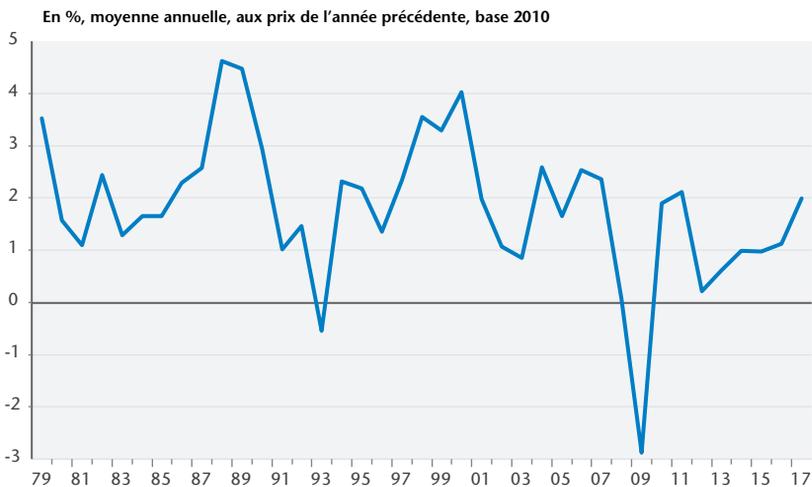


2. L'économie française a redémarré en 2017...

Après cinq années de croissance faible, au taux moyen de 0,8 % par an entre 2012 et 2016, l'économie française a renoué avec un rythme d'expansion plus soutenu en 2017 : 2 % en moyenne annuelle et 2,5 % en glissement annuel. Mais ce regain d'activité en 2017, comparable au dernier pic cyclique de 2010-11, est modeste si on le compare aux données historiques enregistrées depuis le début des années 1980 (graphique 1) : la reprise des années 1980 a culminé à 4,5 % de croissance annuelle, celle des années 1990 entre 3,5 et 4 %, et celle des années 2000 à 2,5 %. Finalement, l'année 2017, vue à juste titre comme un excellent cru au regard de la trajectoire chaotique de l'économie française depuis 10 ans, affiche un niveau de croissance qui n'est pas celui d'un pic si l'on s'inscrit sur un horizon de 20 ou 30 ans.

Graphique 1. Taux de croissance du PIB de la France

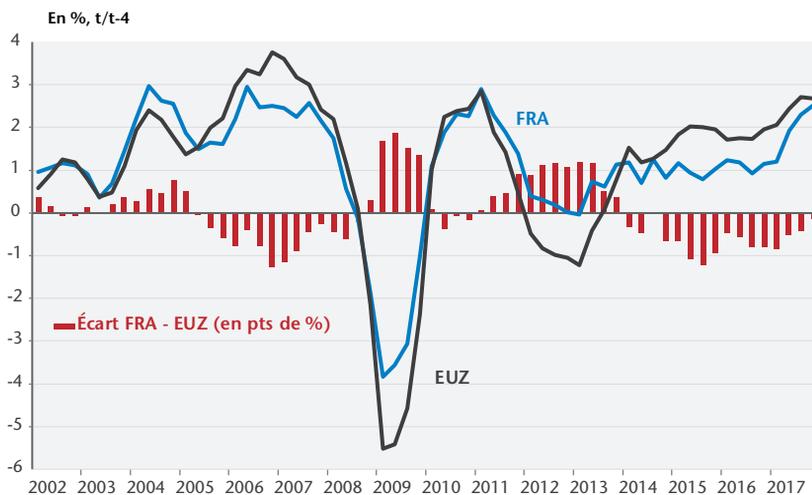


Source : INSEE.

Modeste pour une reprise, la croissance française a également été moindre que celle de la zone euro depuis 2014 (graphique 2). Mais symétriquement, la France avait enregistré auparavant des évolutions

moins défavorables que celles de la zone euro hors-France, entrée en récession au tournant de 2011 et de 2012 pendant six trimestres consécutifs, récession à laquelle l'économie française avait échappé : sur la phase de croissance démarrée en 2014 en zone euro, l'écart des niveaux de PIB entre la France et ses partenaires s'élève à -2,7 points en défaveur de l'Hexagone à la fin 2017, mais il reste supérieur de 1,5 point depuis début 2008, ce qui témoigne d'un comportement cyclique de l'économie française moins marqué que celui des autres économies de la zone euro. Tout au long de l'année 2017, la France a toutefois progressivement rattrapé une partie de son retard de croissance vis-à-vis de ses partenaires et fait presque jeu égal avec la zone euro sur l'ensemble de l'année, affichant une croissance en glissement annuel de 2,5 % contre 2,7 % pour la zone.

