

Une comparaison des prévisions macroéconomiques 2018-2020 sur la France

Magali Dauvin

Hervé Péléraux

Christine Rifflart

SCIENCES PO OFCE WORKING PAPER n° 46



EDITORIAL BOARD

Chair: Xavier Ragot (Sciences Po, OFCE)

Members: Jérôme Creel (Sciences Po, OFCE), **Eric Heyer** (Sciences Po, OFCE), **Lionel Nesta** (Université Nice Sophia Antipolis), **Xavier Timbeau** (Sciences Po, OFCE)

CONTACT US

OFCE
10 place de Catalogne | 75014 Paris | France
Tél. +33 1 44 18 54 87

www.ofce.fr

WORKING PAPER CITATION

This Working Paper:

Magali Dauvin, Hervé Péléraux et Christine Riffart

Une comparaison des prévisions macroéconomiques 2018-2020 sur la France

Sciences Po OFCE Working Paper, n° 46

Downloaded from URL : www.ofce.sciences-po.fr/pdf/dtravail/OFCEWPWP2018-46.pdf

DOI - ISSN

ABOUT THE AUTHOR

Magali Dauvin OFCE, Sciences Po, Paris
Email Address: magali.dauvin@sciencespo.fr

Hervé Péléraux OFCE, Sciences Po, Paris
Email Address: hervé.peleraux@sciencespo.fr

Christine Riffart OFCE, Sciences Po, Paris
Email Address: christine.riffart@sciencespo.fr

ABSTRACT

Nous comparons les prévisions de croissance de l'économie française à l'horizon 2020 réalisées entre septembre et début novembre 2018 par 18 organismes (publics et privés, dont l'OFCE). Après avoir augmenté de 2,3 % en 2017, l'activité ralentirait pour l'ensemble des prévisionnistes interrogés à 1,6 % en moyenne en 2018.

Il n'y a pas d'accélération prévue à l'horizon de l'exercice de prévision : l'activité progresserait en moyenne de 1,6 % en 2019 et de 1,5 % 2020 (avec 8 instituts sur 12 qui prévoient un ralentissement). Mais les moteurs de la croissance changeraient. En 2017, la croissance avait été tirée par une forte contribution de la demande intérieure hors stocks tandis que le commerce extérieur jouait négativement. L'histoire est toute autre en 2018, le commerce extérieur, par sa contribution positive, contribuerait à compenser partiellement une demande intérieure moins dynamique. En 2019 et 2020, c'est l'inverse. L'accélération de la consommation des ménages permise par l'amélioration des revenus soutiendrait la croissance, tandis que l'investissement resterait solide. L'environnement international serait moindre favorable et les risques sur la croissance, plutôt orientés à la baisse.

Si un consensus existe autour de ce scénario central, il masque malgré tout des divergences entre instituts liées notamment aux hypothèses relatives au positionnement de l'économie française dans son cycle, et donc au degré de tensions dans l'économie. Pour tous, l'inflation reste globalement modérée en prévision (entre 1,4 % et 1,9 % en 2020 selon les instituts) mais l'inflation sous-jacente s'accélère, tout en restant inférieure à 2 %, et certains instituts considèrent que des contraintes d'offre existent, notamment sur le marché du travail. Le taux de chômage baisserait de 9,4 % en 2017 à entre 8,1 % pour les plus optimistes à 9,1 % les plus pessimistes

en fin de période. La progression des salaires resterait malgré tout contenue sur la période (avec un maximum à 2,6 % en 2020). L'impact positif des réformes passées et en cours sur la croissance du PIB et la compétitivité des entreprises ne ressort pas véritablement des scénarios.

La France est sortie de la Procédure de déficit excessif en 2018 et tous les instituts prévoient le respect des règles budgétaires concernant le déficit public, qui resterait en-deçà du seuil des 3 % à l'horizon 2020. Néanmoins, le déficit se dégraderait 2019, du fait de mesures exceptionnelles (remboursement aux entreprises de la taxe sur les dividendes et transformation du CICE en baisses de charges sociales employeurs) et d'une amélioration de la composante conjoncturelle plus limitée qu'en 2017. En 2020, il serait compris entre 2,7 % et 1,6 % du PIB.

KEY WORDS

Prévisions, conjoncture, croissance, comptes nationaux

JEL

E2, E27, E37, E66

Une comparaison des prévisions macroéconomiques 2018-2020 sur la France

À l'heure où la croissance française connaît un léger tassement et où les incertitudes économiques et politiques s'accroissent au niveau international, les prévisions de croissance de l'économie française à court et moyen termes peuvent varier sensiblement entre instituts. L'objectif de ce document est de comparer et analyser les scénarii publiés par les différents instituts en charge de cet exercice sur la France et son environnement international élaborés au début de l'automne 2018¹. Au total, 18 instituts sont retenus : la Banque de France, la Direction Générale du Trésor, la Commission européenne, l'OCDE², le FMI, l'OFCE, Rexecode, Barclays, BNP Paribas, Citigroup, le Crédit agricole, Exane, ING, La Banque Postale, Natixis et la Société Générale et 2 banques privées qui ne souhaitent pas être citées. Tous les organismes ne réalisent pas leurs prévisions au même moment ni avec la même fréquence. Les dates de sortie des prévisions présentées ici s'étalent de septembre au 8 novembre 2018³. Les prévisions sur l'année 2018 prennent en compte les données des comptes trimestriels des premier et deuxième trimestres 2018. Seule la Commission européenne dont les prévisions datent du 8 novembre dernier, a intégré les comptes du troisième trimestre (en plus des révisions passées) publiés par l'INSEE le 30 octobre. De même les instituts ne rendent pas nécessairement publiques les réponses à toutes les questions qui leur ont été envoyées. Notre comparaison portera donc sur les variables qui sont les plus renseignées. Enfin, tous n'effectuent pas de prévisions à l'horizon 2020 : sur les 18 instituts qui ont répondu à la plupart des questions pour les années 2018 et 2019, 11 prolongent l'exercice à 2020.

Nous présentons dans une première partie la synthèse des prévisions fournies par les instituts, en nous appuyant notamment sur les données statistiques (moyenne des prévisions, écarts types, min et max). Les parties suivantes reprennent les thématiques qui nous ont semblé les plus pertinentes pour la prévision France.

Synthèse des prévisions pour la France

Un panorama global légèrement divergent selon les instituts à l'horizon 2020

Après 5 années de croissance annuelle atone en France (0,8 % en moyenne sur la période 2012-16), l'année 2017 a été marquée par une accélération de l'activité à 2,3 %, meilleur résultat de l'économie française depuis 2011 et même depuis 2007, dernière année de croissance soutenue avant l'entrée dans la crise. Toutefois selon le consensus dégagé par les institutions interrogées dans le cadre de l'OFCN, cette performance n'aura été que de courte durée puisque la croissance devrait s'infléchir à 1,6 % en 2018. Aucune ré-accélération n'est en outre attendue durant les deux années à venir, la moyenne des prévisions s'établissant encore à 1,6 % pour 2019 et à 1,5 % pour 2020 (graphique 1).

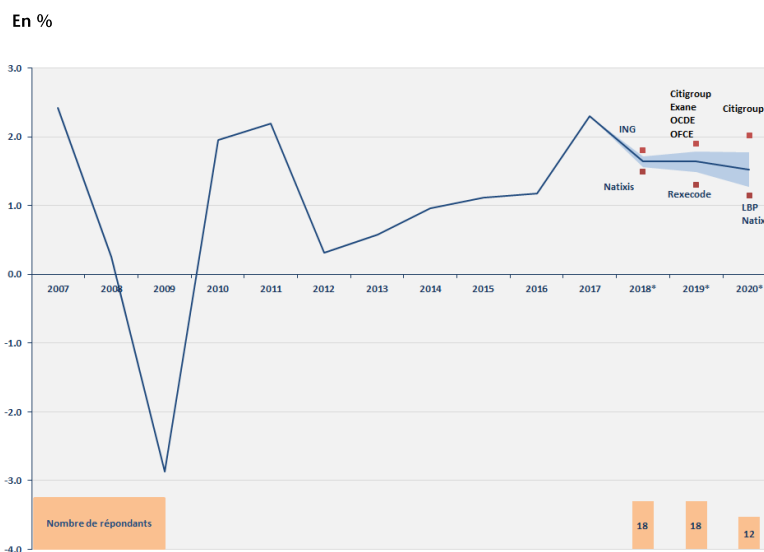
Compte tenu de la connaissance de la croissance du PIB du premier et du deuxième trimestres 2018, qui fixe un acquis de croissance pour l'année de 1,3 % au moment où étaient élaborés les scénarios, la dispersion des prévisions est très faible en 2018, 0,1 point d'écart-type. Deux instituts se démarquent de ce relatif consensus, ING par le haut en anticipant une croissance de 1,8 % et Natixis par le bas, avec une croissance de 1,5 %.

¹ A l'exception de celles de la Commission européenne, ces prévisions ont été présentées et discutées lors d'une journée débat organisée par l'OFCE le 18 octobre 2018. Voir la note: [Quelle croissance en 2019 et 2020 pour la France ? Les enseignements de l'OFCN, un panel de prévisions, Magali Dauvin et Christine Riffart, blog du 25 octobre 2018.](#)

² Pour l'OCDE, ne figurent que les prévisions de PIB publiées le 20 septembre dans le cadre des Perspectives économiques intermédiaires.

³ Date de publication des dernières prévisions de la Commission Européenne.

Graphique 1 : Prévisions de croissance du PIB à l'horizon 2020



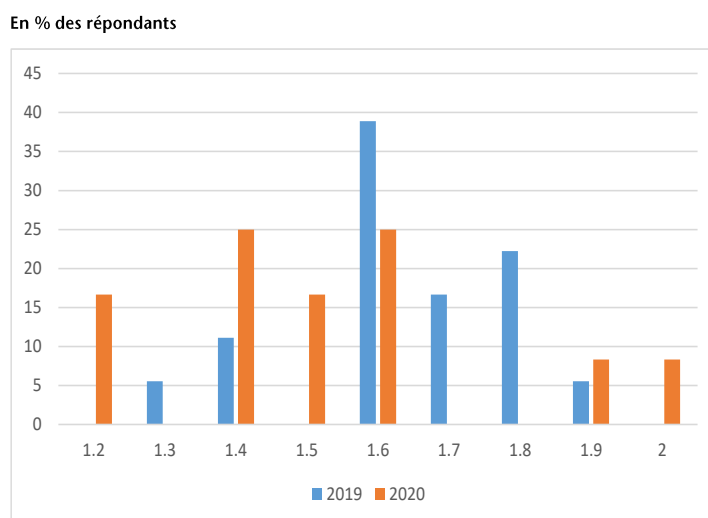
Note : les * désignent les années de prévision. La courbe bleue est la moyenne des réponses fournies par les instituts. La bande bleue est bornée par les écart-types. Les points rouges représentent les min et les max des prévisions.

Sources : INSEE, moyenne des prévisions (voir liste en annexe), calculs OFCE.

Les écarts-type s'accroissent pour 2019 et 2020, respectivement 0,2 et 0,3 point, l'absence d'information quantitative émanant des comptes nationaux n'offrant pas de point d'ancrage des prévisions au-delà de 2018. Le spectre des scénarios est ainsi plus large en 2019, allant de 1,8 % pour Citigroup, Exane, l'OCDE et l'OFCE à 1,3 % pour Rexecode. La majorité des instituts (83 %) table cependant sur une croissance égale ou supérieure à 1,6 % en 2019 (40 % à 1,6 %) (graphique 2).

En 2020, la dispersion des prévisions est plus étendue encore, avec un spectre allant de 1,9 % pour Citigroup, croissance encore largement au-dessus de la croissance potentielle, à 1,2 % pour la Banque Postale et Natixis, sous la croissance potentielle cette fois. Pour autant, les deux tiers des instituts voient la croissance de 2020 dans un intervalle compris entre 1,4 et 1,6 %, un rythme de croissance qui ne signe pas la fin de la reprise puisque plus rapide que celui du potentiel.

Graphique 2 : Répartition des prévisions de croissance du PIB



Sources : prévisions des instituts, calculs OFCE.

Après son rebond en 2017, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) continuerait à remonter en 2018, jusqu'à 2 % selon la moyenne issue des prévisions des instituts, pour ensuite refluer et se stabiliser à 1,7 % en 2019 et en 2020. Les écarts-type de ces prévisions sont faibles, de l'ordre de 0,1 point chaque année, ce qui témoigne du niveau de consensus des prévisionnistes. La hausse de l'indice des prix en 2018 est principalement imputable à la hausse des prix de l'énergie, dans le sillage du pétrole dont le renchérissement serait de 36 % en dollar en 2018 selon la moyenne des instituts. L'effet de la hausse du prix du pétrole en dollar serait tempéré par l'appréciation de l'euro contre la monnaie américaine, de 3,6 % en 2018 selon la moyenne des instituts, ramenant la hausse du baril à une progression un peu moindre, 31 % en 2018, mais toujours suffisamment vive pour entretenir la hausse de l'inflation démarrée en 2017. En 2019 et en 2020 selon la moyenne des prévisions, le pétrole en dollar se stabiliserait autour de 75 \$ par baril mais avec des écarts-type assez élevés, qui témoignent ici de scénarios peu consensuels, tout comme les prévisions du taux de change de l'euro contre le dollar.

La moitié des instituts envisagent une dépréciation de l'euro contre le dollar en 2019, l'autre moitié une hausse (6 instituts) ou une stabilité (2), ce qui fait que la notion de moyenne des prévisions pour 2019 est ici peu significative. Pour 2020, les anticipations sont plus homogènes, avec 7 instituts envisageant une hausse ou une stabilité et 2 une baisse (sur 9 répondants). Sur les 7 prévisions disponibles concernant l'évolution du prix du pétrole en euros en 2020, 5 tablent sur une baisse d'environ 5 %, en dehors de Citigroup qui voit les prix chuter de 22 %. Les hausses sont quant à elles modérées, avec un maximum à 3,3 % pour La Banque Postale.

L'inflation sous-jacente, c'est-à-dire corrigée des prix de l'énergie, des prix des produits administrés et des produits volatiles, s'élèverait au-dessus de 1 % dès 2018 selon la moyenne des instituts, pour rejoindre 1,3 % en 2019 et 1,5 % en 2020. L'écart-type de ces prévisions est faible pour 2018 et 2019, de l'ordre de 0,15 point, un peu plus élevé pour 2020 (0,22). En tous les cas, la convergence des taux d'inflation *headline* et du sous-jacent à l'horizon 2020 (contre un écart de 0,9 point en 2018 d'après la moyenne des instituts) témoigne d'un côté de l'épuisement des ressorts extérieurs de l'inflation, et de l'autre de la réactivation de ses déterminants cycliques internes, notamment par l'accélération des salaires liée à la poursuite de la baisse du chômage.

Après avoir prévu une baisse du taux de chômage à 9 % en 2018 en moyenne annuelle, les instituts sont de nouveau unanimes pour anticiper un recul supplémentaire en 2019, vers 8,7 %. Pour 2020, la baisse se poursuivrait, mais les prévisions sont plus disparates, comme l'indique l'accroissement des écarts-type avec l'horizon de prévision. À rebours des autres, 2 instituts sur 9 répondants, ING et La Banque Postale, envisageant un retour de la hausse du chômage en 2020, 0,1 et 0,5 point respectivement.

Concernant les finances publiques, tous les instituts sont unanimes pour tableer sur le respect des règles budgétaires puisqu'aucun ne voit le déficit franchir à nouveau la barre des 3 % du PIB à l'horizon 2020. Repassé sous ce seuil en 2017, le déficit budgétaire baisserait faiblement en 2018, de 2,7 à 2,6 % selon la moyenne des instituts, du fait notamment du remboursement aux entreprises de 10 milliards d'euros au titre de la taxe sur les dividendes invalidée par le Conseil constitutionnel. S'ajoute à ce facteur exceptionnel, le freinage de la croissance qui contrarie l'amélioration de la composante conjoncturelle du solde public. Enfin, les instituts tableent sur l'arrêt de la consolidation budgétaire en 2018. En 2019, le déficit public remonterait de 2,6 à 2,8 %, sous l'effet de la transformation du Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) en baisses pérennes de charges sociales employeurs⁴. Concernant les années 2018 et 2019, les écarts-type autour de la moyenne des prévisions des instituts sont très faibles, ce qui témoigne d'un consensus fort autour de leurs déterminants. L'impulsion budgétaire redeviendrait négative en 2019, de 0,1 point de PIB selon la moyenne des instituts, mais l'écart type est élevé (0,4 point) probablement en partie du fait de la complexité du calendrier fiscal. Pour 2020, les 5 instituts ayant renseigné cette question sont unanimes pour prévoir une impulsion négative (-0,5 point en moyenne), allant de -0,8 pour la Commission européenne à -0,3 pour Citigroup.

Dans un contexte de retour probable à la baisse du déficit en 2020, l'écart-type est plus élevé pour cette année-là, tous les instituts ne s'accordant pas sur l'ampleur de cette baisse. Ainsi, La Banque Postale ne retient qu'un modeste recul de 0,2 point de PIB quand ING voit une contraction de 1,2 point. Au total, la baisse serait de 0,8 point selon la moyenne des instituts, avec un écart type de 0,4, ramenant le déficit à 2 % du PIB en 2020. La dette publique quant à elle, se stabiliserait à 98,3 % du PIB en 2019 en moyenne et refluerait de 0,7 point en 2020 à 97,6 %, avec une fourchette comprise entre 94,5 % pour Citigroup et 99 % pour La Banque Postale.

Croissance potentielle et écart de production : des différences d'appréciation entre instituts

L'établissement du scénario de croissance à l'horizon 2020 suppose implicitement ou explicitement, d'estimer l'écart entre le PIB effectif et le PIB potentiel (écart de production ou *output gap*), qui détermine la marge de rattrapage sans contrainte de production ni tensions inflationnistes, ainsi que la croissance du PIB potentiel qui fait croître la cible en plus de la croissance impulsée par le rattrapage. L'*output gap* n'est pas renseigné par tous les instituts en 2017, année qui fixe le point de départ de l'évaluation du rattrapage possible pour les 3 années ultérieures. À l'exception du FMI pour qui l'*output gap* est négatif en 2017, les 6 autres instituts ayant renseigné ce point estiment un *output gap* négatif en 2017: Citigroup et la CE l'estiment à -0,3 point de PIB, la DG Trésor à -0,6 point et l'OFCE à -1,6 point. Ces différences d'évaluation tiennent à une difficulté majeure qui vient obscurcir l'établissement du diagnostic préalable à l'élaboration des prévisions, celle du caractère non observable du PIB potentiel dont le niveau et la croissance doivent par conséquent être estimés. Les

⁴ Les créances du CICE générées en 2018 seront intégrées dans le déficit public de l'année 2019, tout comme les baisses de cotisations, effectives dès 2019. Le double impact de la réforme sur les comptes publics est estimé à 0,9 point de PIB, mais les autres déterminants du déficit public joueront en sens inverse pour en limiter la hausse (voir OFCE Prévisions France : heurts supplémentaires sur la reprise, partie Finances publiques, p.49). Cet effet n'est que ponctuel et n'affecte pas la trajectoire des finances publiques à moyen terme.

divergences d'écart de production affichées par les instituts en 2017 reflètent ces divergences d'estimation.

