

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2018-2019

Éric Heyer et Xavier Timbeau

OFCE, Sciences Po

Ce numéro de la *Revue de l'OFCE* consacré aux prévisions économiques pour les années 2018 à 2019 est composé de plusieurs articles qui peuvent être lus indépendamment.

Le premier article, intitulé « **La fin d'un cycle ?** » présente le scénario de prévision pour l'économie mondiale et la zone euro. Comme le rappellent les économistes du Département analyse et prévision de l'OFCE, la dynamique de croissance de l'économie mondiale est confirmée en fin d'année 2017. L'activité continue de se renforcer dans les grandes zones économiques – en particulier dans les pays industrialisés – et porte le taux de croissance de l'économie mondiale à 3,5 % contre 3,1 % en 2016. À court terme ce scénario devrait se poursuivre, ce qui porterait la croissance mondiale à 3,7 % en 2018 puis 3,5 % en 2019. Les politiques monétaires continueront à apporter un soutien à l'économie même si la normalisation est en cours aux États-Unis et sera amorcée prochainement dans la zone euro. L'orientation des politiques budgétaires sera fortement expansionniste aux États-Unis. Le premier budget de l'ère Trump est marqué par une baisse des prélèvements obligatoires et une augmentation des dépenses portant l'impulsion budgétaire cumulée 2018-2019 à 3 points de PIB. S'il existe encore quelques pays qui n'ont pas retrouvé leur PIB d'avant-crise – Italie, Grèce, Portugal et Finlande notamment – ou dont le taux de chômage élevé signale la persistance du sous-emploi, l'évolution récente de la situation macroéconomique devrait effacer progressivement les conséquences de la Grande Récession qui avait débuté en 2008. Du côté des pays émergents, le Brésil et la Russie retrouvent progressivement le chemin de la croissance tandis que le ralentissement en cours de la Chine reste sous contrôle et la croissance accélère à nouveau en Inde. Pour l'ensemble des pays émergents, la croissance passerait de 4,3 %

en 2016 à 4,7 % en 2018 et 2019. Dans ce contexte se pose la question de la capacité des économies développées – dont le taux de chômage retrouve son niveau d'avant-crise – à maintenir un rythme de croissance élevé. Certains indicateurs suggèrent que les contraintes d'offre de viendraient plus prégnantes, ce qui pose la question de la croissance potentielle et du niveau du chômage structurel. La fin de la crise n'implique pas nécessairement un retour à la situation qui prévalait en 2007 et la poursuite de la reprise reste nécessaire pour résorber les déséquilibres hérités de la crise. L'inflation est plus basse, sauf au Royaume-Uni où le vote en faveur du Brexit a provoqué une dépréciation de la livre. Pourtant, les politiques monétaires ont été et restent expansionnistes. Les taux d'intérêt directeurs des banques centrales sont plus faibles et la taille de leur bilan est bien plus élevée du fait des politiques d'achats de titres menées pendant la crise. Ensuite, les ratios de dette publique sur PIB sont aussi plus importants, reflétant le soutien apporté par les gouvernements au début de la récession mais surtout les pertes importantes d'activité enregistrées pendant la crise. Il en a résulté un déficit public conjoncturel sur une période prolongée. Les écarts de production mesurant la différence entre le PIB et le niveau potentiel sont restés négatifs entre 2008 et 2017 et se ferment progressivement. La mesure statistique de ces écarts reste soumise à de nombreuses incertitudes mais, parmi les grands pays, ils se seraient refermés ou quasi-refermés en Allemagne, au Japon, au Royaume-Uni et aux États-Unis. Dans les autres pays, cette fermeture pourrait être effective d'ici la fin de l'année 2019, ce qui marquerait la fin de la dynamique de reprise dans la plupart des économies. Le cycle conjoncturel va-t-il progressivement prendre fin ou se poursuivra-t-il à un rythme soutenu qui permettrait d'améliorer les conditions d'emploi et de réduire les déséquilibres issus de la crise financière globale ? La réduction de la dette publique, permettant de retrouver des marges de manœuvre budgétaire, sera favorisée par le dynamisme de la croissance nominale, ce qui suppose la poursuite du cycle de croissance en cours et le retour de l'inflation vers la cible de 2 %, voire au-dessus. Or, même dans les pays où le taux de chômage est inférieur à son niveau d'avant-crise, l'inflation sous-jacente demeure basse, inférieure à 2 % aux États-Unis et à 1 % dans la zone euro. Par ailleurs, une fois la phase de reprise achevée dans tous pays, la croissance convergera-t-elle vers son potentiel ? Ce qui rendrait cruciale la question de l'évaluation de ce sentier de croissance. Le ralentissement concomitant de la croissance de la population active et de la productivité tendancielle implique un ralentissement de la croissance potentielle. Ces évolutions restent néanmoins soumises à de nombreuses incertitudes statistiques et