Graphique 2. Écart de croissance France/zone euro hors France



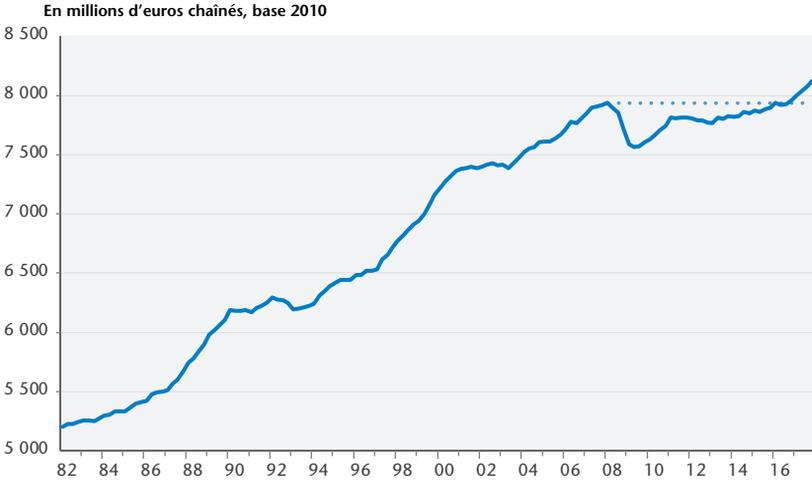
Sources : Eurostat, INSEE, calculs OFCE.

... et les cicatrices de la crise s'effacent peu à peu

Au quatrième trimestre 2017, le PIB par habitant a dépassé de 2,3 % le niveau qu'il avait atteint lors de son précédent pic au premier trimestre 2008. Ce résultat pourrait être vu comme l'effacement d'une décennie de crise. Pourtant, cet apparent retour à la normale implique une quasi-stagnation de la production par habitant durant 9 années, délai inhabituel pour rétablir le PIB par habitant à son niveau d'avant-crise (graphique 3). Et ce n'est que depuis le quatrième trimestre 2016,

à la faveur du redémarrage de l'économie française, que le PIB par habitant a dépassé son précédent sommet.

Graphique 3. PIB par habitant en France

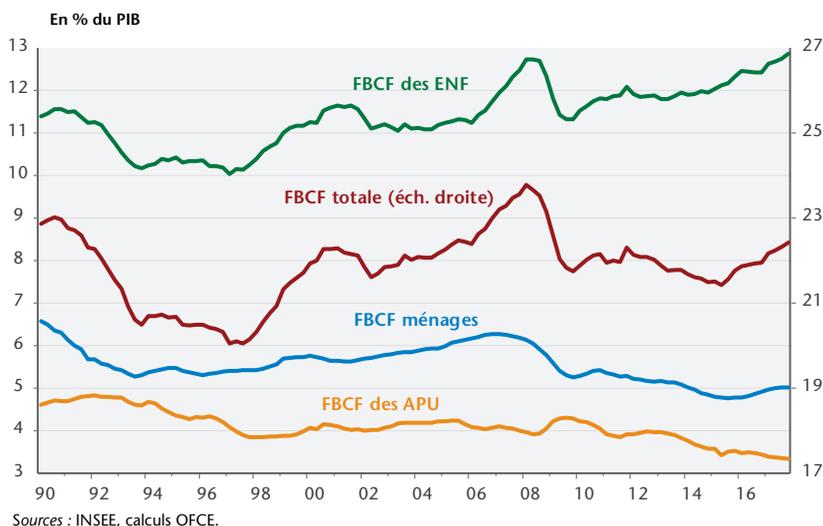


Sources : INSEE, calculs OFCE.