Par ailleurs, les informations provenant des enquêtes de conjoncture rendent une image de l'écart de production différente de celle provenant de l'estimation du PIB potentiel par des méthodes structurelles. Elles paraissent indiquer que le cycle est plus mature que ce qu'estiment la plupart des instituts. Une étude récente de la DG-Trésor, présentée au cours de la journée, propose une approche complémentaire à celles mises en œuvre classiquement par les instituts, en mobilisant des données d'enquêtes sur les tensions sur l'appareil productif déclarées par les entreprises⁵ dans les secteurs, non pas seulement de l'industrie, mais aussi des services et de la construction. De fait, ces indicateurs de tensions, le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie, l'insuffisance de demande comme frein à la production et l'insuffisance de personnel, sont très corrélés sur le passé à l'écart de production estimé par les méthodes structurelles. L'indicateur résumé tiré des enquêtes laisse penser que l'output gap serait très positif en Allemagne en 2017, supérieur à son niveau d'avant crise, positif en France et en Espagne mais loin encore de ses précédents sommets, et encore légèrement négatif en Italie. Selon cette étude, le rattrapage spontané lié au déficit de demande serait donc achevé en 2017 en France. En contrepoint d'un tel diagnostic, il a été signalé au cours des discussions que la faiblesse de la progression des salaires et de l'indice des prix sous-jacent n'appuyait pas la thèse de l'existence d'un output gap positif, seuil à partir duquel les tensions inflationnistes se déclenchent.

Pour la plupart des instituts, la croissance potentielle est évaluée à 1,2-1,3 % en 2018. Certains s'écartent néanmoins de ce consensus, le FMI la voyant plus dynamique à 1,5 % et Natixis plus faible à 1,1 %. Ces hypothèses pour 2018 sont reconduites pour 2019 (sauf BNP Paribas qui table sur une majoration de 0,1 point). Pour 2020, quelques instituts inscrivent une hausse de la croissance potentielle de 0,1 point, la CE, ING et l'OFCE, les autres une stabilité. Au final, ces prévisions témoignent de la relative inertie de la croissance potentielle sur la période, tous les instituts tablent sur une hausse de 0,1 point en 3 ans. Si certains instituts, comme Rexecode⁶, invoquent l'impact positif sur le potentiel des réformes passées et présentes du fonctionnement du marché du travail et de la fiscalité des entreprises, force est de constater qu'elles sont prudemment inscrites dans la prévision et qu'elles ne conditionnent pas l'établissement du scénario de croissance entre 2017 et 2020. Notons toutefois que le ralentissement de la population active inscrit par le panel en prévision aurait dû aboutir à une baisse de la croissance potentielle. Or en la faisant augmenter, certes légèrement, le panel incorpore implicitement un effet des réformes dans ses prévisions.

Compte tenu de leurs hypothèses, les instituts prévoient un resserrement de l'écart de production qui, pour certains, l'amènerait en territoire positif dès 2018 (Citigroup, Commission européenne, FMI) ou en 2019 (Crédit Agricole, DG-Trésor). Au total, sur les 9 instituts ayant renseigné ce champ pour 2019 (5 pour 2020), seul l'OFCE prévoit un output gap encore négatif, mais en réduction sensible (de -1,6 point en 2017 à -0,3 point en 2020).

Consensus sur le soutien de la consommation à la croissance

Selon les instituts, les performances affichées par l'économie française en 2017 ne seront pas reconduites entre 2018 et 2020, même si pour la grande majorité d'entre eux, la croissance devrait

⁵ Voir De Waziers D., « Que nous disent les enquêtes de conjoncture sur la position de l'économie dans le cycle ? », Trésor-éco, n° 223, juin 2018.

⁶ Voir « Travail, fiscalité, entreprises : quel impact peut-on attendre des réformes menées depuis le début du quinquennat sur la croissance potentielle à moyen terme en France ? », octobre 2018, et pour plus de détails, « Perspectives 2019, document de travail, n°70, octobre 2018, pp. 32-36.

rester supérieure à la croissance potentielle. Ces prévisions ne signent donc pas la fin de la reprise économique, mais marquent une nette baisse de régime en comparaison de la performance de 2017.

Le dynamisme de l'économie française en 2017 a reposé sur une forte contribution de la demande intérieure hors stocks (DIHS), 1,9 point sur les 2,3 % de croissance enregistré cette année, alors que la contribution du commerce extérieur est restée faible, +0,1 point. Il convient toutefois de noter que malgré la modestie de cette contribution en 2017, le commerce extérieur n'a plus entravé la croissance comme ce fut le cas en 2015 et en 2016, avec des contributions respectives de -0,4 et -0,5 point.

Pour 2018, les instituts anticipent une contribution nettement positive du commerce extérieur, 0,4 point en moyenne, avec peu de divergence (écart-type de 0,1 point). Le consensus d'une retombée du commerce extérieur est tout aussi fort pour 2019 et 2020, avec l'anticipation de contributions légèrement négatives, -0,1 à chaque fois en moyenne, mais qui masquent de plus grandes disparités : ING par exemple est franchement négatif, avec des contributions annuelles de -0,5/-0,6 point en 2019 et en 2020, Citigroup plus conservateur, avec des contributions légèrement positives de 0,1 point.

L'année 2018 devrait donc voir un plus grand dynamisme du commerce extérieur compenser partiellement l'essoufflement de la DIHS. En effet, la contribution de la DIHS devrait perdre 0,5 point en 2018 par rapport à 2017 selon la moyenne des instituts, celles des variations de stocks -0,4 point (de +0,2 point en 2017 à -0,2 point en 2018) et celle du commerce extérieur gagner 0,3 point, limitant au final le tassement de la croissance du PIB à 0,7 point. Pour 2019 et 2020, le redressement de la contribution de la demande intérieure, qui ne reviendrait toutefois pas à son niveau de 2017 (+1,9 point contre +1,7/+1,6 point ces deux prochaines années selon le consensus des instituts) s'inscrira dans un contexte de retombée du commerce extérieur, ce qui permettra de limiter l'effet de son ralentissement sur la croissance du PIB.

L'absence de contribution positive du commerce extérieur en 2019 et en 2020 selon les instituts, après une relative amélioration en 2017 et 2018, pose question dans un contexte où la politique économique a mis l'accent sur le redressement de la compétitivité des entreprises françaises depuis quelques années. Ces politiques développent certes leurs effets à moyen-long terme, mais depuis l'instauration des premières mesures d'offre (CICE en 2014, Pacte de responsabilité et de solidarité en 2015), on pourrait légitimement penser que les instituts les aient inscrits dans leurs prévisions pour 2019 et 2020. Le consensus pour une retombée de la contribution du commerce l'extérieur en territoire négatif est d'ailleurs assez fort : deux instituts seulement, Citigroup et la DG-Trésor, sur les 15 ayant renseigné cette composante des prévisions envisagent une contribution positive du commerce extérieur en 2019, très modeste toutefois (+0,1 point). Tous les autres tablent sur une contribution négative ou nulle. Pour 2020, seul Citigroup, sur les 10 répondants, voit de nouveau une faible contribution positive du commerce extérieur (+0,1 point). Les instituts n'envisagent donc pas d'effet positif notable des politiques d'offre sur la performance du commerce extérieur, sauf à supposer qu'elle aurait été plus négative encore si ces politiques n'avaient pas été mises en place.

Par rapport à 2017, le freinage de la croissance du PIB en 2018 n'est imputable que dans une faible mesure à celui de la consommation des ménages. Selon la moyenne des instituts, la croissance de la consommation privée devrait atteindre +1 % en 2018, après +1,1 % en 2017 selon les comptes nationaux. Le consensus autour de cette trajectoire est relativement fort, avec un écart-type de 0,1 point. La formation de ce consensus est en partie guidée par la connaissance des comptes nationaux du premier et du deuxième trimestre 2018, avec une trajectoire heurtée (+0,2 % au 1^{er} trimestre, -0,1 % au 2^e) qui laissait un acquis de croissance de 0,6 % à la mi-année. La croissance de la consommation des ménages de 1 % prévue en 2018 par les instituts suppose un redressement de +0,7 % au second semestre, après une faible hausse au premier (+0,3 %), redressement de fait inscrit dans l'ensemble

des prévisions et en partie acté par la publication des comptes nationaux du troisième trimestre, inconnus des prévisionnistes au moment de l'élaboration des prévisions, qui ont publié une progression de la consommation à +0,5 %.

Au-delà de la compensation de l'effet des aléas qui ont marqué négativement la trajectoire de la consommation des ménages au premier semestre (hiver peu rigoureux ayant réduit la consommation d'énergie pour le chauffage, grèves dans les transports ferroviaires et aériens), tous les instituts mettent en avant l'impact positif, au second semestre, du calendrier fiscal qui avait au contraire pesé sur le pouvoir d'achat et la consommation au premier semestre. La montée en charge des mesures en faveur du pouvoir d'achat dans la seconde moitié de l'année (baisse de la taxe d'habitation, deuxième tranche de baisse des cotisations salariales, revalorisation des prestations sociales,..) est ainsi le pendant à la hausse de la fiscalité directe et indirecte dans la première (augmentation de la CSG non compensée par la baisse des cotisations salariés, hausse des taxes sur le tabac et les hydrocarbures).

Pour 2019 et 2020, les instituts attendent un rebond de la consommation des ménages, +1,6 % chaque année, avec des écarts-types un peu plus élevés que pour 2018, mais qui témoignent à nouveau d'un relatif consensus. Certains instituts (La Banque de France, Rexecode, Natixis) se positionnent dans le bas de la fourchette (croissance de +1,2/+1,3 % de la consommation), d'autres prévoient un rebond plus fort, 2 et 1,9 % pour BNP Paribas et l'OFCE en 2019 respectivement. Là encore, les instituts tablent sur les gains de RDB escomptés de la réforme fiscale en 2019 et en 2020, mais leur répercussion sur la consommation reste tributaire de l'évolution du taux d'épargne. Les instituts pour lesquels la hausse de la consommation se situe en bas de la fourchette sont aussi ceux qui anticipent une hausse du taux d'épargne en 2019. De fait, l'écart-type des prévisions sur le taux d'épargne des ménages est élevé (0,5 point pour une moyenne de 14,3 %) illustrant la répercussion différenciée sur la consommation des gains de pouvoir d'achat selon les instituts.

La consommation des ménages apparaît donc comme le principal soutien à la croissance en 2019 et 2020 alors que la hausse de l'investissement des entreprises, après avoir atteint +4,6 % en 2017, devrait se replier à +3,6 % en 2018, pour atteindre +2,8 % à l'horizon 2020 selon la moyenne des instituts. Ce ralentissement anticipé par les prévisionnistes reste toutefois modéré et le taux d'investissement, rapporté au PIB, devrait continuer à progresser. Les divergences tiennent au profil de la croissance, certains instituts se démarquant de la moyenne avec une réaccélération en 2019 (Crédit Agricole, Exane), et non pas à un changement de nature de la trajectoire de l'investissement qui entraînerait un retournement du taux d'investissement.

De fait, les déterminants de l'investissement resteront bien orientés. La reprise de la consommation entre autre à partir de la seconde moitié de 2018 fera jouer positivement l'effet d'accélérateur. D'autre part, la situation financière des entreprises lue au travers du taux de marge anticipé par les prévisionnistes, demeurera favorable, ce dernier s'élevant fortement en 2019 sous l'effet de la transformation du CICE en baisses de charges ce qui alimentera la trésorerie des entreprises avec à la fois la conversion en liquidités des créances acquises au cours des années antérieures au titre du CICE et la baisse immédiate des charges.

Un environnement international moins porteur et jonché d'incertitudes

Si l'économie française avait bénéficié en 2017 d'un environnement international plutôt porteur, les perspectives à l'horizon 2020 s'avèrent moins favorables à la croissance. Le ralentissement aux Etats-

Unis prévu en 2019 et l'essoufflement de la dynamique de sortie de crise en Europe devraient impacter à la fois le commerce mondial et la demande adressée à la France. La croissance mondiale se modérerait (elle passerait d'un rythme de 3,7 % en 2017 et 2018, à 3,5 % en moyenne en 2019) tandis que les incertitudes grandissent au cours de l'année 2018⁷.

Après avoir augmenté de près de 25 % entre 2016 et 2017, s'établissant à 54,25 \$, le prix du baril de pétrole Brent devrait atteindre 74,1 \$ en 2018 selon le consensus, soit une augmentation de 36,5 % en un an⁸. Sur les neuf premiers mois de l'année, le prix se situe déjà à 72,2 \$ en moyenne. La majeure partie des instituts table ainsi sur la poursuite de la hausse jusqu'en fin d'année puisque 11 prévisionnistes sur 15 situent le baril entre 70 \$ (Société Générale) et 80 \$ (Crédit Agricole). Pour 2019, le panel prévoit une quasi stabilité à 75,4 \$. Cela masque toutefois une forte hétérogénéité dans les principales forces jouant sur la détermination du prix (offre *versus* demande mondiale, tensions géopolitiques, accords entre pays producteurs, etc.), qui se traduit par un écart-type des prévisions de 5,9 en 2019. Dans les différents scénarii envisagés pour 2019, deux instituts indiquent un prix stable, quatre une baisse de 4 \$, et neuf une hausse de 3,5 \$⁹. Un retour à la moyenne de 2018 se dessine à l'horizon 2020 (74 \$ le baril). Sur les huit répondants, trois envisagent une hausse (jusqu'à 89,1 \$ pour Natixis) tandis que quatre prévoient une baisse (il s'établirait à 60 \$ selon Citigroup pour le scénario le plus bas). En résumé, le consensus intègre une stabilité du prix à 74 \$ le baril à l'horizon de cet exercice de prévision. Ayant fortement pesé sur la balance commerciale des pays importateurs de la zone euro en 2018, la facture d'importation d'énergie devrait être moindre si l'on prend en compte les évolutions attendues du taux de change EUR/USD : l'euro atteindrait 1,22 \$ en moyenne en 2020 contre 1,18 \$ prévu sur l'ensemble de l'année 2018, et 1,19 \$ en 2019. Autrement dit, le prix du pétrole Brent se stabiliserait légèrement autour de 60 € le baril à l'horizon 2020, après 62,3 € en 2018.

L'accélération de l'activité américaine en 2018 telle qu'envisagée par l'ensemble des économistes, hissant la croissance du PIB à 2,9 %¹⁰ en moyenne après 2,2 % en 2017 ne serait pas durable. En effet, la réforme fiscale votée en octobre 2017 par l'administration Trump et mise en œuvre en 2018 (*Tax cuts and Job Act*), ainsi que la stimulation budgétaire (*Bipartisan budget Act*), continueraient de soutenir les composantes de la demande¹¹ mais le ralentissement du PIB serait attendu dès 2019, le risque de surchauffe étant exacerbé par un marché du travail déjà sous tension¹². Il existe toutefois des divergences dans le *timing* de l'atterrissage, reflétées par un écart-type plus élevé (0,3). Baisant en moyenne de 0,4 point à 2,5 % en 2019, la croissance ralentirait bien plus rapidement selon BNP Paribas et Rexecode qui la situent respectivement à 1,8 % et 1,9 % en 2019. Il est assez difficile d'imputer un tel ralentissement de l'activité à la remontée des taux directeurs des fonds fédéraux puisque ces deux instituts ne les situent pas au même niveau ni ne les font progresser au même rythme (respectivement à 2,25/2,50 % et 1,8 % en 2018 et 2,50/2,75 % et 2,6 % en 2019). Pour les économistes réalisant des prévisions à l'horizon 2020, le tassement de la croissance serait plus fort puisque le PIB ne croîtrait plus que de 1,7 % en moyenne, soit une baisse du rythme de croissance de 0,8 point par

⁷ On peut se reporter entre autres à la note du Trésor de septembre 2018 : [Perspectives mondiales à l'automne 2018 : toujours soutenues malgré des vents contraires](#), Trésor Eco n° 227, à la présentation des perspectives intermédiaires de l'OCDE : [De lourdes incertitudes pèsent sur la croissance mondiale](#), 20 septembre 2018 ou au Chapitre 1 des Perspectives de l'Economie Mondiale du FMI : [Obstacles à une croissance stable](#), d'octobre 2018.

⁸ Depuis 2000, le prix du baril en \$ a varié en moyenne de 22,3 % par an.

⁹ En moyenne. Par ailleurs, la dispersion est plus élevée pour le scénario à la hausse, les augmentations prévues vont de 0,2 à 10,2 \$. De même pour les niveaux qui vont de 71,7 \$ (Banque de France) à 84,4 \$ (La Banque Postale).

¹⁰ L'écart-type entre les prévisions est très faible, i.e. moins de 0,1 et les prévisions sont comprises entre 3 % (OFCE et Société Générale) et 2,8% (BNP Paribas, Crédit Agricole, Ministère de l'Economie et des Finances et Natixis).

¹¹ La politique budgétaire expansionniste consiste en une impulsion budgétaire positive de 1,5 point de PIB en 2018 et 1 point de PIB l'année suivante selon le CBO (*Congressional Budget Office*).

¹² En moyenne à 4,4 % de la population active sur l'ensemble de l'année 2017, le taux de chômage était de 4 % sur les huit premiers de l'année 2018. En septembre, il ne représentait plus que 3,7 % de la population active (Source : *Bureau of Labor Statistics*).

rapport à 2019. Bien que les répondants soient moins nombreux en 2020 (7 contre 17 en 2019), les écarts de prévisions se réduisent, la croissance américaine étant comprise entre 1,4 % (OFCE) et 1,9 % (Commission Européenne). D'après les prévisions, la vitesse de ralentissement du PIB dépend des hypothèses faites sur la maturité du cycle économique (le moment où ce dernier viendrait buter sur ses contraintes de production) et du resserrement induit de la politique monétaire orchestrée par la Réserve Fédérale. Après une troisième hausse du taux directeur en 2018¹³, le rythme de resserrement s'opèrerait de façon plus prononcée pendant l'année 2019 avec un taux s'élevant à 2,9 % en moyenne (jusqu'à 3,5 % pour le Crédit Agricole) qu'en 2020. En effet, les cinq prévisions recueillies indiquent un taux moyen des fonds fédéraux à 3,1 % (4 % pour l'OFCE).

