la plus foncée à la bande la plus claire, jusqu'à atteindre 80 %. Ainsi, en juin 2018, la prévision d'inflation sous-jacente est de +0,8 % avec une probabilité de 60 % qu'elle se situe entre +0,6 % et +1,0 %.

Source : Insee

# Salaires

En 2017, le salaire mensuel de base (SMB) dans les branches marchandes a progressé de 1,3 % en moyenne annuelle, un rythme similaire à celui de 2016 (+1,2 %). Le salaire moyen par tête (SMPT) aurait, quant à lui, nettement accéléré (+2,0 % après +1,2 %). En termes réels, le SMPT aurait à peine ralenti (+1,1 % après +1,3 %), du fait de l'accélération des prix en 2017.

Au premier semestre 2018, le regain d'inflation entraînerait une nouvelle accélération du SMPT nominal par rapport au second semestre 2017. Cependant, l'ajustement ne serait que partiel et le SMPT ralentirait en termes réels avec +0,5 % d'acquis de croissance mi-2018. Les salaires nets seraient toutefois plus dynamiques, la baisse des cotisations étant plus importante que la hausse de la CSG pour les salariés du secteur privé.

Dans les administrations publiques, le SMPT nominal aurait nettement accéléré en 2017 (+2,2 % en moyenne sur l'année après +0,8 % en 2016) sous l'effet de la revalorisation du point d'indice et de mesures statutaires. En termes réels, il aurait accéléré plus modérément (+1,3 % en 2017 après +0,9 %).

Au premier semestre 2018, les modalités de compensation de la hausse de CSG diffèrent du secteur privé et prennent, en partie, la forme d'une indemnité qui contribuerait à maintenir une croissance soutenue du SMPT nominal, malgré l'absence de revalorisation du point d'indice cette année et le report d'un an de certaines modalités du protocole PPCR. Son acquis de croissance annuelle atteindrait ainsi

+1,6 % mi-2018 (après +2,0 % en 2017). En termes réels, le SMPT dans les administrations publiques ralentirait, avec un acquis de croissance de +0,4 % mi-2018.

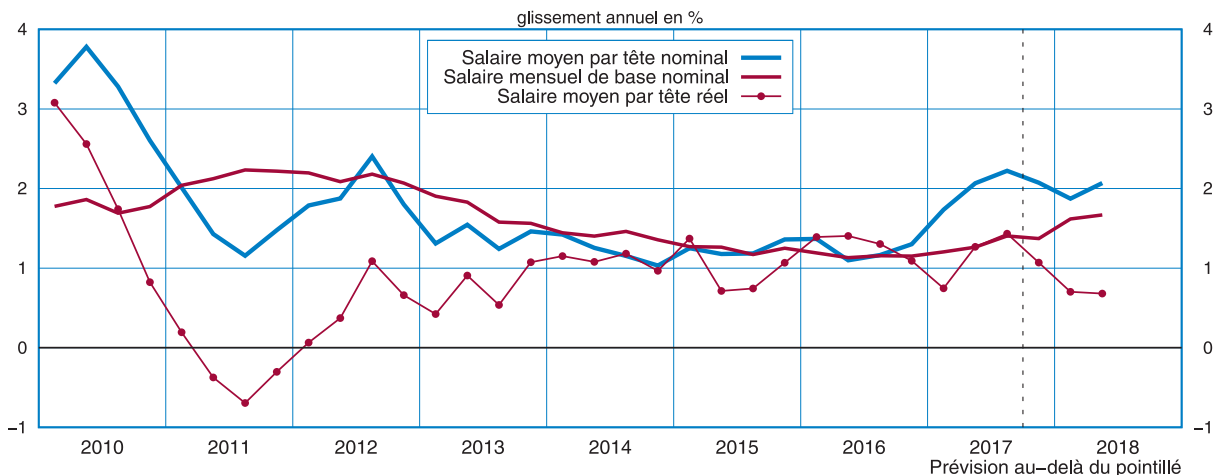
**En moyenne sur l'année, le salaire moyen par tête aurait nettement accéléré en 2017**

En 2017, le Smic a été un peu plus revalorisé qu'un an plus tôt (+0,9 % après +0,6 %), le chômage a baissé franchement et l'inflation s'est relevée. Dans les branches marchandes non agricoles, le salaire mensuel de base (SMB<sup>1</sup>) a progressé de 1,3 % en moyenne annuelle, presque comme en 2016 (*graphique* et *tableau*). Le salaire moyen par tête (SMPT), qui couvre un champ plus large de rémunérations (primes, intéressement, heures supplémentaires) aurait plus nettement accéléré (+2,0 % en 2017 après +1,2 %), du fait notamment d'un premier trimestre dynamique. Au second semestre 2017, la hausse du SMPT aurait été un peu moins marquée qu'au premier (+0,9 % en glissement semestriel après +1,3 %).

Sur l'année 2017, les prix<sup>2</sup> ont plus accéléré que le SMPT nominal. De ce fait, le SMPT réel aurait ralenti en fin d'année (+0,4 % au second semestre

1. Pour une définition des termes SMB et SMPT, voir la rubrique « Définitions » sur le site [www.insee.fr](http://www.insee.fr).  
2. L'inflation est ici mesurée par la variation des prix de la consommation des ménages dans les comptes nationaux trimestriels.

**Évolutions du salaire moyen par tête (SMPT), nominal et réel et du salaire mensuel de base nominal**



Champ : branches marchandes non agricoles  
Sources : Dares, Acoess, Insee



après +0,8 %). La croissance du SMB réel est restée modérée : +0,2 % au second semestre comme au premier.

### Début 2018, les salaires nominaux resteraient soutenus mais les salaires réels ralentiraient nettement

Le Smic a été revalorisé de +1,2 % au 1<sup>er</sup> janvier 2018, revalorisation supérieure à celles des deux années précédentes. Au premier semestre 2018, cette accélération du Smic, couplée à un regain attendu d'inflation et aux difficultés croissantes de recrutement, donnerait de l'élan aux salaires. Le SMPT nominal dans les branches marchandes augmenterait de 1,2 %, après +0,9 % en glissement semestriel. En termes réels, le SMPT accélérerait légèrement (+0,4 % après +0,3 %).

Mi-2018, l'acquis de croissance annuelle du SMPT en termes nominaux atteindrait +1,7 %. Cependant, en termes réels, l'acquis de croissance serait seulement de +0,5 % après +1,1 % en 2017 du fait de l'accélération attendue des prix. La hausse de la CSG étant plus que compensée par la baisse des cotisations sociales (maladie et chômage), les salaires nets seraient un peu plus dynamiques.

### Dans la fonction publique, les salaires bruts nominaux ont accéléré en 2017 et ne faibliraient pas début 2018

Dans les administrations publiques, le point d'indice a été revalorisé de 0,6 % en février 2017. De plus, le protocole relatif aux « parcours professionnels, carrières et rémunérations » (PPCR) est monté en charge courant 2017 avec des mesures de revalorisation des grilles, en complément des opérations de transfert primes/points. En moyenne annuelle, le SMPT dans les administrations publiques aurait ainsi accéléré nettement en termes nominaux : +2,2 % en 2017 après +0,8 % en 2016. Compte tenu de la hausse des prix, le SMPT réel aurait moins accéléré qu'en termes nominaux : +1,3 % après +0,9 % en 2016.

Pour 2018, le point d'indice est gelé et l'application de certaines modalités du protocole PPCR est reportée d'un an. En revanche, les modalités de compensation de la hausse de CSG diffèrent du secteur privé et prennent, en partie, la forme d'une indemnité, contribuant pour environ +0,8 point à la hausse du SMPT en 2018. De ce fait, les salaires bruts resteraient dynamiques : l'acquis de croissance annuel serait de +1,6 % mi-2018 après 2,2 % en 2017. En termes réels, cet acquis s'infléchirait nettement à +0,4 % mi-2018 après +1,3 % l'année précédente. ■

### Évolutions du salaire mensuel de base (SMB) et du salaire moyen par tête (SMPT) dans les branches marchandes non agricoles et dans les administrations publiques

en % ; données CVS

	Taux de croissance trimestriels						Glissements semestriels			Moyennes annuelles		
	2017				2018		2017 S1	2017 S2	2018 S1	2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2						
Salaire mensuel de base (SMB)	0,3	0,4	0,4	0,3	0,5	0,4	0,6	0,8	0,9	1,2	1,3	1,4
Salaire moyen par tête (SMPT) dans les branches marchandes non agricoles	0,8	0,4	0,5	0,4	0,6	0,6	1,2	0,9	1,2	1,2	2,0	1,7
Salaire moyen par tête dans les administrations publiques (APU)										0,8	2,2	1,6
Prix de la consommation des ménages (Comptes nationaux trimestriels)	0,5	-0,1	0,1	0,5	0,7	0,2	0,4	0,6	0,8	-0,1	0,9	1,2
SMB réel	-0,2	0,4	0,3	-0,1	-0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	1,2	0,4	0,2
SMPT réel (branches marchandes non agricoles)	0,3	0,4	0,4	0,0	-0,1	0,4	0,8	0,3	0,4	1,3	1,1	0,5
SMPT réel (APU)										0,9	1,3	0,4

Prévision

Sources : Dares, Insee

# Revenus des ménages

En 2017, le pouvoir d'achat du revenu des ménages aurait progressé de 1,7 %, soit un rythme proche de celui de 2016 (+1,8 %). Les revenus d'activité auraient nettement accéléré (+2,9 % après +2,0 %), tandis que les prix de la consommation se seraient redressés de façon comparable (+0,9 % après -0,1 %).

Au premier semestre 2018, les revenus d'activité accéléreraient à nouveau. Le pouvoir d'achat des ménages marquerait temporairement le pas au premier trimestre, principalement du fait d'un regain d'inflation lié à l'augmentation de la fiscalité indirecte, puis il rebondirait au deuxième trimestre.

**Au premier semestre 2018, les revenus d'activité resteraient dynamiques**

En 2017, les revenus d'activité des ménages auraient de nouveau accéléré (+2,9 % après +2,0 % en 2016 et +1,5 % en 2015 ; *tableau 1*), notamment les salaires reçus par les ménages (+3,2 % après +2,0 %). Dans les branches

marchandes non agricoles, la franche accélération du salaire moyen par tête (+2,0 % en 2017 après +1,2 % en 2016) et celle de l'emploi salarié (+1,5 % après +1,1 % en 2016 ; *graphique*) y auraient conjointement contribué. De leur côté, les revenus d'exploitation des entrepreneurs individuels auraient ralenti (+1,3 % après +1,6 %). Début 2018, la masse salariale reçue par les ménages resterait dynamique (+1,7 % en variation semestrielle après +1,3 %).

Les revenus de la propriété se seraient légèrement redressés en 2017 (+0,8 % après -3,2 % en 2016) : l'augmentation des dividendes distribués aurait compensé la baisse des revenus d'assurance-vie, liée au recul des taux d'intérêts servis aux assurés. Au premier semestre 2018, les revenus de la propriété conserveraient une croissance solide (+1,9 % de variation semestrielle après +1,9 %) : la réduction des prélèvements obligatoires sur les revenus mobiliers liée à la mise en place du prélèvement forfaitaire unique pourrait inciter les entreprises à accroître la distribution de dividendes.

Tableau 1

## Revenu disponible brut des ménages

	Variations trimestrielles										Variations annuelles			
	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2				
<b>Revenu disponible brut (RDB) (100 %)</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,6</b>	<b>1,9</b>
dont :														
Revenus d'activité (71 %)	0,5	0,3	0,6	0,7	1,0	0,7	0,6	0,6	0,9	0,7	2,0	2,9	2,4	
Masse salariale brute (63 %)	0,5	0,3	0,7	0,8	1,1	0,7	0,6	0,6	1,0	0,8	2,0	3,2	2,5	
EBE des entrepreneurs individuels <sup>1</sup> (8 %)	0,7	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,6	0,7	0,4	0,3	0,3	1,6	1,3	1,3	
Prestations sociales en espèces (35 %)	0,4	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	1,8	1,7	1,7	
EBE des ménages purs (13 %)	0,4	0,5	0,6	0,9	0,7	0,5	0,5	0,6	0,2	0,2	2,2	2,6	1,2	
Revenus de la propriété (8 %)	-1,0	-0,9	-0,5	-0,1	0,0	0,8	1,0	1,0	0,9	0,9	-3,2	0,8	3,1	
Prélèvements sociaux et fiscaux (-27 %)	1,1	0,4	-0,5	1,0	0,6	0,7	1,1	0,7	2,1	-0,8	1,5	2,5	2,7	
Cotisations des ménages (-11 %)	0,7	0,6	0,5	0,6	0,7	0,6	0,8	0,7	-8,5	0,9	2,2	2,7	-6,9	
Impôts sur le revenu et le patrimoine (y compris CSG et CRDS) (-16 %)	1,3	0,2	-1,2	1,2	0,6	0,8	1,3	0,7	9,6	-1,8	1,1	2,4	9,6	
<b>Prix de la consommation des ménages (comptes nationaux trimestriels)</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>	
<b>Pouvoir d'achat du RDB</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>0,8</b>	
<b>Pouvoir d'achat par unité de consommation</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>0,4</b>	

Prévision

Note : les chiffres entre parenthèses donnent la structure de l'année 2016.

1. L'excédent brut d'exploitation (EBE) des entrepreneurs individuels est le solde du compte d'exploitation des entreprises individuelles. Il s'agit d'un revenu mixte puisqu'il rémunère le travail effectué par le propriétaire de l'entreprise individuelle, et éventuellement les membres de sa famille, mais contient également le profit réalisé en tant qu'entrepreneur.

Source : Insee

L'excédent brut d'exploitation des ménages purs<sup>1</sup> ralentirait début 2018, passant de +1,1 % au second semestre 2017 à +0,6 % au premier semestre 2018, l'effet des baisses de taux d'intérêt s'estompant après une vague exceptionnelle de renégociation de crédits en 2016 et 2017.

## Les prestations sociales accélèrent légèrement au premier semestre 2018

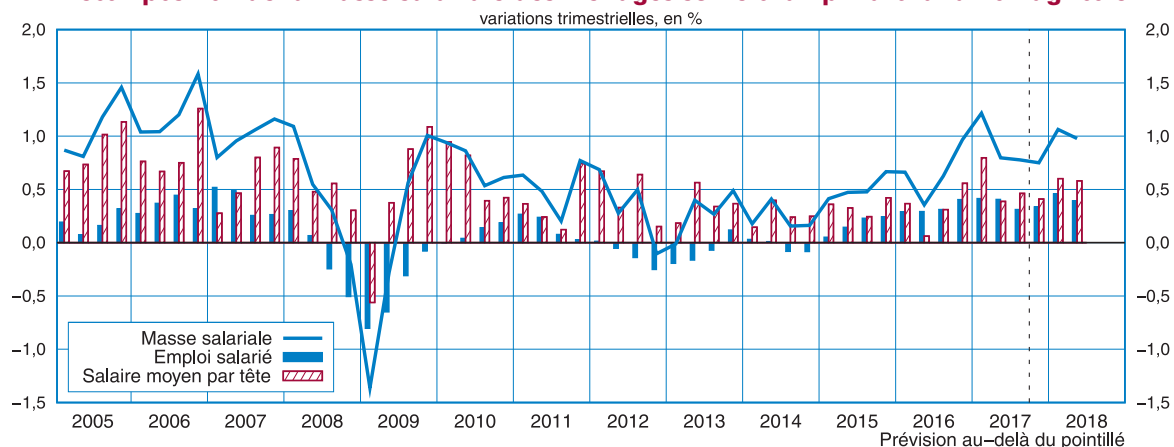
En 2017, les prestations sociales en espèces auraient légèrement ralenti (+1,7 % après +1,8 % ; *tableau 3*). Les prestations de sécurité sociale auraient décéléré (+1,5 % après +1,8 % en 2016). En particulier, les prestations chômage auraient diminué, en phase avec la baisse du taux de chômage en 2017. Les prestations d'assistance sociale auraient ralenti en 2017 (+1,8 % après

+2,8 %) avec la fin de la montée en charge de la prime d'activité. À l'inverse, les « autres prestations d'assurance sociale » auraient accéléré en 2017 (+2,3 % après +1,6 %).

Au premier semestre 2018, les prestations de sécurité sociale accélèrent un peu : +1,2 % en variation semestrielle après +1,0 %. Les pensions de retraite retrouveraient une croissance plus proche de leur tendance sous l'effet de la fin du décalage de l'âge légal de départ à la retraite. En effet, 2018 serait la première année depuis 2011 pour laquelle le flux de départ à la retraite correspondrait à une génération entière. Les prestations familiales se stabiliseraient quasiment : la baisse prévue de la prestation d'accueil du jeune enfant au 1<sup>er</sup> avril 2018 serait plus que compensée par le dégel de la prime à la naissance et l'augmentation de l'allocation de soutien familial (ASF). Les prestations d'assistance sociale accélèrent légèrement, avec une augmentation du taux de recours à l'allocation aux adultes handicapés (AAH). Au total, les prestations sociales en espèces accélèrent un peu au premier semestre 2018 par rapport au second semestre 2017 (+1,1 % après +1,0 % en variation semestrielle).

1. Il correspond à la production de services de logement, déduction faite des consommations intermédiaires nécessaires à cette production (notamment les services financiers liés aux emprunts) et des impôts (taxe foncière). La production correspond aux loyers que les particuliers propriétaires du logement perçoivent de leurs locataires ou pourraient percevoir s'ils mettaient leur bien en location (« loyers imputés »).

## Décomposition de la masse salariale des ménages sur le champ marchand non agricole



Source : Insee

Tableau 2

### De la masse salariale des entreprises non financières à celle reçue par les ménages

	Variations trimestrielles									Variations annuelles			
	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Entreprises non financières (ENF) (67 %)	0,7	0,4	0,6	1,0	1,2	0,8	0,8	0,7	1,1	1,0	2,5	3,6	3,0
Entreprises financières (4 %)	0,1	0,0	0,8	1,0	0,6	0,5	1,0	0,3	1,2	1,1	1,5	2,7	2,8
Administrations publiques (22 %)	0,0	0,2	0,8	0,5	0,9	0,6	0,3	0,2	0,7	0,3	0,8	2,5	1,4
Ménages hors EI (2 %)	-1,1	-0,3	-0,1	-0,3	0,5	0,1	-0,4	0,7	0,0	0,0	-1,8	0,2	0,4
<b>Masse salariale brute reçue par les ménages (100 %)</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>2,0</b>	<b>3,2</b>	<b>2,5</b>
dont : branches marchandes non agricoles	0,7	0,4	0,6	1,0	1,2	0,8	0,8	0,7	1,1	1,0	2,4	3,6	3,0

Prévision

Note : les chiffres entre parenthèses donnent la structure de l'année 2016.

Source : Insee

### Les mesures en prélèvements obligatoires auraient des effets de calendrier en 2018

Sur l'ensemble de l'année 2017, les prélèvements obligatoires à la charge des ménages auraient accéléré (+2,5 % après +1,5 %). Les cotisations sociales à la charge des ménages auraient crû à un rythme un peu plus soutenu qu'en 2016 (+2,7 % après +2,2 %). Celles des salariés auraient augmenté en ligne avec la masse salariale, tandis que celles des non-salariés auraient de nouveau baissé. Les impôts sur le revenu et le patrimoine auraient quant à eux plus nettement accéléré en 2017 (+2,4 % après +1,1 %), l'effet des mesures de baisse d'impôts (réduction de 20 % de l'impôt sur le revenu pour les ménages modestes notamment) étant plus limité qu'en 2016. En outre, l'impôt de solidarité sur la fortune (ISF) aurait été plus dynamique en 2017 qu'en 2016, alimenté par la reprise des prix de l'immobilier et la mise en place d'un mécanisme visant à limiter les possibilités d'optimisation de son assiette.

Début 2018, les prélèvements sociaux et fiscaux accélèreraient au premier trimestre avant de se replier au deuxième. De nombreuses mesures sont mises en œuvre en 2018 avec un effet de calendrier marqué. Au 1<sup>er</sup> janvier 2018, le taux de la CSG a été relevé de 1,7 point tandis que le taux de cotisation a été diminué de 2,2 points pour les salariés du secteur privé, et de 2,15 points pour les indépendants. Le taux de cotisation diminuera de nouveau en octobre 2018 avec la suppression du reliquat de cotisations d'assurance chômage pour les salariés. Pour les fonctionnaires, la contribution exceptionnelle de solidarité a été supprimée au 1<sup>er</sup> janvier 2018 et une indemnité compensatrice (cf. *fiche Salaires*) a été créée.

Les ménages bénéficieront de baisses d'impôts avec la mise en place du prélèvement forfaitaire unique et la transformation de l'ISF en impôt sur la fortune immobilière. La réduction de la taxe d'habitation, quant à elle, fera principalement sentir ses effets au second semestre 2018.

### Le pouvoir d'achat marquerait le pas au premier trimestre 2018 puis rebondirait au deuxième

En 2017, le revenu disponible brut (RDB) nominal des ménages aurait nettement accéléré (+2,6 % après +1,7 %) avec les revenus d'activité. Néanmoins, les prix de la consommation se seraient franchement redressés en moyenne annuelle (+0,9 % après -0,1 %), de sorte que le pouvoir d'achat du RDB aurait conservé un rythme proche de celui de 2016 (+1,7 % après +1,8 %). Ramené à un niveau individuel pour tenir compte des évolutions démographiques, le pouvoir d'achat par unité de consommation aurait également progressé dans des proportions comparables en 2017 et en 2016 (+1,3 % après +1,4 %).

Au premier semestre 2018, malgré le dynamisme des revenus d'activité, le pouvoir d'achat du RDB connaîtrait, au niveau agrégé, des évolutions contrastées : il marquerait le pas au premier trimestre sous l'effet en particulier du relèvement de la fiscalité indirecte sur les produits énergétiques et sur le tabac, avant de rebondir aux trimestres suivants. Son acquis de croissance serait de +0,8 % à la fin du premier semestre 2018. ■

Tableau 3

### Les transferts sociaux reçus et versés par les ménages

	Variations trimestrielles										Variations annuelles		
	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
<b>Prestations sociales en espèces reçues par les ménages (100 %)</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>
Prestations de Sécurité sociale (72 %)	0,5	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,6	0,6	0,6	1,8	1,5	1,8
Autres prestations d'assurance sociale (19 %)	0,7	0,3	0,5	0,4	0,6	0,6	0,9	0,4	0,5	0,5	1,6	2,3	1,9
Prestations d'assistance sociale (8 %)	-1,2	3,3	0,7	0,0	0,4	0,2	0,1	0,1	0,3	0,3	2,8	1,8	0,7
<b>Cotisations sociales à la charge des ménages (100 %)</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>-8,5</b>	<b>0,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,7</b>	<b>-6,9</b>
Cotisations à la charge des salariés (80 %)	1,4	0,7	0,5	0,8	1,0	0,8	0,9	0,8	-8,6	0,9	3,0	3,4	-6,8
Cotisations à la charge des non-salariés <sup>1</sup> (20 %)	-1,7	0,2	0,7	-0,1	-0,5	-0,2	0,3	0,2	-8,2	0,9	-0,6	-0,1	-7,3

Prévision

Note : les chiffres entre parenthèses donnent la structure de l'année 2016.

1. Les cotisations des non-salariés sont à la fois reçues et versées par les ménages en comptabilité nationale : elles n'ont donc pas d'effet sur le revenu disponible brut.

Source : Insee

## Taxation indirecte, recettes fiscales, pouvoir d'achat et bien-être : quels sont les liens ?

La *Note de conjoncture* de décembre 2017 avait analysé les effets sur le pouvoir d'achat de certaines des mesures fiscales programmées dans les projets de loi de finances (PLF) et de loi de financement de la Sécurité sociale (PLFSS) de 2017 et 2018, dont celles portant sur la fiscalité indirecte du tabac et des produits énergétiques<sup>1</sup>. Cet éclairage revient sur le mode de calcul et l'interprétation de ces effets, et sur la façon dont ils se différencient des effets sur les recettes fiscales. En effet, si la *Note de conjoncture* ne propose pas de prévision de recettes fiscales, il est utile de préciser en quoi les effets budgétaires peuvent ne pas coïncider avec les effets sur le niveau de vie, et la manière dont ceux-ci sont évalués en comptabilité nationale.

### L'effet sur le pouvoir d'achat

Dans la *Note de conjoncture*, le pouvoir d'achat des ménages est prévu en rapportant la prévision de leur revenu disponible brut nominal à la prévision du niveau des prix. La procédure suivie est complexe mais peut s'assimiler, dans le cas qui nous intéresse, à la prévision d'un indice de prix de Laspeyres. Ce type d'indice prend pour référence la structure de la consommation de la date  $t$  et il indique de combien augmente le coût de ce panier de biens quand on passe de la date  $t$  à la date  $t'$ . Notons  $(p_{1,t}, \dots, p_{n,t})$  et  $(p_{1,t+1}, \dots, p_{n,t+1})$  les vecteurs des prix des  $n$  biens aux deux dates et  $(q_{1,t}, \dots, q_{n,t})$  les quantités consommées à la date  $t$ . L'indice des prix de la date  $t+1$  s'écrit :

$$\frac{\sum_{i=1,n} q_{i,t} p_{i,t+1}}{\sum_{i=1,n} q_{i,t} p_{i,t}}$$

Intéressons-nous à une mesure de fiscalité indirecte qui affecte le prix du bien 1, faisant augmenter son prix de  $\Delta p_1 = p_{1,t+1} - p_{1,t}$ . Exprimée en %, la croissance des prix entre  $t$  et  $t+1$  sera de :

$$100. \frac{q_{1,t} p_{1,t} \cdot \left( \frac{p_{1,t+1} - p_{1,t}}{p_{1,t}} \right)}{\sum_{i=1,n} q_{i,t} p_{i,t}} = 100. \lambda_{1,t} \frac{\Delta p_1}{p_{1,t}}$$

où  $\lambda_{1,t}$  est la part initiale du bien 1 dans le budget total des ménages et  $\Delta p_1 / p_{1,t}$  la variation relative de son prix entre les deux dates. Si la première est égale à 2 % et la seconde de l'ordre de 15 %, la hausse de l'indice entre les deux dates sera de 0,3 % et la perte de pouvoir d'achat sera donc de -0,3 %, toutes autres choses égales par ailleurs. Ces chiffres correspondent approximativement à la part de la consommation de tabac dans le budget des ménages et à l'hypothèse de hausse qui avait été retenue par la *Note de conjoncture* de décembre. Il s'y ajoutait 0,2 point découlant de la hausse de la fiscalité de l'énergie.

Une des limites de ce calcul est d'ignorer que les variations de prix conduisent à des redéploiements de la consommation qui peuvent limiter la perte de bien-être : c'est ce que l'on qualifie d'effets de substitution. Mais on peut montrer que leur incidence sur le pouvoir d'achat n'est que de deuxième ordre. Un cas simple est celui où la consommation évoluerait en proportion inverse du prix, c'est-à-dire une élasticité-prix de la demande égale à -1. Sous cette hypothèse, la hausse de 15 % du prix du bien 1 fait baisser sa consommation de 15 % en volume. La consommation restera alors inchangée en valeur, de même que les consommations en valeur et en volume des autres biens. Pour prendre en compte cet effet de substitution, on pourrait pondérer les hausses de prix par la structure de consommation après plutôt qu'avant la hausse de prix. C'est ce que fait un autre type d'indice, l'indice de Paasche, dont la variation s'écrira :

$$100. \frac{q_{1,t+1} p_{1,t} \cdot \left( \frac{p_{1,t+1} - p_{1,t}}{p_{1,t}} \right)}{\sum_{i=1,n} q_{i,t+1} p_{i,t}} = 100. \lambda_{1,t+1} \frac{\Delta p_1}{p_{1,t}}$$

On voit que la baisse de 15 % du volume  $q_1$  conduit cette fois à multiplier la hausse de prix de 15 % par un nouveau coefficient  $\lambda_{1,t+1}$  plus faible, égal à environ 2 % x (1-15 %) = 1,7 %. L'indice de Paasche donne donc une perte de pouvoir d'achat ou de bien-être « monétaire » de 1,7 % x 15 % = 0,255 %.

<sup>1</sup> La *Note de conjoncture* simulait l'ensemble des mesures prévues par les PLF et PLFSS. L'encadré publié en pages 95-96 de la *Note* se concentrait sur les mesures en prélèvements obligatoires, notamment la bascule entre cotisations sociales et CSG, pour détailler ses effets de calendrier infra-annuels. Il ne portait pas sur les mesures en prestations ou la compensation directe de la hausse de la CSG pour les fonctionnaires, mais celles-ci étaient prises en compte dans la prévision des ressources totales des ménages.

Comme attendu, cette baisse est moins marquée que celle qui est donnée par l'indice de Laspeyres. Son ampleur reste néanmoins très comparable, bien que l'on ait retenu une élasticité plutôt forte. De plus, ce que donne l'indice de Paasche est cette fois un minorant de la perte de bien-être monétaire. Par exemple, si la hausse des prix d'un bien est telle qu'elle conduit à y renoncer totalement, l'indice de Paasche nous dirait qu'il n'y a aucune baisse de pouvoir d'achat ou de bien-être puisque le poids a posteriori de ce bien serait nul, ce qui n'est évidemment pas recevable.

Pour mieux traiter ces effets de substitution, il existe un type d'indice théorique plus rigoureux (Magnien et Pougard, 2000 ; Sillard, 2017) : il s'agit de l'indice dit « à utilité constante » qui mesure de combien doit s'accroître le revenu nominal pour laisser inchangé le niveau de satisfaction lors du passage des prix  $p_i$  aux prix  $p_{i+1}$ . Sa valeur sera en général comprise entre celles des indices de Laspeyres et de Paasche mais elle n'est calculable que si l'on connaît parfaitement les préférences des ménages. Ceci explique que l'on se contente de l'approximation par les indices de Laspeyres ou bien de Paasche, avec des résultats finalement peu différents, même pour une variation de prix d'assez grande ampleur<sup>2</sup>.

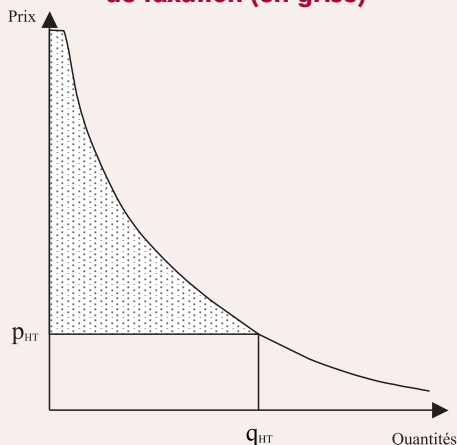
### L'effet sur les recettes fiscales

Si elle n'a qu'un effet de deuxième ordre sur le chiffrage de la perte de pouvoir d'achat, la prise en compte de la réaction comportementale  $\alpha$ , en revanche, un impact important sur les recettes fiscales. Conservons l'exemple d'une élasticité prix de  $-1$ . Dans ce cas, la baisse du volume consommé compense intégralement la hausse des recettes fiscales par unité consommée. La réduction de la consommation des ménages et la perte d'activité qui en découle pour les producteurs ne se traduisent par aucun supplément de recettes fiscales, et sans autres gains ailleurs dans l'économie puisque les autres consommations sont stables en valeur comme en volume.