Les symptômes de la crise, qui ne se réduisent pas à l'analyse de la croissance agrégée seule, ont longtemps perduré mais ils montrent aussi des signes d'amélioration graduelle. L'investissement global qui, en proportion du PIB au quatrième trimestre 2017, se situe -1,4 point en dessous de son niveau de 2008, commence à combler son retard en ayant regagné 1 point depuis son point bas du deuxième trimestre 2015 (graphique 4). L'investissement des entreprises y a largement contribué, ce dernier ayant rattrapé son retard, stimulé à partir de la seconde moitié de 2015 par l'effet d'accélérateur, le suramortissement fiscal pour les investissements industriels, le bas niveau des taux d'intérêt et la nette amélioration des marges. Mais les chocs négatifs sur l'investissement des ménages et des administrations publiques n'ont pas été corrigés : le premier se situe encore -1,3 point de PIB sous son niveau de 2008 malgré son redressement, modeste, depuis le début de 2016, le second -1 point en dessous alors qu'aucun freinage de la baisse n'est encore visible.

Le marché du travail reste dégradé mais montre des signes d'amélioration. Le taux de chômage au sens du BIT se situe encore 1,7 point au-dessus de son point bas d'avant-crise (8,9 % au deuxième trimestre 2017, contre 7,2 % au premier trimestre 2008 pour la France

Graphique 4. Taux d'investissement par agent

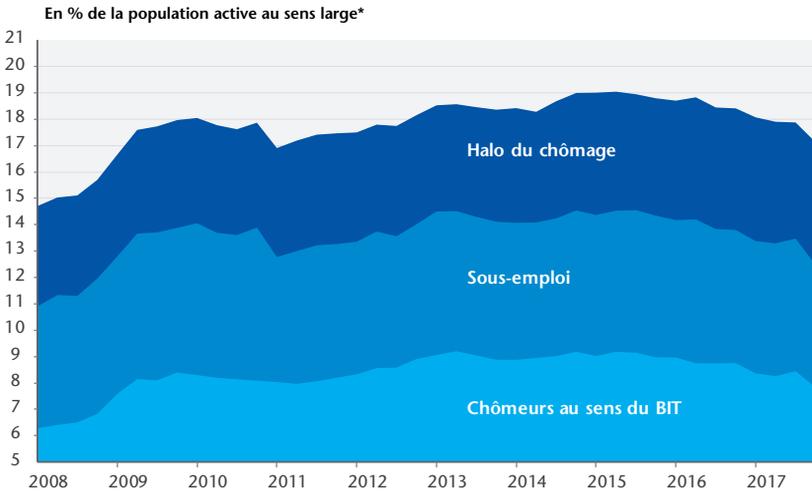


entière), mais son repli (-1,1 point) s'est accéléré en 2017 par rapport à 2016 (-0,2 point). Et après avoir atteint un point historiquement bas fin 2016, le taux d'emploi en CDI s'est redressé en 2017.

Les situations d'activité à temps partiel contraint ou de chômage partiel, que l'on peut assimiler à une forme de sous-emploi, reculent également (de -0,4 point en 2017 après -0,3 en 2016). En effet, l'accroissement des besoins en main-d'œuvre durant les phases de reprise est satisfait à la fois par les recrutements, mais aussi par l'allongement de la durée du travail des personnels en place. En revanche, la situation des actifs à la marge de l'emploi et composant le « halo du chômage », c'est-à-dire les personnes qui selon la définition stricte du chômage ne sont pas disponibles sous deux semaines pour reprendre un emploi ou qui, découragées, n'en recherchent pas activement, ne s'améliore guère avec une simple stabilisation des effectifs dans cette catégorie en 2017 (pour plus de détails, voire partie « marché du travail »). Au total, en intégrant l'ensemble de ces personnes fragilisées vis-à-vis de l'emploi, le taux de chômage au sens élargi s'élève à 17,1 % fin 2017, soit près de 2,4 points de plus qu'avant-crise, mais le recul de cette part en 2017 montre une amélioration avec le retour de la croissance (graphique 5).

Enfin, la situation des finances publiques, qui s'était profondément dégradée durant la crise avec des déficits de 7,2 % du PIB en 2009,

Graphique 5. Chômage, halo et sous-emploi



* : population active + halo du chômage

Sources : INSEE, calculs OFCE.

s'est aussi améliorée : à grands renforts de consolidation budgétaire entre 2011 et 2015, puis grâce au retour de la croissance en 2017, pour finalement ramener en 7 ans le déficit public à 2,6 % du PIB, sous le seuil de 3 % imposé par la partie correctrice du Pacte de stabilité européen. Mais en atteignant 97 % du PIB la dette publique est plus élevée, en 2017, de 32,5 points par rapport à son niveau de 2007 (64,5 % du PIB), contraignant pour longtemps encore les marges de manœuvre de la politique budgétaire.