Poursuivant la tendance amorcée après le pic de 2014, l'activité britannique a continué à ralentir depuis 4 ans, passant de 2,9 % en 2014 à 1,7 % en 2017. Cette orientation devrait se poursuivre en 2018 avant de s'inverser à partir de 2019 selon la moyenne des prévisions. Au cours du premier semestre 2018, les incertitudes sur les modalités de sortie du Royaume-Uni de l'Union Européenne à l'approche de son échéance ont pesé sur la demande intérieure, en particulier sur les investissements publics et privés (hors ménages). Alors que le commerce extérieur soutenait la croissance en 2017, c'est l'inverse qui est constaté en 2018, sa contribution se renforçant en territoire négatif à l'issue du premier semestre. Selon le consensus, la croissance déclinerait encore en 2018, dans une fourchette comprise entre 1,1 % (Rexecode) et 1,5 % (Société générale). Compte tenu de l'information disponible au moment où les prévisions ont été réalisées, la majeure partie des répondants envisage une deuxième partie d'année plus dynamique pour atteindre la moyenne de 1,3 % de croissance du PIB en 2018. En 2019, seuls cinq instituts prévoient une poursuite du ralentissement avec à l'arrivée une progression de l'activité comprise entre 0,8 % (Rexecode) et 1,3 % (Société Générale). Parmi les huit instituts ayant répondu pour l'année 2020, trois stabilisent la croissance aux alentours de 1,5 %¹⁴, trois la font augmenter : entre 1,4 % (La Banque postale) et 1,9 % (Citigroup) considérant que les effets du Brexit sont positifs et/ou dissipés. Seul l'OFCE voit un léger ralentissement à 1,5 % en 2020, après 1,6 % en 2019. Le taux directeur de la Banque d'Angleterre augmenterait de 0,25 point de base en moyenne en 2019 mais il resterait inférieur à 1 %. Trois instituts le situent à 0,75 % (dont Barclays, Société Générale), autrement dit à un niveau inchangé depuis le 1^{er} novembre 2018¹⁵, tandis que BNP Paribas inscrit un resserrement monétaire plus important jusqu'à 1,25 %. La hausse de ce dernier interviendrait surtout en 2020 d'après les quatre instituts ayant répondu, pour se situer en moyenne à 1,35 %. La livre s'apprécierait légèrement à l'horizon 2020 et atteindrait 1,14 €. Aucun des scénarii n'envisage un effondrement de la livre, qui resterait comprise entre 1,12 € (Natixis) et 1,18 € (ING).

Concernant la croissance de la zone euro, le rebond de 2,5 % enregistré en 2017 serait le point haut du mouvement de reprise initié en 2014. Le ralentissement de l'activité économique européenne est inscrit dans tous les scénarii jusqu'en 2020, en accord avec une croissance potentielle à un niveau plus faible. En 2018, le ralentissement serait de l'ordre de 0,5 point selon la moyenne des prévisions, ramenant la croissance à 2 %. Cette vision est consensuelle au regard de la faible dispersion des prévisions (l'écart-type est inférieur à 0,1), comprises entre 1,9 % (Citigroup, La Banque Postale) et 2,1 % (Barclays, Commission Européenne, Crédit Agricole, Exane, Ministère de l'Economie et des Finances et Société Générale). Après un ralentissement de l'activité à 1,7 % en 2019, le PIB de la zone euro croîtrait de 1,6 % selon les neuf prévisionnistes répondants, les plus optimistes situant la croissance à 1,7 % (Banque de France, Citigroup, Commission européenne et FMI). Cette dynamique est commune à l'ensemble des pays sur lesquels les économistes ont été interrogés. En effet, l'activité économique en Espagne et en Allemagne ralentirait jusqu'à rejoindre le rythme de la zone euro (respectivement

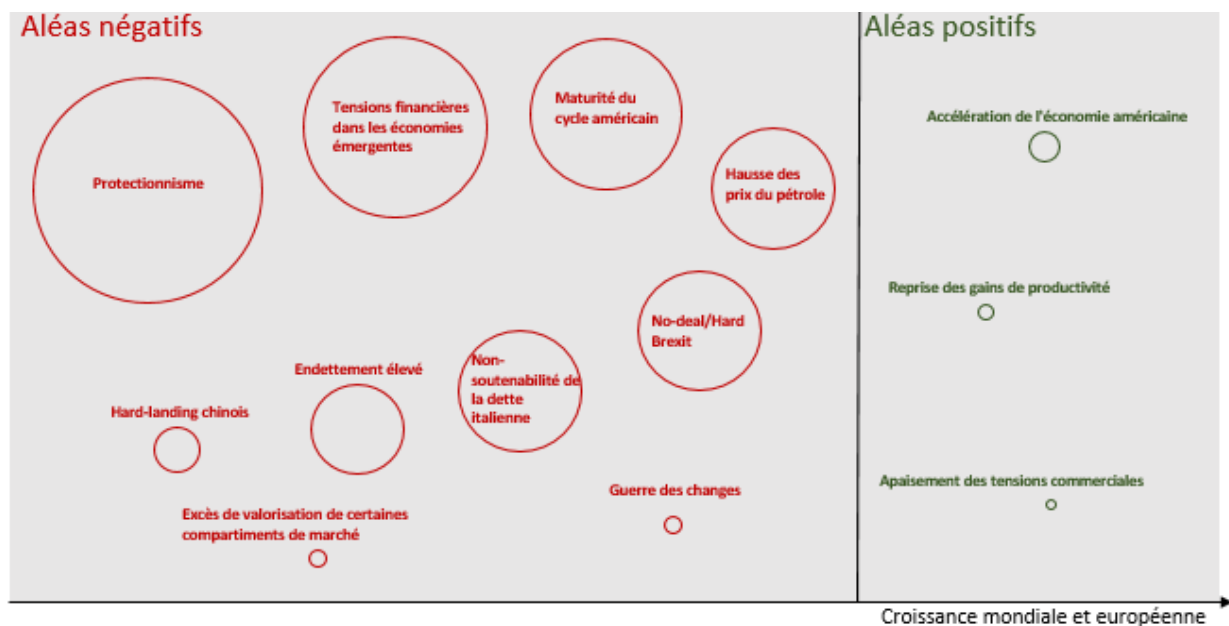
¹³ Les portant ainsi dans une fourchette comprise entre 2% et 2,25% à la fin du mois de septembre 2018.

¹⁴ La Commission Européenne stabilise également la croissance du Royaume-Uni mais à un niveau plus faible, à + 1,2 %.

¹⁵ Date de la dernière décision du comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre au moment de la rédaction de ce document.

1,8 % et 1,6 % en moyenne en 2020) tandis que l'Italie se situerait en deçà (1 % à partir de 2019). Malgré ce ralentissement, le taux de chômage continuerait de baisser : de 8,3 %, il déclinerait jusqu'à 7,5 % de la population active en 2020, après 7,8 % en 2019 selon l'ensemble des économistes. L'inflation mesurée par l'IPCH resterait en deçà de la cible de 2 % de la Banque Centrale Européenne jusqu'en 2020, hormis pour La Banque Postale et Rexecode pour lesquels elle serait atteinte en 2019, du fait d'une dépréciation de l'euro pour l'un, et d'une appréciation ne permettant pas d'absorber la hausse du prix du pétrole pour l'autre. L'orientation de la politique monétaire ne serait pas modifiée d'ici à la fin de l'année 2018¹⁶, le taux directeur augmentant progressivement jusqu'en 2020 (jusqu'à 1 % pour l'OFCE).

Graphique 3. Résumé des aléas susceptibles de modifier le scénario central



Notes : La taille des cercles est proportionnelle au nombre d'occurrence du risque dans les questionnaires complétés par les différents instituts. Par exemple, parmi les 15 instituts ayant répondu à la question suivante : « selon vous, quels sont les principaux risques qui pèsent sur la croissance mondiale/de la zone euro ? », 12 ont évoqué la hausse des mesures protectionnistes. A l'inverse, 6 instituts sur 15 considéraient la hausse du prix du pétrole comme un facteur de risque.

Sources : Réponses des instituts participant à la journée OFCN 2018.

Le Graphique 3 résume les risques pouvant peser sur la croissance européenne et mondiale tels que mentionnés par le panel des prévisionnistes. Pour la croissance de la zone euro, nous retiendrons en particulier les suivants (du court au long terme):

- Les différents risques politiques au sein de l'Union Européenne (U.E.) : Royaume-Uni et Italie, entre autres ;
- le renforcement des mesures protectionnistes à l'encontre de l'Union Européenne (U.E.);
- la hausse prolongée du prix du pétrole.

¹⁶ Les taux resteraient à leur niveau plancher en 2019 selon Barclays et Exane.

Dans ce contexte international, le fort dynamisme du commerce mondial observé en 2017 (5 % contre 2,4 % en 2016) n'aura été que de courte durée. Les échanges mondiaux seraient amenés à ralentir progressivement, de 4,3 % en 2018 à 3,6 % à l'horizon 2020 d'après la moyenne des prévisions. Ce ralentissement intègre également celui de la demande chinoise. La croissance du PIB chinois devrait en effet passer de 6,9 % en 2017 à 6,2 % en 2020. On notera que l'incertitude relative à la trajectoire du commerce mondial porte davantage sur le coup de frein attendu en 2018 : l'écart type de 0,6 en 2018 est supérieur aux écarts types des deux années suivantes (0,4 en moyenne). En 2018, la croissance des échanges mondiaux serait comprise entre 3,3 % (Citigroup) et 5,2 % (Ministère de l'Economie et des Finances). En 2019, le ralentissement serait compris respectivement entre 3,2 % (Citigroup) et 4,6 % (Ministère de l'Economie et des Finances) et en 2020, entre 3,1 % (Citigroup) et 4,1 % (FMI).

Finalement, une particularité de cet exercice de prévisions tient dans l'existence de nombreuses incertitudes et risques pouvant peser sur la croissance des pays avancés, mais qui néanmoins ne conduisent pas à des scénarii très différents, tout du moins sur la tendance de l'activité économique à l'horizon 2020.

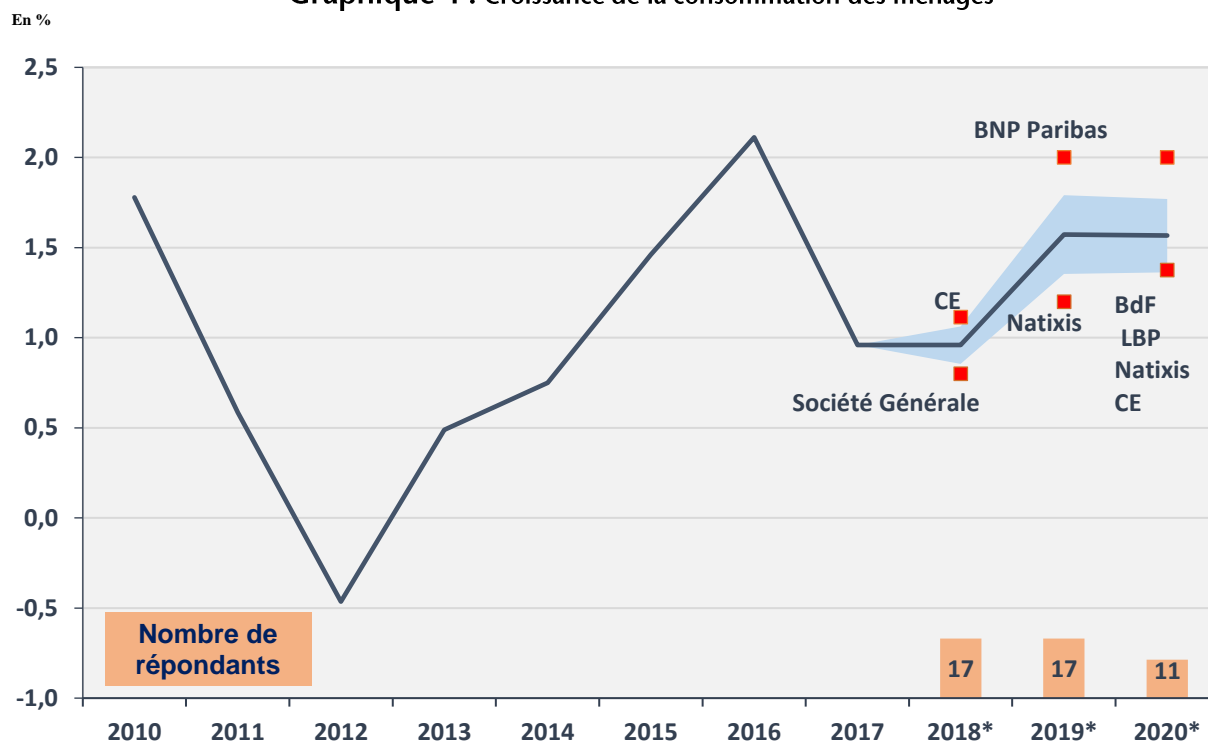
2019 et 2020 : les ressorts de la croissance basculent vers la consommation des ménages

Si le dynamisme de la croissance française à 2,3 % en 2017 a reposé en grande partie sur la vigueur exceptionnelle de l'investissement, le ralentissement de la croissance en 2018 traduit à la fois un passage à vide des dépenses des ménages au premier semestre et la baisse de la croissance de l'investissement en phase avec le ralentissement de la demande. Les mesures passées jouent de moins en moins sur les décisions d'investir des entreprises alors qu'au contraire, les ménages, qui continuent de bénéficier du raffermissement du marché du travail, vont voir leur pouvoir d'achat augmenter à l'horizon 2020 avec la montée en charge des mesures fiscales. Dès lors, les ressorts de la croissance vont basculer de l'investissement des entreprises vers la consommation des ménages.

Une consommation tributaire du calendrier fiscal

Après une reprise timide en 2013 et 2014 suivie d'une nette accélération en 2015 et 2016 (jusqu'à 2,1 %), la consommation des ménages a ralenti significativement à 1,1 % en 2017. Les perspectives d'évolution pour 2018 ne sont pas plus optimistes puisque la moyenne des prévisions fournies par les 18 instituts n'atteint que 1 %. Un rebond est attendu en 2019 et qui se confirmerait en 2020 : la moyenne des prévisions est de 1,6 % sur chacune de ces deux années (graphique 4). C'est ce rebond de la consommation des ménages qui soutiendrait la croissance du PIB en 2019 et 2020.

Graphique 4 : Croissance de la consommation des ménages



Note : prévisions pour les années avec *. La ligne bleue est la moyenne des réponses fournies par les instituts. La bande bleue est bornée par les écarts-types. Les points rouges représentent les min et max des prévisions.

Sources : INSEE. Pour les prévisions 2018-2020, prévisions des instituts participant à la journée OFCN 2018, calculs OFCE.

La faiblesse des prévisions de croissance du PIB sur l'année 2018 porte la marque des mauvaises performances du premier semestre, connues par l'ensemble des conjoncturistes au moment de leurs prévisions. La consommation a progressé de 0,2 % au premier trimestre par rapport au trimestre précédent et baissé de 0,1 % au deuxième trimestre. Malgré un rebond attendu au deuxième semestre¹⁷, ces mauvaises performances pèsent sur la moyenne 2018. Pour cette année, les prévisions s'échelonnent de 0,8 % pour la SG à 1,1 % pour l'OFCE et le Ministère de l'économie, en ligne par ailleurs avec les prévisions de l'INSEE publiées le 4 octobre. Pour 2019 et 2020, une accélération de la croissance de la consommation est prévue par tous les instituts mais avec une ampleur inégale (les écarts-types sont plus élevés que pour 2018) : + 1 point de croissance pour BNP Paribas (qui affiche le taux le plus fort avec 2% en 2019) et + 0,8 pour l'OFCE (1,9 %), Exane, Barclays et SG et seulement +0,3 pour Natixis (qui a la croissance la plus faible à 1,2 %). Pour 2020, sur les 10 réponses fournies, 5 instituts poursuivent l'accélération de la consommation, 2 instituts prévoient une croissance stable et 3 la font décroître, notamment l'OFCE (-0,4 point à 1,5%).

Ce profil heurté des prévisions de consommation à l'horizon 2020 s'explique par plusieurs facteurs qui tiennent i) aux aléas imprévisibles qui ont marqué le premier semestre 2018, ii) la prise en compte des mesures budgétaires inscrites dans les lois de finances de 2018 et 2019 et leur date de mise en œuvre (voir encadré), et enfin iii) à la dynamique des revenus propre à la croissance.

¹⁷ Selon la première estimation du PIB du troisième trimestre et de ses composantes, publiée par l'INSEE le 30 octobre, le rebond a bien eu lieu puisque la consommation des ménages a cru de 0,5 %. Ce rebond a cependant été moindre que celui attendu par l'INSEE (0,7 %) dans son point de conjoncture du 4 octobre. Pour le quatrième trimestre, l'INSEE prévoit une hausse de la consommation de 0,5 %. L'acquis pour l'année 2018 est de 0,9 %.

Ainsi, la douceur de l'hiver dernier a permis aux ménages d'économiser sur leurs dépenses en énergie –celles-ci ont baissé de 3,2 % au deuxième trimestre par rapport au précédent, ce qui a réduit la consommation de 0,2 point de pourcentage sur la période. De même, en raison des grèves dans les transports ferroviaires (d'avril à juin dernier) et aériens, les dépenses de transport ont baissé de 2,7 % et expliquent 0,1 point de baisse de la consommation (sans prise en compte des effets indirects liés aux problèmes d'approvisionnement pour les entreprises). Mais surtout, le revenu des ménages (hors inflation) s'est effondré de 0,5 % au premier trimestre avant de se redresser de 0,7 % au suivant. La hausse des prix du pétrole depuis l'hiver dernier s'est traduite par un regain d'inflation qui a pesé sur le pouvoir d'achat des ménages et limité leur consommation (pour Natixis par exemple, cet effet explique la stagnation du salaire réel et la faiblesse de la consommation des ménages tout au long du premier semestre et au-delà). Par ailleurs, l'entrée en vigueur des nouvelles mesures fiscales a pu avoir des effets encore plus marqués sur le revenu des ménages en début d'année : au premier trimestre, les impôts sur le revenu et le patrimoine ont augmenté de 9,2 %. Selon l'OFCE, le relèvement de la fiscalité directe (bascule incomplète cotisations salariales / CSG) et indirecte (tabac, hydrocarbures) a réduit de 0,8 point le revenu disponible brut (RDB) des ménages au premier trimestre. Pour préserver leur consommation, les ménages ont réduit leur taux d'épargne de 0,6 point de RDB. Le rebond des revenus réels au trimestre suivant lié au calendrier fiscal s'est accompagné d'un redressement du taux d'épargne et d'une quasi-stagnation de la consommation.