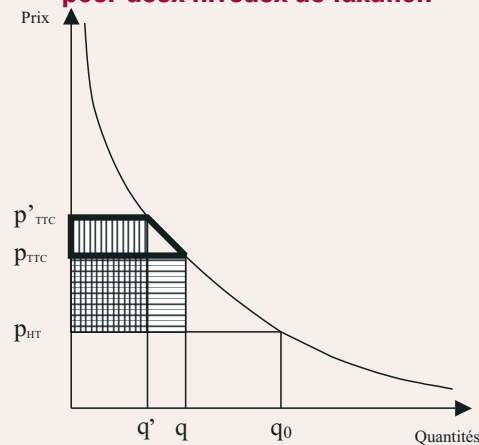
Ce phénomène de perte non compensée est ce que la théorie économique de la fiscalité qualifie de « perte sèche », associée aux distorsions qu'elle induit sur les comportements. Les graphiques ci-dessous en donnent l'illustration usuelle des manuels de microéconomie. Le bien-être « monétaire » du consommateur  $y$  est mesuré par ce que l'on appelle son surplus, qui est la différence entre ce qu'il paye pour le bien considéré et la somme de ce qu'il serait prêt à payer pour chacune des unités consommées. Le surplus est positif parce que les premières unités consommées sont davantage valorisées que la dernière, tout en étant payées au même prix. Ce surplus est représenté par la surface en pointillés sur le graphique de gauche, en l'absence totale de taxation. Le graphique de droite montre quel est l'effet de la taxation et d'une variation de son niveau faisant passer du prix  $p_{TTC}$  au prix  $p'_{TTC}$ . L'écart entre prix toutes taxes comprises (TTC) et prix hors taxes (HT) déplace vers la gauche la quantité qui est consommée, de la valeur  $q_0$  aux valeurs  $q$  et  $q'$ . Les deux rectangles hachurés représentent les recettes fiscales, avec respectivement des hachures horizontales pour les recettes associées au prix  $p_{TTC}$  et des hachures verticales pour les recettes associées au prix  $p'_{TTC}$ . La comparaison de ces deux rectangles montre le phénomène de compensation entre effet de taux (augmentation de la hauteur) et réduction de l'assiette (rétrécissement de la base). La compensation est ici totale, et il n'y a donc aucun gain de recettes fiscales. Il n'y a pas moins réduction du surplus du consommateur, représentée par la zone à bord épais : c'est cette variation qu'approxime la déflation par l'indice de Laspeyres.

2. La pondération retenue ex post par les comptes nationaux est la méthode de Laspeyres pour les volumes et de Paasche pour les prix. C'est en longue période que le choix de l'une ou l'autre méthode peut conduire à des écarts importants, au fur et à mesure que vieillissent les prix ou volumes de base. Mais on résout ce problème par la technique du chaînage : qu'il s'agisse des volumes ou des prix, les pondérations sont actualisées chaque année et ce sont ces indices annuels à pondérations glissantes qui sont chaînés pour calculer les agrégats de la comptabilité nationale.

**1 - Surplus du consommateur en l'absence de taxation (en grisé)**



**2 - Variation du surplus et recettes fiscales pour deux niveaux de taxation**



Dans la pratique, effets de taux et effet d'assiette ne se neutralisent pas. On pourrait imaginer que le second l'emporte, avec un « effet Laffer » selon lequel augmenter le taux d'imposition diminue les recettes. Dans le cas plus réaliste d'une élasticité-prix comprise entre 0 et  $-1$ , la baisse de la consommation en volume ne compense pas totalement la hausse du prix, d'où une hausse de la dépense de tabac en valeur compensée par des baisses en valeur et en volume pour la consommation des autres biens ou pour l'épargne. L'effet net sur les recettes fiscales correspondra à l'écart entre la hausse des recettes sur le tabac et la baisse des recettes de taxation indirecte sur les autres biens. Une analyse plus complète doit aussi tenir compte de la réaction des producteurs et des distributeurs, selon qu'ils compensent ou pas la hausse de la fiscalité par une compression de leurs marges. Se pose aussi la question de l'incidence des importations et du commerce illicites.

### **Du pouvoir d'achat au bien-être : d'autres effets à prendre en compte**

D'autres effets interviennent encore pour une véritable analyse en termes de bien-être du consommateur mais ils obligent à sortir du cadre conceptuel de la comptabilité nationale.

D'une part, la comptabilité nationale raisonne sur des agrégats. Elle traduit donc au mieux la perte de niveau de vie ou de bien-être d'un consommateur moyen. Or les structures de consommation varient d'un ménage à l'autre et tous ne sont pas affectés de la même manière par une hausse donnée des prix. C'est tout particulièrement le cas pour le tabac dont beaucoup ne sont pas du tout consommateurs. C'est aussi le cas pour le gazole par rapport aux ménages ruraux. Calculer des impacts différenciés est possible en utilisant par exemple l'indice des prix hors tabac ou le simulateur de prix personnalisés disponible sur le site de l'Insee. Avoir un message sur le cas de l'individu moyen n'en reste pas moins indispensable.

En second lieu, la comptabilité nationale ne prend en compte que les effets marchands. Dans le cas de la taxation environnementale, elle n'intègre ni les émissions de gaz à effet de serre associées à la hausse de la composante carbone ni les bénéfices sanitaires liés à un air moins pollué. De même, dans le cas du tabac, la hausse des prix est certes pénalisante pour les consommateurs à court terme, mais elle vise néanmoins à améliorer leur bien-être à long terme, via l'amélioration de leur état de santé. Il s'agit même là de l'objectif principal de ces politiques, davantage que la recherche de recettes fiscales additionnelles. On peut aussi arguer que, une fois sortis de leur dépendance, les anciens fumeurs peuvent ne plus ressentir aucun manque dû au fait que leur consommation  $q_1$  soit tombée à zéro, et les revenus ainsi libérés accroissent leur possibilité de consommer d'autres biens d'une manière qui améliore également leur bien-être. Mais quantifier cet effet supposerait d'intégrer une hypothèse de déformation endogène des préférences au cours du temps.

Le chiffrage de tous ces bénéfices motive la recherche d'indicateurs complémentaires aux agrégats des comptes nationaux, suite au rapport Stiglitz-Sen-Fitoussi. Mais il dépasse les objectifs de la *Note de conjoncture* : celle-ci se concentre sur des évolutions de court terme, et sur le champ des échanges monétaires propre à la comptabilité nationale, en valorisant les biens selon les préférences courantes, telles que révélées par les prix et comportements de consommation courants. ■

### **Bibliographie**

**Magnien F. et Pougard J.** (2000), « Les indices à utilité constante : une référence pour mesurer l'évolution des prix », *Économie et Statistique*, n° 335, p. 81-94.

**Sillard P.** (2017), « Les indices de prix à la consommation », *Document de travail*, Insee n° F1706.

# Consommation et investissement des ménages

Au quatrième trimestre 2017, les dépenses de consommation des ménages ont ralenti (+0,2 % après +0,6 %) : si la consommation de services est restée relativement dynamique (+0,5 % après +0,6 %), la consommation en biens s'est repliée (-0,2 % après +0,6 %), en particulier les dépenses d'énergie et de textile. En moyenne sur l'année, la consommation des ménages a augmenté en 2017 à un rythme nettement inférieur à celui de 2016 (+1,3 % après +2,1 %).

Au premier trimestre 2018, la consommation conserverait un rythme modéré (+0,3 %), les ménages lissant les effets de la flexion temporaire de leur pouvoir d'achat en faisant diminuer leur taux d'épargne. Les dépenses en services demeuraient soutenues (+0,7 % après +0,5 %) et la consommation de biens se replierait de nouveau (-0,2 % après -0,2 %).

Au deuxième trimestre 2018, la consommation accélérerait légèrement (+0,4 %), sous l'hypothèse d'un rebond des dépenses en biens (+0,4 % après -0,2 %), notamment alimentaires. Le taux d'épargne s'établirait à 13,7 % au premier trimestre, avant de remonter à 14,1 % mi-2018.

L'investissement des ménages a franchement accéléré en moyenne annuelle en 2017 (+5,4 %), après un rebond en 2016 (+2,4 % après -2,1 %). Il décélérerait cependant au premier semestre 2018, avec le ralentissement des ventes de logements neufs.

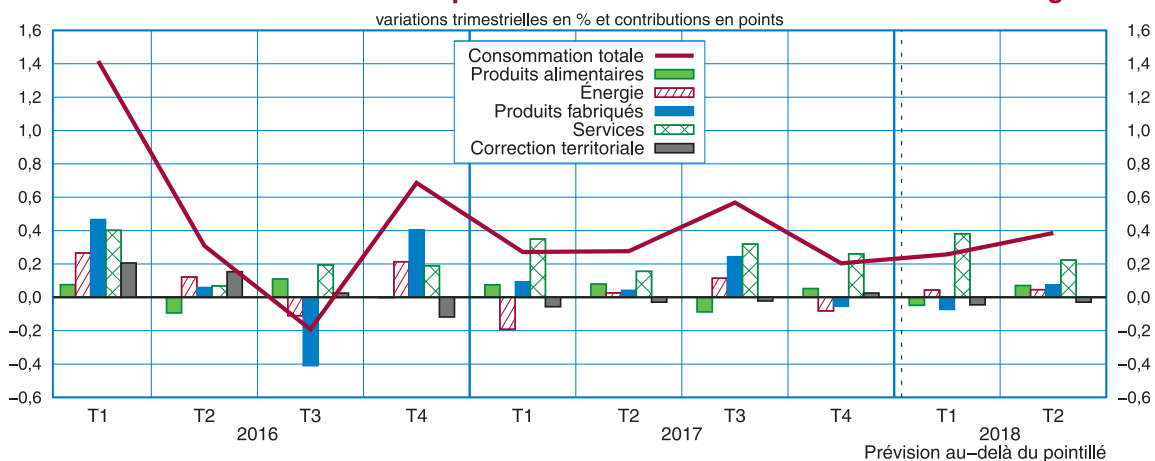
## La consommation a ralenti au quatrième trimestre 2017

Au quatrième trimestre 2017, la consommation totale des ménages a nettement ralenti (+0,2 % après +0,6 % au troisième trimestre ; graphique 1). La consommation en biens s'est légèrement repliée (-0,2 % après +0,6 %), tandis que la consommation de services est restée dynamique (+0,5 % après +0,6 %).

La consommation de biens fabriqués s'est repliée (-0,3 % après +1,2 %) : en effet, le dynamisme des dépenses en automobiles (+0,8 % après +0,0 %) et en autres biens durables (+0,7 % après +1,0 %) n'a pas suffi à compenser une consommation en équipement du logement atone (+0,0 % après +2,8 %) et le repli très marqué de la consommation en habillement-textile (-2,1 % après +2,0 %). De plus, les dépenses en énergie ont diminué (-1,0 % après +1,4 %), pesant sur la consommation des ménages malgré le rebond de la consommation alimentaire (+0,3 % après -0,5 %).

Dans les services, la consommation des ménages en services de transports a fortement rebondi (+1,7 % après +0,1 %), dans un contexte de retour des touristes en France en 2017.

1 - Contributions des différents postes à la consommation trimestrielle des ménages



Source : Insee



## Au premier semestre 2018, la consommation conserverait un rythme modéré

Au premier trimestre 2018, la consommation totale des ménages augmenterait de 0,3 % ; le repli de la consommation de biens (-0,2 % après -0,2 %) étant plus que compensé par l'accélération de la consommation de services (+0,7 % après +0,5 %). La consommation des ménages resterait donc relativement solide, ces derniers lissant les effets du fléchissement temporaire de leur pouvoir d'achat.

Les dépenses en énergie seraient en légère hausse (+0,5 % après -1,0 %) : en effet, la consommation de gaz et d'électricité rebondirait (+0,6 % après -0,6 %) tout comme celle de carburants (+0,5 % après -1,6 %). Cependant, la consommation de biens durables se replierait nettement (-0,9 % après +0,5 %), le léger redressement de la consommation de biens d'équipement du logement (+0,2 % après +0,0 %) ne suffisant pas à compenser le fort ralentissement de la consommation d'autres biens durables (+0,1 % après +0,7 %) ainsi que le repli marqué des dépenses en automobile (-1,8 % après +0,8 %). Sur l'ensemble des biens fabriqués, la consommation des ménages serait donc en baisse (-0,4 % après -0,3 %) malgré des dépenses en habillement-textile qui rebondiraient légèrement (+0,4 % après -2,1 %). La consommation

alimentaire se replierait également au premier trimestre 2018 (-0,3 % après +0,3 %). Au total, la consommation de produits manufacturés serait en léger repli (-0,2 % après 0,0 %). En revanche, la consommation de services accélérerait nettement (+0,7 % après +0,5 %), portée notamment par les services de transports, d'hébergement-restauration et de loisirs qui bénéficieraient du décalage des vacances d'hiver 2017-2018.

Au deuxième trimestre 2018, la consommation accélérerait très légèrement (+0,4 % après +0,3 %), entraînée par le redressement de la consommation de biens (+0,4 % après -0,2 %), malgré un ralentissement des dépenses en services (+0,4 % après +0,7 %). En particulier, les dépenses en biens automobiles et en denrées alimentaires rebondiraient au printemps.

## Le taux d'épargne diminuerait à 14,1 % mi-2018

Sur l'ensemble de l'année 2017, le taux d'épargne se serait établi à 14,3 %, en légère augmentation par rapport à 2016 (*graphique 2*). Au premier trimestre 2018, les ménages lisseraient l'effet de la flexion temporaire de leur pouvoir d'achat et le taux d'épargne diminuerait nettement (à 13,7 %), avant de se redresser à 14,1 % à la mi-2018. Ce comportement de lissage est d'autant plus logique que les ménages devraient s'attendre à une amélioration de leur revenu disponible brut liée à

### Dépenses de consommation et investissement des ménages

aux prix de l'année précédente chaînés, données CVS-CJO

	Variations trimestrielles en %								Variations annuelles en %					
	2016				2017				2018		2015	2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2				
<b>Dépenses totales de consommation des ménages (1) + (2) + (3)</b>	<b>1,4</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>1,3</b>	<b>2,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>
<b>Services (1)</b>	<b>0,7</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>
<b>Biens (2)</b>	<b>1,7</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,0</b>	<b>0,4</b>
dont														
<b>Alimentaire</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,1</b>
Produits agricoles (AZ)	2,7	-1,4	-0,6	0,5	-1,8	3,1	-1,3	-1,3	-0,6	0,4	-0,4	2,2	-0,8	-1,1
Produits agroalimentaires (C1)	0,0	-0,4	0,9	-0,1	0,9	-0,1	-0,3	0,6	-0,2	0,4	1,4	0,6	1,1	0,4
<b>Énergie</b>	<b>3,2</b>	<b>1,5</b>	<b>-1,4</b>	<b>2,6</b>	<b>-2,3</b>	<b>0,3</b>	<b>1,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>1,4</b>	<b>2,1</b>	<b>0,0</b>	<b>1,0</b>
Énergie, eau, déchets (DE)	4,6	3,4	-3,3	3,9	-3,6	0,1	1,7	-0,6	0,6	0,5	2,0	2,8	-0,9	1,4
Cokéfaction et raffinage (C2)	1,7	-1,0	1,3	1,0	-0,6	0,7	1,1	-1,6	0,5	0,7	0,9	1,3	1,2	0,5
<b>Produits fabriqués (C3 à C5)</b>	<b>2,2</b>	<b>0,3</b>	<b>-2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>1,7</b>	<b>0,4</b>
<b>Produits manufacturés (C1 à C5)</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>0,4</b>
<b>Correction territoriale (3)=(4)-(5)</b>	<b>-49,6</b>	<b>-74,1</b>	<b>-47,1</b>	<b>416,9</b>	<b>39,0</b>	<b>14,3</b>	<b>9,7</b>	<b>-10,3</b>	<b>19,7</b>	<b>10,6</b>	<b>-2,0</b>	<b>-78,6</b>	<b>111,5</b>	<b>28,6</b>
Importations services touristiques (4)	3,5	2,0	0,5	-1,5	0,2	0,7	0,7	0,9	0,8	1,0	-5,2	5,2	0,9	2,8
Exportations services touristiques (5)	-2,9	-2,7	-0,3	2,2	1,9	1,6	1,3	0,1	2,0	1,7	-4,7	-6,9	4,6	4,6
<b>Investissement des ménages</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>-2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>5,4</b>	<b>1,9</b>

Prévision

Source : Insee

## Conjoncture française

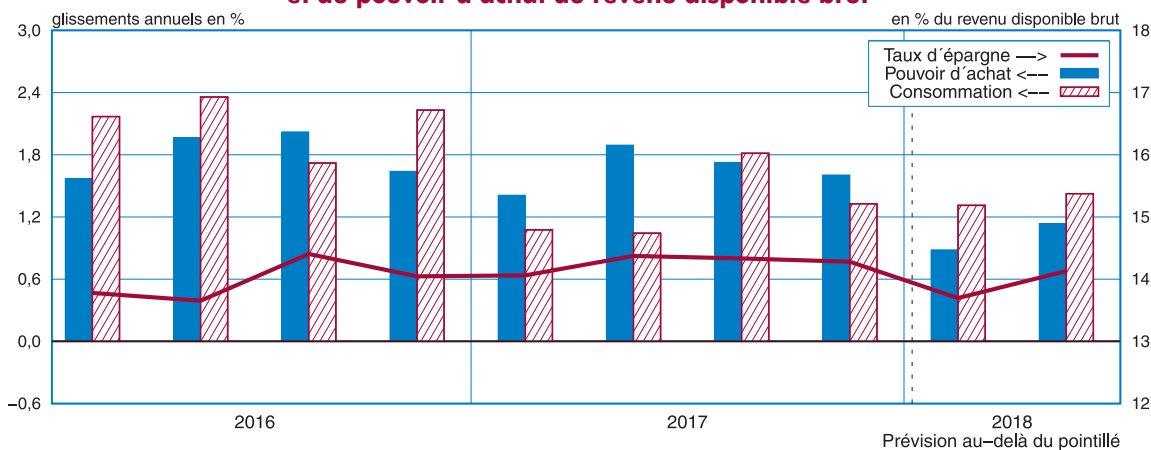
la deuxième étape de baisse des cotisations sociales et à la réduction de la taxe d'habitation à venir au second semestre 2018.

### L'investissement des ménages ralentirait en 2018, après une croissance exceptionnelle en 2017

Au quatrième trimestre 2017, l'investissement des ménages a légèrement ralenti, tout en restant très dynamique (+0,6 % après +0,9 %). Après deux années de forte hausse, les ventes de logements neufs ralentissent depuis début 2017, ce qui se répercute sur les permis de construire (*graphique 3*). Compte tenu des délais habituels

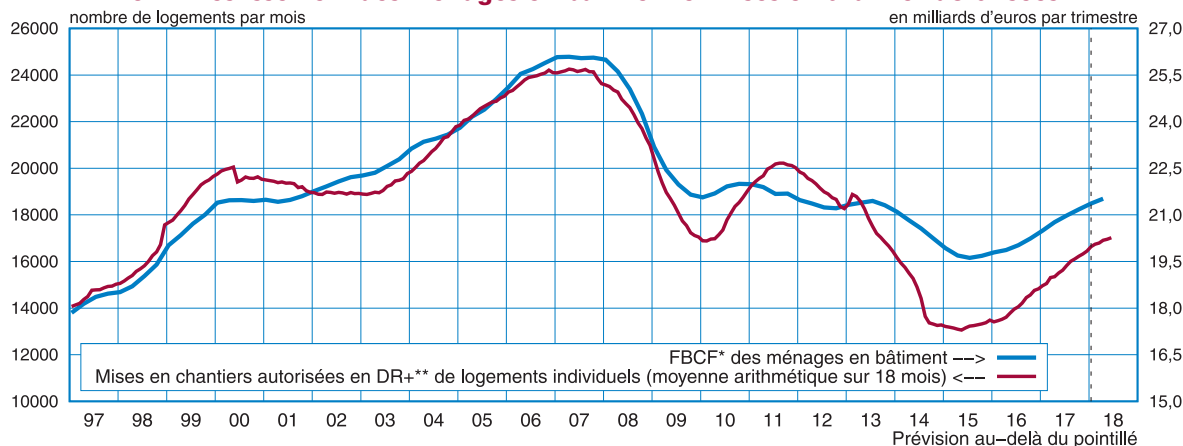
entre autorisation et construction effective, l'investissement des ménages ralentirait progressivement jusqu'à mi-2018. En outre, le nombre de transactions immobilières a atteint des niveaux record en 2017 et ne progresserait pas davantage en 2018, ce qui entraînerait un ralentissement de l'investissement des ménages en services (frais d'agence et de notaire principalement). En moyenne annuelle, l'investissement des ménages, après une croissance exceptionnelle en 2017 (+5,4 % après +2,4 %), ralentirait au premier semestre 2018 : l'acquis de croissance annuelle de l'investissement des ménages s'établirait à +1,9 % mi-2018. ■

### 2 - Taux d'épargne et variations de la consommation et du pouvoir d'achat du revenu disponible brut



Source : Insee

### 3 - Investissement des ménages en bâtiment et mises en chantier autorisées



\* : FBCF : formation brute de capital fixe, aux prix de l'année précédente chaînés

\*\* : DR+ : dates réelles estimées

Sources : Insee, SDES

# Résultats des entreprises

Fin 2017, le taux de marge des sociétés non financières (SNF) aurait été supérieur à son niveau de fin 2016, à 32,0 % contre +31,6 %. Il est resté stable en début d'année avant de se redresser dès le deuxième trimestre, en raison notamment de l'effritement du cours du Brent. Au second semestre, il aurait augmenté de nouveau, car les gains de productivité auraient plus que compensé le dynamisme des salaires et la légère remontée du cours du Brent.

Début 2018, le taux de marge serait stable au premier trimestre, l'effet de la hausse du taux du CICE étant compensé par celui, baissier, des prix de l'énergie et des salaires, avant de fléchir pour atteindre 31,8 % à la mi-année sous l'effet de l'accélération des salaires réels.

## Le taux de marge fin 2017 aurait été supérieur à celui de fin 2016

En moyenne sur 2017, le taux de marge des SNF serait stable à 31,8 %. Il avait légèrement fléchi en 2016 (-0,1 point), après une forte remontée en 2015 (+1,5 point). Les salaires réels auraient été

de nouveau plus dynamiques que les gains de productivité et la remontée du prix du pétrole aurait rogné un peu les marges.

Descendu à 31,6 % au premier trimestre 2017 du fait de la hausse du prix du pétrole, le taux de marge est remonté à 31,8 % au printemps avec le reflux du cours du Brent (*tableau*). Globalement sur le premier semestre 2017, l'accélération de la productivité a plus que compensé celle des salaires. Au troisième trimestre 2017, les hausses de salaire ont compensé les gains de productivité et le taux de marge est resté stable. Au quatrième trimestre, les salaires réels auraient marqué le pas du fait de la remontée de l'inflation alors que la productivité aurait accéléré, contribuant à la hausse du taux de marge. En fin d'année, la remontée du prix du pétrole aurait néanmoins pesé pour -0,3 point et au total, le taux de marge n'aurait augmenté que légèrement, à 32,0 %. Il serait resté inférieur à sa moyenne entre 1988 et 2007 (*graphique 1*), essentiellement du fait des services. À l'inverse, dans l'industrie, il continuerait d'être au plus haut depuis 2000 (*graphique 2*).

## Décomposition du taux de marge des sociétés non financières (SNF)

en % et en points

	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
<b>Taux de marge (en niveau)</b>	<b>32,3</b>	<b>31,8</b>	<b>31,7</b>	<b>31,6</b>	<b>31,6</b>	<b>31,8</b>	<b>31,8</b>	<b>32,0</b>	<b>32,0</b>	<b>31,8</b>	<b>31,8</b>	<b>31,8</b>	<b>31,8</b>
<b>Variation du taux de marge</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>
<b>Contributions à la variation du taux de marge</b>													
des gains de productivité	0,3	-0,4	-0,1	0,0	0,3	0,3	0,2	0,4	0,0	0,1	0,0	0,6	0,6
du salaire par tête réel	-0,4	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	0,0	-0,3	-0,9	-0,7	-0,4
du taux de cotisation employeur	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0
du ratio du prix de la valeur ajoutée et du prix de la consommation	0,4	-0,2	0,0	0,0	-0,2	0,2	0,0	-0,3	-0,1	0,1	0,6	-0,2	-0,2
d'autres facteurs	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1

Prévision

Note : le taux de marge (TM) mesure la part de la valeur ajoutée qui rémunère le capital. Sa variation se décompose de façon comptable entre :  
 - les évolutions de la productivité (Y/L), avec Y la valeur ajoutée et L l'emploi, et du ratio du prix de la valeur ajoutée au prix de la consommation, ou termes de l'échange (P<sub>va</sub>/P<sub>c</sub>), qui jouent positivement ;  
 - les évolutions du salaire moyen par tête réel (SMPT/P<sub>c</sub>) et du taux de cotisation employeur (W/SMPT, où W représente le coût du travail par tête), qui jouent négativement.  
 - d'autres facteurs : il s'agit notamment des impôts sur la production nets des subventions, dont le CICE<sup>1</sup>.

Cette décomposition est synthétisée dans l'équation :

$$TM = \frac{EBE}{VA} \approx 1 - \frac{W \cdot L}{Y \cdot P_{va}} + \text{autres facteurs} = 1 - \frac{L}{Y} \frac{W}{SMPT} \frac{P_c}{P_{va}} + \text{autres facteurs}$$

1. Le CICE réduit l'impôt sur les sociétés, mais la comptabilité nationale l'enregistre comme une subvention aux entreprises, comme le recommande le Système européen des comptes dans sa dernière version (SEC 2010).

Source : Insee

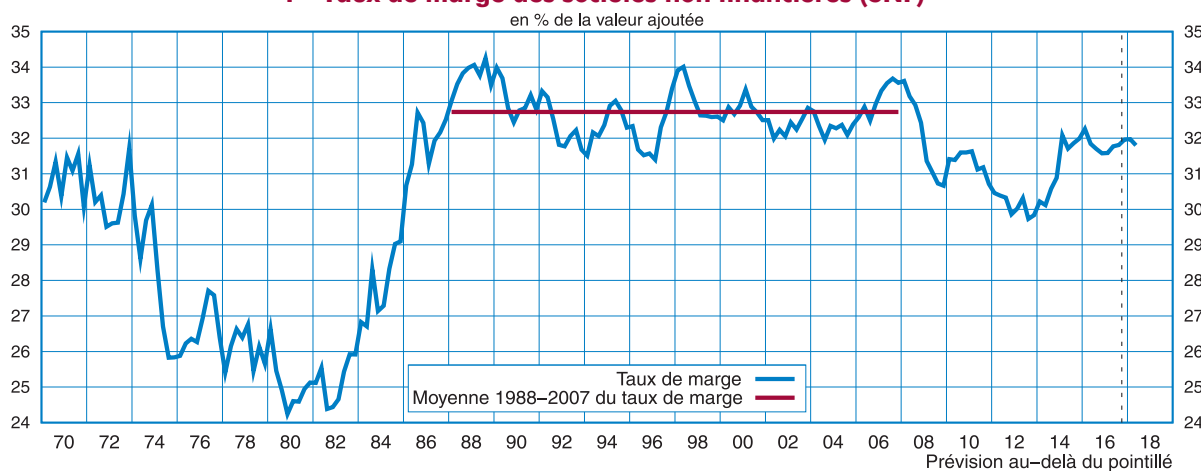
### Le taux de marge fléchirait légèrement au premier semestre 2018

Au premier trimestre 2018, le taux de marge des SNF se stabiliserait, à 32,0 %, avant de fléchir au deuxième trimestre pour atteindre 31,8 % à la mi-année. Les gains de productivité ne compenseraient pas la dynamique des salaires réels. De leur côté, les prix à la consommation progresseraient plus vite que ceux de la valeur ajoutée, du fait de l'augmentation de la fiscalité énergétique au 1<sup>er</sup> janvier puis des taxes sur le

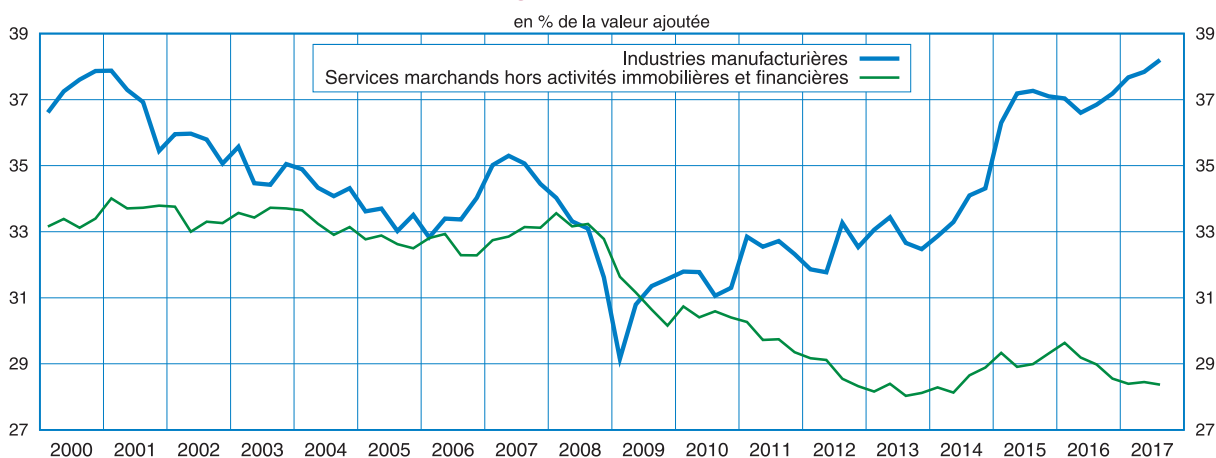
tabac au 1<sup>er</sup> mars. Ceci pèserait comptablement sur le taux de marge, avec une contribution de -0,1 point au premier trimestre.

Enfin, les montants accordés en 2018 au titre du CICE augmenteraient nettement, le taux ayant été porté de 6 % à 7 % sur la masse salariale de 2017. Cette hausse serait en partie compensée par la baisse des montants de la prime à l'embauche pour les PME, la fin d'entrée dans le dispositif datant du 30 juin 2017. ■

### 1 - Taux de marge des sociétés non financières (SNF)



### 2 - Taux de marge dans l'industrie et les services



# Investissement des entreprises et stocks

L'investissement des entreprises non financières (ENF) a vivement augmenté au quatrième trimestre 2017 (+1,6 % après +1,1 %). L'investissement en services a nettement accéléré (+2,3 % après +1,2 %) et celui en produits manufacturés a poursuivi sa progression (+1,7 % après +1,8 %). Sur l'ensemble de l'année 2017, l'investissement des ENF a de nouveau accéléré (+4,4 % après +3,4 % en 2016 et +2,9 % en 2015), grâce au dynamisme des dépenses en services et en biens d'équipement. Le taux d'investissement est à un niveau élevé et continue d'augmenter (22,2 % en moyenne sur l'année après 21,7 % en 2016).