Offre ou demande, quelles limites à la croissance ?

Deux thèses s'opposent pour rendre compte de la situation dégradée de l'économie française depuis près d'une décennie. Elles conditionnent la définition du sentier de croissance à l'horizon de la prévision – et même au-delà – après une année de reprise. Selon la première thèse, l'interruption de la trajectoire de croissance depuis 2008 proviendrait d'une insuffisance chronique de la demande, à la suite de l'excès d'endettement des agents privés ayant conduit à la crise des *subprime*, et publics pendant la crise de 2008/2009, qui empêcherait l'activité de rejoindre son potentiel : le gonflement des passifs privés contraint les agents à freiner leurs dépenses pour assainir leur situation patrimoniale. À ce processus, qui peut s'inscrire dans la

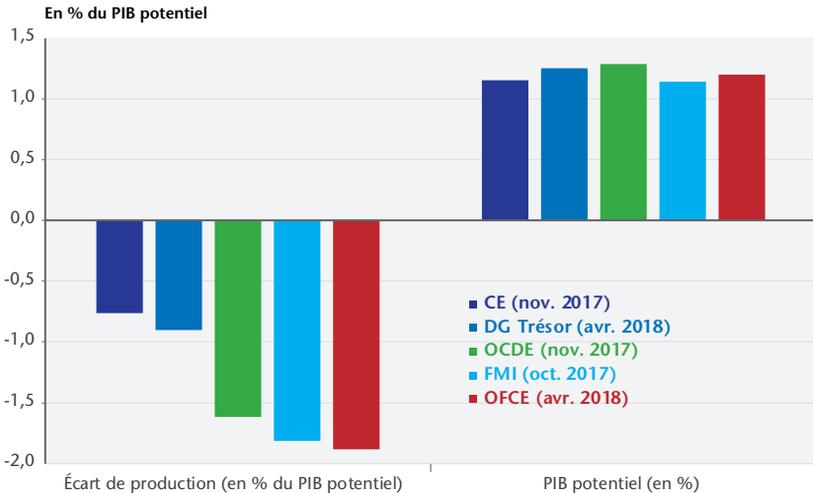
durée, est venu s'ajouter l'effet des politiques budgétaires restrictives mises en place à partir de 2011 dans la zone euro pour ramener les déficits publics dans des normes qui ne menaçaient plus la solvabilité des États ou pour être conforme aux règles européennes contraignant la politique budgétaire. Le regain de croissance dans la zone euro à partir de 2014 a d'ailleurs coïncidé avec un relâchement progressif de l'austérité budgétaire.

La seconde thèse conduit à penser que la cassure du sentier de croissance depuis 2008 pourrait aussi s'expliquer par l'affaiblissement du PIB potentiel, contrainte sur laquelle le PIB effectif viendrait dès lors buter plus rapidement que par le passé. Cet affaiblissement résulterait de l'ampleur et de la durée de la crise elle-même qui auraient affecté le niveau et/ou la croissance potentielle de l'économie sous l'effet des destructions de capacité de production (faillites d'entreprises et dépréciation accélérée du capital), du ralentissement de la diffusion du progrès technique pesant sur la productivité (faiblesse de l'investissement) et de la déqualification des chômeurs de longue durée (pour plus de détails, voir « un sentier de croissance de faible ampleur », partie internationale, ce numéro).