Tous les instituts insistent sur l'impact négatif du calendrier fiscal sur la consommation des ménages au premier semestre 2018 et l'effet contraire au second, notamment en fin d'année, avec la montée en charge des mesures en faveur du pouvoir d'achat (baisse de la taxe d'habitation, deuxième tranche de baisse des cotisations salariales, revalorisation des prestations sociales,..)¹⁸.

Car en effet, sur l'ensemble de l'année 2018, l'impact des mesures fiscales pourrait être globalement favorable aux ménages. Selon les estimations du gouvernement, les principales mesures redonneraient 1,8 milliard d'euros de pouvoir d'achat : les 4,4 milliards de hausse attendue des prélèvements obligatoires, au titre de la bascule cotisations salariales/CSG (hors primes compensatoires pour les fonctionnaires de l'Etat) ajoutés aux 3 milliards d'euros liés à la hausse de la fiscalité indirecte sur le tabac et le carburant seraient plus que compensés par la baisse de 30 % de la taxe d'habitation (gains attendus de 3,2 milliards d'euros), la réforme de la fiscalité du capital (4,8 milliards d'euros) et les aides pour les emplois à domicile et les étudiants (1,2 milliard d'euros).

Sur l'année 2019, les gains escomptés de la réforme fiscale seraient plus importants du fait de la montée en charge des mesures dont certaines seront intégralement mises en place. Ainsi, toujours selon le gouvernement, les ménages pourraient encore bénéficier de 6 milliards d'euros décomposés comme suit : 4,1 milliards au titre de la bascule cotisations salariales/CSG (auquel se rajoute 0,3 milliard de baisse de CSG pour les retraités les plus modestes), 3,8 milliards liés à la deuxième baisse de la taxe d'habitation, 0,6 milliard d'exonération des cotisations sur les heures supplémentaires, 0,3 milliard lié au PFU, le tout amputé de 2,3 milliards liés à la hausse de la fiscalité indirecte payées par les ménages et de 0,8 milliard lié au Crédit d'Impôt pour la Transition Energétique.

L'effet sera moindre en 2020. Le gouvernement n'a pas donné de chiffrage mais selon l'OFCE, l'impact serait presque nul sur les ménages : la baisse de la fiscalité directe supérieure à 5 milliards d'euros, serait partiellement amputée par les prochaines hausses de la fiscalité indirecte (1,2 milliard sur le tabac et 2,9 milliards sur la fiscalité écologique).

¹⁸ Ainsi, dans ses prévisions du 4 octobre, l'INSEE ne prévoit pas d'impact des mesures fiscales sur le pouvoir d'achat du RDB au troisième trimestre 2018. Au quatrième trimestre, la baisse des impôts et cotisations salariales (estimée à 0,9 point de RDB) et la légère hausse des prestations sociales permettraient selon l'institut, un gain de pouvoir d'achat du RDB de 1,7 %.

ENCADRE : LES MESURES DE LA LOI DE FINANCES 2018 ET DU PLF 2019 DESTINEES A REDONNER DU POUVOIR D'ACHAT AUX MENAGES

Bascule cotisations salariés/CSG : l'objectif est de ne plus financer les assurances chômage et maladie que par les seuls revenus du travail mais par l'ensemble des revenus du travail, du capital et des retraites : les cotisations sociales versées par les salariés du secteur privé a baissé de 3,15 points tandis que la CSG a augmenté de 1,7 point. Cette bascule s'est faite en deux temps. Au 1^{er} janvier 2018, la cotisation assurance-chômage est passée de 2,4 % à 0,95 % et la cotisation assurance-maladie de 0,75 % a été supprimée. Simultanément, le taux de la CSG a augmenté de 1,7 point à 9,2 %. Au 1^{er} octobre 2018, la cotisation assurance-chômage de 0,95 % a été définitivement supprimée. Des mesures sont prévues pour les indépendants (baisse des cotisations), les fonctionnaires (primes de compensation) et les retraités les plus modestes. Dans le PLF 2019, 300 000 retraités supplémentaires seront dispensés de la hausse de la CSG en 2019.

La **taxe d'habitation** sur la résidence principale sera supprimée à l'horizon 2020 pour tous les ménages à l'exception des 20 % les plus aisés. Le dégrèvement de cette taxe est échelonné à hauteur de 30 % en 2018, 65 % en 2019 et 100 % en 2020, et sera effectif en novembre de chaque année. Au-delà de 2020, la taxe sera supprimée pour tous les ménages.

Concernant la **fiscalité du capital**, le Prélèvement Forfaitaire Unique fait passer à compter du 1^{er} janvier 2018, le taux de prélèvement à 30 % sur l'ensemble des revenus mobiliers du capital. L'impôt de Solidarité sur la Fortune est remplacé par l'Impôt sur la Fortune Immobilière.

Les taxes sur le **tabac** qui ont augmenté de 1 euro en mars 2018, devront augmenter de 50 centimes d'euros en mars 2019 (au lieu d'avril prévu dans le PLF 2018) et de 50 centimes en novembre 2019. De nouvelles hausses devront avoir lieu aux mêmes périodes en 2020, avec l'intention de porter le prix du paquet de cigarettes à 10 euros d'ici deux ans.

Avec la **Fiscalité écologique**, les taxes sur l'essence et surtout le diesel ont été relevées au 1^{er} janvier 2018. De nouvelles hausses de la TICPE (Taxe intérieure de consommation sur les produits énergétiques) et de la taxe carbone sont programmées en 2019 et 2020. L'objectif est de faire converger la fiscalité sur les deux carburants.

La prime d'activité, l'Allocation Adulte Handicapé et l'Allocation de Solidarité pour les Personnes Agées sont revalorisées sur l'ensemble de l'année 2018 et 2019.

Dans le PLF 2019, les heures supplémentaires effectuées par les salariés du secteur privé seront exonérées des cotisations sociales salariales. Cette **désocialisation des Heures Supplémentaires** entrera en vigueur le 1^{er} septembre 2019.

La plupart des **prestations sociales** telles que les pensions de retraite du régime général, les prestations familiales et l'allocation logement (en plus du changement du mode de calcul) ne sera plus indexée sur les prix. Elles seront revalorisées de 0,3 % aux 1^{er} janvier 2019 et 2020.

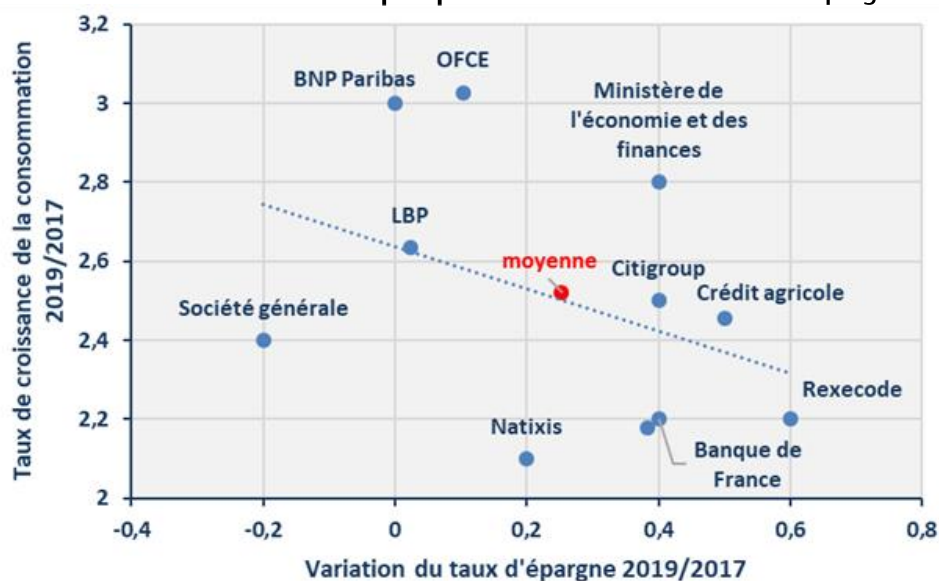
Des avantages fiscaux rognés par la montée du taux d'épargne

Les prévisions de consommation dépendent à la fois des hypothèses de revenus qui au-delà de ses déterminants traditionnels liés au marché du travail et des prix, intègrent ces mesures fiscales, mais aussi de la façon dont les différentes sources de revenus sont dépensées. Le RDB réel ralentirait de 1,4 % en 2017 à 1,1 % en 2018 selon la moyenne des prévisions mais avec une assez forte disparité. Sur les 11 réponses, 8 instituts voient une décélération du RDB (jusqu'à 0,5 % pour la Société Générale), l'OFCE prévoit une

croissance stable tandis que le Ministère de l'Économie et des Finances et Citigroup s'attendent à une accélération (à 1,6 et 1,8 % respectivement). En 2019 en revanche, le mouvement d'accélération est consensuel – la croissance moyenne est à 1,7 % – mais son ampleur varie sensiblement allant de 1,4-1,5 % pour les prévisions les plus basses (Natixis qui affiche aussi les prévisions d'inflation les plus fortes) à 2 % environ pour BNP Paribas, Citigroup, l'OFCE et le Crédit agricole. En 2020 par contre, les effets des mesures fiscales jouant désormais à la marge, la croissance du RDB baisserait pour 5 des 7 instituts qui ont répondu, et stagnerait pour Natixis. La moyenne des instituts est à 1,4 % cette année-là.

L'autre point de débat porte sur le taux d'épargne et la façon dont les ménages vont consommer le gain de pouvoir d'achat lié aux mesures fiscales. Dans les prévisions fournies, le taux d'épargne reste à peu près stable en moyenne. Après 14,2 % en 2017, le taux d'épargne moyen calculé à partir des prévisions augmente légèrement à 14,5 % en 2019 avant de revenir vers 14,2 % en 2020, c'est –à-dire proche de la moyenne de long terme¹⁹. Comme l'illustre le Graphique 5, si la SG prévoit une légère baisse du taux d'épargne entre 2017 et 2019, 4 instituts misent sur une stabilisation et 6 prévoient une hausse comprise entre 0,4 et 0,6 point de RDB. Cela viendrait peser sur la consommation, les instituts dont la hausse du taux d'épargne est la plus forte étant également ceux dont la croissance de la consommation est la plus faible (particulièrement pour Rexecode). En 2020 par contre, le taux d'épargne se réduit pour tous à l'exception de la Banque de France.

Graphique 5 : Consommation et taux d'épargne



Sources : calcul OFCE à partir des réponses des instituts présents à la journée OFCN 2018

Dans ses projections macroéconomiques de septembre, la Banque de France justifie cette remontée du taux d'épargne sur l'ensemble de la période par des comportements de consommation (et donc d'épargne) différents selon la nature des revenus. Ainsi, la propension marginale à consommer (PMC) une unité de revenu supplémentaire est de 1 si l'accroissement de revenu provient du revenu du travail alors qu'elle n'est que de 0,5 pour un allègement des prélèvements obligatoires et de 0 s'il s'agit de revenus financiers. Compte tenu des mesures fiscales en cours, une grande partie des gains seront

¹⁹ Dans la nouvelle version des comptes nationaux en base 2014, publiée par l'INSEE en mai dernier, le RDB intègre désormais mieux les revenus financiers versés et reçus par les ménages, et a été fortement révisé. Ces révisions ont eu pour conséquence de baisser sensiblement le niveau du taux d'épargne jusqu'en 2005. Comparé à sa moyenne de long terme (14,5 % entre 1995 et 2017), le taux d'épargne de 2017 n'apparaît plus aussi bas que dans la version antérieure des comptes.

donc durablement épargnés (+0,5 point de RDB entre 2017 et 2020) selon la Banque de France et le taux d'épargne devrait être à l'avenir plus élevé que son niveau moyen passé. De son côté, l'OFCE expliquait notamment dans ses prévisions de mars 2018, que si les mesures fiscales prises globalement étaient quasiment neutres sur le pouvoir d'achat des ménages, leurs effets sont différenciés dès lors que l'on prend en compte leur nature et le niveau de revenu de la population auxquelles elles s'adressent : une hausse de 0,2 point du taux d'épargne était inscrite dans les comptes.

L'hypothèse sur la PMC des gains liés aux prélèvements obligatoires (traditionnellement plus proche de 0,85 que de 0,5) et aux revenus financiers fait souvent partie des incertitudes citées par les instituts. Globalement, il est malgré tout reconnu par tous qu'une partie des gains liés aux mesures fiscales, et notamment de la réforme de la fiscalité du capital au profit des ménages les plus riches, sera épargnée. Le Ministère de l'Economie cite également l'importance des revenus financiers nets perçus par les ménages en 2018 pour expliquer la hausse du taux d'épargne inscrite cette année-là, les mesures fiscales n'ayant que peu d'effet sur le taux d'épargne. D'autres instituts citent comme risque sans l'inscrire en prévision, l'impact du prélèvement à la source à partir du 1^{er} janvier 2019. La réduction de l'épargne de précaution liée à la baisse du taux de chômage à l'horizon 2020 devrait avoir un effet marginal sur la trajectoire du taux d'épargne.

L'emploi ne serait plus soutenu par les politiques de baisse du coût du travail mais par la croissance

Après la reprise du marché du travail amorcée en 2015 et confirmée en 2016 et surtout en 2017, le rythme de croissance de l'emploi devrait ralentir au cours des 3 années sous revue. Après 1,1 % en 2017, l'emploi progresserait de 0,9 % en 2018 et de 0,7 % en 2019 et 2020 selon la moyenne des réponses fournies. Ce ralentissement résulte de la combinaison de différents facteurs. Soutenues jusqu'en 2016 par des dispositifs de baisse du coût du travail visant à renforcer le contenu en emploi de la croissance (CICE²⁰, Pacte de Responsabilité, Prime à l'embauche) et des emplois aidés, les créations d'emplois ont également été favorisées jusqu'en 2017 par la vigueur de la croissance. A l'horizon de 2020, les créations nettes d'emplois seraient davantage conduites par le ralentissement de l'activité et l'épuisement progressif des politiques de soutien à l'emploi (graphique 6) Pourtant, selon le Comité de suivi du CICE, l'effet de ces mesures devrait se poursuivre pendant encore quelques années : la 'basculé' à la date du 1^{er} janvier 2019 du CICE en un allègement pérenne de 6 points de charges patronales sur l'assurance-maladie pour les bas salaires auquel est rajoutée une exonération supplémentaire des charges patronales sur l'assurance-chômage pour les salaires inférieurs ou égaux à 1,6 SMIC, devrait se traduire par un gain de 0,2 point de PIB et la création de 100 000 emplois à l'horizon 2020-2021. Au-delà, la 'basculé' devrait avoir des effets opposés et globalement neutres sur l'activité et l'emploi. Le nouveau dispositif ciblant les plus bas salaires devrait permettre de créer davantage d'emplois qu'une mesure visant le coût moyen du travail du fait d'une élasticité plus élevée que celle qui lie la demande de travail à son coût moyen²¹. Mais le retour d'impôt sur les sociétés (le

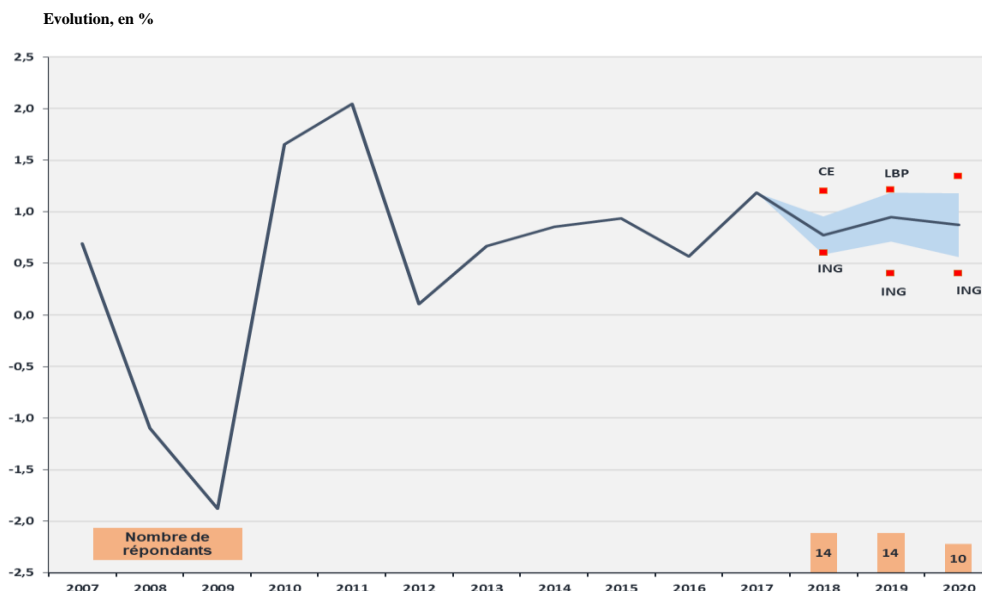
²⁰ Introduit en 2013, le Crédit d'Impôt pour la Compétitivité et l'Emploi vise à un allègement des cotisations sociales patronales pour les salaires compris entre 1 et 2,5 SMIC. Le taux du CICE a augmenté progressivement. De 4 % initialement, il est passé à 6% en 2014 puis à 7 % en 2017. Au 1^{er} janvier 2018, il reviendra à 6 % et sera pérennisé en 2019 sous la forme d'une baisse de 6 points du taux de cotisations patronales sur l'assurance maladie pour les salaires compris entre 1 et 2,5 SMIC. Cette transformation sera accompagnée d'un allègement supplémentaire et progressif des charges patronales sur l'assurance chômage pesant sur les plus bas salaires (de 1 à 1,6 SMIC). Cette dernière mesure prévue initialement au 1^{er} janvier 2019 sera effective au 1^{er} octobre 2019.

²¹ Les élasticités retenues sont les suivantes : 0,7 en ce qui concerne l'allègement de charges uniforme entre 1 et 2,5 SMIC ; 1,1 pour les allègements de charges totaux au niveau du SMIC et dégressifs jusqu'à 1,6 SMIC. Voir Bock Sébastien, Pierre Lissot et Sophie Ozil, 2015, « Matis : une maquette d'évaluation des effets sur l'emploi de variations du coût du travail », Document de travail de la DG Trésor, n°2015/02, mars.

surcroît d'impôt payé par les entreprises du fait de la réduction des cotisations sociales et donc de l'accroissement du revenu imposable) pourrait réduire ces effets.