Au premier semestre 2018, l'investissement des entreprises resterait solide (+1,1 % au premier trimestre puis +1,2 % au deuxième), encore soutenu par des perspectives de demande et des conditions de financement favorables. Pour 2018, son acquis de croissance à mi-année serait de +4,1 %. Le taux d'investissement augmenterait encore et s'établirait à 22,7 % mi-2018.

Au quatrième trimestre 2017, le comportement de stockage des entreprises a contribué négativement à la croissance (-0,4 point de produit intérieur brut) à l'inverse du trimestre précédent (+0,3 point). L'essentiel de ce retournement est expliqué par les variations de stocks en produits manufacturés (contribution de -0,6 point au PIB après +0,4 point) en particulier celles de matériels de transport, à la suite d'importantes livraisons d'avions en fin d'année. Au premier trimestre 2018, la contribution des stocks à la croissance serait nulle, le retour à la normale des livraisons aéronautiques étant compensé par du déstockage de pétrole brut et la livraison d'un paquebot. Au deuxième trimestre, les variations de stocks de navires augmenteraient en contrecoup du premier trimestre et la contribution des stocks à la croissance serait positive (+0,2 point).

## L'investissement des entreprises a accéléré fin 2017

Au quatrième trimestre 2017, l'investissement des entreprises non financières (ENF) a accéléré (+1,6 %, après +1,1 % ; *tableau 1*). Les investissements en produits manufacturés ont de nouveau crû à vive allure (+1,7 % après +1,8 %), tandis que les dépenses d'investissement en services ont nettement accéléré (+2,3 % après +1,2 %). Les dépenses en services d'information et communication ont été de nouveau soutenues et celles en services aux entreprises ont repris de l'élan après s'être tassées le trimestre précédent. Seul l'investissement en construction est resté atone (+0,2 % après +0,1 %), une nouvelle baisse des dépenses de génie civil ayant pratiquement compensé la hausse des dépenses en bâtiment.

Sur l'ensemble de l'année 2017, l'investissement des ENF a vivement augmenté (+4,4 %), accélérant par rapport aux années précédentes (+3,4 % en 2016 et +2,9 % en 2015), du fait des dépenses d'investissement en services, informatiques en particulier, et des achats de biens d'équipement. Le taux d'investissement des ENF a de nouveau augmenté et s'établit à 22,4 % fin 2017 (*graphique 1*). Début 2017, il avait dépassé son niveau record de 2008, porté par l'augmentation tendancielle de l'investissement en services dans la valeur ajoutée depuis les années 1980.

## L'investissement des entreprises resterait soutenu au premier semestre 2018

Pour le premier trimestre 2018, les enquêtes de conjoncture auprès des entreprises de l'industrie suggèrent une progression encore soutenue de leurs dépenses d'investissement. D'après l'enquête sur l'activité dans l'industrie, l'appareil de production est en effet de plus en plus sollicité :

Tableau 1

### Investissement des entreprises non financières (ENF)

aux prix de l'année précédente chaînés, données CVS-CJO

	Variations trimestrielles										Variations annuelles		
	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Produits manufacturés (34 %)	3,3	-1,6	-2,7	0,7	3,1	1,1	1,8	1,7	0,6	1,2	4,2	4,0	4,0
Construction (24 %)	0,5	0,5	-0,2	0,7	0,1	0,7	0,1	0,2	1,0	0,6	1,9	1,3	1,8
Autres (42 %)	1,1	0,4	2,4	0,2	3,0	1,0	1,2	2,3	1,6	1,5	3,7	6,5	5,4
<b>Ensemble des ENF (100 %)</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>	<b>2,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>3,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>

Prévision

Source : Insee

## Conjoncture française

le taux d'utilisation des capacités de production a de nouveau augmenté début 2018. De surcroît, de plus en plus d'industriels estiment qu'ils ne pourraient pas produire davantage s'ils recevaient plus de commandes : la proportion de goulots de production augmente depuis fin 2016 et a atteint en janvier 2018 son plus haut niveau depuis 1990 (graphique 2). Dans l'enquête sur les investissements dans l'industrie de janvier, les industriels sont plus nombreux qu'en moyenne à prévoir une augmentation plutôt qu'une baisse de leur investissement au premier semestre 2018.

Les soldes d'opinion sur l'investissement sont un peu moins favorables dans le secteur des services. Celui sur les investissements prévus a diminué en décembre et en janvier avant de se redresser en février (graphique 2).

Par ailleurs, les conditions de financement continuent de favoriser l'investissement. D'une part, les marges des entreprises ont bénéficié de la bonne tenue de l'activité en 2017, et progresseraient à nouveau début 2018 grâce à la hausse du taux du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) de 6 % à 7 %,

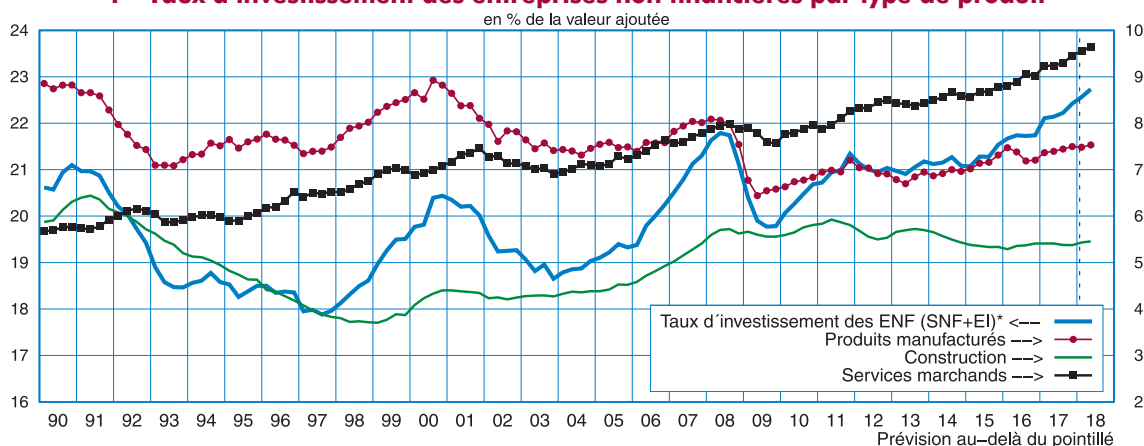
applicable aux rémunérations versées en 2017. D'autre part, les taux d'intérêt resteraient bas d'ici mi-2018, malgré une légère hausse dans le sillage des taux souverains. Le taux d'autofinancement des entreprises diminuerait légèrement début 2018 mais resterait élevé.

Ainsi, les dépenses d'investissement des ENF resteraient dynamiques au premier semestre. Elles ralentiraient au premier trimestre (+1,1 % après +1,6 %), du fait d'un repli ponctuel des investissements en véhicules automobiles, puis accéléreraient légèrement au deuxième trimestre (+1,2 %). L'acquis de croissance annuel serait élevé à mi-année (+4,1 %), et le taux d'investissement des ENF augmenterait encore légèrement (22,7 % mi-2018).

### L'investissement en produits manufacturés serait dynamique malgré un ralentissement au premier trimestre

Début 2018, le profil trimestriel de l'investissement des ENF en produits manufacturés serait influencé par celui de l'investissement en véhicules

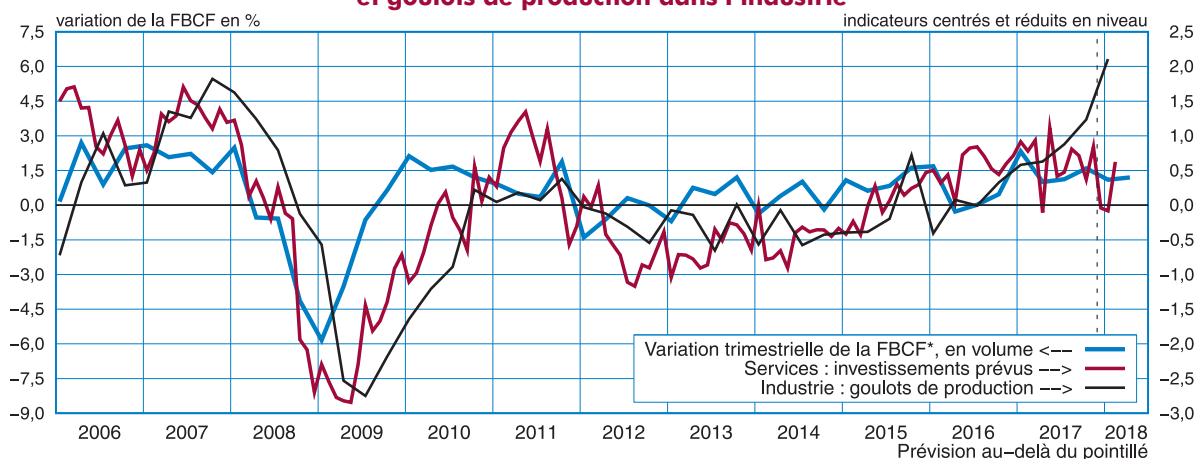
#### 1 - Taux d'investissement des entreprises non financières par type de produit



\* Entreprises non financières (ENF) = sociétés non financières (SNF) et entreprises individuelles (EI)

Source : Insee, comptes trimestriels

#### 2 - Opinion sur les investissements prévus dans les services et goulots de production dans l'industrie



\* FBCF : formation brute de capital fixe

Sources : Insee, enquêtes mensuelles de conjoncture dans les services et l'industrie et comptes trimestriels

automobiles. Les immatriculations enregistrées jusqu'en février suggèrent en effet un repli de ce type d'investissement au premier trimestre, après un quatrième trimestre 2017 très dynamique. En revanche, l'investissement en biens d'équipement et en autres produits industriels resterait allant dans un contexte de tensions élevées sur l'appareil productif.

Au total, l'investissement des ENF en produits manufacturés ralentirait au premier trimestre (+0,6 %) puis retrouverait de la vigueur au deuxième (+1,2 %). Son acquis de croissance pour 2018 serait déjà de +4,0 % à l'issue du premier semestre, soit autant que son rythme de croissance annuelle en 2017.

## L'acquis d'investissement en construction mi-2018 s'élèverait déjà à +1,8 %

L'investissement des entreprises en construction accélérerait au premier trimestre 2018 (+1,0 %), du fait d'un redémarrage des dépenses d'investissement en génie civil, puis ralentirait au deuxième trimestre (+0,6 %) avec l'investissement des entreprises en bâtiment.

D'une part, dans les enquêtes de conjoncture, les entreprises de génie civil font état de carnets de commandes très fournis, ce qui suggère un rebond de ce type d'investissement au premier trimestre après deux trimestres de baisse. D'autre part, les mises en chantiers de bâtiments non résidentiels se stabilisent depuis le début de l'année 2017, et ce ralentissement commencerait à se répercuter sur l'investissement en bâtiment des entreprises au deuxième trimestre. Au total, l'acquis de croissance de l'investissement en construction s'établirait à +1,8 % à l'issue du premier semestre 2018, après +1,3 % de croissance annuelle en 2017.

## L'investissement en services continuerait d'augmenter vivement au premier semestre 2018

Après une année 2017 très dynamique, les investissements des ENF en services resteraient allants au premier semestre 2018. D'après les enquêtes de conjoncture de janvier et de février, les secteurs dont l'activité dépend de ce type de dépenses sont optimistes sur l'évolution de leur chiffre d'affaires. L'investissement en services ralentirait après un quatrième trimestre 2017 très tonique mais il conserverait un rythme de croissance élevé d'ici mi-2018 (+1,6 % au premier trimestre puis +1,5 % au deuxième). Son acquis de croissance serait de 5,4 % à mi-année.

## En moyenne sur l'année 2017, la contribution des variations de stocks à la croissance a été nettement positive

Au quatrième trimestre 2017, la contribution des variations de stocks est redevenue nettement négative (-0,4 point) essentiellement du fait d'un déstockage en matériels de transport (-0,4 point). Les livraisons de matériels aéronautiques ont en effet été exceptionnellement élevées. Toutefois, sur l'ensemble de l'année 2017, la chronique des livraisons de matériels de transport et la reconstitution des stocks de produits agricoles débouchent sur une contribution des variations de stocks à la croissance nettement positive (+0,4 point ; [tableau 2](#)).

Au premier trimestre 2018, la contribution des variations de stocks à la croissance serait nulle car la livraison d'un paquebot et le déstockage en pétrole brut compenseraient l'effet du retour à la normale des livraisons d'avions. Au deuxième trimestre, le contrecoup de la livraison du paquebot au trimestre précédent entraînerait une nouvelle contribution positive des variations de stocks à la croissance (+0,2 point). ■

Tableau 2

### Contribution des variations de stocks à la croissance

en points de PIB

	Variations trimestrielles								Variations annuelles				
	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
<b>Produits agricoles</b>	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0
<b>Produits manufacturés</b>	-0,1	-0,6	0,4	-0,4	0,7	-0,4	0,4	-0,6	0,1	0,2	0,0	0,2	-0,2
Produits agro-alimentaires	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1					
Cokéfaction et raffinage	0,1	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0					
Biens d'équipement	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,1					
Matériel de transport	0,2	-0,3	0,2	0,0	0,5	-0,5	0,5	-0,4					
Autres produits industriels	-0,1	-0,1	0,1	-0,2	0,3	0,0	0,0	0,0					
<b>Énergie, eau, déchets</b>	-0,2	-0,1	0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0
<b>Autres (construction, services)</b>	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>TOTAL<sup>1</sup></b>	-0,5	-0,6	0,7	-0,2	0,6	-0,5	0,3	-0,4	0,0	0,2	-0,1	0,4	-0,2

Prévision

1. Les variations de stocks comprennent les acquisitions nettes d'objets de valeur.

Source : Insee





# **D**éveloppements Internationaux





# Pétrole et matières premières

## La production américaine absorberait la hausse de la demande mondiale

Au quatrième trimestre 2017, le cours du Brent a oscillé autour de 61 \$ le baril, une moyenne en hausse de 18 % par rapport à celle du troisième trimestre. L'offre s'est réduite, essentiellement du fait de la baisse de la production issue de l'accord entre pays de l'OPEP. La demande s'est réduite également, du fait des pays émergents. Au total, le marché physique s'est équilibré selon l'AIE. Les stocks se sont de nouveau réduits et les cours se sont élevés pour atteindre 67 \$ le baril de Brent fin décembre.

Jusqu'à la fin du deuxième trimestre 2018, le marché physique demeurerait équilibré, et les stocks resteraient à un niveau élevé. L'hypothèse conventionnelle retenue est celle d'un cours du pétrole stabilisé autour de 63 \$.

La demande repartirait à la hausse, surtout portée par les pays émergents. L'offre devrait s'élever, mais plusieurs aléas entourent cette prévision et pourraient exercer des pressions sur les prix : l'intensité de la reprise de la production non conventionnelle aux États-Unis, ainsi que le respect plus ou moins strict de l'accord de réduction des pays de l'OPEP (dont sont exemptés la Libye et le Nigéria).

Remontant en décembre après un creux en octobre, les prix des matières premières en euros ont été en moyenne au quatrième trimestre 2017 proches de leur niveau du troisième trimestre.

### Au quatrième trimestre, le cours moyen du Brent s'est établi à 61 \$ le baril

Au quatrième trimestre 2017, le cours du pétrole s'est établi à 61 \$ le baril de Brent en moyenne (graphique 1), en hausse de 18 % par rapport au troisième trimestre 2017 (52 \$) et de 20 % par rapport au quatrième trimestre 2016 (51 \$). Les stocks de brut se sont de nouveau réduits, provoquant une pression à la hausse sur les cours.

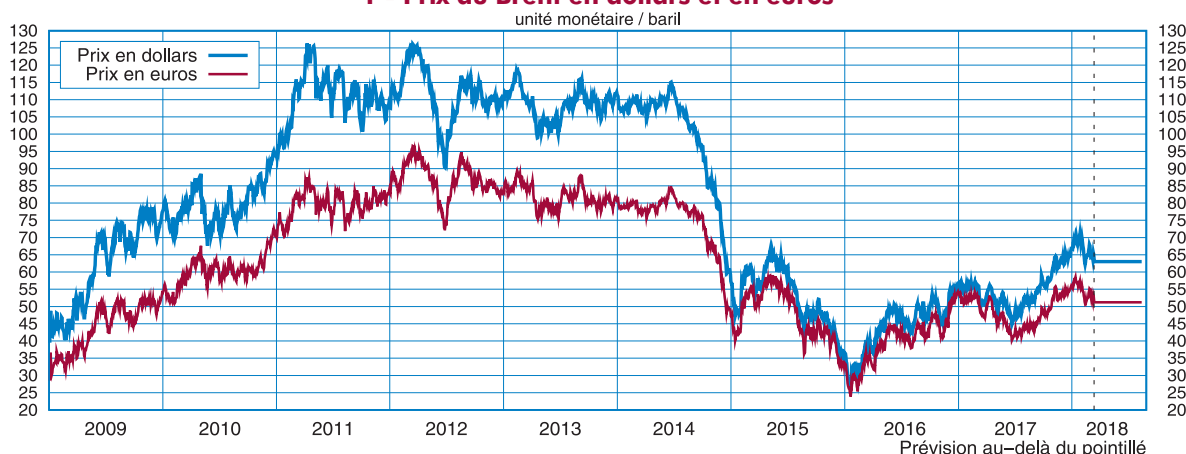
À l'horizon de la prévision, le cours du pétrole est conventionnellement figé à 63 \$, son niveau de mi-février.

### D'ici juin 2018, la demande suivrait son rythme tendanciel

Après un léger recul au troisième trimestre, la demande mondiale s'est de nouveau réduite au quatrième trimestre 2017. La demande des pays hors OCDE (hors Chine) a baissé, notamment en Russie et au Moyen-Orient du fait des conditions climatiques, et en Amérique latine. Au total sur l'année 2017, la demande a augmenté de 0,4 Mbpj (millions de barils par jour), une hausse inférieure à celles de 2016 (+1,2 Mbpj) et de 2015 (+0,7 Mbpj).

Au premier trimestre 2018, la demande rebondirait, portée par la demande des pays hors OCDE (hors Chine) puis poursuivrait sa hausse au deuxième trimestre 2018.

1 - Prix du Brent en dollars et en euros



Source : Commodity Research Bureau

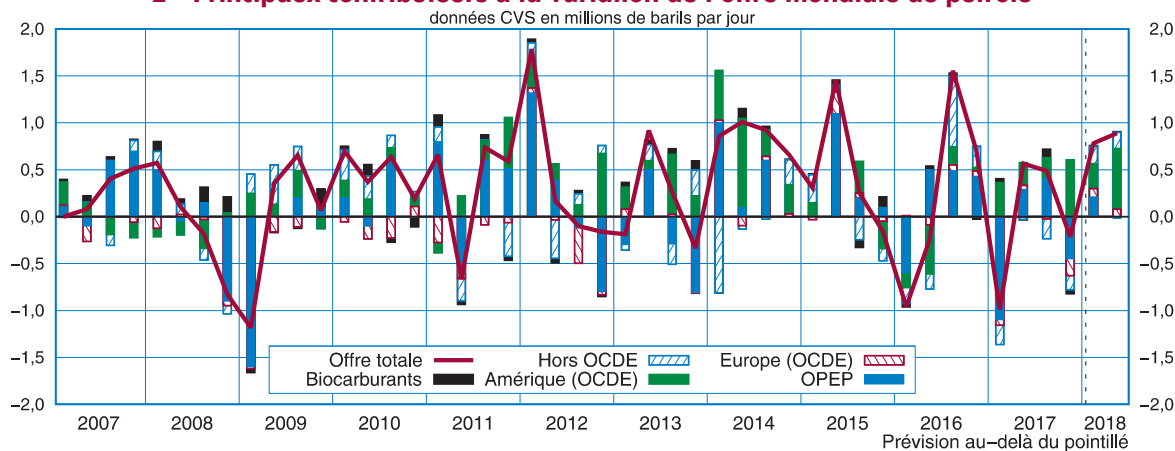
## Développements internationaux

### L'offre serait en hausse au premier semestre 2018

Au quatrième trimestre 2017, l'offre mondiale a diminué, essentiellement du fait des pays de l'OPEP (*graphique 2*). En particulier, la production vénézuélienne a chuté de 0,14 Mbpj, à cause d'un réseau pétrolier dégradé. L'Arabie Saoudite a stabilisé sa production à un niveau bien en-dessous du seuil de production défini par l'OPEP. La production irakienne s'est abaissée par rapport au troisième trimestre. L'Iran et le Nigeria ont stabilisé leur production au maximum de leur capacité de production. En revanche, la production libyenne a continué de se redresser. La Russie, également engagée par l'accord avec l'OPEP, a stabilisé sa production, proche de l'objectif de production prévu par l'accord. Aux États-Unis, la production a augmenté au quatrième trimestre et le nombre de forages de nouveaux puits a ralenti puis s'est stabilisé en décembre.

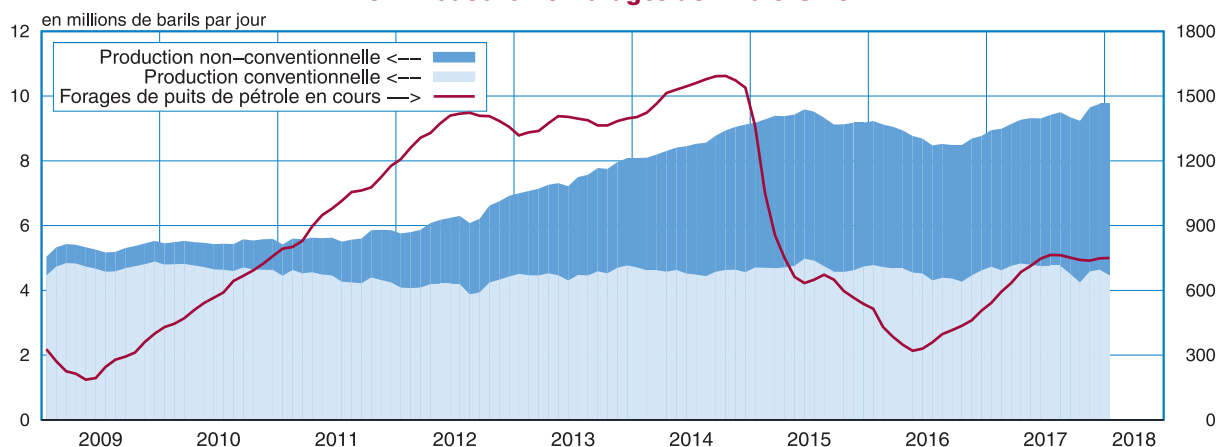
Au premier trimestre 2018, la production de l'OPEP augmenterait légèrement. La production au Venezuela continuerait de chuter et la production irakienne souffrirait toujours des conséquences des tensions au Kurdistan irakien. Les productions libyenne et nigérienne continueraient de progresser et les productions saoudienne et iranienne se maintiendraient à leur niveau de 2017. Selon l'Agence Internationale d'Énergie (AIE), la Russie conserverait un niveau de production proche de celui du quatrième trimestre. Sur l'ensemble du premier semestre 2018, la production de l'OPEP serait en légère hausse, toujours du fait des pays exemptés de réduction. Stimulée par la hausse du prix du baril en 2017, l'augmentation du nombre de forages aux États-Unis en 2017 se traduirait par un redémarrage conséquent de la production non conventionnelle (*graphique 3*), que prévoient à la fois le département de l'énergie américain et l'AIE. Néanmoins, le volume de cette production américaine reste le principal aléa sur le cours du Brent.

### 2 - Principaux contributeurs à la variation de l'offre mondiale de pétrole



Sources : AIE, Insee

### 3 - Production et forages aux États-Unis



Sources : AIE, Baker Hughes

## Développements internationaux

Au total, la production mondiale serait en hausse à l'horizon de la prévision. La demande progresserait au même rythme ; le marché serait donc à l'équilibre (*graphique 4*).

### Le niveau des stocks se réduit, mais reste élevé

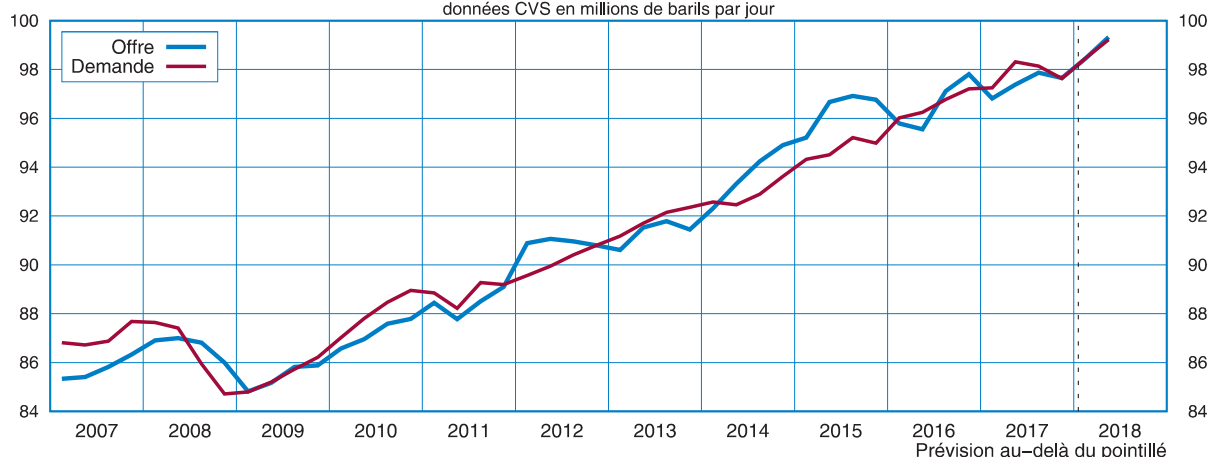
Les stocks de pétrole brut aux États-Unis ont diminué au cours des trois derniers trimestres, pour atteindre 436,8 millions de barils en décembre 2017, selon les données du département de l'énergie américain. A un niveau bien inférieur à celui de décembre 2015, ils restent cependant au-dessus (+29 %) de la moyenne de 2011-2014. Toute pression haussière sur les cours pourrait donc être contenue par un recours à ces réserves commerciales d'un niveau encore élevé.

### Les prix des matières premières se replient un peu

Au quatrième trimestre 2017, les prix de l'ensemble des matières premières exprimés en euros ont légèrement baissé (-0,1 %), remontant en décembre après un creux en octobre (*graphique 5*). En moyenne, les cours des céréales et des métaux ferreux ont baissé au quatrième trimestre (-4,2 % et -7,8 %). En revanche, les prix des autres matières premières ont augmenté, en particulier les prix des matières premières agricoles sous l'effet des prix des fibres textiles (+2,7 %). En effet les prix du coton ont augmenté, du fait des dégâts causés par les ouragans sur les récoltes aux États-Unis. ■

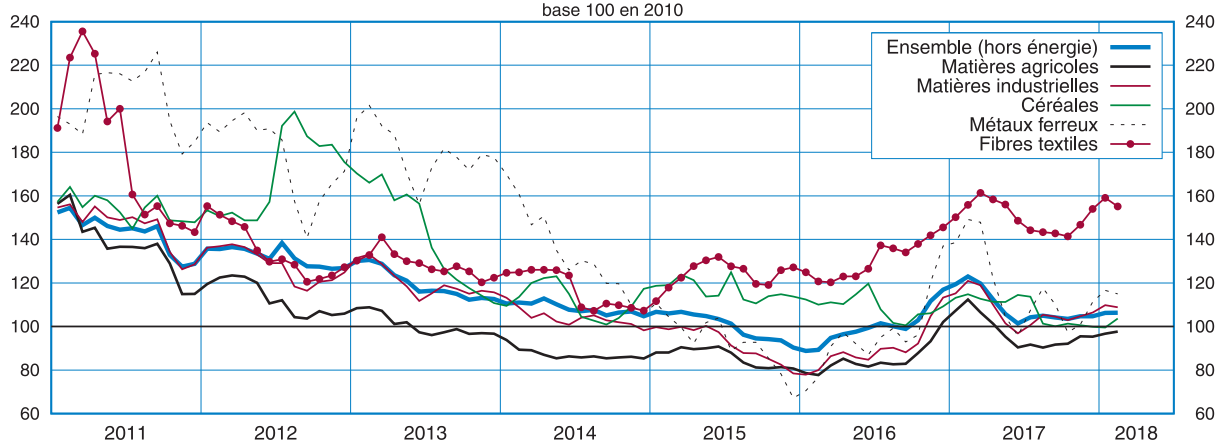
#### 4 - Marché mondial du pétrole

données CVS en millions de barils par jour



#### 5 - Indices des prix des matières premières en euros

base 100 en 2010

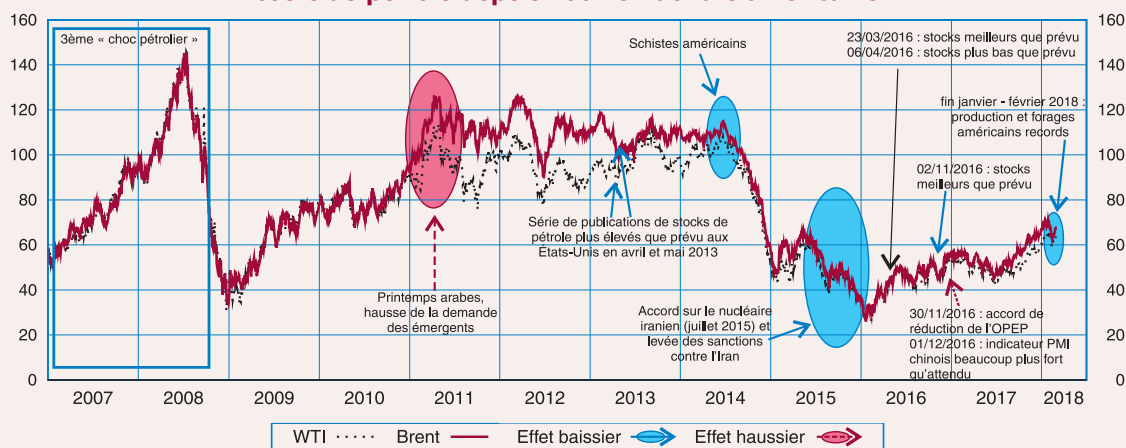


### Les publications conjoncturelles macroéconomiques influencent peu les variations des prix du pétrole

Le prix du pétrole est sujet à de fortes fluctuations. Depuis 2014, il a été quasiment divisé par quatre, passant de 115 \$ en août 2013 à moins de 30 \$ en janvier 2016, avant d'augmenter à nouveau jusqu'à 64 \$ mi-février 2018. Le prix du pétrole a un impact certain sur l'activité économique : il affecte le pouvoir d'achat des ménages et donc leur consommation et influence aussi les coûts de production des entreprises. Si la prévision du prix du baril s'avère ardue, on peut tout de même s'interroger sur ses déterminants, qu'ils passent via l'offre ou via la demande.