Probablement, la cassure de la trajectoire du PIB français entre 2008 et 2016 est-elle le résultat d'une combinaison de ces deux aspects. Le rôle de l'insuffisance de la demande est illustré par l'écart de production, ou *output gap*, mesurant l'écart entre le PIB effectif et le PIB potentiel, ce dernier représentant la production au plein emploi des facteurs de production sans tensions inflationnistes. Cet écart témoigne de l'ampleur de la sous-utilisation des ressources productives par rapport à une situation où les capacités de production seraient pleinement utilisées sans donner lieu à une accélération non soutenable des salaires. L'estimation du niveau et de la croissance du PIB potentiel, qui ne sont pas des grandeurs économiques observables, ne fait pas consensus parmi les économistes, certains penchant pour un ralentissement prononcé du potentiel, d'autres pour une rupture à la baisse de son niveau, d'autres encore, dans le cas le plus défavorable, pour une combinaison des deux. Malgré ces divergences, toutes les grandes institutions (FMI, OCDE, Commission européenne, Direction du Trésor, OFCE), sont unanimes pour considérer que l'*output gap*, est encore négatif fin 2017, ce qui étaye l'idée que l'insuffisance de la demande est bien un des éléments d'explication de la faible croissance observée depuis près de 10 ans (graphique 6). Nos estimations de l'écart de

production pour 2017 sont voisines de celles du FMI, celles de la Commission européenne les plus resserrées, avec un *output gap* de 0,7 point de PIB potentiel après l'OCDE et la DG Trésor. Par contre, les estimations du taux de croissance potentiel divergent moins entre les instituts, comprises entre 1,1 et 1,3 % (1,2 % pour l'OFCE).

Graphique 6. Écart de production et croissance potentielle en 2017



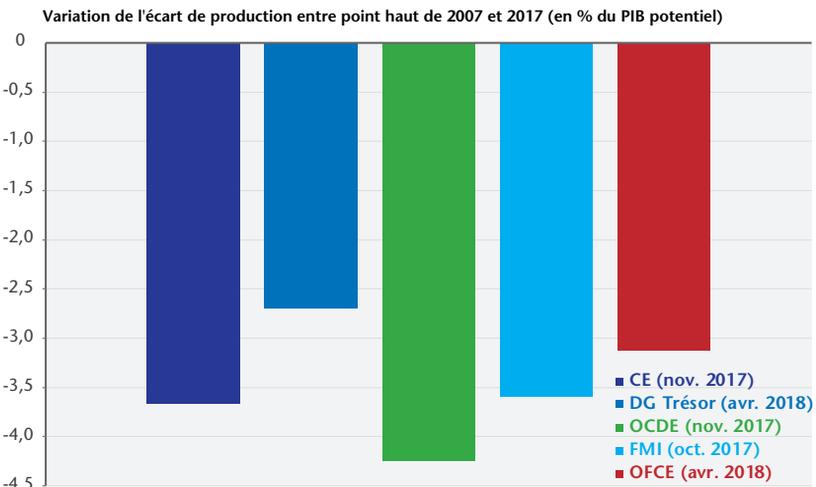
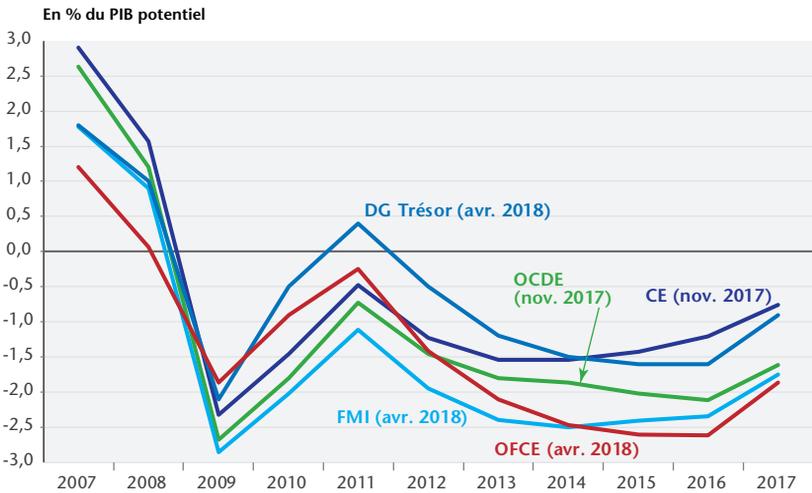
Sources : CE, DG Trésor, FMI, OCDE, OFCE.

De ces évaluations découle une partie de la quantification du scénario de croissance pour 2018 et 2019. Si l'écart de production était comblé en deux ans, une moitié en 2018, l'autre moitié en 2019, la croissance annuelle serait, en dehors de tout choc, égale à la moitié du rattrapage augmenté de la croissance potentielle, soit un intervalle de prévision compris entre 2,2 % pour l'OFCE et 1,6 % pour la Commission européenne.