De son côté, l'OFCE considère que si l'on prend en compte l'ensemble des mesures fiscales liées au CICE (dont la baisse de 1 point de taux entre 2017 et 2018) et au Pacte de responsabilité, les effets nets cumulés seraient négatifs sur l'emploi en 2018 et en 2019 (-21 000 emplois puis -20 000 emplois). L'effet redeviendrait positif en 2020 (+17 000 emplois). Le rétablissement des exonérations de cotisations sociales salariales sur les heures supplémentaires augmenterait le recours aux heures supplémentaires, et aurait un effet légèrement négatif sur l'emploi à partir du deuxième semestre 2019 et en 2020²². Les politiques de l'emploi hors mesures fiscales (via les contrats aidés et autres dispositifs d'emplois aidés) contribueraient négativement à l'évolution de l'emploi sur la période 2018-2020 : -93 000 emplois aidés. Par contre, le Plan d'investissement des compétences (PIC) débuté en 2018 pourrait créer des emplois sur la période 2018-2020. Enfin, l'engagement de campagne du président Macron de réduire de 120 000 le nombre de fonctionnaires devrait aussi peser sur les créations nets d'emplois.

Graphique 6 : croissance de la productivité par tête mesurée à partir de la croissance du PIB et de l'emploi total



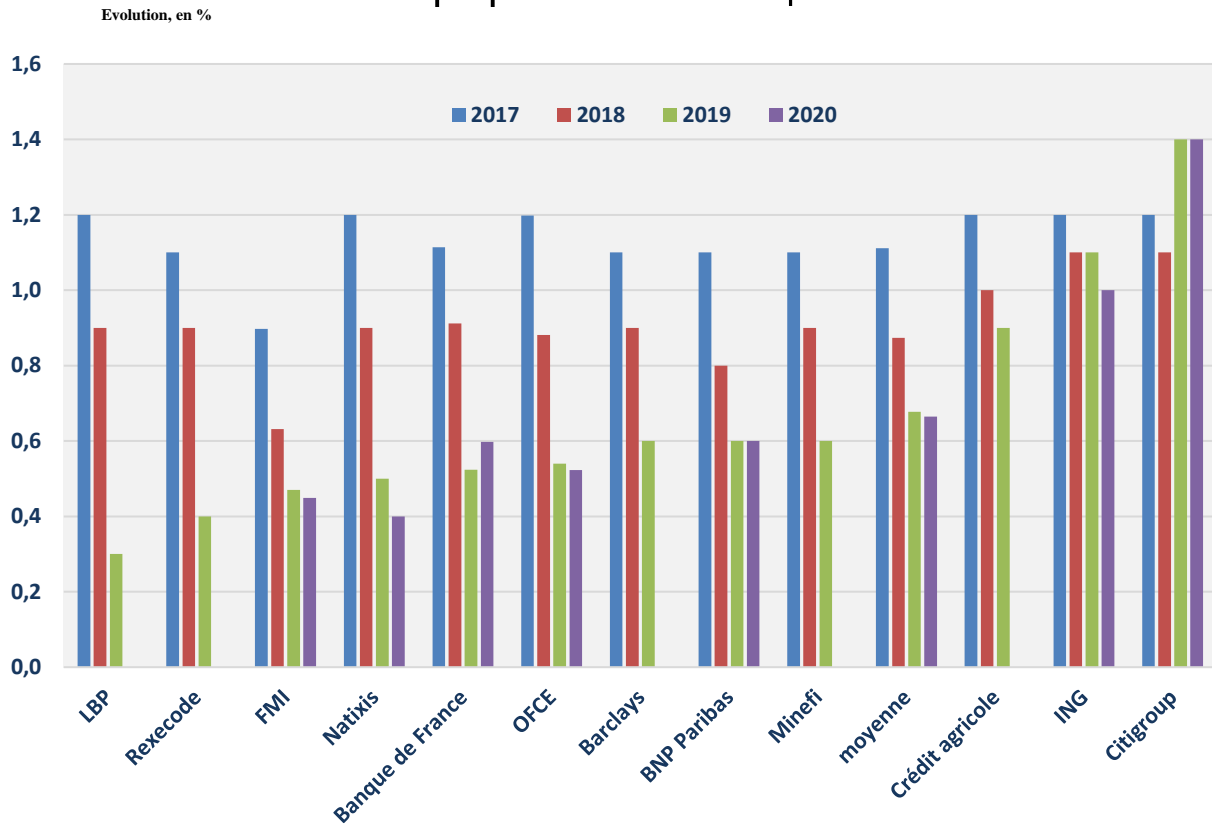
Sources : INSEE. Pour les prévisions 2018-2020, prévisions des instituts participant à la journée OFCN 2018, calculs OFCE.

Dans ces conditions, les 13 prévisions de croissance de l'emploi qui nous ont été communiquées sont orientées à la baisse en 2018 et 10 le sont pour 2019 (surtout Crédit agricole). Ce mouvement de baisse se poursuit en 2020 pour 3 des 10 instituts et s'interrompt pour les 7 autres, en phase avec la stabilisation de la croissance (Graphique 7). Comparée à l'évolution du PIB, la croissance du PIB est plus riche en emplois en 2018 qu'en 2017 pour une majorité d'organismes, l'OFCE étant celui pour lequel la productivité par tête (PIB/emploi total) ralentit le moins. A l'inverse en 2019, la baisse de la croissance de l'emploi se combine avec une croissance du PIB relativement stable : celle-ci est moins riche en emplois pour 11 instituts et la productivité par tête remonte autour de 1 et 1,2 % (après 0,6-

²² Voir B. Ducoudré et E. Heyer : « Désocialisation des heures supplémentaires : pouvoir d'achat pour les actifs, perte d'emplois pour l'économie », billet de Blog, OFCE, 1er octobre 2018.

0,8 % en 2018). Seuls Citigroup et ING voient la productivité par tête ralentir encore un peu plus en 2019.

Graphique 7 : Croissance de l'emploi total



Sources : Réponses des instituts participant à la journée OFCN 2018.

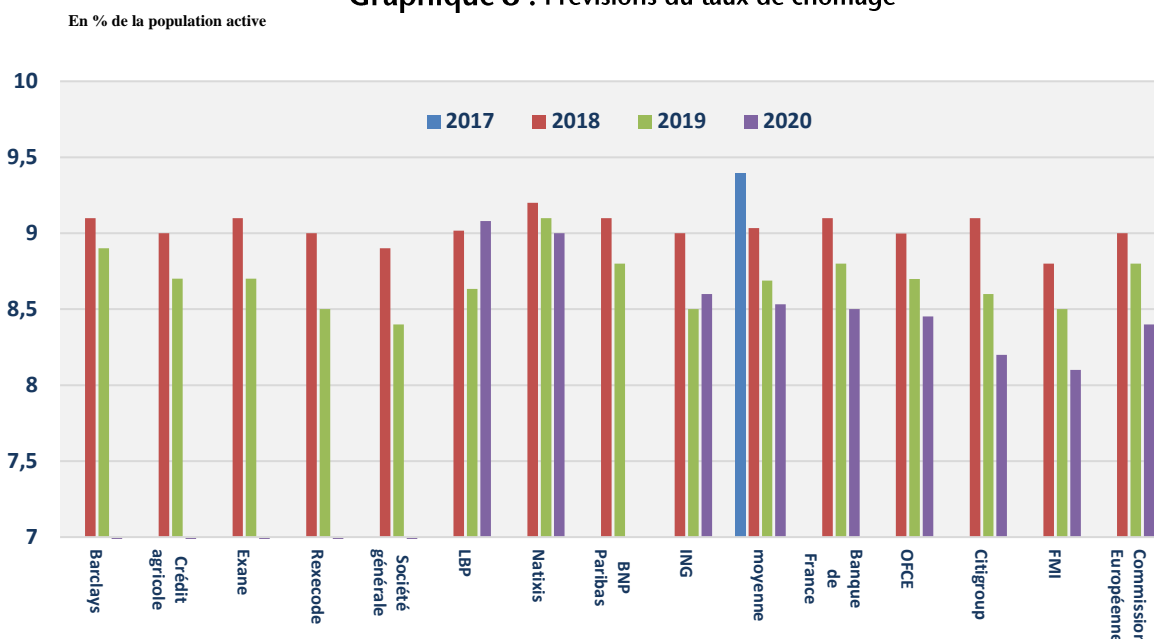
Au-delà des besoins en emplois générés par la croissance et de l'impact des politiques de soutien à l'emploi, un autre facteur joue sur les créations d'emplois et qui a été plus ou moins intégré dans les prévisions. Il s'agit de la disponibilité de l'offre de travail, question qui renvoie aux discussions sur la position de l'économie dans son cycle et aux tensions rencontrées sur le marché du travail. Depuis la fin 2017, les enquêtes de conjoncture font apparaître des difficultés de plus en plus grandes dans les entreprises à satisfaire les offres d'emplois. Ces difficultés communes à tous les secteurs de l'économie mais à des degrés divers sont-elles une contrainte aux créations d'emplois ? Sont-elles le signe de tensions sur le marché du travail ? Selon Natixis, dans le *Flash éco* du 12 octobre, ces difficultés pèsent sur la croissance de l'emploi et sur l'activité, à un degré qu'il est difficile de mesurer mais qui indique que le taux de chômage est proche du taux de chômage structurel. Cette position est cohérente avec le fait que Natixis a la croissance potentielle la plus faible (1,1 % sur toute la période), la croissance la plus faible (1,2 % en 2020) et probablement un output gap proche de 0 (ou positif) en 2017 ou 2018²³. La banque BNP Paribas ne considère pas ces difficultés comme un frein à la croissance – même si elles pourraient l'être en 2019 si la croissance est plus soutenue que prévue –, d'autant qu'elles pourraient être contournée par un relèvement de la durée du travail, des investissements, par la formation et les différentes réformes en cours (PIC, PACTE). De son côté, l'OFCE considère que ces difficultés constatées relèvent davantage d'un problème

²³ Ceci est une déduction car Natixis n'a pas fourni d'estimation de l'output gap.

d'ajustement temporel lié à la rapidité des besoins en emplois (procédure de recrutement en CDI plus longue notamment) dans les entreprises face à l'offre de travail disponible.

De fait, à l'exception de Natixis et de Barclays pour lesquels le taux de chômage apparaît rigide à la baisse, les prévisions de taux de chômage montrent une décreue assez sensible sur la période (Graphique 8). A l'horizon 2020, le taux passerait de 9,4 % en 2017 à 8,5 % selon la moyenne des prévisions, le FMI allant jusqu'à 8,1 %. Néanmoins, certains instituts voient le point bas en 2019 et inscrivent une légère remontée en 2020. C'est le cas de ING et surtout La Banque Postale (+0,5 point en 2020).

Graphique 8 : Prévisions du taux de chômage



Sources : Réponses des instituts participant à la journée OFCN 2018.

Des hausses de salaires qui restent contenues

La baisse du taux de chômage et les difficultés de recrutement²⁴, s'accompagnent-elles d'une accélération des salaires nominaux et réels qui témoigneraient de tensions sur le marché du travail ? Après une progression de 1,2 % en moyenne entre 2011 et 2016, les salaires nominaux ont accéléré à 1,8 % en 2017. Cette reprise devrait se poursuivre au cours des 3 années suivantes : 2 % en 2018, 2,3 % en 2019 et 2,4 % en 2020 selon la moyenne des prévisions. Les écarts-types sont relativement élevés (0,3 en 2019 et 2020), en témoignent les prévisions s'échelonnant de 1,9 % à 2,5 % en 2019 et de 1,9 % à 2,8 % en 2020. Les accélérations les plus faibles sur 2018 et surtout 2019 sont pour Natixis et le CA et les plus fortes pour Citigroup, le Ministère de l'Economie et l'OFCE (+0,8 point en cumulé).

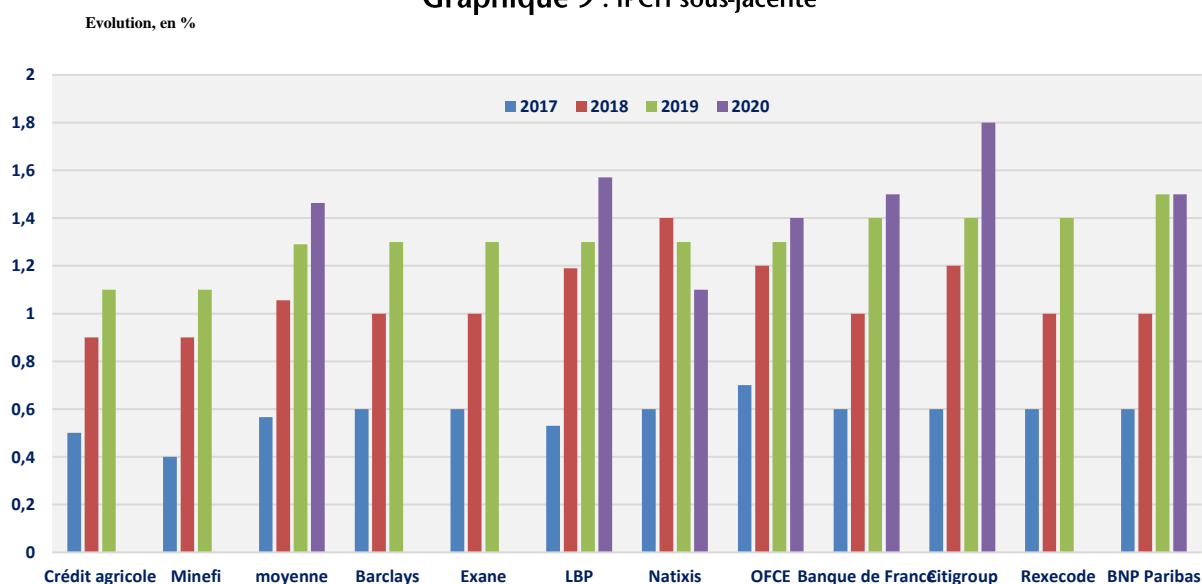
L'inflation accélère sensiblement en 2018, passant de 1,1 % en 2017 à une moyenne proche de 2 % pour l'ensemble des instituts. Cette hausse est en partie conduite par l'évolution des prix du pétrole. Un ralentissement est prévu en 2019 (1,7 % en moyenne avec un écart-type de seulement 0,1). L'inflation resterait stable en 2020. Néanmoins, le ralentissement de l'inflation en 2019 et sa stabilisation en 2020 masquent une hausse de l'inflation sous-jacente sur toute la période reflétant davantage l'amélioration en cours sur le marché du travail. Ainsi, à l'exception de Natixis qui anticipe un retournement dès 2019 (malgré un output gap refermé), tous les organismes prévoient une hausse de l'inflation sous-jacente (Graphique 9). Elle passe ainsi de 0,6 % en 2017 selon la moyenne des instituts à 1,1 % en 2018, 1,3 % en 2019 et 1,5 %

²⁴ A l'été 2018, les difficultés de recrutement avaient retrouvé leur niveau de 2007.

en 2020 (avec un pic à 1,8 % pour Citigroup). Natixis et La Banque Postale prévoient la plus forte accélération en 2018 (hausse de 0,8 et 0,7 point entre 2017 et 2018) et la plus faible en 2019. Natixis prévoit une baisse de -0,1 point en 2019 et de -0,2 en 2020.

Si le lien entre l'évolution prévue des salaires et l'inflation anticipée apparaît clairement en considérant l'inflation sous-jacente, il est moins évident dès lors qu'on la met en rapport avec la position de l'économie dans son cycle. Pour Natixis et le CA, la faible accélération des salaires nominaux à l'horizon 2019 se produit alors que l'écart de production est nul ou légèrement positif. La Banque de France et Rexecode décrivent une situation similaire. Mais pour la DG Trésor et BNP Paribas, les salaires nominaux augmentent plus rapidement alors que l'écart de production est aussi proche de 0. Citigroup et la Commission européenne quant à eux envisagent un écart de production très positif (proche de 1 %) en 2020, en cohérence avec une accélération des salaires nominaux assez forte sur la période. A l'inverse, l'écart de production est négatif jusqu'à 2020 pour l'OFCE avec pourtant des salaires nominaux qui augmentent rapidement, reflétant une sensibilité des salaires à la baisse du taux de chômage plus forte.

Graphique 9 : IPCH sous-jacente



Sources : Réponses des instituts participant à la journée OFCN 2018.

L'investissement logement : la déprime

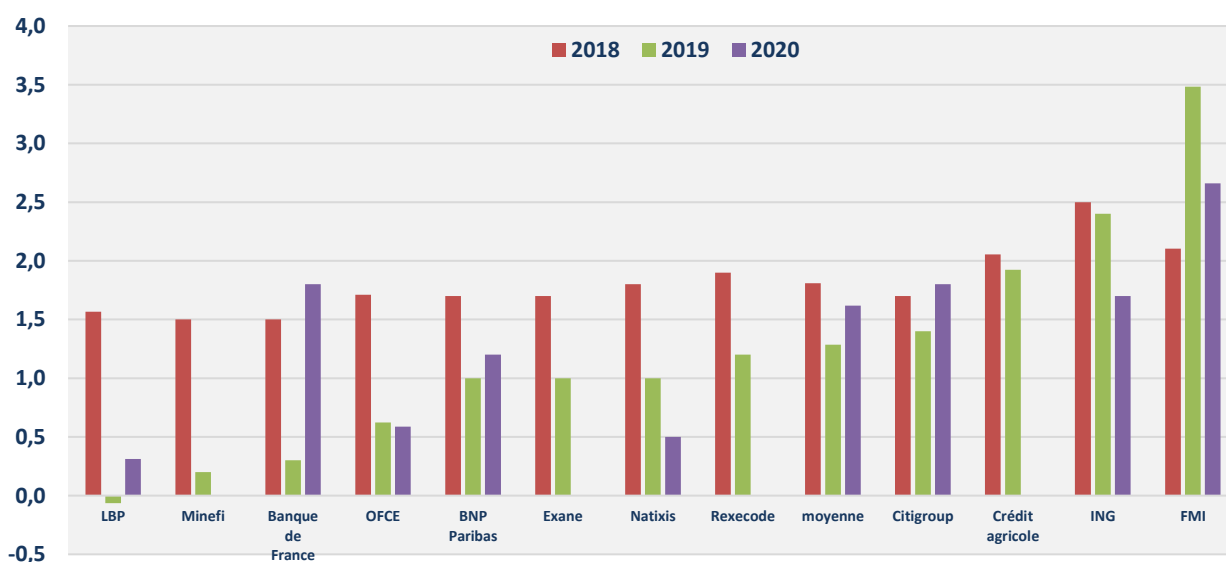
Deux ans après sa reprise et une croissance exceptionnelle en 2017 à 5,6 %, l'investissement en logement des ménages a fortement ralenti depuis la fin 2017. Rapportée au trimestre précédent, la croissance a été de 0,2 % au premier trimestre 2018 et nulle au deuxième selon la nouvelle version des comptes nationaux²⁵. Les prévisions s'établissent en moyenne à 1,8 % en 2018 et descendent à 1,3 % en 2019 avant de remonter légèrement à 1,6 % en 2020 (Graphique 10). L'écart-type est particulièrement élevé en 2019 et 2020 (1 et 1,2 respectivement). Certains instituts sont très pessimistes sur l'évolution à court et moyen termes des dépenses en achats immobiliers des ménages. On peut souligner que les indicateurs conjoncturels sont encore particulièrement mal orientés à la mi 2018. En 2019, 4 instituts voient une progression inférieure ou proche de 0,5 % (La Banque Postale voit même une baisse). A l'opposé, 4 instituts sont proches ou supérieurs à 2 % (3 % pour le FMI). Pour 2020, les profils restent encore très disparates entre les 9 réponses : 3 instituts prévoient une croissance inférieure à 0,5 % tandis que 2 prévoient une croissance supérieure à 2,5 % (dont le FMI).