L'offre de pétrole peut varier en raison de nombreux facteurs, comme les tensions géopolitiques et l'entrée sur le marché de nouveaux producteurs, par exemple de pétrole de schiste aux États-Unis. La situation économique et la conjoncture des pays importateurs influencent la demande mondiale et donc le prix. Une fois isolés les facteurs de long terme, le prix du pétrole reste toutefois très volatil à court terme. Les opérateurs financiers suivent avec attention le calendrier macroéconomique et les publications conjoncturelles, une part de cette volatilité pourrait être expliquée par ces nouvelles. Cependant, l'impact à court terme de la publication des indicateurs conjoncturels macroéconomiques sur le prix du pétrole, comme les indices *Purchasing Managers Index* (PMI) ou la croissance du PIB, apparaît très faible.

Cours du pétrole depuis 2007 en dollars américains



Quelques événements et annonces macroéconomiques ou géopolitiques remarquables sont présentés sur le graphique, en rouge pour les événements haussiers et en bleu pour les événements baussiers. Par exemple, les printemps arabes et la forte hausse de la demande de pétrole venant des pays émergents en 2011, l'annonce par l'OPEP d'un accord de réduction de la production le 30 novembre 2016 ainsi que la publication d'un PMI manufacturier bien plus élevé qu'attendu en Chine le 1<sup>er</sup> décembre 2016 ont exercé une pression à la hausse sur les prix du pétrole. Symétriquement, la perspective de la levée des sanctions contre l'Iran fin 2015 et donc d'une reprise des exportations iraniennes de pétrole a conduit à une forte baisse des cours. Au printemps 2016, la nette tendance à la hausse des cours du pétrole a été brièvement interrompue par l'annonce le 23 mars 2016 de stocks meilleurs que prévu. Le prix du baril a aussi plongé après le dépassement de la barre des 10 millions de barils par jour pour la production américaine fin janvier et début février 2018. Certaines annonces macroéconomiques en décalage avec les anticipations ont ainsi semblé surprendre les marchés et avoir un impact sur les prix du pétrole. Cependant, des événements isolés ne suffisent pas pour produire une régularité statistique ; il s'agit d'étudier si des effets provoqués par ces surprises peuvent être identifiés et estimés statistiquement.

#### À long terme, les prix du pétrole s'équilibrent en fonction de l'offre et la demande

Afin d'estimer les effets des surprises macroéconomiques sur les variations de court terme du prix du pétrole, il convient d'identifier les relations de long terme qui le déterminent. Le but n'est pas ici d'élaborer un modèle de prévision, mais d'isoler les variables influençant le prix du pétrole à long terme. Ces variables permettent d'évaluer l'offre et la demande de pétrole : les stocks américains de pétrole, les indices PMI aux États-Unis, en Chine et en Russie, la moyenne de la production américaine de pétrole au cours des six derniers mois, la prévision de l'offre mondiale de pétrole hors OPEP par l'Agence Internationale de l'Énergie (AIE) ainsi que le taux de change euro/dollar américain, exprimé en dollar américain pour 1 €.

Les résultats confirment l'existence d'une relation de long terme entre les prix du pétrole et les variables retenues. Les variables d'offre (PMI russe, stocks, production, prévisions d'offre) pèsent négativement sur le prix du pétrole, alors que les variables de demande (PMI en Chine et aux États-Unis, taux de change euro/dollar) contribuent positivement à la formation des prix.

L'impact des surprises macroéconomiques sur les variations de court terme du prix du pétrole peut ensuite être isolé et estimé en ayant tenu compte des principaux déterminants du cours du baril au sein de la relation de long terme.

### Les publications conjoncturelles peuvent avoir un impact de court terme si elles diffèrent des anticipations

Les marchés financiers anticipent les valeurs des publications conjoncturelles. Ainsi, l'incidence sur le cours du pétrole d'une nouvelle donnée macroéconomique en ligne avec ces anticipations est *a priori* nulle, le cours intégrant déjà l'information anticipée. En revanche, les surprises macroéconomiques, définies comme les écarts entre les valeurs publiées et leurs anticipations par les marchés financiers, peuvent avoir un impact sur le cours du pétrole.

Comme sur le long terme, les variations à court terme du prix du pétrole peuvent être influencées par des surprises sur les variables d'offre ou de demande. Les variations de stocks et les révisions des prévisions d'offre mondiale par l'AIE apportent par exemple une nouvelle information sur l'offre. Côté demande, les indicateurs PMI, la production industrielle et le PIB de certains pays ainsi que les révisions des estimations et prévisions par l'AIE de la demande mondiale de pétrole sont également à considérer. Certaines de ces variables décrivent l'activité économique sur une période passée au moment de leur publication. Elles apportent aux acteurs financiers une connaissance synthétique de l'évolution économique récente et peuvent surprendre les observateurs.

En complément de l'effet des nouvelles macroéconomiques, l'écart entre le prix du pétrole observé et son niveau théorique de long terme permet également d'expliquer une partie des variations quotidiennes du cours du baril. Par exemple, si ce prix est supérieur à son niveau de long terme au regard de ses déterminants fondamentaux, il aura tendance à diminuer pour retrouver ce niveau.

### Les variations inattendues des stocks de pétrole expliquent une partie des variations des prix

Selon les estimations, les surprises à la hausse sur les stocks (i.e. lorsque le niveau des stocks est supérieur à celui anticipé) pèsent significativement à la baisse sur le prix du pétrole, tant Brent<sup>1</sup> que WTI<sup>2</sup>. Une croissance annuelle de la production industrielle en zone euro différente de celle attendue a également un impact significatif sur le Brent, tout comme une croissance annuelle du PIB américain différente de celle attendue a un impact significatif sur le WTI. En revanche les surprises liées aux autres publications macroéconomiques et les révisions des prévisions d'offre n'ont pas d'effet significatif. Les révisions par l'AIE de ses prévisions de demande mondiale de pétrole ont un effet positif non négligeable sur les variations du pétrole WTI mais pas sur celles du Brent.

Selon la modélisation retenue, si les prix du Brent ou du WTI sont supérieurs d'un dollar à leurs niveaux d'équilibre de long terme, leurs variations seront, toutes choses égales par ailleurs, diminuées de 0,03 \$ par jour. Il s'agit d'un mécanisme de rappel propre aux équilibres macroéconomiques entre les variables considérées. Comme il existe une relation de long terme entre le prix du baril et ses fondamentaux, les divergences de court terme entre le prix et ses déterminants ont tendance à s'estomper.

À l'examen des données du 25 juin 2014 au 13 février 2018, un écart entre la variation réelle des stocks commerciaux de pétrole aux États-Unis et les anticipations du marché de l'ordre d'un écart-type (soit environ 4,8 millions de barils) diminue en moyenne le prix du Brent de 0,20 \$ et celui du pétrole WTI de 0,24 \$.

De plus, une révision à la hausse d'un million de barils par jour de la prévision de demande mondiale de pétrole de l'AIE pour le trimestre suivant engendre toutes choses égales par ailleurs une augmentation du prix du pétrole WTI de 2,10 \$. Le prix du Brent augmente probablement également après une telle révision, mais ses variations quotidiennes semblent davantage influencées par d'autres facteurs ou des spécificités locales de son marché : cette révision n'est pas significative et n'est donc pas retenue dans l'équation.

Enfin, une croissance annuelle de la production industrielle en zone euro inférieure d'un écart-type (0,8 point) aux anticipations augmente le prix du Brent de 0,36 \$, et une croissance trimestrielle du PIB aux États-Unis inférieure d'un écart-type aux anticipations (0,5 point de pourcentage) augmente le WTI de 0,40 \$. Ce dernier effet pourrait s'expliquer par une anticipation de contrecoup : la croissance de la production ayant été moins élevée qu'attendu, il est possible qu'elle revienne à ses niveaux tendanciels le trimestre suivant, et donc que la demande augmente par effet de rattrapage. Par ailleurs, si la croissance de la production a été plus élevée qu'attendu, il est moins probable qu'elle augmente encore et que la demande s'accroisse de nouveau et dépasse son niveau du trimestre précédent, déjà particulièrement élevé au regard des anticipations. Le 30 janvier 2015 et le 29 mai 2015 par exemple, la croissance du PIB américain a été plus faible qu'attendu, à +2,6 % au lieu de 3,3 % et -0,7 % au lieu de +0,2 % respectivement, soit des surprises négatives de l'ordre de -1,3 et -1,7 écart-type respectivement. Elles ont coïncidé avec une hausse du pétrole WTI de 3,7 dollars entre le 29 et le 30 janvier 2015, et de 2,6 dollars entre le 28 et le 29 mai 2015.

Un autre canal possible est l'anticipation de la politique monétaire : une croissance plus élevée qu'attendu pourrait accroître les tensions inflationnistes, et donc conduire à un resserrement monétaire, diminuant la demande anticipée et donc le prix du pétrole.

1. Le Brent est un pétrole puisé en mer du Nord, une référence pour les approvisionnements européens.

2. Le WTI (*West Texas Intermediate*) est un pétrole léger produit et raffiné en Amérique du Nord.

## Développements internationaux

### Cependant la volatilité expliquée reste très faible : l'essentiel des variations des cours pétroliers dépend d'autres facteurs

Les écarts des prix du pétrole à leur niveau de long terme et les surprises sur les stocks n'expliquent qu'environ 3,6 % de la volatilité des prix du pétrole Brent et 2,5 % environ de celle du pétrole WTI. Plus de 96 % des variations quotidiennes sont donc inexpliquées par les facteurs considérés. Ce résultat est conforme à plusieurs conclusions de la littérature sur ce sujet, par exemple ceux de Kilian et Vega (2011). Ainsi, les surprises dans les évolutions macroéconomiques n'ont quasiment pas d'effet immédiat sur la volatilité du prix du pétrole, ce qui conforte les modèles théoriques et empiriques utilisés par ailleurs pour la prévision et qui reposent sur cette hypothèse. ■

### Bibliographie

**Coffinet J. et Gouteron S.** (2009), « Euro-Area Yield Curve Reaction to Monetary News », *German Economic Review*, 11(2), p. 208-224.

**Jess N., Roucher D., Bernard J.-B. et Cléaud G.** (2013), « Comment prévoir le prix du pétrole ? », *Note de conjoncture*, Insee, juin, p. 41-58.

**Kilian L. et Vega C.** (2011), « Do Energy Prices Respond to U.S. Macroeconomic News ? A Test of the Hypothesis of Predetermined Energy Prices », *The Review of Economics and Statistics*, 93 (2), mai, p. 660-671.

**King K., Deng A. et Metz D.** (2012), « An Econometric Analysis of Oil Price Movements : The Role of Political Events and Economic News, Financial Trading and Market Fundamentals », *Bates White Economic Report*, janvier. ■

### Méthodologie

Les données recueillies relèvent d'indicateurs macroéconomiques généraux ou de variables concernant le marché du pétrole (forages et production aux États-Unis publiés chaque vendredi, stocks commerciaux de pétrole aux États-Unis, prévisions de l'offre et de la demande de pétrole publiées par l'Agence Internationale de l'Énergie, AIE). Les données concernant les indicateurs économiques proviennent du site [tradingeconomics.com](http://tradingeconomics.com), qui centralise la dernière valeur publiée, le consensus des analystes (moyenne des anticipations d'un ensemble d'économistes de marché) et la précédente valeur.

La période d'analyse retenue s'étend du 25 juin 2014 au 13 février 2018, en considérant les niveaux des prix et leurs variations quotidiennes afin d'estimer l'impact d'une surprise sur la variation du prix du pétrole entre la veille et le jour de l'annonce. L'exercice s'inspire ainsi de la méthode de plusieurs auteurs, comme Kilian et Vega (2011) et Coffinet et Gouteron (2009), qui étudient cependant les variations infra-quotidiennes, entre quelques minutes avant et quelques minutes après l'annonce. Seules les variations quotidiennes, et non horaires, sont étudiées ici, en raison de la disponibilité des données et de la visée économique de l'analyse.

La surprise (écart entre le chiffre réellement publié et le consensus des analystes) est calculée soit en pourcentage, soit normalisée par son écart-type comme le font Kilian et Vega (2011).

Une hypothèse standard dans l'utilisation de modèles vectoriels autorégressifs (VAR) est l'absence d'effet immédiat des agrégats macroéconomiques sur le prix du pétrole. Mais le pétrole peut être vu comme un actif stockable et homogène ; son prix, déterminé par l'offre et la demande, pourrait réagir à toute nouvelle porteuse d'informations ou d'indices sur l'offre et la demande anticipées, et donc à des nouvelles macroéconomiques comme le cours des actions ou les taux de change (voir par exemple Kilian et Vega, 2011). Par exemple, une surprise positive sur des mesures de la production actuelle ou future ou sur l'emploi pourrait être associée à une variation positive du prix du pétrole, en raison d'une demande supérieure aux attentes. Dans leur article, Kilian et Vega ne trouvent qu'un faible effet des surprises macroéconomiques sur le prix du pétrole WTI.

Les relations de long terme entre le niveau des prix et leurs déterminants sont les suivantes :

$$\begin{aligned} WTI_t = & -204,5_{(-15,0)} - 0,00031^*_{(-9,1)} \Delta stocks_t + 4,12^*_{(32,6)} PMI_{USA,t} + 5,53^*_{(13,9)} PMI_{China,t} - 1,8^*_{(-11,5)} PMI_{Russie,t} \\ & - 0,0075^*_{(-6,7)} Prodmoyenne_{USA,t} + 86,0^*_{(27,5)} tx_{EUR/USD,t} - 3,1^*_{(-6,3)} Offre\_prévue\_proc \\ & - 0,12^*_{(-3,4)} Offre\_prévue\_cur + Résidus_{WTI,t} \end{aligned}$$

$$R^2 \text{ ajusté} = 0,91$$



$$\begin{aligned}
 Brent_t = & -298_{(-20,9)} - 0,0058_{(-5,0)} * Prod_{moyenne_{USA,t}} - 0,00026_{(-7,3)} * \Delta stocks_t + 6,29_{(15,3)} * PMI_{China,t} \\
 & + 4,9_{(37,5)} * PMI_{USA,t} + 89,1_{(27,3)} * tx_{EUR/USD,t} - 3,1_{(-6,1)} * Offre\_prévue\_proc + Résidu_{Brent,t}
 \end{aligned}$$

$$R^2 \text{ ajusté} = 0,92$$

Pour ces deux équations, la période d'estimation est la même, du 25 juin 2014 au 13 février 2018 (920 observations).

Les notations sont les suivantes :

- $WTI_t$  et  $Brent_t$  représentent les prix à la date  $t$  du pétrole WTI et Brent (mer du Nord), respectivement ;
- $\Delta stocks_t$  représente la dernière variation des stocks publiée par l'EIA (*Energy Information Administration*), agence rattachée au Département américain de l'Énergie, disponible à la date  $t$  ;
- $PMI_{USA,t}$ ,  $PMI_{China,t}$  et  $PMI_{Russie,t}$  représentent respectivement les derniers indices PMI manufacturiers disponibles à la date  $t$  pour les États-Unis (publié par Markit), la Chine (publiés par le Bureau national des statistiques chinois) et la Russie (publié par Markit) ;
- $Prod_{moyenne_{USA,t}}$  représente la moyenne de la production américaine de pétrole calculée sur les 6 derniers mois ;
- $tx_{EUR/USD,t}$  représente le taux de change EUR/USD à la date  $t$ , exprimé en dollars pour un euro ;
- $Offre\_prévue\_cur$  et  $Offre\_prévue\_proc$  représentent les dernières prévisions de l'AIE disponibles pour les productions mondiales hors OPEP (Agence Internationale de l'Énergie) pour le trimestre en cours et le trimestre suivant, respectivement ;
- $Résidu_{WTI,t}$  et  $Résidu_{Brent,t}$  représentent les composantes résiduelles non expliquées par les variables ci-dessus, soit l'écart entre les valeurs prédites par ces variables et les prix observés à la date  $t$ .

Les équations de court terme pour les variations du prix du pétrole sont quant à elles les suivantes :

$$\Delta Brent_t = -0,20_{(-27)} * Surprise\_Stocks_t - 0,36_{(-1,9)} * Surprise\_prodindus\_ZE_t - 0,03_{(-4,5)} * Résidu_{Brent,t-2}$$

$$R^2 \text{ ajusté} = 0,030$$

Période d'estimation : du 27 juin 2014 au 13 février 2018 (918 observations)

$$\begin{aligned}
 \Delta WTI_t = & -0,05_{(-1,4)} - 0,24_{(-2,9)} * Surprise\_Stocks_t - 0,43_{(-1,9)} * Surprise\_USAgrowth_t \\
 & + 2,1_{(3,4)} * RevDemande\_prochainTrimestre_t - 0,029_{(-3,6)} * Résidu_{WTI,t-1}
 \end{aligned}$$

$$R^2 \text{ ajusté} = 0,029$$

Période d'estimation : du 27 juin 2014 au 13 février 2018 (918 observations)

Avec les notations suivantes :

- $\Delta Brent_t$  et  $\Delta WTI_t$  représentent respectivement les différences arithmétiques des prix du pétrole Brent et WTI d'un jour au lendemain (entre  $t-1$  et  $t$ ) ;
- $Surprise\_Stocks_t$  représente la surprise apportée par la publication par l'EIA de la variation du niveau des stocks par l'EIA. Cette variable vaut 0 les jours où il n'y a pas de publication. Les jours de publication, cette variable est égale au ratio de la différence entre la valeur publiée par l'EIA et les anticipations du marché, d'une part, sur l'écart-type de cette différence calculée sur l'ensemble des jours de publications de l'échantillon, d'autre part ;
- $Surprise\_prodindus\_ZE_t$  représente la surprise à la date  $t$  apportée par la publication mensuelle de la croissance annuelle de la production industrielle en zone euro (sur douze mois glissants), calculée de la même manière que la surprise sur les stocks ;
- de même,  $Surprise\_USAgrowth_t$  représente la surprise à la date  $t$  apportée par la publication de la croissance du PIB des États-Unis ;
- $RevDemande\_prochainTrimestre_t$  représente la révision par l'AIE de ses prévisions de demande mondiale de pétrole pour le prochain trimestre, en millions de barils par jour. Cette variable vaut 0 les jours sans publication de rapport de l'AIE (*Oil market report*) et est égale au pourcentage de révision sur le trimestre considéré les jours de publication.
- $Résidu_{WTI,t-1}$  et  $Résidu_{Brent,t-2}$  représentent respectivement les résidus des équations de long terme pour le WTI et le Brent présentées plus haut, respectivement, un jour avant (dans le cas du WTI) et 2 jours avant (dans le cas du Brent), c'est-à-dire la différence constatée la veille (WTI) ou l'avant-veille (Brent) entre le niveau constaté et le niveau d'équilibre de long terme tel que simulé par ces variables et l'équation correspondante. ■

# Marchés financiers

## Les turbulences boursières ne freinent pas la dynamique financière

Les banques centrales cherchent à réduire progressivement leurs politiques monétaires accommodantes sans freiner l'activité économique. La Réserve fédérale (Fed) a augmenté ses taux directeurs en décembre 2017 et devrait procéder à trois ou quatre nouvelles hausses en 2018, confortée par une inflation américaine autour de la cible de 2 % et par un marché du travail toujours très dynamique. La Banque Centrale Européenne (BCE) prolonge son assouplissement quantitatif jusqu'en septembre 2018, mais a diminué de moitié ses achats d'actifs à partir de janvier 2018.

Le crédit continue de progresser dans l'ensemble de la zone euro, avec toutefois quelques disparités : stables en Espagne, les encours de crédit au secteur privé non financier, aux entreprises et aux ménages progressent fortement en France et en Allemagne. Les encours de crédit en France sont sensiblement plus dynamiques que ceux des pays voisins, avec des taux d'intérêt équivalents pour les entreprises et plus faibles pour les ménages. Les banques européennes anticipent une stabilisation de leurs conditions de crédit après leur assouplissement récent. La proportion de crédits non performants diminue.

L'euro s'est apprécié face au dollar depuis janvier 2017, jusqu'à dépasser 1,24 \$ en janvier 2018 avec l'amélioration de la conjoncture économique européenne, avant de se replier début février et de se stabiliser autour

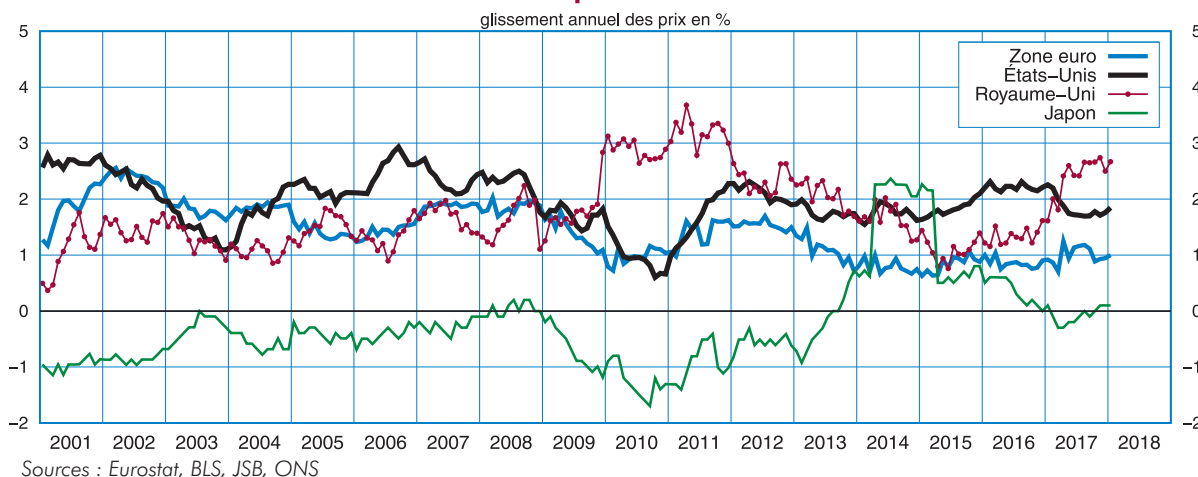
de 1,23 \$. Le taux de change effectif réel des exportateurs français s'est fortement apprécié au troisième trimestre 2017 puis stabilisé au quatrième trimestre. Par convention, le taux de change de l'euro est figé en prévision à 1,23 dollar, 0,87 livre sterling et 135 yens.

### La Fed normalise prudemment sa politique monétaire

La Fed a relevé ses taux directeurs en juin et décembre 2017 et procéderait à trois ou quatre nouvelles hausses en 2018. Elle accélère également la réduction de son bilan, lequel s'élève à 4 400 milliards de dollars, à raison de 20 milliards de dollars par mois depuis janvier 2018. L'ampleur de cette réduction s'intensifiera progressivement jusqu'à 50 milliards de dollars par mois fin 2018. La Fed est encouragée dans cette politique par la baisse du chômage à 4,1 % et une inflation – courante comme sous-jacente – dynamique, proche de la cible de 2 % (graphique 1).

Si la nomination de Jerome Powell, nouveau président du Conseil des gouverneurs de la Fed en remplacement de Janet Yellen, ne semble pas synonyme de rupture en matière de politique monétaire à court terme, le prochain remplacement de trois gouverneurs sur sept est, lui, susceptible de modifier les orientations de la politique monétaire américaine.

1 - Inflation sous-jacente dans le monde



### La BCE atténue sa politique monétaire accommodante

De son côté, la Banque centrale européenne (BCE) a confirmé en janvier la prolongation de sa politique accommodante et l'extension de son programme d'achats d'actifs au moins jusqu'en septembre 2018. Mais elle a publiquement remarqué l'accélération « plus forte que prévu » de l'activité économique en zone euro, renforçant les anticipations d'une fin progressive de son assouplissement quantitatif. L'inflation sous-jacente demeure proche de 1 %, inférieure à l'objectif de 2 %. Les taux directeurs restent à un niveau historiquement bas : le taux de facilité de dépôt est à -0,40 % depuis mars 2016 (*graphique 2*). Le gouverneur de la BCE, Mario Draghi, a annoncé que les trois taux directeurs resteraient à leurs niveaux actuels pendant « une période prolongée (...) bien après » la fin du programme d'achats de titres. Celui-ci sera poursuivi au moins jusqu'en septembre 2018, à un rythme plus modéré : 30 milliards d'euros par mois depuis janvier 2018, au lieu de 60 milliards d'euros auparavant.

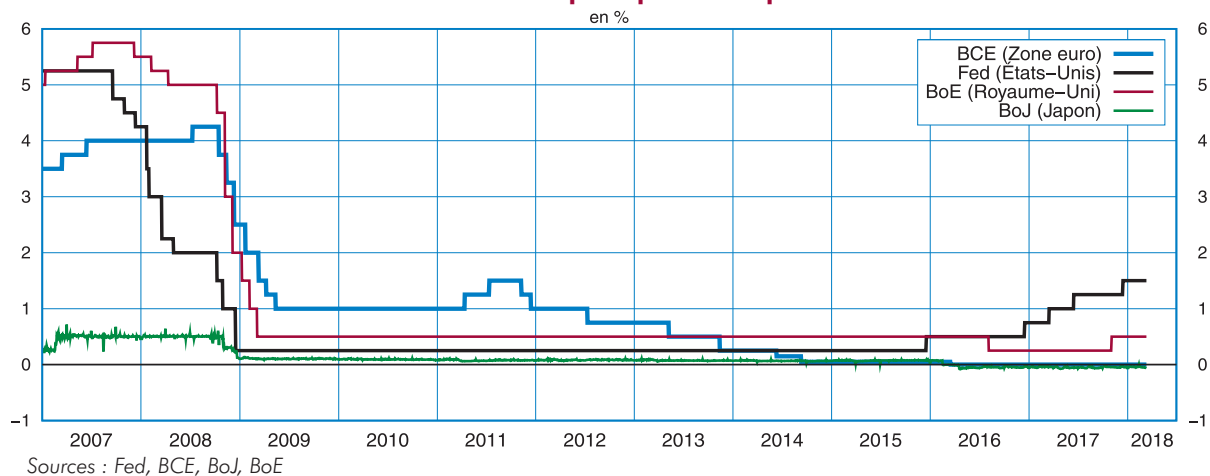
### Les taux souverains européens et américains augmentent

Les taux souverains des pays avancés ont rapidement augmenté en janvier 2018 sous l'effet de l'arrêt progressif ou anticipé des politiques monétaires accommodantes. Ils ne semblent pas souffrir des incertitudes liées à la crise politique en Catalogne, à la formation plus difficile que prévu du gouvernement en Allemagne ou aux élections italiennes. Les *spreads* diminuent légèrement : le *spread* franco-allemand fluctue autour de 30 points de base, alors que le *spread* italo-allemand s'est réduit à 130 points de base environ, au lieu de 200 points de base au premier trimestre 2017.

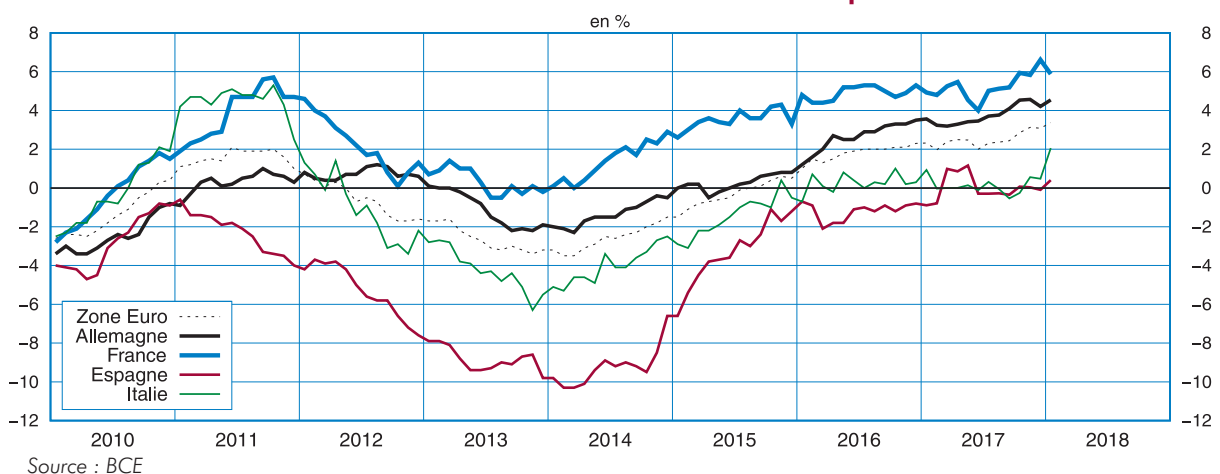
### Un crédit très dynamique en zone euro, particulièrement en France

Les conditions de crédit restent globalement très favorables dans la zone euro, avec des disparités entre pays. Les encours de crédit aux sociétés non financières de la zone euro continuent d'augmenter (*graphique 3*) : en janvier 2018, leur croissance sur un an atteint +5,9 % en France

## 2 - Taux directeurs des principales banques centrales



## 3 - Taux de croissance annuel des encours de crédit aux entreprises de la zone euro



## Développements internationaux

après +6,6 % en décembre 2017 et +4,5 % en Allemagne après +4,2 %. Ils augmentent de nouveau en Italie (+2,1% après +0,5 %) et en Espagne (+0,4 % après -0,1%). Les taux d'intérêt facturés aux entreprises se stabilisent dans les quatre grands pays : ils fluctuent autour de 1,5 % en Allemagne, en France et en Italie et autour de 2 % en Espagne.

La France se distingue de ses principaux partenaires européens sur le plan des crédits aux ménages, avec un taux d'intérêt plus faible et des encours bien plus dynamiques : la progression annuelle de ces encours atteint +5,9% en janvier 2018 contre +2,9 % pour la zone euro dans son ensemble. Ce mouvement ne semble pas pâtir de la légère hausse des taux des crédits nouveaux aux ménages.

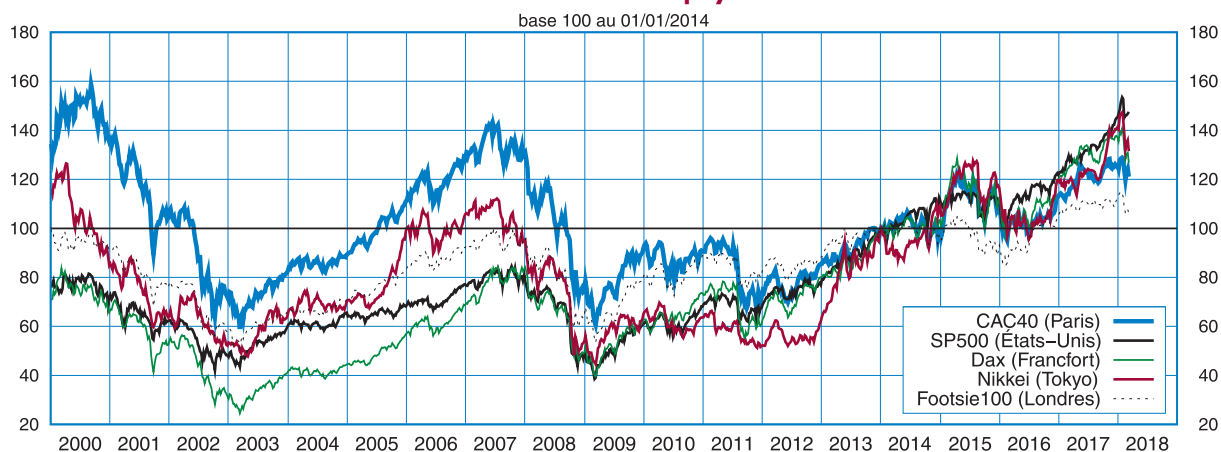
### Les bourses ont été bien orientées jusqu'à une correction boursière début février 2018

Le faible niveau des taux d'intérêt et la conjoncture économique favorable ont porté les indices boursiers à des niveaux historiquement élevés fin janvier 2018 et la volatilité à des niveaux historiquement bas. Début février 2018, une augmentation des salaires aux États-Unis plus élevée qu'attendu a provoqué une correction des indices boursiers et une augmentation brutale de la volatilité, les investisseurs s'alarmant des risques inflationnistes aux États-Unis et de la remontée des taux d'intérêt (*graphique 4*).