Cependant la trajectoire cyclique de l'économie ne fait pas du PIB potentiel une barrière infranchissable puisqu'il peut être franchi périodiquement dans le cycle à la baisse (situation depuis 2009) comme à la hausse (situation de 2007-2008 avant crise). D'ailleurs, si l'on prend comme référence, pour évaluer les marges de croissance, non plus le PIB potentiel évalué par les différents instituts, mais l'écart de production estimé en 2007 avant le déclenchement de la crise, les marges de croissance apparaissent alors beaucoup plus élevées.

De fait, les évaluations de l'écart de production selon les différents instituts étaient largement positives en 2007, l'écart estimé étant le plus important pour la Commission européenne à près de 3 % du PIB potentiel, le plus faible à 1,1 % pour l'OFCE (graphique 7). En comparant l'écart de production d'aujourd'hui à celui de 2007, les marges de manœuvre apparaissent alors bien plus élevées et plus homogènes, toutes approchant ou dépassant 3 %.

Graphique 7. Écart de production depuis 2007



Sources : CE, DG Trésor, FMI, OCDE, OFCE.

La réalisation de ces perspectives, beaucoup plus favorables, suppose d'identifier les conditions dans lesquelles elles pourraient apparaître. La formation d'un écart de production positif impliquerait que des chocs positifs poussent au dépassement de la frontière du PIB potentiel, qui devrait se traduire par des tensions inflationnistes non soutenables. La composante spontanée de la croissance ne peut amener, à elle seule, le PIB au-dessus du PIB potentiel, son rôle étant celui d'une force de rappel conduisant à la fermeture de l'écart de production.

Notre scénario de croissance pour 2018 et 2019 est donc celui d'une annulation progressive de l'écart de production négatif en deux ans poussée en partie par la croissance spontanée de l'économie en bas de cycle à hauteur d'un demi-point de PIB par année. Une fois le PIB effectif revenu à son niveau potentiel fin 2019, ou du moins très proche (-0,2 point de PIB) conformément à notre scénario, l'économie ne pourra croître plus vite que son potentiel sans chocs positifs. Or, pour l'instant, de tels chocs ne sont pas identifiés à cet horizon. La croissance devrait donc ralentir pour s'établir à son rythme potentiel, qui se redresserait progressivement, de 1,2 % en 2018/2019 à 1,3/1,4 % en 2020/2022, sous l'effet des politiques de formation et de la hausse marquée de l'investissement productif.

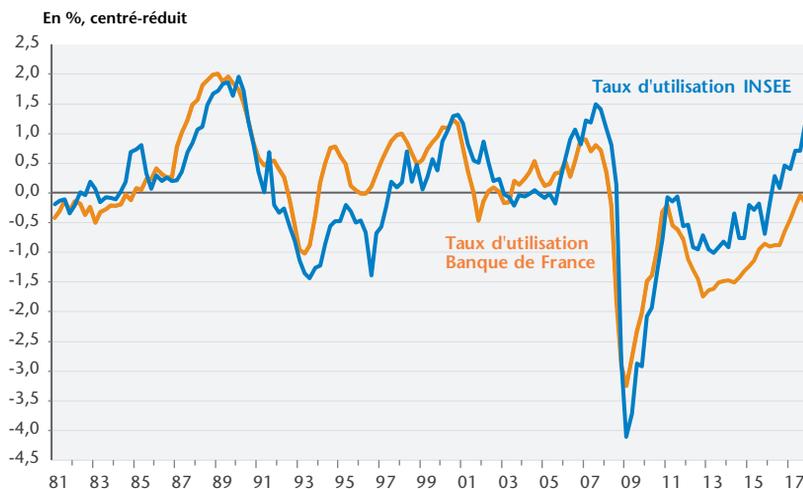
Des tensions insoutenables ?

La réanimation de l'activité depuis la fin 2016 a fait réapparaître des tensions dans l'économie française qui transparaissent à l'analyse des données d'enquêtes dans les branches de production.