²⁵ La croissance a été révisée lors de la publication des comptes du troisième trimestre. Au moment des prévisions, elle était de respectivement 0,3 % et -0,1 %. Elle a baissé de 0,2 % au troisième trimestre mais cette information n'était pas connue des prévisionnistes au moment de l'exercice. L'acquis pour 2018 est de 1,6 % au troisième trimestre.

Alors même que plusieurs facteurs soutiennent l'investissement logement, notamment des conditions de financement favorables et des fondamentaux économiques plutôt bien orientés (baisse du chômage), d'autres facteurs appuient le scénario d'un retournement plus prononcé et surtout plus durable. La Banque de France souligne notamment que la part de l'investissement logement dans le PIB restera durablement plus faible que par le passé : entre 2017 et 2020, celle-ci pourrait baisser de 1,2 point de PIB. Mais d'autres instituts vont encore plus loin. Ainsi, La Banque Postale, l'OFCE et le ministère de l'économie prévoient un recul proche de 2 points de PIB. De fait, un certain attentisme autour du projet de loi ELAN, combiné au recentrage des dispositifs Pinel et PTZ et la fin des aides à l'accession, ont dû marquer l'année 2018 et probablement 2019. D'autres facteurs pourraient peser sur la croissance plus durablement. Le vieillissement de la population fait que la tranche des ménages acquéreurs, celle âgée entre 30 et 60 ans, bascule aujourd'hui vers la tranche des plus de 60 ans. Par ailleurs, le mouvement de décohabitation s'est atténué. Enfin, en réduisant le rendement immobilier, la transformation de l'IFS en IFI devrait décourager les ménages investisseurs. A l'opposé, ING et le FMI prévoient une hausse de cette part de près de 2 points de PIB (3,4 pour le FMI).

Graphique 10 : FBCF ménages

Evolution, en %



Sources : calcul OFCE à partir des réponses des instituts présents à la journée OFCN 2018.

L'impact des mesures passées sur l'investissement et la compétitivité des entreprises

Après une croissance particulièrement dynamique en 2017, l'investissement des entreprises devrait rester ralenti mais rester solide. A la mi-2018, les carnets de commandes sont bien remplis, la situation financière des entreprises est bonne et les taux d'utilisation des capacités productives dans l'industrie ont retrouvé selon l'INSEE leurs plus hauts historiques²⁶. Les enquêtes de l'INSEE sur les contraintes d'offre rencontrées par l'ensemble des entreprises confirment cette situation. Car même si l'insuffisance de la main d'œuvre pose un problème aux entreprises, l'insuffisance des capacités apparaît aussi sensible qu'avant la crise de 2008. Enfin un autre argument souligné notamment par la Banque de France pour expliquer le dynamisme de l'investissement, porte sur l'importance des

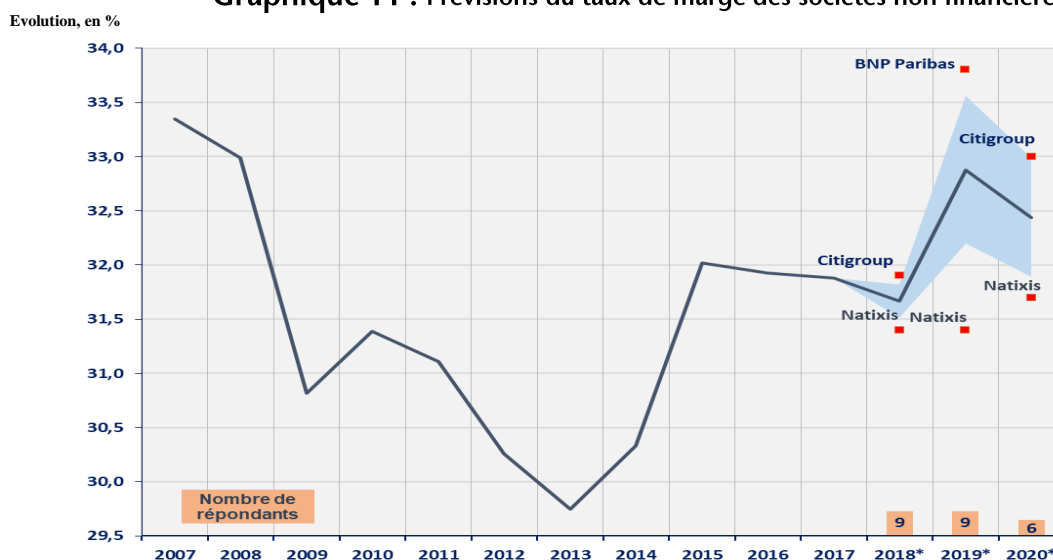
²⁶ Ce qui n'est pas le cas dans l'enquête Banque de France, le taux d'utilisation dans l'industrie restant encore inférieur à son niveau d'avant crise et à sa moyenne de long terme.

investissements immatériels (notamment les services d'informations et de communication) rendue nécessaire à la fois par la hausse de ces biens dans le capital et aussi par un taux de dépréciation plus élevé. Net de la dépréciation du capital, le taux d'investissement est loin d'être aussi élevé qu'il ne l'est en terme brut, ce qui justifie un investissement encore dynamique.

Le taux de marge des entreprises se maintient à un niveau élevé

Depuis 2013, les différents gouvernements ont mis en place des politiques d'offre destinées à la fois à réduire le coût du travail jugé trop pénalisant face à la concurrence étrangère et stimuler l'investissement et moderniser l'appareil productif. Au cœur de ces dispositifs figurent la mise en place du Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE), le Pacte de responsabilité et de solidarité, la « Prime à l'embauche » et plus récemment la baisse du taux d'imposition sur les sociétés²⁷ ainsi que le suramortissement fiscal qui s'est éteint en avril 2017. A l'horizon 2020, la mise en place de ces mesures va se poursuivre avec notamment la poursuite de la baisse de l'impôt sur les sociétés. Après le passage, en 2018, de 33,3 % à 28 % du taux d'impôt sur la partie du chiffre d'affaires inférieure à 500 000 euros, le taux sur la partie supérieure à 500 000 euros sera ramené de 33,3 % à 31 % en 2019 puis à 28 % en 2020 (la partie inférieure restant imposable au taux de 28 % sur ces deux années). Comme inscrit dans la loi de finances 2018, la cible de 25 % pour le taux d'imposition sera atteinte à l'horizon 2022.

Graphique 11 : Prévisions du taux de marge des sociétés non financières



Note: Les années avec * sont des périodes de prévisions. La ligne bleue correspond à la moyenne des réponses fournies par les 18 instituts. La bande bleue est bornée par les écart-types

Sources: Insee, calcul OFCE à partir des réponses des instituts présents à la journée OFCN 2018 (voir liste en annexe).

De fait le taux de marge s'est redressé depuis 2013 avec une accélération notable entre 2014 et 2015, permise par l'allègement de la pression fiscale²⁸. Le taux de marge des SNF est passé de 29,8 % en 2013 à 32 % en 2015 et se tient à ce niveau depuis. En 2018, il se situerait en moyenne à 31,7% selon la

²⁷ Pour une description plus détaillée des mesures susmentionnées, voir l'encadré p.19 du document de travail résumant la première édition de la Journée OFCN ayant eu lieu en 2017 « Une comparaison des prévisions macroéconomiques sur la France », Sabine Le Bayon et Christine Riffart, téléchargeable [ici](#).

²⁸ Une [Notes Eco de la Banque de France](#) sur l'évolution de la capacité de financement des entreprises depuis 2006 montre l'importance croissante tenue par les salaires dans la valeur ajoutée et l'effet compensatoire du CICE très net à partir de 2015 à travers la baisse des impôts sur les produits nets des subventions.

moyenne des prévisions recueillies (graphique 11)²⁹. Alors que le versement supplémentaire des crédits d'impôts lié à la hausse de 6 à 7 % du taux du CICE en 2018 est attendu en 2019, la hausse du prix du pétrole raboterait le taux de marge. Au niveau des instituts pris individuellement, le taux serait compris dans une fourchette allant de 31,4 % (Natixis) à 31,9 % (Citigroup).

En 2019, le taux de marge devrait bénéficier d'un effet exceptionnel de trésorerie dû à la transformation du CICE combinant les effets liés i) à la baisse des cotisations patronales portant sur la masse salariale de 2019 ainsi ii) et aux versements de CICE non perçus au titre de 2018 et des années précédentes. Cela représenterait un surcroît de trésorerie pour les entreprises estimé à 19,3 milliards selon Rexecode et à 21,9 milliards d'euros selon l'OFCE (qui intègre notamment la baisse du taux de l'IS alors que Rexecode fait l'hypothèse d'un taux marginal constant à 20 %). En conséquence, le taux de marge progresserait de 1,2 point en moyenne en 2019, pour atteindre 32,9%. Si Natixis semble l'avoir ignoré dans sa prévision de taux de marge³⁰, l'effet CICE reste faible pour certains (+0,8 point pour le Crédit agricole et Citigroup) et très élevé pour d'autres (autour de 2 points pour BNP Paribas et l'OFCE). En 2020, le taux de marge reviendrait à un niveau moindre : 32,4 % de la valeur ajoutée, avec une forte correction pour La Banque Postale et l'OFCE.

Comparé à 2018, le taux de marge serait donc légèrement plus élevé. Il ne retrouverait pas toutefois son niveau moyen d'avant crise car il est probable qu'à 32 % le taux de marge ait atteint son point haut. En effet, compte tenu d'effets structurels touchant les services (intensification de la concurrence dans certains secteurs, spécialisation dans des branches moins intensives en capital), le taux de marge pourrait rester durablement inférieur à son niveau moyen d'avant crise.

Pour autant, derrière cet effet de trésorerie en 2019 lié à la transformation du CICE, les réformes en cours ne sont pas neutres sur les prélèvements puisque les deux dispositifs (suppression du CICE au taux de 7 % *versus* baisse des cotisations sociales employeurs de 6 points sur les bas salaires et allègement progressif sur les salaires compris entre 1 et 1,6 SMIC) ne sont pas soumis au même traitement fiscal : la baisse des charges employeurs augmentant toute chose égale par ailleurs le revenu imposable et donc *in fine* l'impôt payé par les entreprises. A terme, Rexecode évalue ce surcroît d'impôt lié à la transformation du CICE à 5,2 milliards par rapport à 2018 dont 3,5 milliards liés à la baisse d'1 point du taux de CICE et 1,7 milliard lié à la bascule³¹. Pour l'OFCE, la baisse du taux de l'IS viendrait compenser ce deuxième effet mais pas le premier.

Le taux d'investissement continue d'augmenter

Le redressement du taux de marge a permis un desserrement de la contrainte de financement, dynamisant ainsi l'investissement des sociétés non financières. Après 3 années d'une forte croissance (soutenue notamment par le suramortissement fiscal en vigueur de 2015 à avril 2017), l'investissement reste encore solide au premier semestre 2018, notamment dans les services, malgré un trou d'air au premier trimestre dans les achats de produits manufacturés. Selon l'information disponible à la date des prévisions, il avait augmenté de 1,2 % au deuxième trimestre et l'acquis au milieu d'année était

²⁹ C'est le niveau prévu par l'INSEE en 2018. Cette légère baisse prend en compte les données du premier semestre 2018 qui montrent une légère décline du taux de marge du fait notamment de la légère baisse de la productivité, de l'envolée des prix du pétrole et de l'augmentation de la fiscalité énergétique au 1er janvier et des taxes sur le tabac au 1er mars qui pèsent comptablement sur le taux de marge.

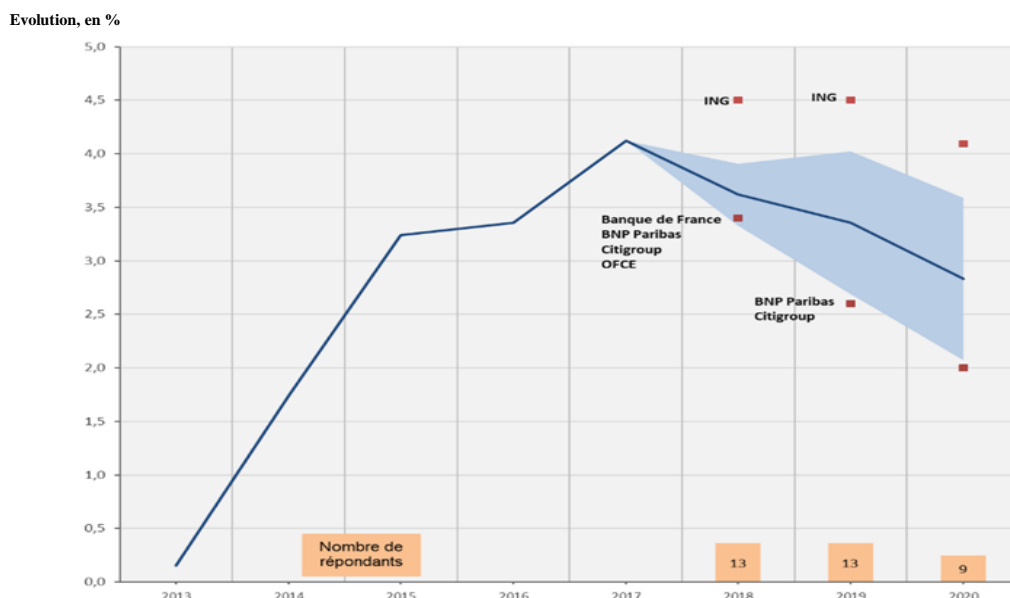
³⁰ Il faut dire que selon l'OFCE et Rexecode, l'impact macroéconomique de cet effet de trésorerie serait quasi neutre sur le PIB et l'emploi. La DG Trésor évalue l'impact de la bascule à 0,2 point à l'horizon 2021-2022.

³¹ Cette hausse pérenne d'impôt devrait selon l'institut impacter le PIB potentiel à hauteur de 0,4 point à moyen terme. Voir la note du 26/10/2018.

de 2,9 %³². Après 4,6 % en 2017, l'investissement des entreprises continuerait de progresser au rythme de 3,6 % en 2018, 3,4 % en 2019 et 2,8 % en 2020 (Graphique 12). L'écart type, faible en 2018 (0,3) passe à 0,7 en 2019 et 0,8 en 2020, ce qui est relativement élevé. Tous les instituts font ralentir l'investissement en 2018 et la plupart le prolonge en 2019 et 2020. Le FMI l'interrompt néanmoins dès 2019 tandis que le Crédit agricole et ING voient une ré-accelération. Au final, les différences de prévisions entre instituts sont significatives. Entre 2017 et 2019, l'investissement aura progressé d'à peine 6 % pour Citigroup et BNP Paribas et de près de 11 % pour ING. Le scénario se prolonge en 2020 avec un ralentissement marqué pour la plupart des instituts (6 instituts sur 9 prévoient une croissance inférieure à 2,5 % cette année-là) et le maintien d'un rythme très élevé pour ING (5,6 %).

Comme on l'a dit, ce dynamisme de l'investissement est soutenu par la bonne tenue de la demande. L'effet accélérateur continue de jouer à plein. Et le taux d'investissement, déjà à un niveau élevé, devrait continuer d'augmenter à l'horizon 2019 (la croissance de l'investissement étant de 3,8 points supérieure à celle du PIB en moyenne sur la période 2018-2019 avec un maximum à 7,3 point pour IG) et 2020 (+ 5,4 points en moyenne, avec ING qui accentue le différentiel de croissance entre l'investissement et le PIB à 11,5 points).

Graphique 12 : Prévisions de l'évolution de l'investissement des sociétés non financières



Sources : INSEE. Pour les prévisions 2018-2020, prévisions des instituts participant à la journée OFCN 2018, calculs OFCE.

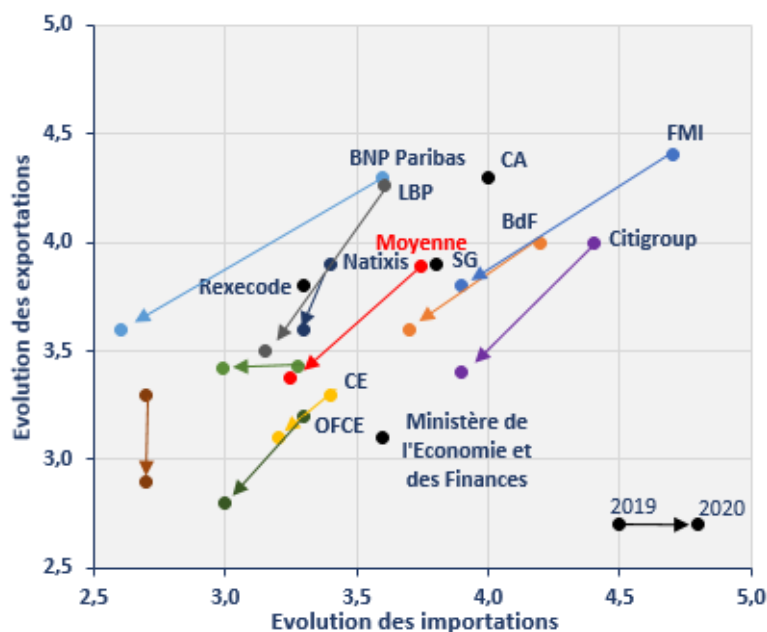
Demande adressée, part de marchés à l'exportation, exportations/importations, solde courant

Le fort dynamisme de la demande adressée à la France a permis au commerce extérieur de contribuer positivement - quoique modestement (contribution de 0,1 point) - à la croissance du PIB en 2017, ce qui n'était pas arrivé depuis 2012. Après avoir augmenté de 4,5 % en 2017, les exportations ralentiraient en 2018 mais elles resteraient toutefois dynamiques. En effet, elles demeureraient soutenues par des livraisons importantes dans l'aéronautique en fin d'année et par le tourisme : les

³² Selon les comptes du troisième trimestre publiés par l'INSEE le 30 octobre, l'investissement des SNF a augmenté de 1,4 % au troisième trimestre après 1,3 % au deuxième. L'acquis pour la croissance 2018 atteint à l'automne 3,7 %.