méthodologiques. Dans ces conditions, le défi des gouvernements et des banques centrales est de normaliser progressivement et pragmatiquement les politiques budgétaires et monétaires. Des restrictions précipitées, donnant une importance excessive à des indicateurs de tensions fragiles, risqueraient de freiner, voire de casser la dynamique de croissance et donc les facteurs qui favoriseront la correction des déséquilibres hérités de la crise. En même temps, des politiques trop longtemps expansionnistes pourraient alimenter de nouveaux déséquilibres de compte courant ou financiers.

Tableau 1. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	PIB en volume ¹			
	2016	2017	2018	2019
DEU	1,9	2,5	2,3	1,7
FRA	1,1	2,0	2,0	2,1
ITA	1,0	1,5	1,3	0,9
ESP	3,3	3,1	2,6	1,9
EUZ	1,8	2,5	2,2	1,8
GBR	1,9	1,8	1,4	1,4
NPM ²	3,2	4,8	3,8	3,3
UE 28	1,9	2,6	2,2	1,8
USA	1,5	2,3	2,9	2,7
JPN	0,9	1,7	1,7	1,1
Pays développés	1,6	2,3	2,4	2,1
RUS	-0,2	1,5	1,9	1,8
CHN	7,1	6,9	6,7	6,5
IND	7,9	6,4	7,2	7,5
PVD	4,3	4,4	4,7	4,7
Monde	3,1	3,5	3,7	3,5

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2014 estimés par le FMI.

2. Pologne, Hongrie, République Tchèque, Roumanie, Bulgarie et Croatie.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE avril 2018.

Tableau 2. Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières

	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Taux de change ¹																
1 €=...dollars	1,06	1,09	1,17	1,17	1,22	1,25	1,25	1,25	1,30	1,30	1,30	1,30	1,11	1,12	1,24	1,30
1 \$=...yens	115	111	111	113	110	110,0	110,0	110,0	110,0	110,0	110,0	110,0	109,3	112,6	109,9	110,0
1 £=...euros	1,17	1,17	1,11	1,14	1,13	1,13	1,13	1,13	1,10	1,10	1,10	1,10	1,23	1,15	1,13	1,10
Taux d'intérêt directeurs des banques centrales¹																
USA	0,79	1,05	1,25	1,30	1,58	1,75	2,00	2,33	2,60	2,80	3,10	3,33	0,51	1,10	1,92	2,96
JPN	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,07	-0,10	-0,10	0,00
EUZ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,33	0,50	0,01	0,00	0,00	0,27
GBR	0,25	0,25	0,25	0,45	0,50	0,50	0,58	0,75	0,83	1,00	1,08	1,25	0,46	0,30	0,58	1,04
Taux d'intérêt à 10 ans¹																
USA	2,4	2,3	2,2	2,4	2,7	2,8	3,0	3,3	3,5	3,7	3,9	4,0	1,8	2,3	2,96	3,78
JPN	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	-0,1	0,1	0,09	0,31
EUZ	1,3	1,3	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,4	1,5	1,6	1,7	1,7	0,9	1,2	1,20	1,63
GBR	1,4	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,3	1,2	1,53	1,70
Matières premières																
Prix du pétrole Brent, en \$ ¹	53,8	49,8	52,1	61,5	66,0	70,0	68,0	68,0	71,0	71,0	71,0	71,0	43,8	54,3	68,00	71,00
Prix du pétrole Brent, en € ¹	50,7	45,6	44,5	52,4	54,1	56,0	54,4	54,4	54,6	54,6	54,6	54,6	39,4	48,3	54,72	54,62
Matières premières industrielles ²	5,8	-7,5	2,5	13,1	7,8	-3,9	-4,1	-2,1	0,0	0,0	2,2	0,0	-12,7	20,5	10,9	-3,6

1. Moyenne sur la période.

2. Variation par rapport à la période précédente, en %.

Sources : Taux de change et pétrole : relevé des cotations quotidiennes. Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Prévision OFCE avril 2018.