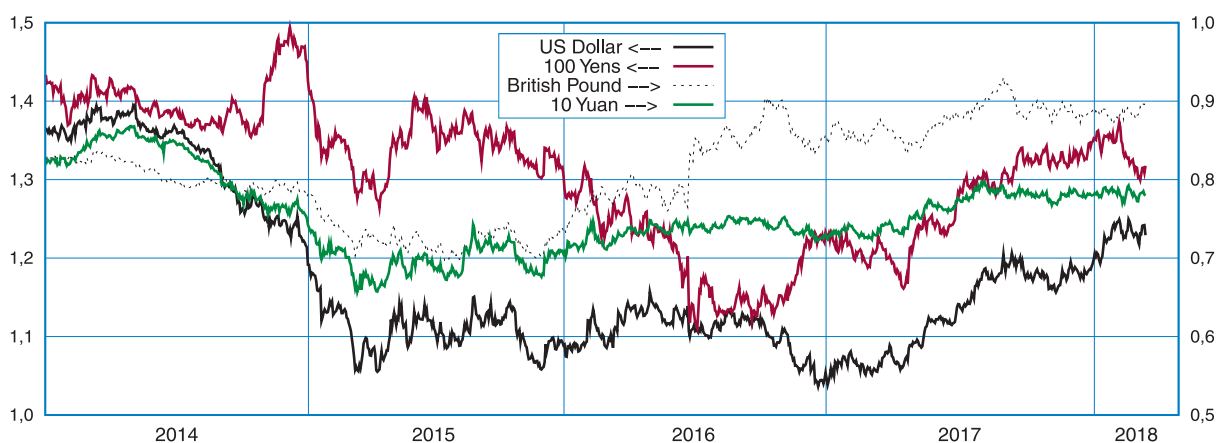
### L'euro s'est apprécié en janvier 2018

L'euro s'est significativement apprécié en 2017 et en janvier 2018 face au dollar et aux autres monnaies (*graphique 5*), porté par des perspectives économiques favorables. Ceci induit

#### 4 - Indices boursiers des pays avancés



#### 5 - Taux de change de l'euro

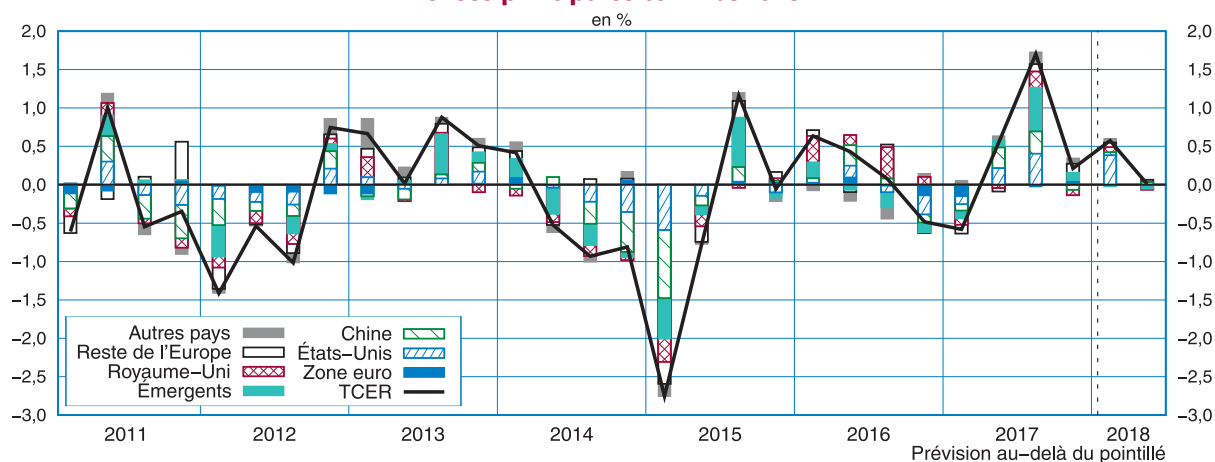


## Développements internationaux

une forte appréciation du taux de change effectif réel des exportateurs français au troisième trimestre 2017 (+1,7 %), ainsi qu'au premier trimestre 2018 (+0,5 % prévu, *graphique 6*). Début février, l'euro s'est légèrement déprécié, en raison de la hausse des taux d'intérêt et de la

correction boursière, et fluctue désormais autour de 1,23 \$. Par convention, le taux de change de l'euro est figé à 0,87 livre sterling, 135 yens et 1,23 dollar américain jusqu'à l'horizon de la prévision. ■

**6 - Variations trimestrielles du taux de change effectif réel (TCER) de la France et ses principales contributions**



Sources : Banque de France, instituts statistiques nationaux, calculs Insee

# Zone Euro

## La croissance reste dynamique

Au quatrième trimestre 2017, le PIB de la zone euro a augmenté de +0,6 %, comme prévu dans la Note de décembre. Il a été de nouveau soutenu par les échanges extérieurs (+0,4 point en contribution), comme au troisième trimestre. L'activité a été dynamique dans les grands pays européens. Avec un climat des affaires à un niveau élevé, la croissance resterait soutenue (+0,5 % par trimestre) au premier semestre 2018, malgré le léger essoufflement de la construction. L'activité atteindrait +1,8 % en acquis à mi-2018, après +2,5 % en moyenne sur l'année 2017. Ce dynamisme permettrait au chômage de baisser de 8,7 % fin 2017 à 8,5 % en juin 2018 (après 9,8 % fin 2016).

### L'activité reste solide dans la zone euro

Au quatrième trimestre 2017, l'activité a de nouveau progressé à un rythme élevé (+0,6 % après +0,7 %, *tableau*), comme prévu dans la Note de décembre. Elle a été dynamique dans les quatre grands pays européens : en Allemagne (+0,6 %), en Espagne (+0,7 %), en France (+0,6 %) et dans une moindre mesure en Italie (+0,3 %). En février 2018, le climat des affaires reste très favorable même si sa progression initiée mi-2016 a cessé (*graphique 1*). La croissance resterait donc soutenue au premier semestre 2018

(+0,5 % par trimestre), et ce malgré les incertitudes politiques allemandes puis italiennes. L'activité croîtrait de +1,8 % en acquis mi-2018 après +2,5 % en 2017.

Les enquêtes sur les perspectives d'emploi atteignent des niveaux élevés, en particulier dans les services où elles sont au plus haut depuis 2001. L'emploi resterait ainsi allant, si bien que le chômage continuerait de refluer pour atteindre 8,5 % en juin 2018.

### La consommation resterait robuste, portée par des salaires dynamiques

La consommation privée resterait dynamique d'ici mi-2018 (+0,5 % par trimestre), en ligne avec le haut niveau de confiance des ménages. Les salaires accéléreraient, en particulier du fait de l'Allemagne et de l'Espagne (*graphique 2*) alors que l'inflation atteindrait +1,5 % en glissement annuel à mi-2018. L'inflation sous-jacente, qui s'est timidement élevée à +0,9 % fin 2017, demeurerait proche de ce niveau.

Cette hausse des prix aurait légèrement érodé les gains de pouvoir d'achat en 2017 (+1,5 % après +1,8 % en 2016). Début 2018, grâce au dynamisme des salaires, le pouvoir d'achat garderait le même rythme, conduisant à un acquis de croissance de +1,2 % à la mi-2018.

### Produit intérieur brut et principaux agrégats des économies de la zone euro

Variations T/T-1, A/A-1 et niveaux en %

	Données trimestrielles										Données annuelles		
	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
<b>Zone euro</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>
France	0,6	-0,1	0,2	0,5	0,7	0,6	0,5	0,6	0,4	0,4	1,1	2,0	1,6
Allemagne	0,6	0,5	0,3	0,4	0,9	0,6	0,7	0,6	0,6	0,5	1,9	2,5	1,9
Espagne	0,7	0,8	0,7	0,7	0,8	0,9	0,7	0,7	0,7	0,6	3,3	3,1	2,3
Italie	0,3	0,1	0,2	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	1,0	1,5	1,2
Inflation de la zone euro (glissement annuel)	0,1	-0,1	0,3	0,7	1,8	1,5	1,4	1,4	1,3	1,5	0,2	1,5	1,3
Taux de chômage de la zone euro au sens du Bureau international du travail	10,3	10,1	9,9	9,8	9,5	9,1	9,0	8,7	8,6	8,5	10,0	9,1	8,5

Prévision

Sources : Eurostat, instituts statistiques nationaux, prévision Insee

## Développements internationaux

### L'investissement en équipement ne faiblirait pas

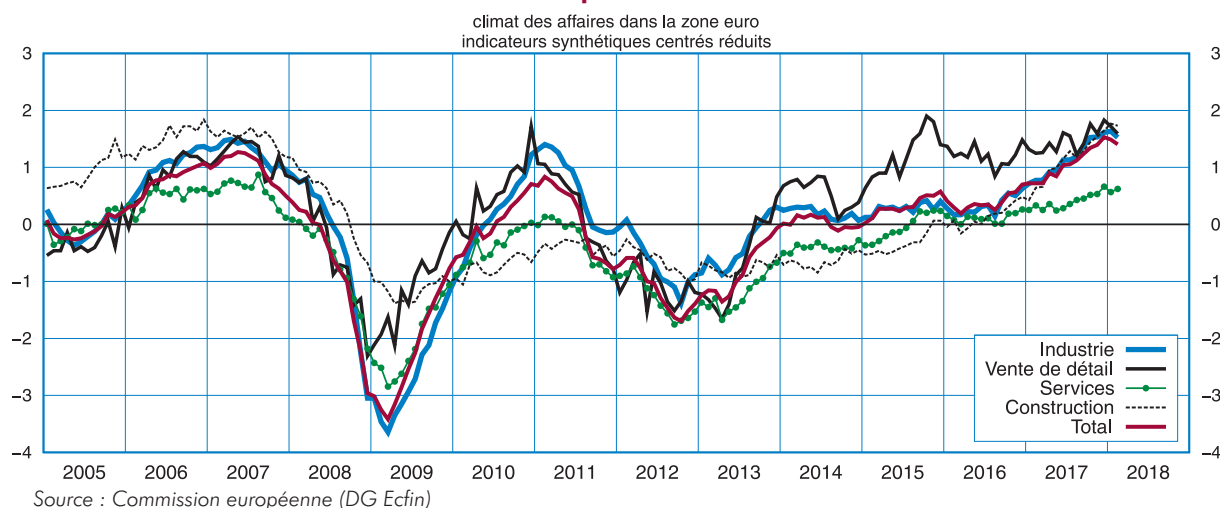
Au quatrième trimestre 2017, l'investissement en construction a légèrement ralenti (+0,7 % après +0,9 %). Il augmenterait en moyenne de +0,7 % par trimestre d'ici mi-2018. Les permis de construire perdent un peu de vigueur en particulier en France et en Allemagne (*graphique 3*). Toutefois, l'investissement en construction resterait un soutien à l'activité (+2,4 % en acquis mi-2018 après +3,5 % en moyenne sur l'année 2017). L'investissement en équipement a aussi décéléré au quatrième trimestre 2017 (+1,3 % après +2,4 %). Il conserverait un rythme élevé jusqu'à mi-2018, porté par les perspectives de demande et la situation financière florissante des entreprises

européennes, dans un contexte de tensions croissantes sur l'appareil productif. Son acquis de croissance annuelle atteindrait +5,1 % à mi-2018 après +4,9 % en moyenne en 2017.

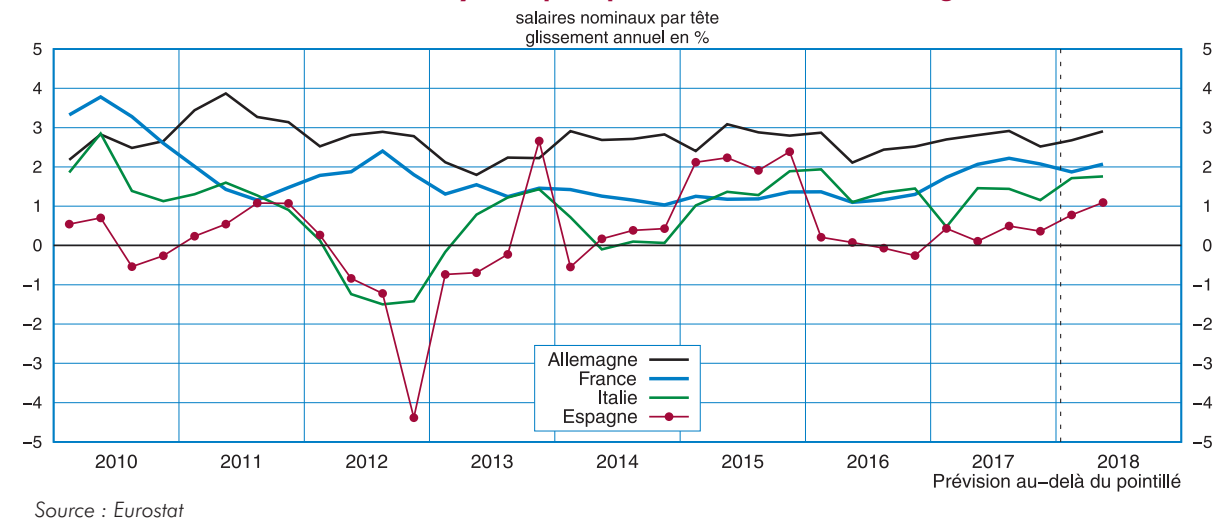
### L'appréciation de l'euro pèserait un peu sur les exportations

Au quatrième trimestre 2017, les exportations auraient gardé un rythme élevé (+1,9 % après +1,6 %), portées par les ventes aéronautiques françaises de décembre et un dynamisme record en Allemagne. Elles ralentiraient début 2018 (+0,9 % par trimestre), du fait de l'appréciation de l'euro en janvier 2018 et d'une demande mondiale un peu moins vigoureuse.

### 1 - La confiance des entrepreneurs a atteint des sommets



### 2 - Des salaires dynamiques, particulièrement en Allemagne

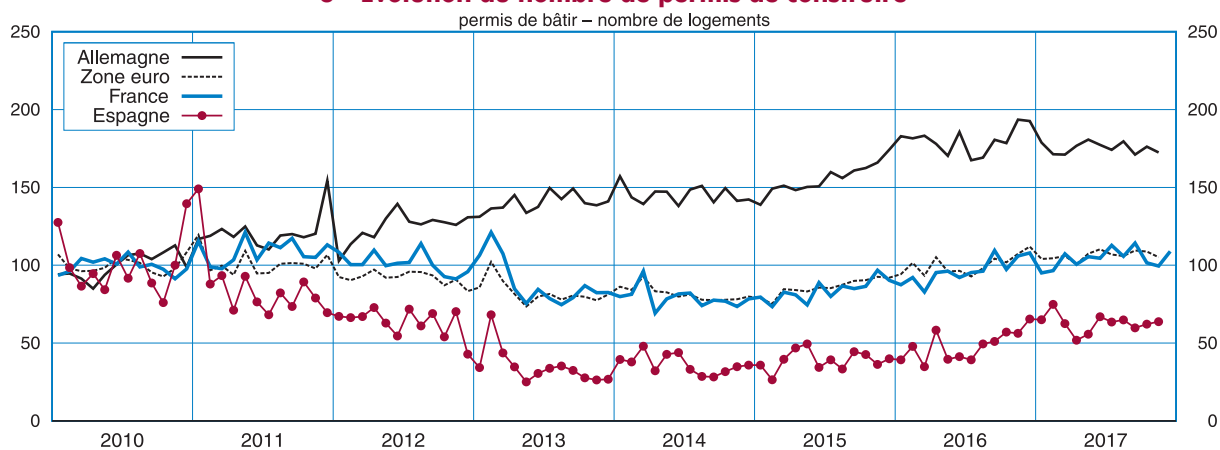


## Développements internationaux

Les importations ont accéléré au quatrième trimestre 2017 (+1,1 % après +0,6 %). D'ici mi-2018, elles resteraient solides pour servir la demande intérieure dans un contexte de tensions d'offre (+1,1 % au premier trimestre puis +1,2 %

au deuxième). Au total, la contribution du commerce extérieur à l'acquis de croissance économique mi-2018 serait positive (0,4 point après 0,6 point en 2017 et -0,5 point en 2016). ■

### 3 - Évolution du nombre de permis de construire



Source : Eurostat, base 100 en 2010



# Allemagne

## La croissance resterait solide

En Allemagne, la croissance de l'activité est restée solide au quatrième trimestre (+0,6 %) après un troisième trimestre très dynamique (+0,7 %). Les échanges extérieurs ont de nouveau soutenu la croissance et la consommation publique est restée dynamique. En 2018, les dépenses des ménages seraient à nouveau allantes, favorisées par des salaires dynamiques et un taux de chômage très bas. Mais les exportations perdraient un peu de vigueur, ce qui ferait légèrement ralentir l'activité (+0,6 % puis +0,5 %) malgré le dynamisme de l'investissement. Le produit intérieur brut a crû de 2,5 % sur l'année 2017 après +1,9 % en 2016. Pour 2018, l'acquis de croissance à l'issue du premier semestre serait de +1,9 %.

### La consommation des ménages accélérerait nettement

Au quatrième trimestre, les dépenses des ménages ont stagné après avoir baissé (0,0 % après -0,2 %). Les salaires ont nettement ralenti et le pouvoir d'achat a diminué. La consommation publique est restée dynamique (+0,5 % après +0,5 %). Les salaires reprendraient du tonus en début d'année 2018 (+0,9 % puis +0,8 %), favorisés par la hausse du salaire minimum progressivement appliquée depuis début 2017 et les négociations salariales. Le pouvoir d'achat rebondirait début 2018 malgré la remontée de l'inflation à 2,0 % à mi-année. Les créations d'emplois resteraient dynamiques (+0,4 % puis 0,3 %) et le taux de chômage stable à un niveau très bas. La consommation privée rebondirait (+0,6 % par trimestre), soutenant ainsi la croissance (*graphique*). L'incertitude liée à la formation du gouvernement n'a pas affecté la confiance des ménages. Le taux d'épargne resterait stable. Par

ailleurs, la consommation publique ralentirait légèrement (+0,4 % par trimestre).

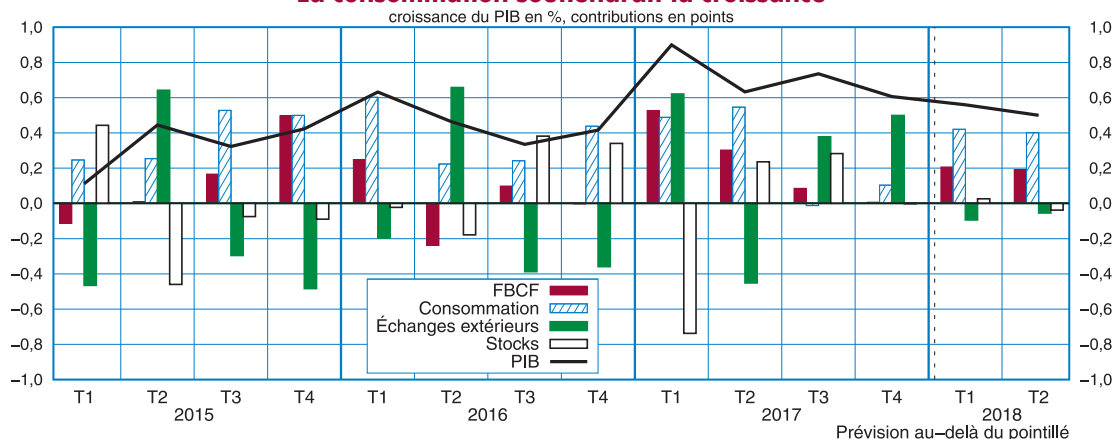
### L'investissement rebondirait

L'activité allemande a légèrement décéléré au quatrième trimestre 2017 (+0,6 % après +0,7 %). L'investissement a en effet encore ralenti fin 2017, du fait de la baisse dans la construction (-0,4 % après -0,3 %) et du ralentissement des investissements en biens d'équipement (+0,7 % après +1,3 %). L'investissement dans la construction rebondirait au premier trimestre comme le suggèrent les hauts niveaux des enquêtes (+0,7 %) puis ralentirait au deuxième trimestre suivant la moindre dynamique des permis de construire fin 2017 (+0,5 %). Les investissements en biens d'équipement accéléreraient aussi par contrecoup au premier trimestre et conserveraient ce rythme au deuxième trimestre (+1,8 % par trimestre).

### Les échanges extérieurs pèseraient un peu sur la croissance début 2018

Le commerce extérieur a de nouveau fortement soutenu la croissance au quatrième trimestre (+0,5 point), les exportations progressant alors plus vite que les importations (+2,7 % contre +2,0 %). Les échanges extérieurs pèseraient cependant sur la croissance début 2018 (-0,1 point par trimestre), le ralentissement des exportations (en moyenne +1,0 % par trimestre) étant plus net que celui des importations (+1,4 % par trimestre). L'activité allemande ralentirait alors légèrement aux premier et deuxième trimestres 2018 (+0,6 % puis +0,5 %). La croissance du PIB s'est nettement élevée en 2017 pour atteindre +2,5 %, après +1,9 % en 2016. L'acquis de croissance pour 2018 en fin de premier semestre serait de +1,9 %. ■

### La consommation soutiendrait la croissance



Sources : Destatis, calculs Insee

# Italie

## La croissance résisterait aux incertitudes politiques

En 2017, l'activité italienne a crû de 1,5 %, sa plus forte progression depuis 2010. En fin d'année, elle a augmenté de 0,3 %, après +0,4 % au troisième trimestre. Elle continuerait de progresser à une cadence assez soutenue au premier semestre 2018 (+0,4 % par trimestre), au même rythme que la consommation privée. L'investissement ne souffrirait pas d'attentisme dans le contexte des élections législatives du 4 mars. L'acquis de croissance serait de +1,2 % mi-2018.

### La consommation des ménages retrouverait un rythme allant

Au quatrième trimestre 2017, la consommation des ménages a ralenti (+0,1 % après +0,4 %). Le pouvoir d'achat s'infléchirait au premier trimestre 2018, les salaires nominaux progressant moins vite que l'inflation, avant de rebondir au deuxième (+0,0 % puis +0,5 %). Néanmoins, la hausse de l'emploi permettrait d'absorber l'accroissement de la population active, si bien que le taux de chômage diminuerait (10,8 % au deuxième trimestre, contre 11,2 % un an plus tôt). Le taux d'activité, très dynamique, serait porté par une participation accrue des seniors au marché du travail (*éclairage*). La confiance des ménages reste élevée en février et l'épargne de précaution se réduirait un peu, permettant à la consommation de retrouver un rythme soutenu (+0,4 % par trimestre).

### L'investissement en équipement soutiendrait la croissance

Après une forte expansion au troisième trimestre 2017 (+8,0 %), l'investissement en équipement a progressé un peu moins vite au quatrième

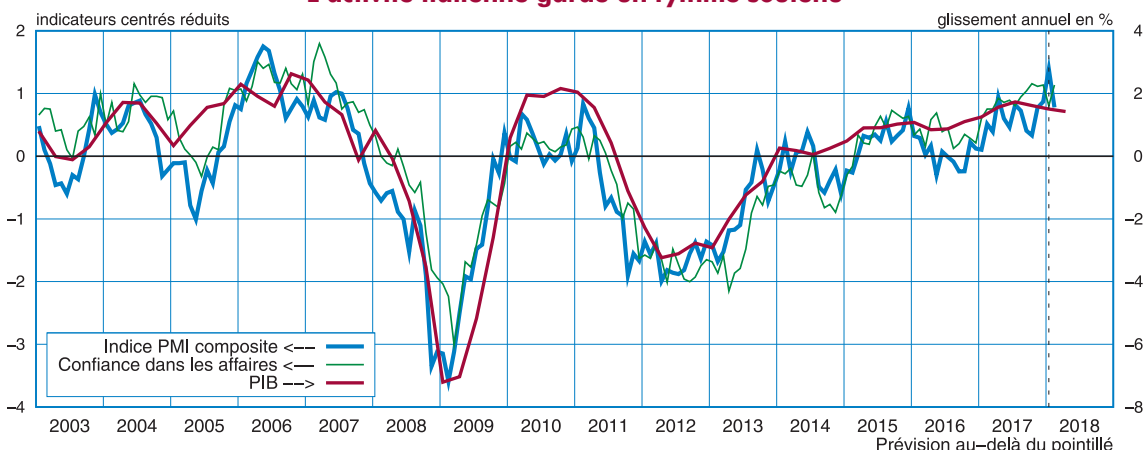
trimestre (+3,5 %). Il continue cependant de bénéficier de conditions favorables : confiance des industriels en hausse et capacités d'autofinancement élevées. Ainsi, l'investissement en équipement conserverait un rythme soutenu (+1,2 % par trimestre) jusqu'à mi-2018. L'acquis de croissance atteindrait déjà +9,8 % en juin 2018, l'investissement ne souffrant pas d'attentisme dans le contexte des élections législatives du mois de mars.

Au quatrième trimestre 2017, l'investissement en construction a continué sa progression rapide (+0,9 %), après un début 2017 plus heurté. Les indicateurs avancés, en baisse, laissent présager une croissance modérée jusqu'en juin (+0,3 % par trimestre).

### En 2017, les échanges extérieurs contribuent positivement à l'activité

Pour la première fois en quatre ans, le commerce extérieur a contribué positivement à l'activité en 2017 (+0,3 point). Le rythme des exportations s'est approché de celui de la demande mondiale au quatrième trimestre (+2,0 %) et passerait légèrement en-dessous au premier semestre 2018 (+0,9 % par trimestre), du fait de l'appréciation de l'euro. Après +6,0 % en 2017, l'acquis de croissance des exportations pour 2018 atteindrait +4,2 % à mi-année. Les importations sont restées dynamiques fin 2017 (+1,0 %) et resteraient solides d'ici mi-2018, portées par la demande intérieure. Elles progresseraient au rythme de 0,9 % par trimestre. Au total, leur acquis de croissance annuelle serait de +3,8 % mi-2018, après +5,7 % en 2017. ■

### L'activité italienne garde un rythme soutenu



Sources : Istat, Markit, prévision Insee

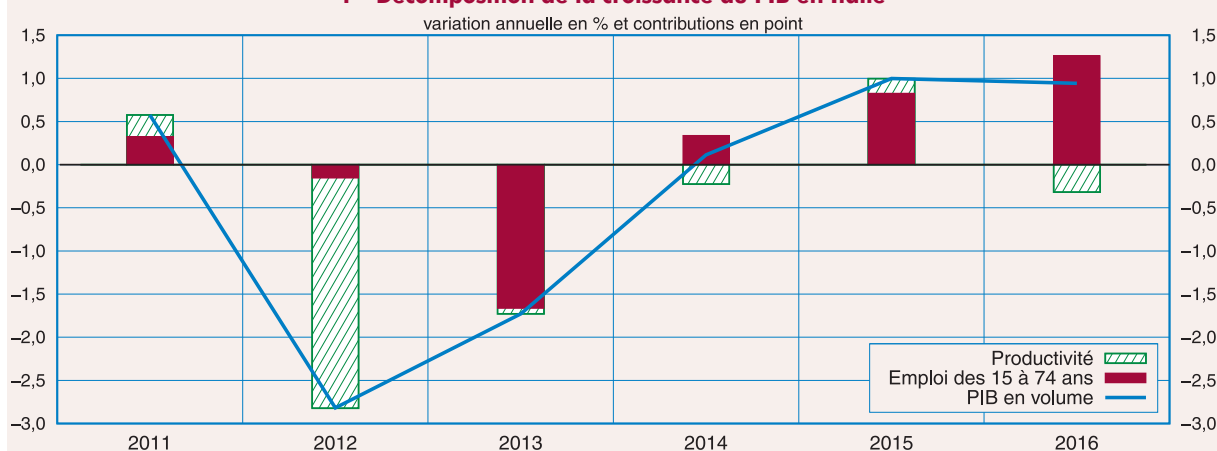
## La réforme des retraites a dynamisé le taux d'activité en Italie

### En Italie, la reprise s'accompagne de fortes créations d'emploi dans un contexte de productivité stable

Après la récession consécutive à la crise des dettes souveraines de 2012, l'Italie a connu une importante phase de reprise : de 2014 à 2016, le produit intérieur brut italien a augmenté en moyenne de 1,0 % par an, alors qu'entre 2011 et en 2013, il avait chuté en moyenne de 2,3 % (*graphique 1*). Cette croissance a été retrouvée malgré la baisse de la population d'âge actif de la péninsule.

La décomposition du PIB comme le produit de la productivité par tête et de l'emploi indique que la reprise est surtout caractérisée par un emploi dynamique : alors que celui-ci a progressé de 0,8 % par an en moyenne sur la période allant de 2013 à 2016, la productivité apparente du travail a légèrement fléchi (-0,1 % en moyenne entre 2013 et 2016). En 2017, la croissance de l'emploi total se stabiliserait, à 1,2 % sur l'année après 1,3 % en 2016. La productivité par tête resterait stable en 2017.

**1 - Décomposition de la croissance du PIB en Italie**



Source : Eurostat, enquête Labour Force Survey

### La forte hausse de l'emploi a permis à la fois de réduire le chômage et d'absorber l'accroissement de la population active

La dynamique de l'emploi a contribué à résorber le chômage. Diminuant régulièrement de 2014 à 2016, le taux de chômage est passé de 12,7 % à 11,7 % de la population active. Néanmoins, la sortie du chômage d'une partie de la population s'est faite au détriment de la qualité de l'emploi, notamment par une hausse de la proportion de temps partiel involontaire dans la population occupée italienne depuis 2012. En effet, d'après Eurostat, le nombre de personnes en emploi déclarant travailler à temps partiel faute d'avoir pu trouver un emploi à temps complet a augmenté de plus de 22 % en quatre ans. Ce temps partiel subi représente 63,1 % des emplois à temps partiel en 2016 (contre 57,4 % en 2012) en Italie et 11,8 % de l'emploi total (contre 9,7 % en 2012).