L'indicateur phare des tensions, le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie, s'est vivement redressé depuis la première moitié de 2015. Cependant, le diagnostic posé par l'examen de cet indicateur sur la situation des tensions diffère selon la source (graphique 8). D'après la mesure de l'INSEE, le taux d'utilisation se situe nettement au-dessus de sa moyenne de longue période et a presque rejoint ses plus hauts historiques, témoignant d'une situation où les marges de manœuvre pour accroître la production industrielle avec les ressources en facteurs disponibles au sein des entreprises sont très faibles. D'un autre côté, le taux d'utilisation mesuré par la Banque de France a juste rejoint sa moyenne de longue période et se situe encore nettement en dessous de ses pics conjoncturels précédents, lais-

sant penser que le niveau de tensions est nettement moindre que celui mesuré par l'INSEE. Face à l'incertitude de la mesure, on se gardera donc de conclure hâtivement à l'insuffisance de capacité de production dans l'industrie.

Graphique 8. Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie



Sources : Banque de France, INSEE.

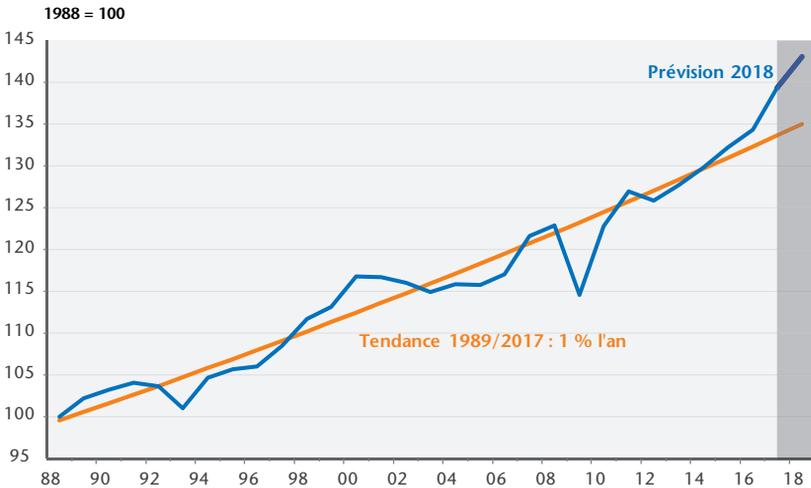
D'autant que face à l'amenuisement des marges de production inutilisées dans l'industrie, les entreprises disposent de modes d'ajustement des services du capital pour répondre à la croissance de la production :

- à la marge extensive en premier lieu, par le recours à l'investissement d'extension des capacités de production qui accroît le stock de capital disponible pour répondre à la demande. Nos prévisions de croissance de l'investissement, voisines en 2018 de celle de 2017, avec des hausses supérieures à 4 %, vont dans ce sens ;
- à la marge intensive en second lieu, par l'accentuation du degré d'utilisation du capital, en particulier par l'augmentation de la durée d'utilisation des équipements (DUE) qui permet, à stock d'équipements donné, d'accroître la production¹.

1. Voir par exemple Heyer É., Péléraux H., « Reprise sous tension ? », *Lettre de l'OFCE*, n° 175, mai 1998.

Selon l'enquête réalisée par la Banque de France en septembre de chaque année sur ce thème, la DUE s'est accrue de 3,7 % en 2017 et les industriels interrogés prévoient une nouvelle hausse en 2018, 2,7 % (graphique 9). De fait, au-delà de son évolution tendancielle, la DUE suit une trajectoire cyclique qui s'inscrit dans celle de l'activité avec un recul lors de la récession de 1993, une élévation continue pendant 4 années entre 1997 et 2000 lors de la grande phase de croissance des années 2000, puis un repli pendant la crise de la première moitié des années 2000 suivi d'une remontée lors de la période de croissance antérieure à la grande récession. La récession de 2008/2009 a fait plonger la DUE de près de 7 % et la reprise de 2010/2011 l'a ramenée sur sa tendance de long terme. Enfin, conformément à sa trajectoire cyclique, la durée d'utilisation a brusquement accéléré en 2017 par rapport à sa hausse ralentie durant la période de croissance atone entre 2012 et 2016. Et la hausse prévue par les entreprises pour 2018 montre que ce mode d'ajustement de la capacité de production n'est pas encore épuisé face à la saturation progressive du capital en place.

Graphique 9. Durée d'utilisation des équipements dans l'industrie



Sources : Banque de France, calculs OFCE.