Le deuxième article détaille l'analyse conjoncturelle de l'économie française. Il s'intitule « **France : retour à meilleure fortune** ». Après cinq années de croissance atone (0,8 % en moyenne sur la période 2012-2016), la reprise s'est enfin concrétisée en 2017 avec une hausse du PIB en volume de 2 %. Des facteurs négatifs qui ont marqué 2016 (chute de la production agricole, impact des attentats sur le tourisme, ...), et qui ont contribué à la mauvaise performance du commerce extérieur se sont estompés, permettant à l'économie française de profiter pleinement du redressement de sa demande intérieure. Si l'écart de production (*output gap*) a commencé à se réduire en 2017, il reste néanmoins négatif (-1,9 point de PIB selon notre évaluation). Avec une croissance attendue de 2 % en 2018 et 2,1 % 2019, l'économie française se rapprocherait de sa production potentielle (dont le taux de croissance est de 1,2 %) d'ici à la fin de l'année 2019. Des tensions, signalées par les enquêtes de conjoncture, apparaissent mais ne se traduisent pas par une accélération des salaires au-delà de la productivité, signe que l'économie française ne bute pas sur ses capacités de production. Le choix du gouvernement de conduire une politique de consolidation budgétaire modérée sur la première moitié du quinquennat (0,2 point de PIB d'effort structurel sur 2018-2019) ne remettrait pas en cause la remise en marche, d'autant plus que l'économie bénéficie des mesures économiques passées (CICE, Pacte de responsabilité). Les mesures de politique économique contemporaines et passées, qui intègrent à la fois les mesures issues du budget 2018 mais aussi celles des budgets antérieurs, et dont les effets sont différés, auront un impact positif sur la croissance en 2018 et 2019 (respectivement +0,1 et +0,2 point de PIB).

En revanche, le profil trimestriel de la croissance du PIB de 2018 sera marqué par le calendrier des mesures fiscales qui vont affecter le pouvoir d'achat et donc la trajectoire de consommation des ménages. Le premier trimestre sera marqué par une contraction du pouvoir d'achat en raison de la hausse de la fiscalité indirecte et de la CSG. Cet effet sera temporaire car le revenu réel des ménages devrait s'accroître au cours des trimestres suivants avec une forte accélération en fin d'année sous l'impulsion de la baisse de la taxe d'habitation et de la seconde tranche de baisse de cotisations sociales. Ainsi, la dynamique de consommation, faible au premier semestre et forte au second, conduira à une accélération de la croissance tout au long de l'année, de 0,3 % au premier trimestre à 0,7 % en fin d'année. En 2019, sous l'effet de la montée en charge des mesures fiscales de soutien au pouvoir d'achat des ménages, ce dernier augmenterait de 2,4 % (après 1,6 %