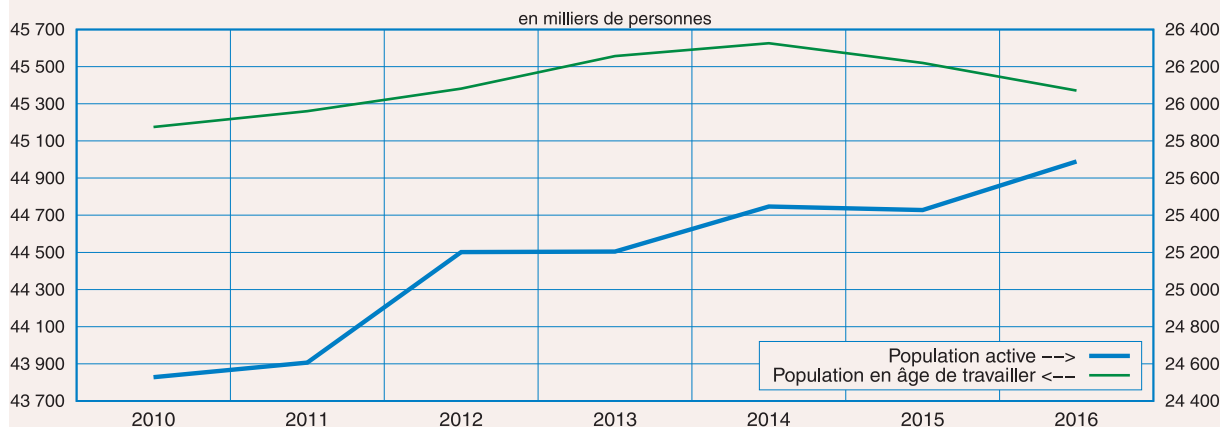
L'emploi a été beaucoup plus dynamique que la démographie italienne, en déclin : la demande croissante d'emploi a été satisfaite grâce à l'augmentation de la population active. En effet, la population active italienne a crû en moyenne de 0,5 % par an entre 2014 et 2016 (*tableau*), tandis que la population italienne en âge de travailler a diminué depuis 2014 – après n'avoir que légèrement augmenté entre 2012 et 2014 (*graphique 2*). Malgré cette démographie en berne, le taux d'activité a fortement progressé (+0,8 point entre 2014 et 2016) et a permis de répondre aux besoins de recrutement des entreprises. Cette progression du taux d'activité peut être attribuée à des dynamiques contrastées au sein des différentes catégories d'actifs.

**Dynamique du marché du travail italien**

	en %	
	Variation annuelle moyenne entre 2012 et 2014	Variation annuelle moyenne entre 2014 et 2016
Emploi des 15-74 ans	-0,7	1,0
Taux d'emploi	-1,1	0,6
Population active	0,5	0,5
dont contribution du taux d'activité	0,3	0,7
dont population en âge de travailler	0,3	-0,3

Source : Eurostat, enquête Labour Force Survey

## 2 - Évolution de la population en âge de travailler et de la population active



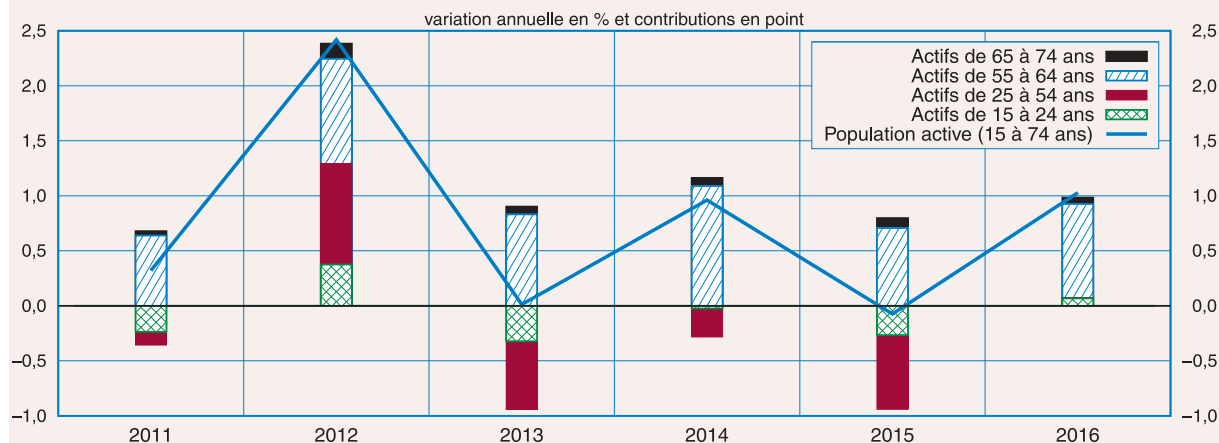
Source : Eurostat, enquête Labour Force Survey

### Les plus de 55 ans, moteurs de l'accroissement de la population active

Les actifs de plus de 55 ans sont les premiers contributeurs à la progression de la population active en Italie (*graphique 3*). Entre 2012 et 2016, la population active des 55 à 64 ans s'est accrue de 29 % (leur taux d'activité passant de 42,5 % à 53,4 % sur la même période) et celle des 65 à 74 ans de 21 % (avec un taux d'activité passant de 5,9 % en 2012 à 6,9 % en 2016). Cette évolution de la population active des séniors est liée à celle de la législation sur les retraites : depuis la réforme Fornero de 2011, l'âge légal de départ à la retraite à taux plein augmente par paliers, en fonction de l'évolution régulièrement mesurée de l'espérance de vie à 65 ans. De 63 ans et 9 mois pour les femmes salariées du secteur privé, 66 ans pour les hommes et 66 ans et 3 mois pour l'ensemble des salariés du secteur public en 2014, l'âge légal de la retraite atteindra 67 ans aussi bien pour les hommes que pour les femmes en 2019. Une retraite anticipée est possible sans pénalité dès 62 ans, à condition d'avoir cotisé au moins 42 ans et 6 mois pour les hommes et 41 ans et 6 mois pour les femmes. À défaut, chaque année de retraite anticipée réduit les droits à pension d'un à deux points de pourcentage. Ainsi la proportion de retraités entre 55 et 64 ans a quasiment baissé de moitié entre 2011 et 2016 (diminuant de 30,2 % à 15,9 % de la population totale des 55 à 64 ans).

En revanche, l'augmentation de l'activité n'est pas liée à une évolution de la répartition par sexe des nouveaux actifs. De 2012 à 2016, les femmes comme les hommes ont contribué à hauteur de 0,3 point à la progression de +0,6 % du taux d'activité. L'Italie présente encore une faible présence des femmes sur le marché du travail : en 2016, le taux d'activité des femmes en Italie était inférieur à la moyenne européenne (47,5 % contre 58,7 % en Europe et 58,6 % en France), bien que l'écart se résorbe progressivement.

### 3 - Évolution de la population active par âge

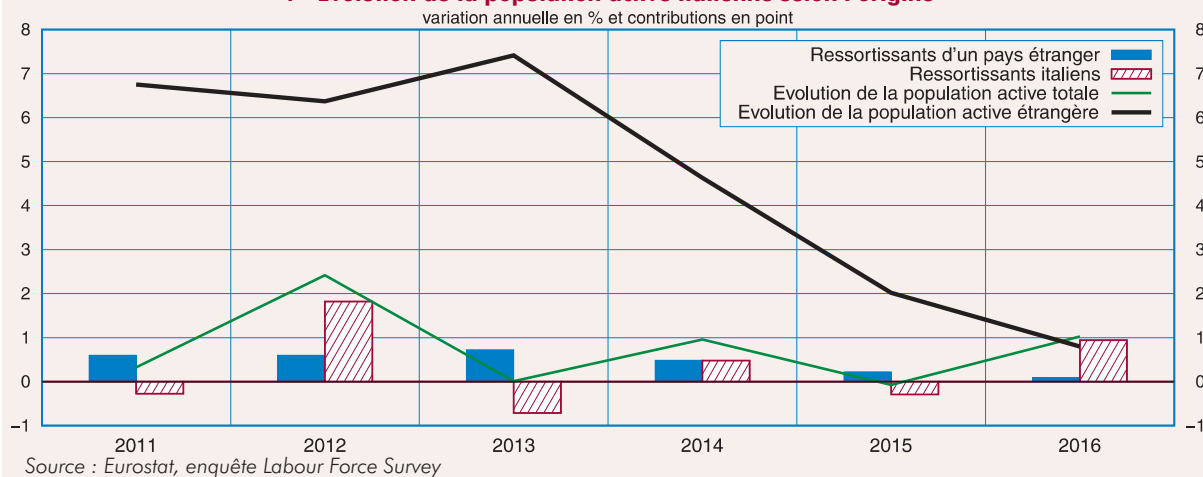


Source : Eurostat, enquête Labour Force Survey

### La contribution des étrangers à l'augmentation de la population active est en baisse

Les ressortissants étrangers contribuent de moins en moins à l'évolution de la population active depuis 2014. La population active étrangère en Italie, qui représentait en 2016 plus de 2,8 millions d'individus, a augmenté de 16 % entre 2012 et 2016, à peu près au même rythme que la population étrangère en âge de travailler. Cependant, la contribution des ressortissants de pays étrangers à l'évolution de la population active a fortement ralenti depuis 2014 (graphique 4). Ce chiffre semble décorrélié du nombre de migrants arrivant en Italie : en effet, le nombre de demandeurs d'asile en Italie suit une évolution inverse, en franche hausse depuis 2014. Le nombre d'Italiens sur le marché du travail est resté stable sur la même période, tandis que la population de nationalité italienne en âge de travailler a baissé de 1 %.

#### 4 - Évolution de la population active italienne selon l'origine

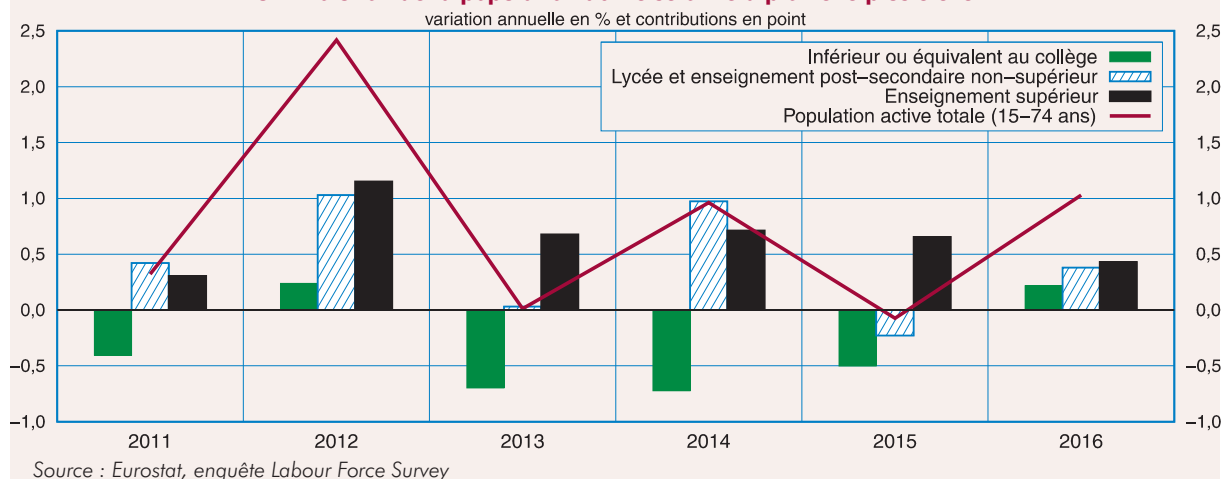


### Les diplômés du supérieur particulièrement présents sur le marché du travail

Depuis cinq ans, la population active italienne s'enrichit en diplômés du supérieur. En 2016, ces derniers contribuent à hauteur de 0,4 % à la hausse de la population active (graphique 5). Par ailleurs, la proportion d'actifs en possession d'un diplôme du supérieur a progressé de 2,2 % en Italie entre 2015 et 2016 (rythme équivalent sur la même période à celui de la France, la moyenne européenne étant supérieure à 2,7 %). Cette dynamique est principalement due aux diplômés du supérieur de plus de 50 ans et surtout aux femmes diplômées du supérieur (qui ont, à elles seules, contribué aux trois quarts de l'augmentation annuelle en 2016). Cette évolution reflète notamment le phénomène européen général d'accroissement des niveaux de diplômes, phénomène particulièrement marqué entre les générations nées après la Seconde Guerre mondiale qui partent en retraite et celles qui sont entrées récemment sur le marché du travail.

En revanche, entre 2012 et 2016, la proportion de diplômés du primaire ou du premier cycle du secondaire dans la population active a diminué de 4,8 % (contre -3,6 % en France et -1,2 % dans l'Union Européenne). Enfin, la contribution des diplômés du lycée et de l'enseignement post-secondaire non supérieur (capacité en droit, DAEU...) a, quant à elle, été irrégulière au cours des cinq dernières années.

#### 5 - Évolution de la population active selon le diplôme le plus élevé

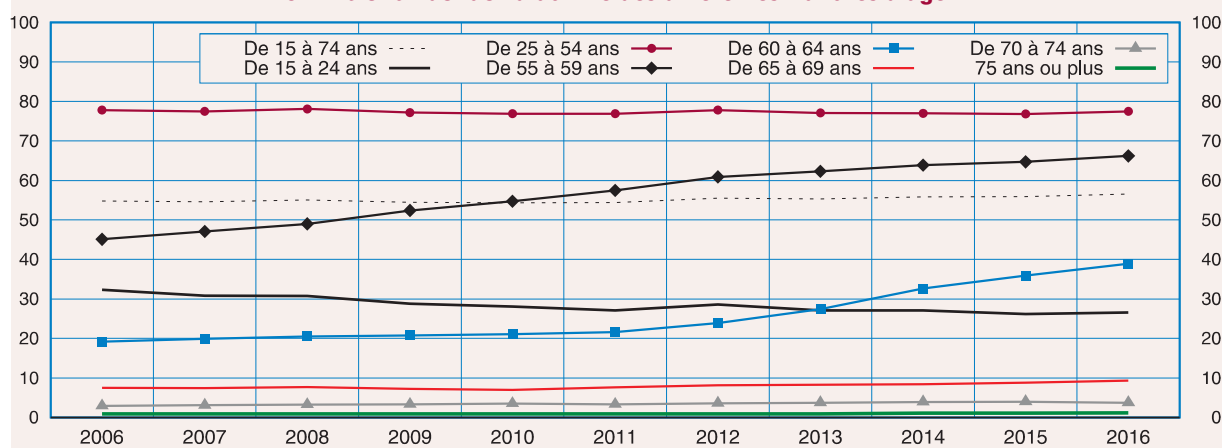


## Développements internationaux

### La dynamique du taux d'activité est un moteur de croissance qui s'éteindra à moyen terme mais il garde encore une certaine marge de progression

Ainsi, la cause principale de la bonne santé du taux d'activité italien est la hausse de la participation des séniors au marché du travail, en lien avec la hausse de l'âge de départ à la retraite. Le taux d'activité des 60 à 64 ans, tranche d'âge qui a connu la plus forte progression depuis la réforme, a ralenti en quatre ans : il est passé de 23,9 % à 32,6 % entre 2012 et 2014, puis à 38,9 % en 2016. Si le ralentissement devait se poursuivre au même rythme (moins 2,4 points de progression tous les deux ans), le taux d'activité des 60 à 64 ans se stabiliserait avant 2020. En outre, la réforme Fornero prévoit que l'âge de départ à la retraite augmente tous les trois ans jusqu'en 2019, puis en 2021. Une fois atteinte cette date, le taux d'activité des séniors ne serait plus porté par les effets de la réforme ; mais il garderait néanmoins une marge de progression compte tenu du différentiel observé avec les classes d'âges plus jeunes. ■

6 - Évolution du taux d'activité des différentes tranches d'âge



Source : Eurostat, enquête Labour Force Survey

### Bibliographie

OCDE (2016), « Panorama des pensions 2015 : les indicateurs de l'OCDE et du G20 », Éditions OCDE, Paris.

# Espagne

## L'activité ralentit mais conserve une progression soutenue

En Espagne, l'activité est restée allante au quatrième trimestre 2017, comme au trimestre précédent (+0,7 %). La consommation privée a été le principal moteur de la croissance. L'activité resterait solide jusqu'à juin 2018, encore portée par le dynamisme de la demande intérieure. La contribution du commerce extérieur faiblirait un peu du fait de l'appréciation de l'euro. Au total, l'acquis de croissance annuelle à mi-2018 serait de +2,3 % après +3,1 % en 2017.

### Le moral des entrepreneurs reste bon

En février, les indicateurs issus des enquêtes de conjoncture restent à des niveaux élevés, dans tous les secteurs. Ces messages suggèrent que la croissance resterait dynamique au premier trimestre 2018 (+0,7 %). Au deuxième trimestre l'activité ralentirait très légèrement (+0,6 %) dans un contexte de commerce extérieur un peu moins favorable. L'acquis de croissance atteindrait +2,3 % mi-2018.

### La consommation n'accélérerait pas malgré des salaires dynamiques

La consommation des ménages a un peu ralenti au quatrième trimestre 2017 (+0,6 % après +0,7 %). Les indices de confiance des consommateurs, encore élevés, indiquent qu'elle resterait soutenue au premier trimestre 2018. Les salaires nominaux seraient en hausse, en partie poussés par la revalorisation progressive du salaire minimal.

L'inflation refluerait un peu à +1,4 % contre +1,9 % au troisième trimestre 2017 et les ménages profiteraient de ces conditions pour reconstituer en partie leur taux d'épargne au plus bas depuis 2008.

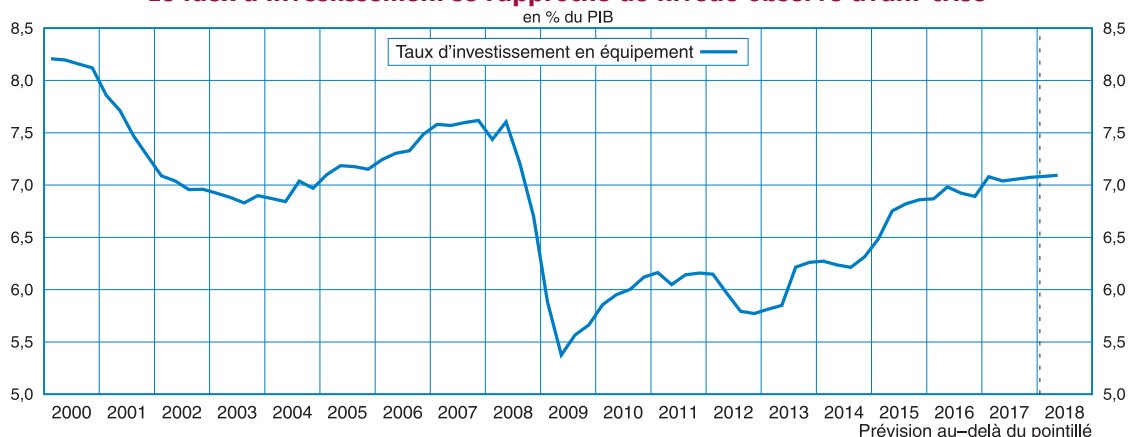
### Le taux d'investissement se rapproche de celui d'avant-crise

L'investissement en biens d'équipement est resté soutenu au quatrième trimestre 2017 après un troisième trimestre très dynamique (+0,9 % après +2,9 %). Avec une part de l'investissement dans le PIB qui se rapproche de son niveau d'avant crise (*graphique*) et dans un contexte d'incertitude politique en Catalogne, la dynamique de progression du taux d'investissement s'essoufflerait. L'acquis de croissance de l'investissement à mi-2018 atteindrait +4,0 % après +6,2 % en 2017. Dans le secteur de la construction, l'investissement non résidentiel resterait très dynamique, reflétant la hausse passée des permis de construire.

### Le commerce extérieur favoriserait moins la croissance

Enfin, au premier semestre 2018 le commerce extérieur apporterait à la croissance espagnole un soutien moins marqué qu'en 2017, du fait d'une demande mondiale en léger ralentissement et de l'appréciation de l'euro. Sa contribution à l'acquis de croissance du PIB à la mi-2018 serait de +0,2 point, après +0,3 point sur l'ensemble de l'année 2017 et +0,7 point en 2016. ■

### Le taux d'investissement se rapproche du niveau observé avant-crise



# Royaume-Uni

## Ralentissement de la consommation en vue

Au quatrième trimestre 2017, l'activité britannique a légèrement ralenti à +0,4 %, après +0,5 %. Elle ralentirait à +0,3 % par trimestre au premier semestre 2018 : la hausse passée de l'inflation continuerait de peser sur la consommation des ménages, qui reconstitueraient leur épargne. En moyenne annuelle, la croissance a atteint +1,7 % en 2017 après +1,9 % en 2016, mais en glissement annuel le ralentissement est plus net : fin 2017, le PIB a crû de +1,4 % sur un an, contre 2,0 % un an plus tôt. L'acquis à mi-2018 s'élèverait à +1,1 %.

### Les ménages ralentiraient leur consommation au profit de leur épargne

Au quatrième trimestre 2017, l'activité britannique a légèrement ralenti (+0,4 % après +0,5 % au troisième trimestre). En effet, la consommation des ménages a ralenti à +0,3 %, après +0,4 % au troisième trimestre. Au premier semestre 2018, le pouvoir d'achat augmenterait un peu (+0,3 % puis +0,4 %) grâce au dynamisme des salaires et à la baisse de l'inflation, la hausse passée des prix des importations ayant fini de se répercuter sur l'inflation totale. Toutefois, la consommation des ménages ralentirait à nouveau, à +0,2 % par trimestre, comme le suggèrent les intentions d'achats majeurs (*graphique*), les ménages reconstituant progressivement leur capacité d'épargne. Ainsi, le taux d'épargne, tombé à 3,7 %

début 2017, son plus bas historique, augmenterait modérément pour atteindre 5,4 % mi-2018.

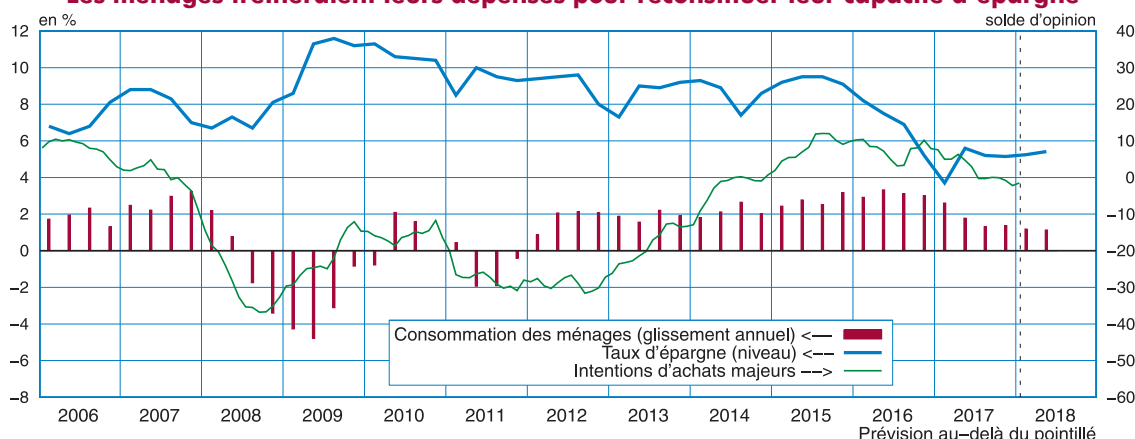
### L'investissement serait pénalisé par l'attente en vue du Brexit

L'investissement des entreprises a marqué le pas au quatrième trimestre 2017 (+0,0 % après +0,9 %). Au premier semestre 2018, il croîtrait à un rythme modéré (+0,4 % par trimestre). En effet, malgré des carnets de commandes remplis et le fort taux d'utilisation des capacités de production, les intentions d'investir stagnent, entravées par les incertitudes liées au *Brexit*. En phase avec la morosité du climat des affaires dans la construction, l'investissement des ménages diminuerait (-0,5 % puis 0,0 %), également pénalisé par ce contexte d'attente.

### Le commerce extérieur bénéficierait de la reprise du commerce mondial

Fin 2017, les exportations ont diminué (-0,2 % après +0,2 %), mais elles reprendraient de l'élan au premier semestre 2018 (+0,9 % puis +0,7 %), portées par la demande mondiale. Les importations ont accéléré au quatrième trimestre 2017 (+1,5 % après +1,0 %), mais ralentiraient par la suite (+0,5 % par trimestre), en ligne avec le ralentissement de la demande intérieure. Ainsi, la contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB serait légèrement positive (+0,1 point par trimestre). ■

### Les ménages freineraient leurs dépenses pour reconstituer leur capacité d'épargne



Sources : ONS, Commission européenne, prévision Insee



# États-Unis

## L'activité accélérerait, portée par la relance fiscale

Au quatrième trimestre 2017, l'activité américaine a ralenti (+0,6 % après +0,8 %), portée par la demande intérieure mais pénalisée par le rebond des importations.

Au premier trimestre 2018, elle croîtrait au même rythme, freinée par un ralentissement des exportations et de la consommation. Elle rebondirait au printemps, sous les premiers effets de la réforme fiscale.

En moyenne annuelle, l'activité a fortement accéléré en 2017 (+2,3 % après +1,5 %) et continuerait sur sa lancée d'ici mi-2018, avec un acquis de croissance qui atteindrait déjà +2,2 %.

### La relance fiscale soutiendrait la demande intérieure au printemps

Fin 2017, les indicateurs de climat des affaires ont un peu décroché dans les services tandis que la production industrielle a rebondi, après avoir été pénalisée par les ouragans de septembre. Le PIB croîtrait ainsi de 0,6 % au premier trimestre 2018, comme au trimestre précédent, puis accélérerait au printemps, à +0,8 %, sous les premiers effets de la réforme fiscale votée par le Congrès en décembre (éclairage). L'activité a franchement accéléré en moyenne annuelle en 2017 (+2,3 % après +1,5 %) et son acquis de croissance pour 2018 atteindrait déjà +2,2 % en juin.

Cette reprise profiterait aux entreprises, qui, fin 2017, ont accéléré leurs investissements, à +1,6 %, après trois trimestres dynamiques. Le dispositif de suramortissement ponctuel prévu par la réforme conduirait les entreprises à investir à partir du deuxième trimestre plutôt qu'au premier. Suivant ainsi un profil en accélération (+1,0 % puis +2,0 %) durant le semestre, l'investissement

des entreprises contribuerait nettement à l'accélération de l'activité américaine (graphique).

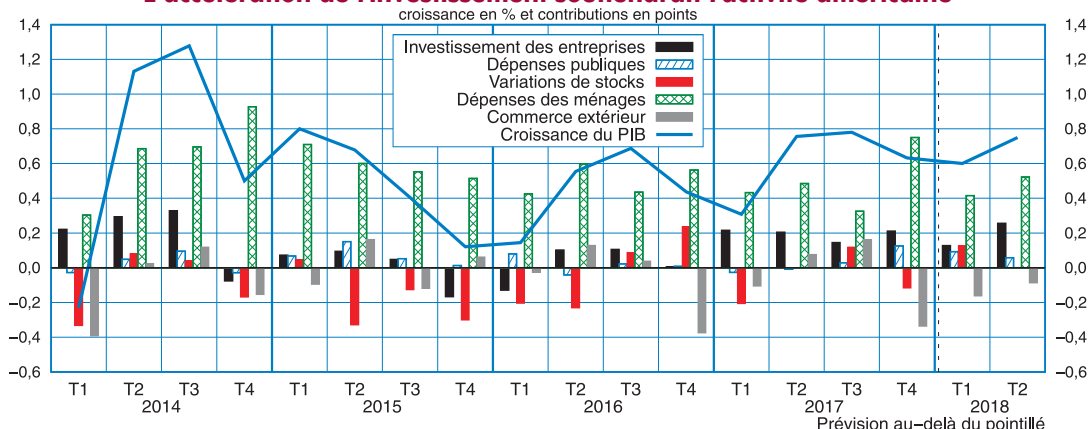
### Salaires dynamiques et baisses d'impôts soutiendraient le pouvoir d'achat

Le pouvoir d'achat des ménages a accéléré en fin d'année, à +0,3 % après +0,2 %, malgré la remontée de l'inflation, énergétique et sous-jacente. Il bondirait au premier semestre 2018 (+0,9 % par trimestre), soutenu par le dynamisme des salaires beaucoup plus net que l'inflation et un fort ralentissement des prélèvements obligatoires dû à la réforme fiscale. Les prix accéléreraient à nouveau, à +2,9 % en rythme annuel mi-2018 contre +1,9 % un an plus tôt, portés par la remontée des cours du pétrole et la dynamique solide du marché du travail. Le taux de chômage se stabiliserait ainsi à 4,0 %, au plus bas depuis le début des années 2000. La consommation, qui a fortement accéléré en fin d'année (+0,9 % après +0,5 %) resterait vigoureuse au premier semestre 2018 (+0,6 % puis +0,7 %).

### Les importations resteraient dynamiques

Les importations ont rebondi fin 2017 (+3,3 % après -0,2 %), répercutant les trois trimestres passés de hausse soutenue de la demande intérieure. Elles ralentiraient à +1,4 % au premier trimestre puis rebondiraient à +1,7 %. En moyenne annuelle, elles ont accéléré en 2017 (+3,9 % après +1,3 %) et leur acquis de croissance pour 2018, qui atteindrait +5,2 % à mi-année, suggère une poursuite de cette dynamique, faisant des États-Unis l'un des principaux contributeurs à la reprise du commerce mondial. Le commerce extérieur a de nouveau pesé sur l'activité américaine en 2017, ôtant 0,2 point de croissance, comme en 2016, et son acquis pour 2018 contribuerait déjà à hauteur de -0,4 point. ■

### L'accélération de l'investissement soutiendrait l'activité américaine



Source : U.S. Bureau of Economic Analysis

### La réforme fiscale américaine : un choc de demande à court terme, des effets plus incertains à long terme

Fin décembre 2017, les deux chambres du Congrès américain se sont entendues pour voter un plan de relance fiscale dit *Tax Cuts and Jobs Act*. Ce plan concerne à la fois les ménages et les entreprises et représente un coût global de 1 500 milliards de dollars sur dix ans, soit environ 8 points de PIB annuel, d'après les chiffrages du *Congressional Budget Office* (CBO)<sup>1</sup>. Cet éclairage fait le point sur les premières évaluations *ex ante* disponibles, émanant d'organismes publics ou privés, américains ou internationaux.