évolutions sont comprises entre +3 % et +4 % et la moyenne se situe à 3,5 % Bien que fortement dispersées³³, les prévisions font état d'un léger rebond de 0,2 point en moyenne pour l'année 2019, soit une progression de 3,7 %. De façon consensuelle, le ralentissement apparaîtrait à partir 2020 (Graphique 13): les 10 instituts ayant répondu envisagent un ralentissement, allant de 0,1 à 1 point. Les exportations retrouveraient un rythme de progression semblable à celui enregistré en 2014 : + 3,2 % en moyenne.

Graphique 13 : Evolution du commerce extérieur en 2019 et 2020
Evolution, en %



Sources : calcul OFCE à partir des réponses des instituts présents à la journée OFCN 2018

Outre une baisse de la demande étrangère qui lui est adressée (due à l'appréciation attendue de l'euro vis-à-vis du dollar ainsi qu'au ralentissement de la croissance mondiale), la France a enregistré une dégradation de ses parts de marché à l'exportation depuis les années 2000 (d'après le FMI, jusqu'à 1/3 de ses parts de marché au niveau mondial) et peine à rattraper les pertes accumulées ces vingt dernières années. La prépondérance du secteur tertiaire³⁴ dans l'économie française et sa faible propension à exporter en découlant, un rapport qualité/prix signalé défavorable³⁵ en dépit des efforts faits pour réduire le coût du travail, et un retard accusé en matière d'innovation font partie des différents éléments avancés pour expliquer cette perte d'attrait pour les exportations françaises (cela se vérifie moins dans les services que dans les marchandises). Les exportations (de biens et services) croîtraient à un rythme inférieur à la demande mondiale adressée à la France (sur la base des seuls biens) à l'horizon 2020 selon les six prévisionnistes à avoir répondu. Seuls l'OFCE et Rexecode prévoient une stabilisation des parts de marché l'horizon 2020 (2019 pour le second).

³³ Les prévisions de croissance des exportations en 2019 s'échelonnent de 2,7 % à 4,7 % pour les plus optimistes (FMI).

³⁴ D'après l'INSEE, la valeur ajoutée des services principalement marchands représentait 56.3% de la valeur ajoutée en France en 2017, et n'a eu de cesse de progresser depuis 2013. Parmi les personnes occupant un emploi au sens du BIT, 75,8 % travaillaient dans les services (Source : Enquêtes sur les forces de travail – Eurostat) en 2016.

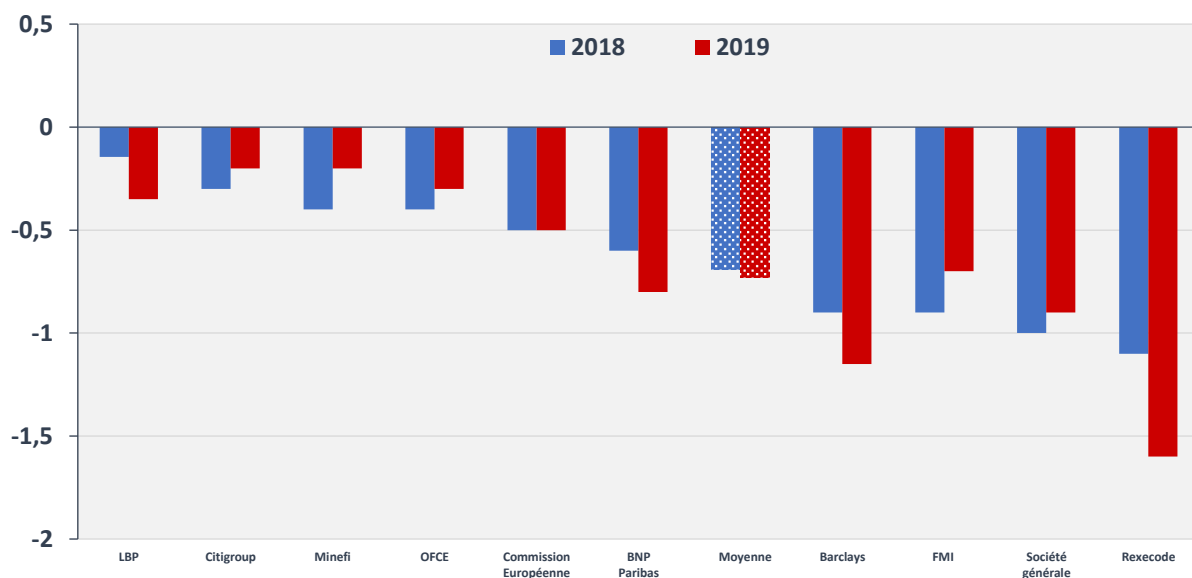
³⁵ Pour une étude détaillée sur l'année 2017, voir le 12^e bilan annuel sur la compétitivité française de Rexecode : « La compétitivité en 2017 », Document de travail n° 66, Janvier 2018. Disponible [ici](#).

Les importations quant à elles devraient faire preuve d'un dynamisme bien moindre qu'en 2017 (+4 %) du fait d'un ralentissement de la demande finale : +2,2 % en moyenne selon les prévisionnistes avec un écart-type toutefois élevé. L'OFCE et la Commission Européenne prévoient une croissance des imports à 1,7 % et 1,8 % respectivement tandis que le FMI prévoit 3,1 %. La DG du Trésor, positionnée dans la fourchette haute des prévisions (+2,5 %) avance que le ralentissement des importations proviendrait en particulier des services, déjà atones depuis deux ans. Portées par un retour de la demande intérieure, elles seraient par contre vigoureuses en 2019 avec une croissance prévue de 3,9 % en moyenne (Graphique X).

Finalement, les différentes politiques d'offre mises en œuvre ces dernières années n'ont pas encore totalement porté leurs fruits. La dynamique du commerce extérieur se solderait par une contribution de 0,4 points du PIB en 2018 avant de devenir légèrement négative à la croissance, de l'ordre de - 0,1 point de PIB en moyenne. Déficitaire de - 0,6 % du PIB en 2017, soit en légère amélioration par rapport à l'année précédente, Le solde courant serait quasiment stable en 2018 et 2019 en moyenne à - 0,7 point du PIB (Graphique 14). La Commission Européenne prévoit une évolution atone du solde courant en 2019 (à - 0,5 point du PIB), six instituts anticipent une dégradation entre - 0,4 et - 1,6 et cinq autres une amélioration. Seul Citigroup prévoit un excédent courant à l'horizon 2020.

Graphique 14 : Le compte courant serait toujours déficitaire selon les prévisionnistes

En points de PIB



Sources : calcul OFCE à partir des réponses des instituts présents à la journée OFCN 2018

Les finances publiques : creusement du déficit en trompe l'œil en 2019

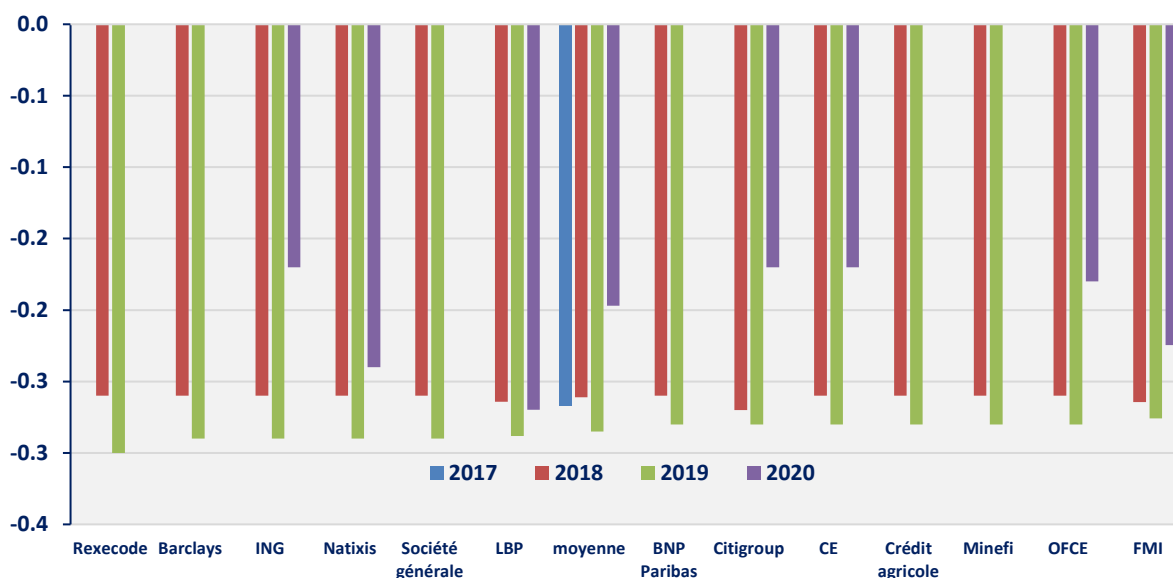
En 2017, le déficit public a baissé de 0,8 point s'établissant à 2,7 % de PIB, repassant pour la première fois depuis 9 ans sous la barre des 3 %. La France a satisfait ses engagements vis-à-vis de la Commission européenne et peut sortir de la Procédure pour déficit excessif. Selon la moyenne des prévisions, la baisse du déficit se poursuivrait en 2018 - moins vite cependant qu'en 2017 puisqu'elle n'atteindrait que 0,1 point - et s'interromprait temporairement en 2019 (+0,2 point en moyenne) avant

de reprendre franchement en 2020. En fin de période, le déficit pourrait atteindre en moyenne 2 % selon le panel des instituts, soit 0,6 point de moins qu'en 2018.

Ce profil est relativement le même pour tous. L'écart type est de 0 pour 2018 et de 0,1 pour 2019 (le déficit allant de 2,8 % en 2018 à 3 % pour Rexecode). En 2020 par contre, les écarts sont plus marqués : ils vont de 1,6-1,7 % à 2,7 % du PIB (Graphique 15).

Graphique 15 : Les prévisions de solde public

En % du PIB



Sources : calcul OFCE à partir des réponses des instituts présents à la journée OFCN 2018

Si le ralentissement de la croissance économique freine l'amélioration de la composante conjoncturelle du solde public, notamment en 2018, on observe aussi dans les réponses l'arrêt de la consolidation budgétaire : la politique budgétaire serait quasiment neutre cette année-là selon l'ensemble des instituts. En 2019, par contre, la légère dégradation du déficit marque un mouvement temporaire qui n'est pas le signe d'un relâchement de l'effort d'ajustement budgétaire. Cette augmentation du déficit s'explique essentiellement par le versement exceptionnel en 2019 de près de 22 milliards d'euros (0,9 point de PIB) aux entreprises dans le cadre de la transformation du CICE en allègements pérennes de cotisations sociales patronales. Hors effet CICE, l'ajustement structurel se poursuivrait de -0,4 % en moyenne. En 2020, l'effet ponctuel du CICE disparaissant, le déficit public se réduirait à 2 % en moyenne. La baisse par rapport à 2019 va d'1 point de PIB pour 5 instituts à seulement 0,2 point pour La Banque Postale et 0,5 point pour Natixis.

Au total, entre 2018 et 2020, le solde budgétaire s'améliorerait donc de près d'1 point de PIB pour Citigroup, la CE, l'OFCE et ING et se stabiliserait selon La Banque Postale et Natixis. Compte tenu de ce que la croissance du PIB resterait supérieure à la croissance potentielle, le solde conjoncturel continuerait de s'améliorer sur toute la période³⁶ mais moins vite cependant qu'en 2017. C'est donc essentiellement l'orientation budgétaire restrictive qui expliquerait l'amélioration du solde public entre 2018 et 2020. Pour les 5 instituts qui publient des prévisions d'impulsion budgétaire à l'horizon 2020, les efforts cumulés seraient d'environ - 0,7 point de PIB (- 0,4 pour la Commission qui raisonne

³⁶ De 0,25 point par an contre 0,5 point en 2017 si l'on considère une élasticité de 0,5 du solde à l'écart de croissance entre le PIB effectif et le PIB potentiel.

à politique inchangé et -0,9 pour le FMI). Pour l'heure, il apparaît que l'ajustement structurel inscrit dans le PLF 2019 (0,3 point de PIB pour 2019) satisfait la Commission européenne même s'il est moindre que l'ajustement structurel de 0,6 requis selon la matrice d'ajustement utilisée par la Commission dans le cadre du PSC.

Dans ce contexte, la dette publique de la France baisserait à l'horizon 2020. Elle devrait culminer à 98,3 % en moyenne en 2018-2019. Néanmoins, La Banque Postale ne prévoit pas de décrue avant 2020 (la dette resterait malgré tout inférieure à 100 % du PIB) tandis que Citigroup et le FMI voient au contraire une légère décélération dès 2018.

Annexe : Tableaux de prévisions sur l'économie française fournies par l'ensemble des instituts (réalisées entre septembre et début novembre 2018)

A1. Prévisions macroéconomiques des instituts de prévisions pour 2018, 2019 et 2020 (en %).

	PIB			Consommation des ménages			Consommation publique			FBCF totale		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Banque de France	1.6	1.6	1.6	0.9	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	2.8	2.2	2.2
Barclays	1.6	1.6	n.d.	0.9	1.7	n.d.	1.1	1.3	n.d.	2.7	2.4	n.d.
BNP Paribas	1.7	1.6	n.d.	1.0	2.0	n.d.	1.4	1.1	n.d.	2.8	2.4	n.d.
Citigroup	1.7	1.8	1.9	0.9	1.6	1.7	1.2	1.0	0.9	2.8	2.6	2.6
Commission Europ.	1.7	1.6	1.4	1.1	1.6	1.4	1.2	1.2	1.1	2.7	2.3	2.1
Crédit agricole	1.6	1.6	n.d.	1.0	1.4	n.d.	1.0	0.8	n.d.	2.8	3.2	n.d.
Exane	1.7	1.8	1.6	0.9	1.7	n.d.	1.1	1.2	n.d.	2.9	2.8	n.d.
FMI	1.6	1.6	1.6	0.9	1.4	1.5	1.0	0.3	0.5	2.9	3.2	3.2
ING	1.8	1.7	1.4	1.0	1.7	1.5	1.6	1.7	1.2	3.2	3.2	2.5
La Banque Postale	1.6	1.4	1.2	1.0	1.6	1.4	1.1	1.1	1.0	2.7	2.0	1.6
Minefi	1.7	1.7	n.d.	1.1	1.7	n.d.	1.0	0.8	n.d.	3.3	2.1	n.d.
Natixis	1.5	1.4	1.2	0.9	1.2	1.4	1.1	0.9	0.8	2.9	2.7	2.0
OCDE	1.6	1.8	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
OFCE	1.7	1.8	1.5	1.1	1.9	1.5	0.9	0.6	0.5	2.7	2.6	2.3
Rexecode	1.6	1.3	n.d.	0.9	1.3	n.d.	1.0	0.9	n.d.	2.8	2.4	n.d.
Société Générale	1.6	1.7	n.d.	0.8	1.6	n.d.	1.1	1.2	n.d.	2.9	2.3	n.d.
Moyenne*	1.6	1.6	1.5	1.0	1.6	1.6	1.1	1.0	0.9	2.9	2.6	2.4
Maximum	1.8	1.8	1.9	1.1	2.0	1.7	1.6	1.7	1.4	3.3	3.2	3.2
Minimum	1.5	1.3	1.2	0.8	1.2	1.4	0.9	0.3	0.5	2.7	2.0	1.6
Ecart type*	0.1	0.2	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.4	0.6

* : la moyenne et l'écart-type incluent les prévisions des 2 banques restées anonymes, si les données sont fournies.

A2. Prévisions macroéconomiques des instituts de prévisions pour 2018, 2019 et 2020 (en %).

	FBCF entreprises			FBCF ménages			FBCF APU		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Banque de France	3.4	3.0	2.5	1.5	0.3	1.8	2.5	2.1	1.8
Barclays	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
BNP Paribas	3.4	2.6	n.d.	1.7	1.0	n.d.	2.1	3.6	n.d.
Citigroup	3.4	2.6	2.4	1.7	1.4	1.8	1.7	2.6	1.8
Commission Europ.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédit agricole	3.6	4.3	n.d.	2.1	1.9	n.d.	1.3	1.0	n.d.
Exane	3.7	3.9	n.d.	1.7	1.0	n.d.	1.3	1.3	n.d.
FMI	3.6	3.6	3.8	2.1	3.5	2.7	1.5	1.3	1.4
ING	4.5	4.5	3.5	2.5	2.4	1.7	2.1	3.0	0.6
La Banque Postale	3.5	2.8	2.1	1.6	-0.1	0.3	1.5	2.0	1.2
Minefi	3.7	2.7	n.d.	1.5	0.2	n.d.	4.6	3.1	n.d.
Natixis	3.7	3.4	2.5	1.8	1.0	0.5	1.9	2.7	2.3
OCDE	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
OFCE	3.4	3.2	2.6	1.7	0.6	0.6	1.5	3.4	3.9
Rexecode	3.5	2.9	n.d.	1.9	1.2	n.d.	1.5	2.1	n.d.
Société Générale	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Moyenne*	3.6	3.4	2.8	1.8	1.3	1.6	1.9	2.3	2.1
Maximum	4.5	4.5	3.8	2.5	3.5	2.7	4.6	3.6	3.9
Minimum	3.4	2.6	2.1	1.5	-0.1	0.3	1.3	1.0	0.6
Ecart type*	0.3	0.7	0.8	0.3	1.0	1.2	0.9	0.8	1.0

* : la moyenne et l'écart-type incluent les prévisions des 2 banques restées anonymes, si les données sont fournies.

A3. Prévisions macroéconomiques des instituts de prévisions pour 2018, 2019 et 2020 (en %).