en 2018) dynamisant la consommation sur l'ensemble de l'année (2,2 % en 2019 après 1,5 % en 2018), et ce malgré une nouvelle hausse de la fiscalité indirecte. La croissance de l'investissement des entreprises resterait robuste en 2018 et en 2019, soutenue par l'amélioration continue du taux de profit, un coût du capital toujours bas et une demande dynamique qui maintient un taux d'utilisation élevé. Après plusieurs années de contraction, l'investissement des administrations publiques repartirait à la hausse en 2018 et 2019 avec le déploiement progressif du Grand Plan d'Investissement et l'objectif de préserver l'investissement des collectivités locales. L'investissement des ménages ralentirait, comme l'indique le retournement des enquêtes de demande de logements et des perspectives de mises en chantier, en lien probablement avec la réduction des moyens budgétaires alloués au logement et avec l'attentisme sur le marché de la construction à la suite des discussions à attendre autour du projet de loi ELAN. L'orientation favorable des enquêtes sur les perspectives d'exportations, les niveaux records des taux de marges des exportateurs et la vigueur de l'investissement productif seraient favorables à la dynamique des exportations. Au sein d'un environnement économique porteur en zone euro, le commerce extérieur ne serait plus un frein à la croissance de la France en 2018 et 2019. Une incertitude persiste cependant quant au rétablissement durable du commerce extérieur. Avec une croissance robuste en 2018 et en 2019, les créations d'emplois, portées par le secteur marchand, resteraient dynamiques (194 000 en 2018 et 254 000 en 2019), ce qui permettrait de réduire le taux de chômage à 8,4 % fin 2018 et de terminer l'année 2019 à 7,9 % (contre 8,6 % au quatrième trimestre 2017). En revanche, la forte baisse des nouveaux contrats aidés en 2018 (de 300 000 à 120 000) pèserait sur la vitesse de réduction du chômage malgré la montée en charge du Plan Formation et de la Garantie jeunes. La réduction du déficit public sera lente (2,4 % en 2018 et 2,5 % en 2019 après 2,6 % en 2017), mais cette lenteur ne doit pas masquer l'amélioration significative du solde public qui atteindrait 1,6 % en 2019 hors mesure ponctuelle liée à la transformation du CICE en baisses de cotisations sociales. La réduction du déficit serait suffisante pour assurer la sortie du bras correctif du Pacte de stabilité et entamer une décrue de la dette publique (de 97 % du PIB en 2017 à 95,4 % en 2019). De plus, cette prévision n'intègre pas d'éventuelles bonnes surprises sur les recettes fiscales, comme en 2017, qui sont possibles en phase de retour durable de la croissance.

Tableau 3. Résumé de la prévision pour l'économie française

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,7	0,6	0,5	0,7	0,3	0,4	0,5	0,7	0,5	0,5	0,5	0,6	1,1	2,0	2,0	2,1
PIB par habitant	0,6	0,5	0,4	0,6	0,2	0,3	0,4	0,6	0,4	0,4	0,4	0,5	0,7	1,5	1,6	1,7
Consommation des ménages	0,2	0,3	0,5	0,2	0,2	0,4	0,5	0,8	0,5	0,5	0,5	0,6	2,1	1,3	1,5	2,2
Consommation publique	0,3	0,5	0,6	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1,2	1,6	1,2	0,6
FBCF totale dont :	1,7	0,9	0,9	1,1	0,7	0,9	0,9	0,9	0,7	0,7	0,7	0,8	2,7	3,8	3,6	3,1
<i>Entreprises non financières</i>	2,4	1,0	1,1	1,5	0,8	1,1	0,9	1,1	0,7	0,7	0,8	0,9	3,4	4,4	4,3	3,5
<i>Ménages</i>	1,8	1,4	0,9	0,6	0,5	0,4	0,5	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	2,4	5,3	2,5	1,3
<i>Administrations publiques</i>	-0,6	0,1	-0,2	0,5	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	-0,1	-1,0	2,6	4,0
Exportations de biens et services	-0,7	2,2	1,0	2,5	0,6	0,4	0,8	1,0	1,0	0,8	0,9	1,0	1,9	3,3	4,6	3,6
Importations de biens et services	1,2	0,0	2,2	0,3	0,8	0,9	0,8	1,1	1,0	0,7	0,8	0,8	4,2	4,1	3,5	3,6
Contributions :																
Demande intérieure hors stocks	0,6	0,5	0,6	0,5	0,3	0,5	0,5	0,7	0,5	0,5	0,5	0,6	2,0	1,9	2,0	2,1
Variations de stocks	0,7	-0,5	0,3	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,4	-0,1	0,0
Commerce extérieur	-0,6	0,7	-0,4	0,7	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	-0,3	0,2	0,0
Prix à la consommation (IPCH)*	1,5	1,0	0,9	1,2	1,6	1,2	1,5	1,4	1,3	1,4	1,7	1,8	0,3	1,2	1,4	1,6
Taux de chômage	9,3	9,1	9,3	8,6	8,6	8,6	8,5	8,4	8,3	8,2	8,1	7,9	9,8	9,1	8,5	8,1
Solde public, en % du PIB													-3,4	-2,6	-2,4	-2,5
Dettes public, en % du PIB													96,6	97,0	96,6	95,4
Impulsion budgétaire, en points de PIB **													0,0	0,2	0,0	-0,2
PIB de la zone euro	0,6	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5	1,8	2,5	2,3	1,9

* Pour les trimestres, glissement annuel ; pour les années, moyenne annuelle.