#### La baisse d'impôt profiterait avant tout aux ménages

Côté ménages, le plan prévoit une simplification du système de tranches de l'impôt sur le revenu et un abaissement du taux marginal d'imposition de la tranche supérieure, de 39,5 % à 35 %. Il inclut également une forte réduction des prélèvements obligatoires sur les entreprises individuelles sous la forme d'une exonération forfaitaire de 20 % des revenus. Au total, ces allègements fiscaux représenteraient, d'après le CBO, environ 0,4 point de PIB en 2018 et le double pour les années suivantes. Sur dix ans, et sans intégrer les effets possibles de la réforme sur la croissance potentielle de l'économie américaine, l'ensemble du bloc ménages représenterait une dépense cumulée de 7 points de PIB annuel. Le scénario retenu dans cette *Note de conjoncture* prévoit un allègement de 0,2 point de PIB dès le premier semestre 2018, soit 35 milliards de dollars. Ainsi, en prévision, la croissance des prélèvements obligatoires sur les ménages passerait d'un tendanciel de +1,0 % par trimestre, en phase avec la masse salariale, à une stabilisation au premier semestre 2018. Ce ralentissement des prélèvements obligatoires contribuerait à hauteur de 0,2 point à l'accélération du pouvoir d'achat des ménages. Sur le long terme, l'impact sur la consommation des ménages serait légèrement inférieur car la réduction d'impôts est principalement ciblée sur les plus aisés, qui ont une moindre propension à consommer.

#### Les entreprises profiteraient d'une réduction forte et immédiate de leur fiscalité

Côté entreprises, le plan prévoit une réduction du taux facial d'impôt sur les sociétés, de 35 % actuellement à 21 %, couplée à une mesure ponctuelle de suramortissement. Ces ajustements monteraient en charge très rapidement et représenteraient une dépense fiscale de l'ordre de 0,8 point de PIB sur un an dès 2018-2019 avant de décroître rapidement à partir de 2020-2021. Leur effet s'atténuerait ensuite graduellement, du fait de la disparition de la mesure de suramortissement. Au total, sur dix ans, ces mesures auraient un coût cumulé d'environ 3 points de PIB annuel. Hufbauer et Lu (2017) estiment qu'elles entraîneraient une réduction significative du taux effectif de prélèvements obligatoires sur les profits des entreprises qui serait resté relativement élevé par

rapport au taux apparent d'impôt sur les sociétés, du fait de l'existence de taxes additionnelles. Les premières simulations du *Peterson Institute for International Economics*<sup>2</sup> (PIIE) aboutissent à un chiffrage faisant état d'une baisse rapide du taux marginal d'imposition sur l'investissement des entreprises, notamment en équipements et en structures, à près de 3 points au-dessous de son tendanciel simulé en l'absence de réforme dès 2019. D'après les mêmes simulations, le taux moyen d'impôts sur les sociétés chuterait rapidement à près de 5 points au-dessous de son tendanciel simulé hors réforme. Au total, l'effet combiné de ces deux mesures sur la croissance annuelle du PIB serait en moyenne de 0,8 point d'après le PIIE.

#### L'effet de la relance pourrait être limité par certains points du dispositif et par des effets d'éviction

Ces premiers chiffrages mettent toutefois aussi en avant d'autres effets de la réforme qui pèseraient sur la croissance. Tout d'abord, certains d'entre eux sont directement liés à des mesures additionnelles contenues dans la loi. Il s'agit notamment d'une extinction de la déductibilité des intérêts d'emprunts pour les entreprises et les ménages ainsi que d'une refonte du périmètre de la fiscalité américaine, qui s'appliquera désormais aux unités résidentes et non plus aux agents de nationalité américaine où qu'ils résident. En contrepartie, la réforme prévoit une mesure ponctuelle de taxation réduite de l'épargne rapatriée de l'étranger par les entreprises résidentes et jusque-là non taxée. Elle s'accompagne d'une surtaxe à l'impôt sur les sociétés des dividendes et des revenus des actifs placés à l'étranger rapatriés aux États-Unis, notamment les revenus issus des brevets et autres actifs intangibles (Hufbauer et Lu, 2018). Ces dispositifs additionnels se traduiraient par une hausse des rentrées fiscales sur les entreprises. D'après les chiffrages du CBO, elles aboutiraient ainsi à une division par trois de l'ampleur du stimulus fiscal pour les entreprises. Ainsi, dès 2021, le taux marginal

1. <https://www.cbo.gov/system/files/115th-congress-2017-2018/costestimate/53415-hr1-conferenceagreement.pdf>

2. <https://piie.com/system/files/documents/furman20180106ppt.pdf>

d'imposition sur l'investissement des entreprises dépasserait son niveau d'avant réforme, à près de 23,0 %.

Enfin, il faut ajouter à ces éléments les effets classiques d'éviction des politiques budgétaires par les taux d'intérêt lorsqu'elles accroissent significativement le poids de la dette publique. Les premiers chiffrages du PIIE, reprenant des éléments du *Joint Committee on Taxation*, font état d'un financement de la réforme qui passerait essentiellement par le déficit budgétaire, lequel augmenterait ainsi d'environ 2 points de PIB d'ici 2027. Ces chiffrages, en combinant l'ensemble de ces éléments, aboutissent à un effet relativement réduit de la réforme sur la croissance américaine, de l'ordre de 0,1 à 0,2 point de PIB en rythme annuel. Toutefois, d'autres institutions proposent des estimations plus favorables : dans ses prévisions de janvier 2018, le FMI table notamment sur un effet de 0,4 point de PIB par an (*tableau*).

### La relance fiscale s'accompagne d'une relance budgétaire

L'accord bipartisan voté par le Congrès début février prévoit le déblocage de 80 milliards de dollars en 2018 puis 85 milliards de dollars en 2019 pour le budget militaire, soit environ 15 % de ce budget. En outre, 130 milliards de dollars de dépenses fédérales hors défense sont aussi prévus (dont 20 milliards en dépenses d'infrastructures) soit 20 % du budget total hors défense. Ces dépenses d'infrastructures seraient renouvelées tous les ans pendant 10 ans et ciblées pour un quart d'entre elles vers les régions rurales. Enfin, cet accord prévoit le déblocage de 90 milliards de dollars pour venir en aide aux régions sinistrées par les ouragans. Au total, ces nouvelles dépenses publiques représentent près de 2 points de PIB annuel cumulés sur deux ans. ■

### Bibliographie

**Hufbauer G. C.** et **Lu Z.** (2017), « Business tax cuts will boost US competitiveness », *Real Economic Issues Watch*, Peterson Institute for International Economics, novembre.

**Hufbauer G. C.** et **Lu Z.** (2018), « Corporate tax reform favors domestic production, not US multinationals », *Realtime Economic Issues Watch*, Peterson Institute for International Economics, janvier. ■

### Effets annuels moyens des mesures fiscales (hors relance budgétaire) sur le PIB durant les dix prochaines années, tels qu'estimés par divers instituts

Institution	Champ	Effet annuel moyen sur le PIB d'ici à 2027
FMI	Entreprises et ménages	0,4 point
<i>Joint Committee on Taxation</i>	Entreprises et ménages	< 0,1 point
<i>Peterson Institute for International Economics</i>	Entreprises hors effets d'éviction et hors taxation internationale	0,8 point
<i>Peterson Institute for International Economics</i>	Entreprises y c. effets d'éviction et taxation internationale	< 0,2 point

Sources : FMI (*World Economic Outlook*, janvier 2018), *Joint Committee on Taxation* et PIIE (synthèse des références : <https://piie.com/system/files/documents/furman20180106ppt.pdf>)

# Japon

## La demande intérieure resterait solide

Au quatrième trimestre 2017, l'activité japonaise est restée dynamique (+0,4 %) après deux trimestres de croissance soutenue (+0,6 % par trimestre). Les échanges extérieurs ont cessé de soutenir l'activité (après une contribution de +0,6 point au troisième trimestre). L'investissement public a diminué de nouveau (-0,2 % après -2,6 %) mais l'investissement privé est resté solide (+0,5 % après +0,6 %). Au premier semestre 2018, l'activité accélérerait un peu (+0,3 % par trimestre), soutenue par la demande intérieure, mais elle croîtrait moins vite qu'en 2017.

### La consommation des ménages resterait dynamique

Au quatrième trimestre, l'activité japonaise est restée dynamique après plusieurs trimestres de croissance solide (+0,4 % après +0,6 %). En moyenne annuelle, l'accélération a été franche en 2017 (+1,7 % après +0,9 %). L'activité progresserait modérément au premier semestre 2018 (+0,3 % par trimestre) et son acquis de croissance pour 2018 atteindrait +1,3 % mi-2018. L'emploi continuerait de progresser (+0,2 % au premier trimestre puis +0,1 %) sur un marché du travail contraint par l'offre (graphique). La stabilisation du taux de chômage un peu en dessous de 3,0 % et le projet d'incitation à la hausse des salaires de S. Abe favoriseraient des augmentations salariales au printemps 2018. L'inflation augmenterait (+1,1 % sur un an au premier trimestre puis +1,3 % au deuxième), sans entraver la progression du pouvoir d'achat. La consommation resterait dynamique (+0,5 % fin 2017 puis +0,4 % par trimestre) et continuerait de

soutenir l'activité. En moyenne sur l'année 2017, elle a accéléré franchement (+1,0 % après +0,1 %) et son acquis de croissance atteindrait +0,9 % mi-2018.

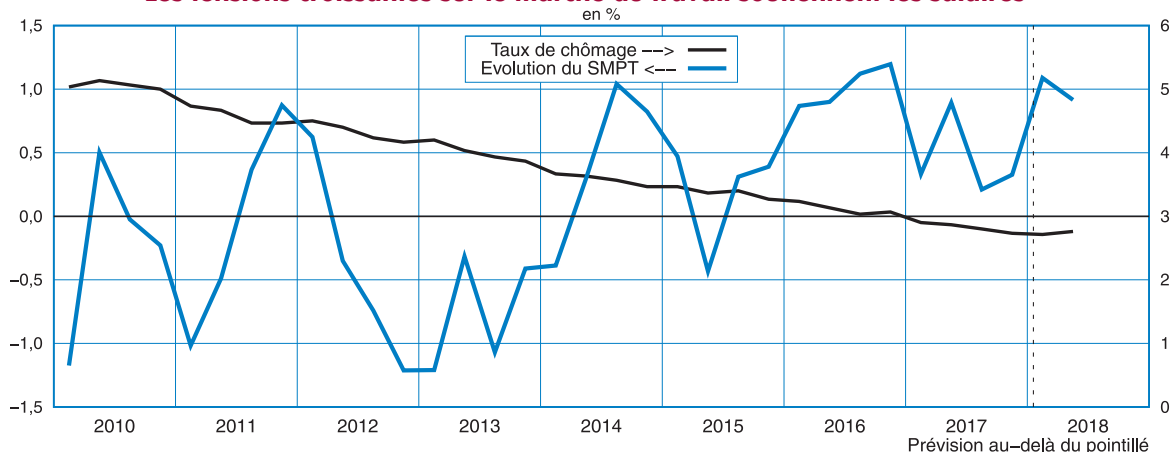
### L'investissement résisterait

L'investissement public a de nouveau diminué au quatrième trimestre (-0,2 % après -2,6 %). Il rebondirait début 2018 (+0,4 %) puis accélérerait un peu au deuxième trimestre (+0,6 %) tiré notamment par les dépenses militaires et par les infrastructures des Jeux olympiques de 2020. L'investissement des entreprises resterait solide (+0,6 % au premier trimestre puis +0,5 %), le taux de profit se maintenant à un niveau historiquement élevé.

### Les échanges extérieurs resteraient neutres

Après avoir conservé leur dynamisme au quatrième trimestre (+2,4 % après +2,1 %), les exportations ralentiraient progressivement (+1,5 % puis +0,8 %) dans le sillage des importations chinoises. En moyenne annuelle, les exportations japonaises ont fortement accéléré en 2017, à +6,8 % après +1,3 % et leur acquis de croissance pour 2018 atteindrait +5,0 % fin juin. Les importations ont rebondi au quatrième trimestre (+2,9 % après -1,2 %) avec la reprise de la consommation, puis elles ralentiraient, à +1,0 % par trimestre d'ici mi-2018. Elles ont retrouvé des couleurs en 2017 à +3,6 % de croissance annuelle après -1,9 % en 2016. Leur acquis de croissance pour 2018 atteindrait déjà +3,8 % à mi-année. Comme au quatrième trimestre 2017, le commerce extérieur ne soutiendrait presque plus l'activité à l'horizon de mi-2018. ■

Les tensions croissantes sur le marché du travail soutiennent les salaires



Sources : Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communications, Cabinet Office of Japan

# Économies émergentes

## Ralentissement en Chine, reprise dans le reste des émergents

En Chine, l'activité a à peine ralenti au quatrième trimestre 2017 (+1,6 % après +1,7 %). Les importations se sont contractées (-1,0 % après +1,6 %) et les exportations ont franchement rebondi (+2,0 % après -2,4 %). L'activité chinoise ralentirait un peu d'ici mi-2018 (+1,5 % par trimestre), dans le sillage de la demande intérieure. En moyenne annuelle, elle a conservé en 2017 le rythme des dernières années, et son acquis de croissance atteindrait déjà +5,2 % mi-2018.

Au Brésil et en Russie, l'activité est repartie en 2017. Après ce net rebond de sortie de crise, leur croissance retrouverait un rythme plus en ligne avec l'activité passée. Après avoir ralenti en 2017, le PIB indien repartirait nettement. De même, après avoir décéléré en 2016, l'activité turque est repartie en 2017, et conserverait son dynamisme grâce à la demande extérieure. Enfin, la croissance dans les pays d'Europe centrale et orientale se maintiendrait à un rythme soutenu, grâce à la demande en provenance de la zone euro.

### Chine : l'activité ralentit un peu avec la demande intérieure

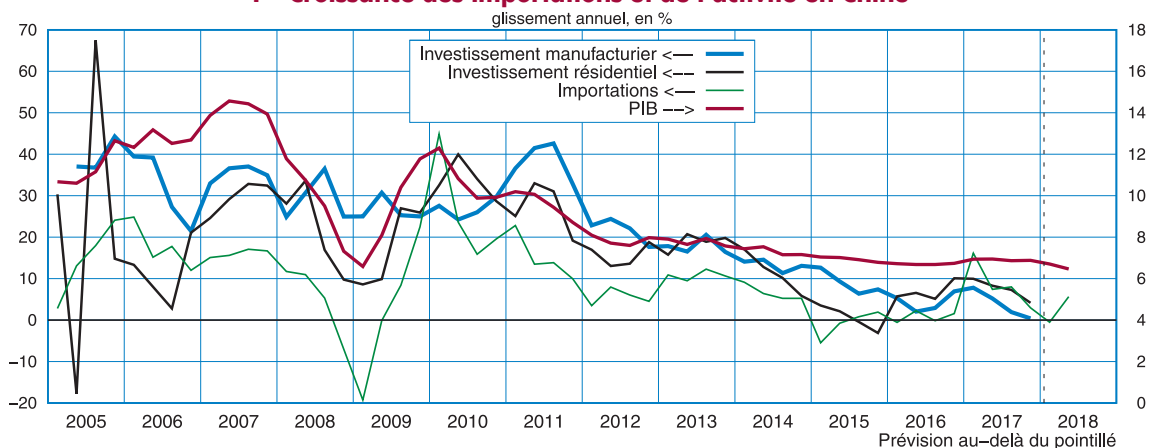
En Chine, l'activité a été annoncée en hausse de 1,6 % au quatrième trimestre 2017, un rythme à peine plus faible qu'en début d'année. Elle ralentirait encore un peu d'ici mi-2018, à +1,5 % par trimestre, dans le sillage de la demande intérieure. En moyenne annuelle, elle a augmenté de 6,9 % en 2017 après +6,7 % en 2016, et son

acquis de croissance à mi-2018 atteindrait déjà +5,2 %.

La demande intérieure a, en effet, de nouveau ralenti à l'automne, après trois trimestres d'accélération entre mi-2016 et début 2017 (graphique 1). La production industrielle décélère graduellement depuis l'été et les profits des entreprises, qui avaient rebondi fin 2016, ont globalement décroché depuis le printemps, tant dans le secteur privé que pour les entreprises publiques, sous l'effet notamment de la chute des prix de production. L'investissement a également continué de ralentir, notamment dans le secteur manufacturier, tant en équipements qu'en structures, et dans la construction. Enfin, la croissance des ventes au détail s'affaïsse progressivement, pénalisée par la reprise des prix à la consommation.

Les importations chinoises se sont contractées en fin d'année, après une reprise à l'été (-1,0 % après +1,6 %), en lien avec le ralentissement de la demande intérieure. Elles rebondiraient d'ici mi-2018 (+3,0 % puis +2,0 %), soutenues par un yuan fort et cessant de pâtir de la baisse de la part du commerce à façon dans le commerce extérieur de la Chine. En moyenne annuelle, les importations ont rebondi en 2017 (+8,5 % après +0,8 %), faisant de la Chine l'un des principaux moteurs de la reprise du commerce mondial. Leur acquis de croissance pour 2018, qui atteindrait +3,5 % à mi-année, indiquerait toutefois un ralentissement graduel, en lien avec l'activité.

1 - Croissance des importations et de l'activité en Chine



Source : NBSC

## Développements internationaux

Les exportations se sont quant à elles nettement reprises au quatrième trimestre (+2,0 % après -2,4 %), sous l'effet d'une demande extérieure dynamique, en particulier des économies avancées. Elles ralentiraient graduellement, en phase avec le commerce mondial, pénalisées par l'appréciation passée du yuan : elles augmenteraient de 2,0 % au premier trimestre 2018 puis de 1,8 % au deuxième. En moyenne annuelle, elles ont accéléré en 2017 (+3,7 % après -3,0 %) et leur acquis de croissance pour 2018 atteindrait déjà +4,7 % à mi-année.

### Russie : reprise

Après deux années de récession, l'activité a crû début 2017 puis a pris de l'élan à l'été (+0,7 %). Elle resterait dynamique par la suite : le climat des affaires (*graphique 2*) reste favorable et la demande intérieure est portée par la baisse de l'inflation, comme en témoigne la hausse continue des ventes au détail sur l'année 2017. L'activité économique aurait progressé de 1,6 % en moyenne annuelle en 2017, et l'acquis à mi-2018 s'élèverait déjà à +2,2 %.

### Inde : l'activité repart après un ralentissement en 2017

En 2017, l'activité indienne a été pénalisée par la démonétisation surprise des billets de 500 et 1000 roupies fin 2016, ainsi que par la mise en place de la TVA harmonisée à l'échelle du pays en juillet. Toutefois, fin 2017, l'activité est repartie, ce que reflètent l'amélioration du climat des affaires dans le secteur manufacturier, au plus haut depuis 2012, et le rebond de la production industrielle. Ainsi, début 2018, l'Inde conserverait un rythme de croissance soutenu, essentiellement porté par le dynamisme de la demande intérieure.

### Brésil : l'activité repartirait dans le sillage de l'industrie

Fin 2017, la baisse de l'inflation a continué de favoriser le pouvoir d'achat. Le climat des affaires s'améliore dans l'industrie et dans une moindre mesure dans les services. Toutefois, l'activité a marqué le pas au quatrième trimestre (+0,1 %), pénalisée par la baisse des exportations, mais elle reprendrait de l'élan au premier semestre 2018 (+0,5 % par trimestre). En 2017, le Brésil est sorti de récession (+1,0 %), et l'acquis à mi-année pour 2018 serait nettement supérieur (+1,2 %) à la croissance des dernières années.

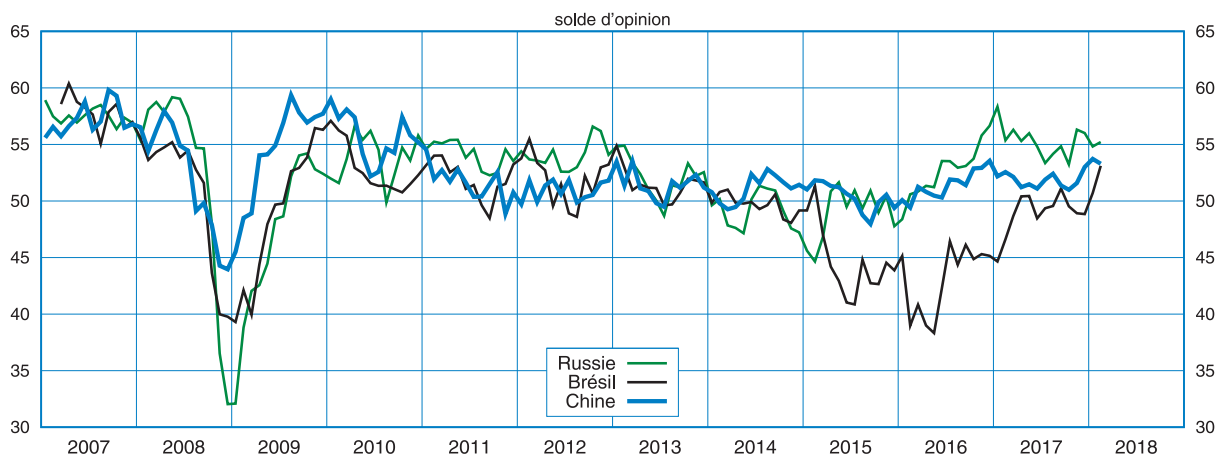
### Turquie : l'activité portée par les exportations

Après avoir ralenti en 2016, la croissance a repris de l'élan en 2017, le PIB accélérant continûment pour atteindre +1,7 % au troisième trimestre. Fin 2017, le climat des affaires est resté favorable, au plus haut depuis 2014, et la production industrielle a continué de progresser. Les exportations ont nettement accéléré, profitant de la reprise de la demande mondiale et de la dépréciation de la livre turque. Ainsi, au quatrième trimestre, la croissance serait restée dynamique (+1,0 %) ; elle conserverait un rythme soutenu début 2018.

### PECO : la croissance profite de l'accélération de la demande mondiale

Dans les pays d'Europe centrale et orientale (PECO), le climat des affaires reste très favorable. L'activité est restée dynamique au quatrième trimestre (+0,9 % après +1,2 %). En effet, la production industrielle a pris de l'élan, favorisée par la demande en provenance de la zone euro, et en particulier d'Allemagne. L'activité continuerait de croître à un rythme soutenu jusqu'à la mi-2018. En moyenne en 2017, le PIB aurait ainsi accéléré à +4,6 %, et l'acquis à mi-année en 2018 s'élèverait à +4,0 %.

## 2 - Le climat des affaires dans l'industrie manufacturière se redresse dans les pays émergents



Source : Markit

# **C**ompte associé de la France



## Biens et services : équilibre ressources-emplois aux prix de l'année précédente chaînés

niveaux (en milliards d'euros) et variations T/T-1 et N/N-1 (en %)

données CJO-CVS

	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
<b>Produit intérieur brut (PIB)</b>	529,4	529,0	529,8	532,2	535,7	539,1	542,0	545,5	547,6	549,7	2120	2162	
en évolution	0,6	-0,1	0,2	0,5	0,7	0,6	0,5	0,6	0,4	0,4	1,1	2,0	1,6
Importations	174,6	172,8	177,6	179,1	181,1	181,2	185,1	185,6	187,7	190,0	704,1	733,0	
en évolution	0,4	-1,0	2,8	0,8	1,1	0,0	2,2	0,3	1,1	1,2	4,2	4,1	3,4
Total des ressources	1165	1161	1168	1176	1185	1193	1204	1213	1219	1226	4669	4794	
en évolution	0,5	-0,4	0,6	0,6	0,8	0,7	1,0	0,8	0,5	0,6	1,5	2,7	2,2
Dépenses de consommation des ménages	283,2	284,0	283,5	285,4	286,2	287,0	288,6	289,2	290,0	291,1	1136	1151	
en évolution	1,4	0,3	-0,2	0,7	0,3	0,3	0,6	0,2	0,3	0,4	2,1	1,3	1,1
Dépenses de consommation des administrations*	138,8	139,2	139,6	140,1	140,6	141,3	142,1	142,5	143,0	143,1	557,8	566,4	
en évolution	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,5	0,5	0,3	0,3	0,1	1,2	1,5	1,0
Dépenses individualisables des APU	84,2	84,5	84,9	85,2	85,5	85,9	86,4	86,6	86,8	86,9	338,8	344,4	
en évolution	0,4	0,3	0,5	0,3	0,4	0,4	0,6	0,2	0,3	0,0	1,5	1,6	0,9
Dépenses collectives des APU	43,8	43,9	43,9	44,1	44,2	44,5	44,7	45,0	45,1	45,2	175,8	178,4	
en évolution	0,2	0,2	0,0	0,5	0,2	0,7	0,5	0,5	0,4	0,2	0,7	1,5	1,4
Formation brute de capital fixe (FBCF)	115,7	115,8	116,2	116,8	118,8	119,9	120,9	122,4	123,6	124,7	464,5	481,9	
en évolution	1,0	0,1	0,3	0,5	1,7	0,9	0,9	1,2	1,0	0,9	2,7	3,8	3,3
dont Entreprises non financières (ENF)	66,0	65,8	65,8	66,1	67,6	68,3	69,1	70,2	71,0	71,8	263,6	275,2	
en évolution	1,7	-0,3	0,0	0,5	2,3	1,0	1,1	1,6	1,1	1,2	3,4	4,4	4,1
Ménages	25,3	25,5	25,7	26,1	26,6	27,0	27,2	27,4	27,5	27,6	102,6	108,1	
en évolution	0,6	0,7	1,1	1,5	1,8	1,4	0,9	0,6	0,5	0,2	2,4	5,4	1,9
Administrations publiques	18,4	18,4	18,4	18,3	18,2	18,2	18,2	18,3	18,5	18,7	73,5	72,8	
en évolution	-0,9	0,2	-0,4	-0,5	-0,6	0,1	-0,1	0,6	1,2	1,0	-0,1	-1,0	2,4
Exportations	158,4	158,1	159,6	161,3	160,2	163,7	165,3	169,3	171,0	171,9	637,4	658,6	
en évolution	0,4	-0,2	0,9	1,0	-0,7	2,2	1,0	2,4	1,0	0,5	1,9	3,3	4,3
<b>Contributions à la variation du PIB (en point de pourcentage)</b>													
Demande intérieure hors stocks**	1,1	0,3	0,0	0,6	0,6	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4	2,0	1,9	1,6
Variations de stocks**	-0,5	-0,6	0,7	-0,2	0,6	-0,5	0,3	-0,4	0,0	0,2	-0,1	0,4	-0,2
Commerce extérieur	0,0	0,3	-0,6	0,0	-0,5	0,6	-0,4	0,6	-0,1	-0,2	-0,8	-0,3	0,2

Prévision

\* Dépenses de consommation des administrations publiques (APU) et des institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM)

\*\* Les variations de stocks comprennent les acquisitions nettes d'objets de valeur.

## Produits manufacturés : équilibre ressources-emplois aux prix de l'année précédente chaînés

variations T/T-1 et N/N-1 (en %)

données CJO-CVS

	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Production branche	0,5	-0,8	0,8	0,4	0,1	0,8	0,8	1,5	0,2	0,6	0,8	2,0	2,4
Valeur ajoutée	0,6	0,0	0,4	0,0	0,5	0,6	0,6	1,5	0,2	0,7	1,4	1,8	2,3
Consommation intermédiaire	0,4	-1,2	0,9	0,6	0,0	0,9	0,9	1,5	0,2	0,6	0,5	2,1	2,5
Importations	0,7	-0,8	1,8	0,2	2,7	0,3	3,7	-0,7	1,3	1,1	4,4	5,5	3,5
Impôts nets des subventions	1,3	-0,7	0,1	0,6	0,7	0,6	0,4	-0,1	0,1	0,4	1,5	1,6	0,6
Marges commerciales et de transport	1,0	-0,4	-0,5	0,9	0,7	0,7	0,7	0,9	0,5	0,7	1,5	2,2	2,2
Total des ressources	0,7	-0,7	0,7	0,4	1,0	0,6	1,6	0,6	0,6	0,8	1,9	3,0	2,5
Emplois intermédiaires	0,5	-0,4	0,2	0,6	0,7	0,9	1,0	1,4	0,3	0,5	0,8	2,8	2,6
Dépenses de consommation des ménages	1,3	-0,1	-0,6	1,1	0,5	0,1	0,6	0,0	-0,2	0,4	1,6	1,4	0,4
Dépenses individualisables des APU*	1,2	0,9	1,1	1,4	1,1	1,2	1,6	-0,2	1,2	1,2	3,6	4,7	3,1
Formation brute de capital fixe (FBCF)	3,0	-0,6	-2,1	-0,2	1,9	0,3	1,3	1,8	0,9	1,4	6,1	1,8	4,0
Entreprises non financières (ENF)	3,3	-1,6	-2,7	0,7	3,1	1,1	1,8	1,7	0,6	1,2	4,2	4,0	4,0
Autres	1,6	5,5	1,2	-4,9	-5,3	-4,7	-2,0	1,9	2,6	2,9	18,1	-10,8	3,9
Contributions des variations de stocks** à la production manufacturière	-0,2	-1,6	1,1	-1,1	2,0	-1,3	1,2	-1,9	0,2	0,7	-0,1	0,5	-0,5
Exportations	0,0	0,7	1,6	1,5	-1,6	3,1	1,4	3,1	1,2	0,2	3,0	4,4	5,2
Demande intérieure hors stocks**	1,0	-0,3	-0,3	0,7	0,8	0,6	0,9	0,9	0,2	0,6	1,6	2,2	1,9

Prévision

\* Administrations publiques

\*\* Les variations de stocks comprennent les acquisitions nettes d'objets de valeur.