	Exportations de Biens et Services			Importations de Biens et Services			solde courant (en % du PIB)			demande adressée à la France		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Banque de France	3.6	4.2	3.7	2.3	4.0	3.6	n.d.	n.d.	n.d.	3.7	3.8	3.6
Barclays	3.4	4.4	n.d.	2.3	5.1	n.d.	-0.9	-1.2	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
BNP Paribas	3.9	3.6	2.6	2.9	4.3	n.d.	-0.6	-0.8	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Citigroup	3.8	4.4	3.9	2.3	4.0	3.4	-0.3	-0.2	0.2	n.d.	n.d.	n.d.
Commission Europ.	3.4	3.4	3.2	1.8	3.3	3.1	-0.6	-0.7	-0.5	3.8	3.8	3.6
Crédit agricole	3.4	4.0	n.d.	1.9	4.3	n.d.	-1.3	-1.0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Exane	3.5	4.2	n.d.	2.2	4.0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
FMI	4.0	4.7	3.9	3.1	4.4	3.8	-0.9	-0.7	-0.5	5.6	4.8	4.2
ING	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
La Banque Postale	3.2	3.6	3.2	1.9	4.3	3.5	-0.1	-0.4	-0.3	3.4	4.0	3.8
Minefi	3.7	3.6	n.d.	2.5	3.1	n.d.	-0.4	-0.2	n.d.	4.4	4.4	n.d.
Natixis	3.2	3.4	3.3	1.9	3.9	3.6	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
OCDE	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
OFCE	3.2	3.3	3.0	1.7	3.2	2.8	-0.4	-0.3	-0.3	3.3	3.3	3.0
Rexecode	3.3	3.3	n.d.	2.0	3.8	n.d.	-1.1	-1.6	n.d.	3.0	3.3	n.d.
Société Générale	3.4	3.8	n.d.	2.1	3.9	n.d.	-1.0	-0.9	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Moyenne*	3.5	3.7	3.2	2.2	3.9	3.4	-0.7	-0.7	-0.5	3.9	3.9	3.6
Maximum	4.0	4.7	3.9	3.1	5.1	3.8	-0.1	-0.2	0.2	5.6	4.8	4.2
Minimum	3.2	3.3	2.6	1.7	3.1	2.8	-1.3	-1.6	-0.5	3.0	3.3	3.0
Ecart type*	0.3	0.5	0.5	0.4	0.5	0.3	0.3	0.4	0.4	0.9	0.6	0.4

* : la moyenne et l'écart-type incluent les prévisions des 2 banques restées anonymes, si les données sont fournies.

A4. Prévisions macroéconomiques des instituts de prévisions pour 2018, 2019 et 2020 (en point de %).

	Contribution de la demande intérieure hors stocks			Contribution des variations de stocks			Contribution du commerce extérieur		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Banque de France	1.4	1.6	1.6	-0.2	0.0	0.0	0.4	0.0	0.0
Barclays	1.4	1.8	n.d.	-0.1	0.1	n.d.	0.3	-0.3	n.d.
BNP Paribas	1.5	1.9	n.d.	-0.1	0.0	n.d.	0.3	-0.3	n.d.
Citigroup	1.5	1.7	1.8	-0.2	0.0	0.0	0.4	0.1	0.1
Commission Europ.	1.5	1.7	1.6	-0.3	0.0	0.0	0.5	0.0	0.0
Crédit agricole	1.4	1.7	n.d.	-0.2	0.0	n.d.	0.4	-0.1	n.d.
Exane	1.4	1.8	n.d.	0.0	0.0	n.d.	0.4	0.0	n.d.
FMI	1.4	1.5	1.7	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0
ING	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0.2	-0.6	-0.5
La Banque Postale	1.4	1.6	1.4	-0.2	0.1	0.0	0.4	-0.3	-0.2
Minefi	1.6	1.6	n.d.	-0.2	0.0	n.d.	0.3	0.1	n.d.
Natixis	1.4	1.5	1.4	-0.2	0.1	0.0	0.4	-0.2	-0.2
OCDE	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
OFCE	1.4	1.8	1.5	-0.2	0.0	0.0	0.5	0.0	0.0
Rexecode	1.4	1.5	n.d.	-0.2	0.0	n.d.	0.4	-0.2	n.d.
Société Générale	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Moyenne*	1.4	1.7	1.6	-0.2	0.0	0.0	0.4	-0.1	-0.1
Maximum	1.6	1.9	1.8	0.0	0.1	0.0	0.5	0.1	0.1
Minimum	1.4	1.5	1.4	-0.3	0.0	0.0	0.2	-0.6	-0.5
Ecart type*	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2

* : la moyenne et l'écart-type incluent les prévisions des 2 banques restées anonymes, si les données sont fournies.

A5. Prévisions macroéconomiques des instituts de prévisions pour 2018, 2019 et 2020 (en %).

	Population active			Emploi total			Salaire par tête (nominal)			RDB réel		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Banque de France	n.d.	n.d.	n.d.	0.9	0.5	0.6	2.0	2.2	2.3	1.0	1.7	1.5
Barclays	n.d.	n.d.	n.d.	0.9	0.6	n.d.	2.2	2.7	n.d.	0.0	0.5	n.d.
BNP Paribas	0.0	0.0	n.d.	0.8	0.6	n.d.	2.1	2.5	n.d.	1.0	2.1	n.d.
Citigroup	0.3	0.3	0.3	1.1	1.4	1.4	2.0	2.5	2.5	1.8	2.1	1.7
Commission Europ.	n.d.	n.d.	n.d.	0.5	0.7	0.8	2.3	2.4	2.2	n.d.	n.d.	n.d.
Crédit agricole	0.6	0.5	n.d.	1.0	0.9	n.d.	1.9	1.9	n.d.	1.0	1.9	n.d.
Exane	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
FMI	0.0	0.1	0.1	0.6	0.5	0.4	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
ING	0.5	0.2	0.2	1.2	1.1	1.0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
La Banque Postale	0.5	0.2	0.1	0.9	0.3	0.0	2.1	2.5	2.5	1.0	1.7	0.9
Minefi	n.d.	n.d.	n.d.	0.9	0.6	n.d.	2.0	2.5	n.d.	1.6	1.7	n.d.
Natixis	0.5	0.3	0.3	0.9	0.5	0.4	2.0	1.9	1.9	1.0	1.4	1.5
OCDE	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
OFCE	0.5	0.2	0.3	0.9	0.5	0.5	1.9	2.5	2.6	1.3	1.9	1.3
Rexecode	0.3	0.2	n.d.	0.9	0.4	n.d.	2.0	2.3	n.d.	1.1	1.6	n.d.
Société Générale	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0.5	1.7	n.d.
Moyenne*	0.3	0.2	0.2	0.9	0.7	0.6	2.0	2.3	2.4	1.0	1.6	1.4
Maximum	0.6	0.5	0.3	1.2	1.4	1.4	2.3	2.7	2.6	1.8	2.1	1.7
Minimum	0.0	0.0	0.1	0.5	0.3	0.0	1.9	1.9	1.9	0.0	0.5	0.9
Ecart type*	0.2	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.2	0.3	0.3	0.5	0.4	0.3

* : la moyenne et l'écart-type incluent les prévisions des 2 banques restées anonymes, si les données sont fournies.

A6. Prévisions macroéconomiques des instituts de prévisions pour 2018, 2019 et 2020.

	Taux de chômage (déf. BIT) (en %)			IPCH (en %)			Taux d'épargne des ménages (en % du RDB)			Taux de marge des SNF (en % de l'EBE)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Banque de France	9.1	8.8	8.5	2.1	1.7	1.8	14.3	14.6	14.7	n.d.	n.d.	n.d.
Barclays	9.1	8.9	n.d.	2.2	1.7	n.d.	13.7	13.0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
BNP Paribas	9.1	8.8	n.d.	2.2	1.8	n.d.	14.2	14.2	n.d.	31.6	33.8	n.d.
Citigroup	9.1	8.6	8.2	2.1	1.7	1.8	14.7	14.7	14.5	31.9	32.7	33.0
Commission Europ.	9.0	8.8	8.4	2.0	1.7	1.6	14.2	14.0	13.9	n.d.	n.d.	n.d.
Crédit agricole	9.0	8.7	n.d.	1.9	1.6	n.d.	14.2	14.7	n.d.	31.8	32.6	n.d.
Exane	9.1	8.7	n.d.	1.9	1.5	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
FMI	8.8	8.5	8.1	1.9	1.8	1.8	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
ING	9.0	8.5	8.6	2.0	1.8	1.9	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
La Banque Postale	9.0	8.6	9.1	1.9	1.6	1.7	14.2	14.2	13.8	31.5	33.1	31.9
Minefi	n.d.	n.d.	n.d.	2.1	1.5	n.d.	14.7	14.7	n.d.	31.7	32.9	n.d.
Natixis	9.2	9.1	9.0	2.2	1.9	1.4	14.3	14.4	14.5	31.4	31.4	31.7
OCDE	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
OFCE	9.0	8.7	8.5	2.2	1.7	1.7	14.4	14.3	14.2	31.6	33.5	32.5
Rexecode	9.0	8.5	n.d.	1.9	1.9	n.d.	14.5	14.8	n.d.	31.8	33.2	n.d.
Société Générale	8.9	8.4	n.d.	1.9	1.6	n.d.	13.9	14.0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Moyenne*	9.0	8.7	8.5	2.0	1.7	1.7	14.3	14.3	14.2	31.7	32.9	32.4
Maximum	9.2	9.1	9.1	2.2	1.9	1.9	14.7	14.8	14.7	31.9	33.8	33.0
Minimum	8.8	8.4	8.1	1.9	1.5	1.4	13.7	13.0	13.8	31.4	31.4	31.7
Ecart type*	0.1	0.2	0.3	0.1	0.1	0.2	0.3	0.5	0.3	0.2	0.7	0.5

* : la moyenne et l'écart-type incluent les prévisions des 2 banques restées anonymes, si les données sont fournies.

A7. Prévisions macroéconomiques des instituts de prévisions pour 2018, 2019 et 2020 (en %).

	dette publique brute au											
	solde public (en % du PIB)			sens de Maastricht (en % du PIB)			croissance potentielle			output gap		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Banque de France	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Barclays	-2.6	-2.9	n.d.	98.0	97.7	n.d.	1.3	1.3	n.d.	-0.3	0.0	n.d.
BNP Paribas	-2.6	-2.8	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1.2	1.3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Citigroup	-2.7	-2.8	-1.7	96.2	96.0	94.5	1.3	1.3	1.3	0.1	0.6	1.1
Commission Europ.	-2.6	-2.8	-1.7	98.7	98.5	97.2	1.2	1.2	1.3	0.1	0.5	0.8
Crédit agricole	-2.6	-2.8	n.d.	98.7	98.6	n.d.	1.3	1.3	n.d.	-0.3	0.1	n.d.
Exane	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
FMI	-2.6	-2.8	-2.2	96.7	96.5	95.6	1.5	1.5	1.5	0.1	0.3	0.3
ING	-2.6	-2.9	-1.7	98.5	99.0	98.5	1.3	1.3	1.4	0.5	0.4	0.0
La Banque Postale	-2.6	-2.9	-2.7	98.7	98.9	99.0	1.3	1.3	1.3	n.d.	n.d.	n.d.
Minefi	-2.6	-2.8	n.d.	98.7	98.6	n.d.	1.3	1.3	n.d.	-0.2	0.2	n.d.
Natixis	-2.6	-2.9	-2.4	98.8	98.8	98.5	1.1	1.1	1.1	n.d.	n.d.	n.d.
OCDE	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
OFCE	-2.6	-2.8	-1.8	98.7	98.3	97.8	1.2	1.2	1.3	-1.0	-0.5	-0.3
Rexecode	-2.6	-3.0	n.d.	98.4	98.5	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Société Générale	-2.6	-2.9	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Moyenne*	-2.6	-2.8	-2.0	98.3	98.3	97.6	1.3	1.3	1.4	-0.2	0.1	0.2
Maximum	-2.6	-2.8	-1.7	98.8	99.0	99.0	1.5	1.5	1.5	0.5	0.6	1.1
Minimum	-2.7	-3.0	-2.7	96.2	96.0	94.5	1.1	1.1	1.1	-1.0	-0.5	-0.3
Ecart type*	0.0	0.1	0.4	0.9	1.0	1.6	0.1	0.2	0.2	0.5	0.5	0.6

* : la moyenne et l'écart-type incluent les prévisions des 2 banques restées anonymes, si les données sont fournies.

A6. Prévisions macroéconomiques des instituts de prévisions pour 2018, 2019 et 2020.

	Taux de chômage (déf. BIT) (en %)			IPCH (en %)			Taux d'épargne des ménages (en % du RDB)			Taux de marge des SNF (en % de l'EBE)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Banque de France	9.1	8.8	8.5	2.1	1.7	1.8	14.3	14.6	14.7	n.d.	n.d.	n.d.
Barclays	9.1	8.9	n.d.	2.2	1.7	n.d.	13.7	13.0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
BNP Paribas	9.1	8.8	n.d.	2.2	1.8	n.d.	14.2	14.2	n.d.	31.6	33.8	n.d.
Citigroup	9.1	8.6	8.2	2.1	1.7	1.8	14.7	14.7	14.5	31.9	32.7	33.0
Commission Europ.	9.0	8.8	8.4	2.0	1.7	1.6	14.2	14.0	13.9	n.d.	n.d.	n.d.
Crédit agricole	9.0	8.7	n.d.	1.9	1.6	n.d.	14.2	14.7	n.d.	31.8	32.6	n.d.
Exane	9.1	8.7	n.d.	1.9	1.5	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
FMI	8.8	8.5	8.1	1.9	1.8	1.8	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
ING	9.0	8.5	8.6	2.0	1.8	1.9	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
La Banque Postale	9.0	8.6	9.1	1.9	1.6	1.7	14.2	14.2	13.8	31.5	33.1	31.9
Minefi	n.d.	n.d.	n.d.	2.1	1.5	n.d.	14.7	14.7	n.d.	31.7	32.9	n.d.
Natixis	9.2	9.1	9.0	2.2	1.9	1.4	14.3	14.4	14.5	31.4	31.4	31.7
OCDE	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
OFCE	9.0	8.7	8.5	2.2	1.7	1.7	14.4	14.3	14.2	31.6	33.5	32.5
Rexecode	9.0	8.5	n.d.	1.9	1.9	n.d.	14.5	14.8	n.d.	31.8	33.2	n.d.
Société Générale	8.9	8.4	n.d.	1.9	1.6	n.d.	13.9	14.0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Moyenne*	9.0	8.7	8.5	2.0	1.7	1.7	14.3	14.3	14.2	31.7	32.9	32.4
Maximum	9.2	9.1	9.1	2.2	1.9	1.9	14.7	14.8	14.7	31.9	33.8	33.0
Minimum	8.8	8.4	8.1	1.9	1.5	1.4	13.7	13.0	13.8	31.4	31.4	31.7
Ecart type*	0.1	0.2	0.3	0.1	0.1	0.2	0.3	0.5	0.3	0.2	0.7	0.5

* : la moyenne et l'écart-type incluent les prévisions des 2 banques restées anonymes, si les données sont fournies.

A7. Prévisions macroéconomiques des instituts de prévisions pour 2018, 2019 et 2020 (en %).

	dette publique brute au											
	solde public (en % du PIB)			sens de Maastricht (en % du PIB)			croissance potentielle			output gap		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Banque de France	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Barclays	-2.6	-2.9	n.d.	98.0	97.7	n.d.	1.3	1.3	n.d.	-0.3	0.0	n.d.
BNP Paribas	-2.6	-2.8	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1.2	1.3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Citigroup	-2.7	-2.8	-1.7	96.2	96.0	94.5	1.3	1.3	1.3	0.1	0.6	1.1
Commission Europ.	-2.6	-2.8	-1.7	98.7	98.5	97.2	1.2	1.2	1.3	0.1	0.5	0.8
Crédit agricole	-2.6	-2.8	n.d.	98.7	98.6	n.d.	1.3	1.3	n.d.	-0.3	0.1	n.d.
Exane	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
FMI	-2.6	-2.8	-2.2	96.7	96.5	95.6	1.5	1.5	1.5	0.1	0.3	0.3
ING	-2.6	-2.9	-1.7	98.5	99.0	98.5	1.3	1.3	1.4	0.5	0.4	0.0
La Banque Postale	-2.6	-2.9	-2.7	98.7	98.9	99.0	1.3	1.3	1.3	n.d.	n.d.	n.d.
Minefi	-2.6	-2.8	n.d.	98.7	98.6	n.d.	1.3	1.3	n.d.	-0.2	0.2	n.d.
Natixis	-2.6	-2.9	-2.4	98.8	98.8	98.5	1.1	1.1	1.1	n.d.	n.d.	n.d.
OCDE	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
OFCE	-2.6	-2.8	-1.8	98.7	98.3	97.8	1.2	1.2	1.3	-1.0	-0.5	-0.3
Rexecode	-2.6	-3.0	n.d.	98.4	98.5	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Société Générale	-2.6	-2.9	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Moyenne*	-2.6	-2.8	-2.0	98.3	98.3	97.6	1.3	1.3	1.4	-0.2	0.1	0.2
Maximum	-2.6	-2.8	-1.7	98.8	99.0	99.0	1.5	1.5	1.5	0.5	0.6	1.1
Minimum	-2.7	-3.0	-2.7	96.2	96.0	94.5	1.1	1.1	1.1	-1.0	-0.5	-0.3
Ecart type*	0.0	0.1	0.4	0.9	1.0	1.6	0.1	0.2	0.2	0.5	0.5	0.6

* : la moyenne et l'écart-type incluent les prévisions des 2 banques restées anonymes, si les données sont fournies.



ABOUT OFCE

The Paris-based Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE), or French Economic Observatory is an independent and publicly-funded centre whose activities focus on economic research, forecasting and the evaluation of public policy.

Its 1981 founding charter established it as part of the French Fondation nationale des sciences politiques (Sciences Po), and gave it the mission is to “ensure that the fruits of scientific rigour and academic independence serve the public debate about the economy”. The OFCE fulfils this mission by conducting theoretical and empirical studies, taking part in international scientific networks, and assuring a regular presence in the media through close cooperation with the French and European public authorities. The work of the OFCE covers most fields of economic analysis, from macroeconomics, growth, social welfare programmes, taxation and employment policy to sustainable development, competition, innovation and regulatory affairs.

ABOUT SCIENCES PO

Sciences Po is an institution of higher education and research in the humanities and social sciences. Its work in law, economics, history, political science and sociology is pursued through [ten research units](#) and several crosscutting programmes.

Its research community includes over [two hundred twenty members](#) and [three hundred fifty PhD candidates](#). Recognized internationally, their work covers [a wide range of topics](#) including education, democracies, urban development, globalization and public health.

One of Sciences Po’s key objectives is to make a significant contribution to methodological, epistemological and theoretical advances in the humanities and social sciences. Sciences Po’s mission is also to share the results of its research with the international research community, students, and more broadly, society as a whole.

PARTNERSHIP