** Mesurée comme l'inverse de l'effort budgétaire structurel.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévisions OFCE, e-mod.fr, 2018-2019, avril 2018.

Trois études spéciales complètent et enrichissent l'analyse conjoncturelle.

Dans la première, Raul Sampognaro analyse « **Les effets de la politique budgétaire depuis 2008 dans six économies avancées** ». La Grande Récession a marqué le retour en grâce de la politique budgétaire comme instrument de stabilisation conjoncturelle. Au lendemain de la crise des *subprime*, les grandes économies avancées ont mis en place un vaste plan de relance de façon coordonnée pour stopper la récession. Ensuite, à partir de 2011, avec le début de la reprise et de la normalisation financière, une phase de consolidation budgétaire a été engagée. Depuis 2016, la politique budgétaire est devenue neutre. Le recours à l'outil budgétaire pour stabiliser la croissance a réanimé les débats sur l'efficacité de ce choix. Au regard des nombreuses études, il existe tout de même un consensus relatif sur la valeur du multiplicateur à court terme. Il serait positif et proche de l'unité. En revanche, l'effet à long terme d'un choc budgétaire dépend de la situation conjoncturelle. Les effets de la politique budgétaire peuvent être pérennes s'il y a un nombre significatif d'agents privés contraints financièrement ou si la banque centrale ne peut pas réagir à la politique budgétaire.

Ainsi, les effets dynamiques de la politique budgétaire dépendront du contexte conjoncturel. La prise en compte de la dynamique du multiplicateur permet d'améliorer l'évaluation des effets de la politique budgétaire au cours de la dernière décennie. Selon les calculs de l'auteur, le PIB allemand aurait été soutenu par les nouvelles mesures budgétaires, alors que le PIB aurait diminué en Italie, en France et au Royaume-Uni d'un montant compris entre 1,5 et 3,5 points de PIB. Enfin, le PIB espagnol aurait été amputé de 7,5 points.

Dans la seconde étude intitulée « **Taux de change d'équilibre et ampleur des désajustements internes à la zone euro** », les auteurs, Sébastien Villemot, Bruno Ducoudré et Xavier Timbeau cherchent à quantifier, à partir d'une modélisation des taux de change réel d'équilibre, les ajustements à effectuer – aussi bien à l'intérieur de la zone euro que vis-à-vis du reste du monde – pour parvenir à résorber les déséquilibres de balance courante tout en stabilisant les positions extérieures nettes des pays de la zone euro. Leurs estimations indiquent que des désajustements substantiels subsistent, le désajustement moyen (en valeur absolue) par rapport au niveau de l'euro s'élevant à 11 % en 2016. Le différentiel nominal relatif entre l'Allemagne et la France s'élèverait à 25 %. La prise en compte des incertitudes sur la valeur des élasticités-prix des exportations et des importations ne

remet pas en cause le diagnostic, mais une incertitude forte subsiste sur la quantification des désajustements, un désajustement de près de 35 % de l'Allemagne par rapport à la moyenne de ses partenaires ne pouvant être écarté dans le pire des scénarios. Enfin, les auteurs estiment la cible de long terme de la parité euro/dollar à 1,35 dollar pour un euro.

Dans la dernière étude, intitulée « **Taux de change euro/dollar, un effet BCE ou Réserve fédérale ?** », Christophe Blot, Paul Hubert et Rémi Odry analysent les effets différenciés des politiques monétaires de la BCE et de la Réserve fédérale sur l'évolution du taux de change euro/dollar. Deux types d'effets sont quantifiés : l'effet de signal lié à l'annonce des politiques monétaires et l'effet macroéconomique lié à la mise en œuvre de celle-ci. Les résultats obtenus suggèrent que l'effet de signal des décisions de la Réserve fédérale serait plus important que celui associé aux décisions de la BCE mais que les chocs de politique monétaire en zone euro se traduiraient par une réaction plus forte du taux de change euro/dollar.

Enfin, ce numéro se termine par la retranscription du débat sur les perspectives économiques qui a permis de confronter les analyses de l'OFCE à celles Paola Monperrus-Veroni du Crédit Agricole et de Laurent Clavel d'Axa.