## Biens et services : équilibre ressources-emplois, indices de prix chaînés

variations T/T-1 et N/N-1 (en %)  
données CJO-CVS

	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Produit intérieur brut	0,1	-0,2	0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,1	0,5	0,2	0,4	0,8	0,8
Importations	-1,9	0,5	0,5	1,1	1,6	-0,8	-0,4	0,9	0,0	-0,1	-2,4	2,2	0,2
Total des ressources	-0,6	0,1	0,3	0,4	0,7	-0,2	0,0	0,4	0,4	0,1	-0,6	1,1	0,7
Dépenses de consommation des ménages	-0,3	0,1	0,1	0,2	0,5	-0,1	0,1	0,5	0,7	0,2	-0,1	0,9	1,2
Dépenses de consommation des APU*	-0,1	0,0	0,3	0,1	0,3	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0	0,5	0,3
Formation brute de capital fixe (FBCF)	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,5	0,3	0,1	0,3	0,4	0,4	0,5	1,2	1,1
dont Entreprises non financières (ENF)	0,0	0,1	0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,3	0,4	0,3	0,6	1,0	0,9
Ménages	-0,1	0,3	0,6	0,2	0,5	0,5	0,4	0,4	0,6	0,5	0,8	1,8	1,6
Exportations	-1,2	-0,5	0,3	0,9	1,0	-0,3	-0,3	0,2	0,2	0,1	-1,7	1,4	0,1
Demande intérieure finale hors stocks**	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,4	0,0	0,1	0,3	0,5	0,2	0,1	0,9	0,9

Prévision

\* Administrations publiques

\*\* Les variations de stocks comprennent les acquisitions nettes d'objets de valeur

## Produits manufacturés : équilibre ressources-emplois, indices de prix chaînés

variations T/T-1 et N/N-1 (en %)  
données CJO-CVS

	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Production branche	-1,3	-0,1	0,2	0,9	0,9	-0,1	-0,1	0,3	0,5	0,0	-2,0	1,7	0,7
Valeur ajoutée	-0,4	-1,1	-0,1	0,8	0,6	0,2	0,2	-1,0	0,0	0,1	-1,2	0,9	-0,5
Consommation intermédiaire	-1,7	0,4	0,4	0,9	1,1	-0,2	-0,2	0,9	0,6	0,0	-2,3	2,0	1,1
Importations	-1,6	0,2	0,5	0,9	1,2	-0,6	-0,4	0,1	0,0	-0,2	-2,2	1,6	-0,4
Total des ressources	-1,1	0,1	0,2	0,7	0,9	-0,2	-0,1	0,3	0,5	0,0	-1,6	1,5	0,6
Emplois intermédiaires	-1,6	0,4	0,4	0,8	1,0	-0,3	-0,2	0,6	0,7	0,0	-2,3	1,7	1,0
Dépenses de consommation des ménages	-0,8	0,4	-0,1	0,3	0,5	-0,1	0,0	0,7	1,0	0,1	-0,7	1,0	1,6
Dépenses individualisables des APU*	-0,3	-0,9	-0,8	-0,6	-0,4	-0,9	-0,7	-0,5	-0,4	-0,4	-2,8	-2,6	-1,6
Formation brute de capital fixe (FBCF)	-0,1	-0,1	0,3	0,2	0,2	0,3	-0,3	-0,2	0,0	0,2	0,0	0,5	-0,1
dont Entreprises non financières (ENF)	0,0	-0,1	0,4	0,2	0,2	0,3	-0,2	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,6	0,1
APU*	-0,5	-0,3	-0,2	0,3	0,4	0,0	-0,7	-0,8	-0,7	0,2	0,8	0,0	-1,5
Exportations	-1,3	-0,5	0,2	0,9	1,1	-0,3	-0,4	-0,1	0,0	0,0	-2,1	1,3	-0,3
Demande intérieure hors stocks**	-1,1	0,3	0,2	0,5	0,7	-0,2	-0,1	0,5	0,7	0,1	-1,5	1,2	1,0

Prévision

\* Administrations publiques

\*\* Les variations de stocks comprennent les acquisitions nettes d'objets de valeur

## Production par branche aux prix de l'année précédente chaînés

variations T/T-1 et N/N-1 (en %)  
données CJO-CVS

	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Agriculture	-2,3	-1,3	-0,6	0,5	1,1	1,3	0,8	0,5	-0,2	-0,1	-5,6	2,4	0,8
Branches manufacturières	0,5	-0,8	0,8	0,4	0,1	0,8	0,8	1,5	0,2	0,6	0,8	2,0	2,4
Énergie, eau, déchets	1,5	1,1	-2,4	2,2	-0,4	0,4	1,6	-0,2	0,3	0,2	0,8	1,4	1,2
Construction	0,0	-0,3	0,3	0,9	0,6	1,1	0,4	0,5	0,8	0,6	0,1	2,6	2,1
Commerce	1,1	-0,5	-0,2	0,7	0,6	0,8	0,9	0,8	0,3	0,6	1,6	2,1	2,0
Services marchands hors commerce	0,5	-0,2	0,4	0,5	1,2	0,8	0,7	1,0	0,5	0,5	1,3	3,0	2,2
Services non marchands	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,5	0,6	0,4	0,4	0,2	1,0	1,4	1,3
<b>Total</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>

Prévision

## Valeur ajoutée par branche aux prix de l'année précédente chaînés

variations T/T-1 et N/N-1 (en %)  
données CJO-CVS

	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Agriculture	-4,3	-2,6	-0,9	1,3	2,6	2,6	1,6	0,8	0,0	0,1	-9,8	5,4	2,1
Branches manufacturières	0,6	0,0	0,4	0,0	0,5	0,6	0,6	1,5	0,2	0,7	1,4	1,8	2,3
Énergie, eau, déchets	2,2	1,1	-3,0	1,8	-0,7	0,3	1,0	-0,3	0,3	0,2	1,2	0,0	0,8
Construction	0,0	0,0	-0,1	0,6	0,4	0,8	0,4	0,4	0,7	0,4	0,1	1,7	1,7
Commerce	1,1	-0,5	-0,3	0,4	0,2	0,5	0,7	0,6	0,2	0,4	1,1	1,1	1,4
Services marchands hors commerce	0,7	-0,1	0,3	0,4	0,9	0,7	0,5	0,9	0,4	0,4	1,4	2,4	1,8
Services non marchands	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,2	0,4	0,2	0,9	0,9	1,0
<b>Total</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>

Prévision

## Formation brute de capital fixe des entreprises non financières aux prix de l'année précédente chaînés

variations T/T-1 et N/N-1 (en %)  
données CJO-CVS

	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Produits manufacturés	3,3	-1,6	-2,7	0,7	3,1	1,1	1,8	1,7	0,6	1,2	4,2	4,0	4,0
Construction	0,5	0,5	-0,2	0,7	0,1	0,7	0,1	0,2	1,0	0,6	1,9	1,3	1,8
Autres	1,1	0,4	2,4	0,2	3,0	1,0	1,2	2,3	1,6	1,5	3,7	6,5	5,4
<b>Total</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>	<b>2,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>3,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>

Prévision

## Imports CAF aux prix de l'année précédente chaînés

variations T/T-1 et N/N-1 (en %)  
données CJO-CVS

	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Produits agricoles	4,4	-0,6	5,0	0,2	-0,2	1,2	-1,9	-1,9	1,0	1,5	7,2	1,6	0,0
Produits manufacturés	0,7	-0,8	1,8	0,2	2,7	0,3	3,7	-0,7	1,3	1,1	4,4	5,5	3,5
Énergie, eau, déchets	-6,2	-14,7	27,3	9,7	-8,2	1,2	-5,4	13,4	-4,0	-2,0	1,2	7,3	1,2
Total des biens	0,2	-1,7	3,5	0,9	1,7	0,4	3,0	0,0	0,9	0,9	4,2	5,5	3,2
Total des services	0,5	0,9	1,0	1,3	-0,6	-1,6	-0,5	1,1	2,1	2,2	3,9	0,0	3,9
<b>Total*</b>	<b>0,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>2,8</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>0,0</b>	<b>2,2</b>	<b>0,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>4,2</b>	<b>4,1</b>	<b>3,4</b>

Prévision

\* y compris consommation des résidents hors du territoire français

## Exports FAB aux prix de l'année précédente chaînés

variations T/T-1 et N/N-1 (en %)  
données CJO-CVS

	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Produits agricoles	5,9	1,1	-17,3	-4,3	1,0	4,1	9,1	3,0	2,0	2,0	-6,6	-3,7	11,5
Produits manufacturés	0,0	0,7	1,6	1,5	-1,6	3,1	1,4	3,1	1,2	0,2	3,0	4,4	5,2
Énergie, eau, déchets	-4,1	-1,6	8,6	-14,0	18,6	10,0	0,1	-5,1	1,0	1,0	-8,6	16,5	0,2
Total des biens	0,1	0,7	1,1	1,0	-1,2	3,3	1,6	3,0	1,2	0,3	2,4	4,3	5,3
Total des services	2,3	-2,3	0,8	0,9	0,4	-1,0	-1,2	1,2	0,0	1,1	2,6	-0,2	0,8
<b>Total*</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,7</b>	<b>2,2</b>	<b>1,0</b>	<b>2,4</b>	<b>1,0</b>	<b>0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>3,3</b>	<b>4,3</b>

Prévision

\* y compris consommation des non-résidents sur le territoire français

## Variations de stocks aux prix de l'année précédente chaînés

contributions à la variation du PIB (en point de pourcentage)  
données CJO-CVS

	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Produits agricoles	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0
Produits manufacturés	-0,1	-0,6	0,4	-0,4	0,7	-0,4	0,4	-0,6	0,1	0,2	0,0	0,2	-0,2
Énergie, eau, déchets	-0,2	-0,1	0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0
Autres (construction, services)	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Total</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,2</b>

Prévision

## Dépenses de consommation des ménages aux prix de l'année précédente chaînés

variations T/T-1 et N/N-1 (en %)  
données CJO-CVS

	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Produits agricoles	2,7	-1,4	-0,6	0,5	-1,8	3,1	-1,3	-1,3	-0,6	0,4	2,2	-0,8	-1,1
Produits manufacturés	1,3	-0,1	-0,6	1,1	0,5	0,1	0,6	0,0	-0,2	0,4	1,6	1,4	0,4
Énergie, eau, déchets	4,6	3,4	-3,3	3,9	-3,6	0,1	1,7	-0,6	0,6	0,5	2,8	-0,9	1,4
Commerce	1,9	0,3	0,8	0,8	1,0	-0,6	-0,3	1,5	1,1	0,5	3,3	1,9	2,3
Services marchands hors commerce	0,8	0,2	0,4	0,4	0,7	0,3	0,6	0,5	0,6	0,4	1,7	1,9	1,7
Services non marchands	0,6	-0,1	0,2	0,0	0,2	0,4	0,8	0,2	1,3	0,3	0,9	1,1	2,2
Correction territoriale	-49,6	-74,1	-47,1	416,9	39,0	14,3	9,7	-10,3	19,7	10,6	-78,6	111,5	28,6
<b>Dépenses totales de consommation des ménages</b>	<b>1,4</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>2,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>
Consommation effective totale des ménages	1,2	0,3	0,0	0,6	0,3	0,3	0,6	0,2	0,3	0,3	2,0	1,4	1,0

Prévision

## Compte de revenu des ménages

variations T/T-1 et N/N-1 (en %)  
données CJO-CVS

	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Excédent brut d'exploitation (EBE)	0,5	0,2	0,5	0,6	0,5	0,5	0,6	0,5	0,2	0,2	1,9	2,1	1,2
Entreprises individuelles (EI)	0,7	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,6	0,7	0,4	0,3	0,3	1,6	1,3	1,3
Ménages hors EI	0,4	0,5	0,6	0,9	0,7	0,5	0,5	0,6	0,2	0,2	2,2	2,6	1,2
Masse salariale brute	0,5	0,3	0,7	0,8	1,1	0,7	0,6	0,6	1,0	0,8	2,0	3,2	2,5
Intérêts et dividendes nets	-1,0	-0,9	-0,5	-0,1	0,0	0,8	1,0	1,0	0,9	0,9	-3,2	0,8	3,1
Prestations sociales en espèces	0,4	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	1,8	1,7	1,7
Total des ressources	0,4	0,3	0,5	0,6	0,7	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	1,7	2,5	2,1
Impôts sur le revenu et le patrimoine	1,3	0,2	-1,2	1,2	0,6	0,8	1,3	0,7	9,6	-1,8	1,1	2,4	9,6
Cotisations à la charge des ménages	0,7	0,6	0,5	0,6	0,7	0,6	0,8	0,7	-8,5	0,9	2,2	2,7	-6,9
Total des charges	1,1	0,4	-0,5	1,0	0,6	0,7	1,1	0,7	2,1	-0,8	1,5	2,5	2,7
<b>Revenu disponible brut nominal (RDB)</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,6</b>	<b>1,9</b>
Prix de la consommation	-0,3	0,1	0,1	0,2	0,5	-0,1	0,1	0,5	0,7	0,2	-0,1	0,9	1,2
<b>Pouvoir d'achat du revenu disponible brut (RDB)</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>0,8</b>
Transferts sociaux en nature	0,3	0,3	0,6	0,4	0,6	0,5	0,6	0,3	0,5	0,1	1,3	2,0	1,2
Revenu disponible ajusté nominal	0,2	0,3	0,7	0,5	0,7	0,6	0,6	0,5	0,3	0,8	1,6	2,4	1,8

Prévision

## Ratios des comptes des ménages

données CJO-CVS (en %)

	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Taux d'épargne	13,8	13,7	14,4	14,0	14,1	14,4	14,3	14,3	13,7	14,1	14,0	14,3	14,0
Taux d'épargne financière*	4,7	4,4	5,1	4,6	4,5	4,6	4,6	4,7	4,0	4,5	4,7	4,6	4,3
Poids des impôts et cotisations sociales**	21,4	21,4	21,2	21,3	21,2	21,3	21,3	21,4	21,7	21,4	21,3	21,3	21,4
Salaires bruts / revenu disponible brut (RDB)	62,6	62,6	62,5	62,7	62,9	63,0	63,0	63,0	63,5	63,3	62,6	63,0	63,3
Prestations sociales en espèces / RDB	35,2	35,3	35,2	35,1	35,0	34,9	34,9	34,8	35,0	34,8	35,2	34,9	34,8

Prévision

\* Capacité de financement / revenu disponible brut (RDB)

\*\* Impôts et cotisations sociales / revenu disponible brut (RDB) avant impôts et cotisations sociales

## Compte d'exploitation des entreprises non financières

variations T/T-1 et N/N-1 (en %), données CJO-CVS

	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Valeur ajoutée	1,1	-0,5	0,3	0,6	1,0	1,1	0,8	1,0	0,8	0,7	2,0	3,0	2,8
Subventions	-0,4	0,9	0,9	1,5	1,7	1,6	0,0	0,1	6,3	0,0	-0,1	4,8	6,8
Total des ressources	1,0	-0,5	0,3	0,6	1,1	1,1	0,8	0,9	1,0	0,7	2,0	3,1	2,9
Rémunérations des salariés	0,8	0,1	0,6	0,9	1,2	0,9	0,8	0,8	1,1	1,0	2,2	3,5	3,1
dont Masse salariale brute	0,7	0,4	0,6	1,0	1,2	0,8	0,8	0,7	1,1	1,0	2,5	3,6	3,0
Cotisations sociales employeurs	0,9	-0,7	0,4	0,9	1,1	1,0	0,9	0,8	1,2	0,9	1,4	3,2	3,2
Impôts liés à la production	-0,5	-0,1	0,0	0,0	0,3	1,2	0,3	0,7	1,0	1,0	-0,2	1,6	2,8
Total des charges	0,7	0,1	0,5	0,9	1,1	0,9	0,8	0,8	1,1	1,0	2,0	3,3	3,0
Excédent brut d'exploitation	1,7	-1,4	0,0	0,2	1,0	1,4	0,9	1,3	0,8	0,2	1,8	2,7	2,7
Entreprises individuelles (EI)	0,7	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,6	0,7	0,4	0,3	0,3	1,6	1,4	1,3
Sociétés non financières (SNF)	2,0	-1,8	-0,1	0,3	1,2	1,7	1,0	1,5	0,9	0,2	1,9	3,0	3,2

Prévision

## Compte de revenu des sociétés non financières

variations T/T-1 et N/N-1 (en %), données CJO-CVS

	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Valeur ajoutée	1,1	-0,5	0,3	0,7	1,1	1,1	0,9	1,0	0,9	0,8	2,1	3,2	3,0
Subventions	-0,4	1,0	1,0	1,6	1,9	1,8	0,0	0,1	7,0	0,0	-0,2	5,2	7,5
Total des ressources	1,1	-0,5	0,3	0,7	1,2	1,1	0,8	1,0	1,1	0,7	2,0	3,3	3,1
Rémunérations des salariés	0,8	0,2	0,6	1,0	1,2	0,9	0,8	0,8	1,1	1,0	2,3	3,6	3,1
Impôts	-4,5	1,6	0,5	2,4	-2,3	4,1	-1,1	-1,2	0,6	-1,0	1,6	2,3	-0,7
dont Impôts liés à la production	-0,5	-0,1	0,0	0,0	0,3	1,2	0,3	0,7	1,0	1,0	-0,2	1,6	2,7
Impôts sur les sociétés	-10,2	4,4	1,3	6,0	-6,0	8,5	-3,0	-4,1	0,0	-4,2	4,4	3,5	-5,7
Intérêts dividendes nets	-1,0	-0,8	-1,1	-0,8	-1,0	-0,3	0,8	1,4	3,3	3,2	-2,7	-1,9	7,3
Autres charges nettes	-2,1	-1,3	-0,5	0,4	1,3	1,1	-1,0	0,7	2,3	0,6	-5,1	1,5	3,0
Total des charges	0,0	0,2	0,4	1,0	0,7	1,1	0,6	0,6	1,3	0,9	1,6	2,9	3,0
Revenu disponible brut	5,9	-3,2	0,0	-0,4	3,2	1,3	2,0	2,7	0,2	0,0	3,9	4,8	3,4

Prévision

## Décomposition du taux de marge des sociétés non financières

variations en %, contributions en point de %, données CJO-CVS

	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
<b>Taux de marge (en %)</b>	<b>32,3</b>	<b>31,8</b>	<b>31,7</b>	<b>31,6</b>	<b>31,6</b>	<b>31,8</b>	<b>31,8</b>	<b>32,0</b>	<b>32,0</b>	<b>31,8</b>	<b>31,8</b>	<b>31,8</b>	<b>31,8</b>
Variation du taux de marge	0,3	-0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,2	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,1
Contributions à la variation du taux de marge													
Productivité (+)	0,3	-0,4	-0,1	0,0	0,3	0,3	0,2	0,4	0,0	0,1	0,0	0,6	0,6
Salaire par tête réel (-)	-0,4	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	0,0	-0,3	-0,9	-0,7	-0,4
Taux de cotisation employeur (-)	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0
Ratio prix de VA / prix de consommation (+)	0,4	-0,2	0,0	0,0	-0,2	0,2	0,0	-0,3	-0,1	0,1	0,6	-0,2	-0,2
Autres éléments	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1

Prévision

## Ratios des comptes des sociétés non financières

données CJO-CVS (en %)

	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Charges salariales / valeur ajoutée (VA)	65,2	65,7	65,8	66,0	66,1	65,9	65,9	65,7	65,9	66,0	65,7	65,9	66,0
Impôts liés à la production / VA	5,2	5,3	5,2	5,2	5,2	5,2	5,1	5,1	5,1	5,1	5,2	5,2	5,1
Taux de marge (EBE* / VA)	32,3	31,8	31,7	31,6	31,6	31,8	31,8	32,0	32,0	31,8	31,8	31,8	31,8
Taux d'investissement (FBCF** / VA)	23,3	23,4	23,3	23,3	23,7	23,8	23,8	24,0	24,2	24,4	23,3	23,8	24,3
Taux d'épargne (épargne / VA)	20,2	19,6	19,5	19,3	19,7	19,8	20,0	20,3	20,2	20,0	19,7	20,0	20,0
Pression fiscale***	14,1	15,0	15,2	16,0	14,8	15,7	15,0	14,2	14,1	13,6	15,1	14,9	13,8
Taux d'autofinancement (épargne / FBCF)	86,6	84,0	83,7	82,8	83,2	83,2	83,8	84,5	83,4	82,1	84,3	83,7	82,4

Prévision

\* Excédent brut d'exploitation

\*\* Formation brute de capital fixe

\*\*\* Impôts sur le revenu/revenu disponible avant impôts

# Comptes des pays



Zone Euro	Variations trimestrielles en %										Variations annuelles en %		
	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
<b>ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES</b>													
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>
Consommation privée (56 %)	0,7	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,3	0,2	0,5	0,5	1,9	1,7	1,3
Investissement (20 %)	0,5	2,4	0,7	0,8	0,2	1,7	-0,2	0,9	0,9	0,9	4,5	3,1	2,5
Consommation publique (21 %)	0,8	0,3	0,2	0,3	0,2	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	1,8	1,2	1,0
Exportations (45 %)	0,4	1,3	0,4	1,6	1,3	1,2	1,6	1,9	0,9	0,9	3,4	5,3	4,2
Importations (41 %)	0,4	2,0	0,6	1,8	0,2	1,8	0,6	1,1	1,1	1,2	4,8	4,3	3,6
<b>Contributions</b>													
Demande intérieure hors stocks	0,7	0,7	0,4	0,5	0,3	0,7	0,2	0,3	0,5	0,5	2,3	1,8	1,4
Variations de stocks	-0,2	-0,1	0,1	0,2	-0,2	0,2	0,0	-0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0
Commerce extérieur	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,5	-0,2	0,5	0,4	0,0	-0,1	-0,5	0,6	0,4

Prévision

Notes : variations en pourcentage, contributions en point de pourcentage.  
Les % entre parenthèses représentent le poids dans le produit intérieur brut (PIB).

### Inflation de la zone euro

variations en %, contributions en points

	T3 2017		T4 2017		T1 2018		T2 2018		Moyennes annuelles	
	ga	cga	ga	cga	ga	cga	ga	cga	2017	2018*
<b>Secteurs</b> (poids dans l'indice en 2015)										
<b>Ensemble (100,0 %)</b>	<b>1,4</b>		<b>1,4</b>		<b>1,3</b>		<b>1,5</b>		<b>1,5</b>	<b>1,2</b>
Alimentation (incl. alcools et tabac) (19,6 %)	1,6	0,3	2,2	0,4	1,6	0,3	2,3	0,4	1,8	1,7
Énergie (10,6 %)	3,4	0,3	3,5	0,3	2,8	0,3	3,8	0,4	4,9	3,4
Inflation sous-jacente (69,8 %)	1,1	0,8	0,9	0,7	1,0	0,7	0,9	0,7	1,0	0,8

Prévision

Notes : les % entre parenthèses représentent le poids dans l'ensemble.  
ga : glissement annuel  
cga : contributions au glissement annuel de l'indice d'ensemble  
\* le chiffre 2018 est l'acquis à l'issue du premier semestre

France (21 %) <sup>1</sup>	Variations trimestrielles en %										Variations annuelles en %		
	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
<b>ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES</b>													
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>
Consommation privée (55 %)	1,4	0,3	-0,2	0,7	0,3	0,3	0,6	0,2	0,3	0,4	2,1	1,3	1,1
Investissement (22 %)	1,0	0,1	0,3	0,5	1,7	0,9	0,9	1,2	1,0	0,9	2,7	3,8	3,3
Consommation publique (24 %)	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,5	0,5	0,3	0,3	0,1	1,2	1,5	1,0
Exportations (29 %)	0,4	-0,2	0,9	1,0	-0,7	2,2	1,0	2,4	1,0	0,5	1,9	3,3	4,3
Importations (31 %)	0,4	-1,0	2,8	0,8	1,1	0,0	2,2	0,3	1,1	1,2	4,2	4,1	3,4
<b>Contributions</b>													
Demande intérieure hors stocks	1,1	0,3	0,0	0,6	0,6	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4	2,0	1,9	1,6
Variations de stocks	-0,5	-0,6	0,7	-0,2	0,6	-0,5	0,3	-0,4	0,0	0,2	-0,1	0,4	-0,2
Commerce extérieur	0,0	0,3	-0,6	0,0	-0,5	0,6	-0,4	0,6	-0,1	-0,2	-0,8	-0,3	0,2

Prévision

Notes : variations en pourcentage, contributions en point de pourcentage.  
Les % entre parenthèses représentent le poids dans le produit intérieur brut (PIB) en valeur en 2016.

1. Part dans le PIB de la zone euro en 2016

Sources : Eurostat, Insee

<b>Allemagne (29 %)<sup>1</sup></b>	Variations trimestrielles en %										Variations annuelles en %		
	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
<b>ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES</b>													
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>1,9</b>
Consommation privée (54 %)	0,6	0,2	0,4	0,6	0,8	0,9	-0,2	0,0	0,6	0,6	1,9	2,1	1,2
Investissement (20 %)	1,2	-1,2	0,5	0,0	2,6	1,5	0,4	0,0	1,0	0,9	2,9	3,9	2,4
Consommation publique (20 %)	1,5	0,7	0,2	0,5	0,3	0,3	0,5	0,5	0,4	0,4	3,7	1,6	1,4
Exportations (47 %)	1,0	1,3	-0,2	1,3	1,7	1,0	1,8	2,7	0,9	1,1	2,4	5,3	5,0
Importations (40 %)	1,7	-0,2	0,7	2,5	0,4	2,4	1,1	2,0	1,4	1,4	3,8	5,6	5,1
<b>Contributions</b>													
Demande intérieure hors stocks	0,9	0,0	0,3	0,4	1,0	0,8	0,1	0,1	0,6	0,6	2,3	2,3	1,4
Variations de stocks	0,0	-0,2	0,4	0,4	-0,7	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,2
Commerce extérieur	-0,2	0,7	-0,4	-0,4	0,6	-0,5	0,4	0,5	-0,1	-0,1	-0,4	0,2	0,3

Prévision

<b>Italie (16 %)<sup>1</sup></b>	Variations trimestrielles en %										Variations annuelles en %		
	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
<b>ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES</b>													
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>
Consommation privée (61 %)	0,2	0,2	0,3	0,3	0,6	0,1	0,4	0,1	0,4	0,4	1,4	1,3	1,0
Investissement (17 %)	1,0	-0,2	2,0	2,5	-2,1	1,5	3,2	1,8	0,6	0,6	3,3	3,9	4,4
Consommation publique (19 %)	1,0	-0,3	-0,3	0,2	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,6	0,1	0,2
Exportations (30 %)	-0,7	1,8	0,9	1,9	1,9	0,2	2,0	2,0	0,9	0,9	2,6	6,0	4,2
Importations (27 %)	-0,7	2,0	1,0	2,3	0,2	2,0	1,9	1,0	0,9	0,9	3,8	5,7	3,8
<b>Contributions</b>													
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,0	0,5	0,7	0,0	0,3	0,8	0,4	0,4	0,4	1,5	1,5	1,4
Variations de stocks	-0,2	0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,6	-0,5	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,2	-0,5
Commerce extérieur	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,5	-0,5	0,1	0,3	0,0	0,0	-0,3	0,3	0,2

Prévision

<b>Espagne (10 %)<sup>1</sup></b>	Variations trimestrielles en %										Variations annuelles en %		
	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
<b>ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES</b>													
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>2,3</b>
Consommation privée (58 %)	1,0	0,6	0,8	0,4	0,4	0,8	0,7	0,6	0,6	0,7	3,0	2,4	2,1
Investissement (20 %)	0,6	1,6	-0,3	0,8	2,8	0,6	1,4	0,7	1,0	1,0	3,3	5,0	3,2
Consommation publique (19 %)	0,1	0,0	0,5	-0,6	1,1	0,5	0,4	0,4	0,2	0,2	0,8	1,6	1,0
Exportations (33 %)	1,4	2,1	-0,5	1,5	2,4	1,0	0,6	0,3	0,9	0,8	4,8	5,0	2,3
Importations (30 %)	0,8	1,9	-1,7	0,6	3,7	0,5	1,0	0,0	0,7	0,8	2,7	4,7	1,9
<b>Contributions</b>													
Demande intérieure hors stocks	0,7	0,7	0,5	0,3	1,0	0,7	0,8	0,5	0,6	0,6	2,6	2,7	2,0
Variations de stocks	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Commerce extérieur	0,2	0,1	0,3	0,3	-0,3	0,2	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,7	0,3	0,2

Prévision

Note : Les % entre parenthèses représentent le poids dans le produit intérieur brut (PIB) en valeur en 2016.

1. Part dans le PIB de la zone euro en 2016

Sources : Eurostat, Destatis, Istat, INE, prévision Insee

États-Unis	Variations trimestrielles en %										Variations annuelles en %		
	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
<b>ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES</b>													
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>1,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>
Consommation privée (68 %)	0,5	0,9	0,7	0,7	0,5	0,8	0,5	0,9	0,6	0,7	2,7	2,7	2,3
Investissement privé (16 %)	-0,1	0,3	0,4	0,4	2,0	0,8	0,6	2,0	0,8	1,8	0,7	4,0	4,1
Dépenses gouvernementales (18 %)	0,4	-0,2	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,2	0,7	0,5	0,6	0,8	0,1	1,6
Exportations (13 %)	-0,7	0,7	1,6	-1,0	1,8	0,9	0,5	1,7	1,0	1,0	-0,3	3,4	3,6
Importations (17 %)	0,0	0,1	0,7	2,0	1,1	0,4	-0,2	3,3	1,4	1,7	1,3	3,9	5,2
<b>Contributions</b>													
Demande intérieure hors stocks	0,4	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7	0,5	1,1	0,6	0,9	2,2	2,6	2,6
Variations de stocks	-0,2	-0,2	0,0	0,3	-0,4	0,0	0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,4	-0,1	0,0
Commerce extérieur	-0,1	0,1	0,1	-0,4	0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,4

Prévision

Royaume-Uni	Variations trimestrielles en %										Variations annuelles en %		
	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
<b>ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES</b>													
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,1</b>
Consommation privée (62 %)	0,8	1,1	0,8	0,3	0,4	0,3	0,4	0,3	0,2	0,2	3,1	1,8	0,9
Investissement (17 %)	0,7	2,0	1,1	0,7	0,8	1,2	0,7	1,1	0,2	0,3	1,8	3,9	1,9
Consommation publique (23 %)	0,8	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,4	0,0	0,5	0,3	0,2	0,7	0,3	0,9
Exportations (30 %)	-1,5	2,8	-1,8	5,2	0,0	1,7	0,2	-0,2	0,9	0,7	2,3	5,0	1,8
Importations (32 %)	0,2	1,0	3,3	-1,0	1,0	0,5	1,0	1,5	0,5	0,5	4,8	3,5	2,7
<b>Contributions</b>													
Demande intérieure hors stocks	0,8	1,0	0,7	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,2	0,2	2,2	1,7	1,0
Variations de stocks	-0,1	-0,9	1,3	-1,3	0,2	-0,5	0,4	0,4	0,0	0,0	0,5	-0,3	0,5
Commerce extérieur	-0,5	0,5	-1,5	1,7	-0,3	0,3	-0,2	-0,5	0,1	0,1	-0,8	0,3	-0,3

Prévision

Japon	Variations trimestrielles en %										Variations annuelles en %		
	2016				2017				2018		2016	2017	2018 acquis
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
<b>ÉQUILIBRE EMPLOIS-RESSOURCES</b>													
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>0,7</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,3</b>
Consommation privée (60 %)	0,2	-0,1	0,4	0,0	0,3	0,9	-0,6	0,5	0,4	0,4	0,1	1,0	0,9
Investissement (21 %)	-0,1	1,1	0,2	0,7	0,2	1,9	-0,1	0,3	0,4	0,4	1,1	2,6	1,3
Consommation publique (21 %)	1,1	-1,1	0,4	-0,2	0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,2	1,3	0,1	0,4
Exportations (15 %)	0,0	-0,5	2,3	2,7	2,0	0,0	2,1	2,4	1,5	0,8	1,3	6,8	5,0
Importations (17 %)	-1,7	-0,9	0,2	0,6	1,7	1,9	-1,2	2,9	1,0	1,0	-1,9	3,6	3,8
<b>Contributions</b>													
Demande intérieure hors stocks	0,3	-0,1	0,4	0,2	0,3	1,0	-0,4	0,4	0,3	0,4	0,6	1,2	0,9
Variations de stocks	0,1	0,3	-0,5	-0,2	0,1	-0,1	0,4	0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,1	0,2
Commerce extérieur	0,3	0,1	0,3	0,3	0,1	-0,3	0,6	0,0	0,1	0,0	0,6	0,6	0,2

Prévision

Note : Les % entre parenthèses représentent le poids dans le produit intérieur brut (PIB) en valeur en 2016.

Sources : BEA, ONS, Japan Cabinet Office, prévision Insee