Les modalités d'obtention de la hausse de la DUE durant la reprise s'appuient sur deux leviers, la hausse de la durée du travail et le changement des modes d'organisation de la production. Les réorganisations de la production consistent à intensifier le recours au travail posté en ajoutant des équipes successives supplémentaires sur les équipements

existant. Selon l'enquête de la Banque de France, la hausse de la durée d'utilisation des équipements a été obtenue en 2017 en recourant à ces deux leviers.

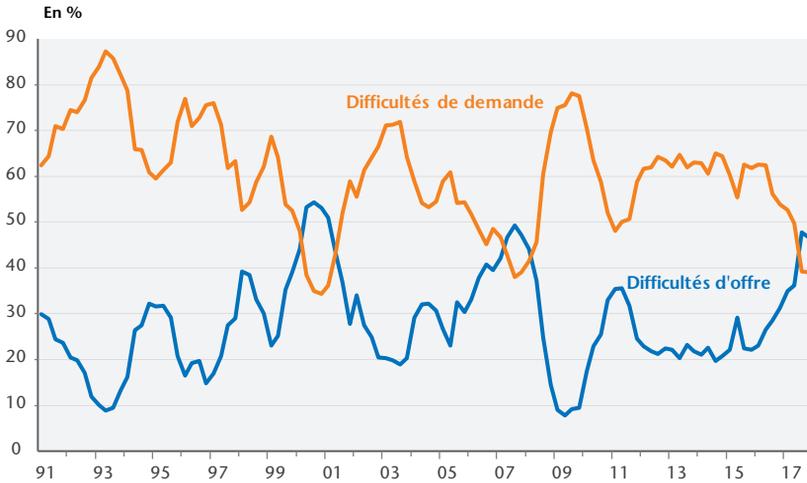
Ainsi, durant les phases de reprise de l'activité, la hausse des tensions va de pair avec celle de l'investissement et du degré d'utilisation du capital, ces derniers étant une réponse à l'accentuation des premières.

Les autres indicateurs de tension dans l'industrie, mesurés par l'INSEE, confirment les signaux envoyés par le taux d'utilisation. Les goulots de production, c'est-à-dire le pourcentage d'entreprises déclarant ne pouvant produire davantage, ont rejoint leurs pics historiques à la fin 2017. En outre, le pourcentage d'entreprises dans l'industrie déclarant des difficultés d'offre a dépassé celui des entreprises déclarant des difficultés de demande, ce qui n'est arrivé qu'à trois reprises depuis 1991, au moment des pics cycliques de 2000 et de 2007 (graphique 10). On ne saurait toutefois voir dans ce type de configuration la cause des retournements conjoncturels : que davantage d'entreprises industrielles ressentent des difficultés d'offre avec la croissance et la montée des tensions qu'elle induit montre la cohérence de l'information statistique, mais les retournements à la baisse de l'économie française observés alors sont dus à l'éclatement de la bulle internet en 2000 et à la crise financière de 2007/2008, pas à l'existence de tensions en elles-mêmes auxquelles les entreprises peuvent faire face à court terme.

Pour des raisons conceptuelles, l'information statistique sur l'utilisation de l'appareil productif est plus développée pour l'industrie, la notion de capacité de production étant plus facilement appréhendée pour ce secteur que pour celui des services où elle est plus diffuse. Or, l'industrie ne représente plus qu'une part minoritaire de la valeur ajoutée marchande (18 %), celle des services marchands étant prépondérante (près des $\frac{3}{4}$ du total). Appréhender les tensions par le prisme de leur mesure dans l'industrie peut ainsi conduire à transposer à l'ensemble de l'économie des difficultés qui ne seraient que sectorielles.

De fait, la mesure large de la productivité du capital de l'ensemble des entreprises du secteur marchand fournit l'image de tensions plus atténuées dans l'ensemble de l'économie que pour le seul secteur industriel. Exprimée en écart à sa tendance, la productivité du capital fixe des entreprises non financières, mesurée à partir des comptes nationaux comme la valeur ajoutée marchande rapportée aux actifs fixes des entreprises, demeure à des niveaux bien inférieurs à ceux de

Graphique 10. Entreprises déclarant des difficultés d'offre et celles déclarant des difficultés de demande dans l'industrie

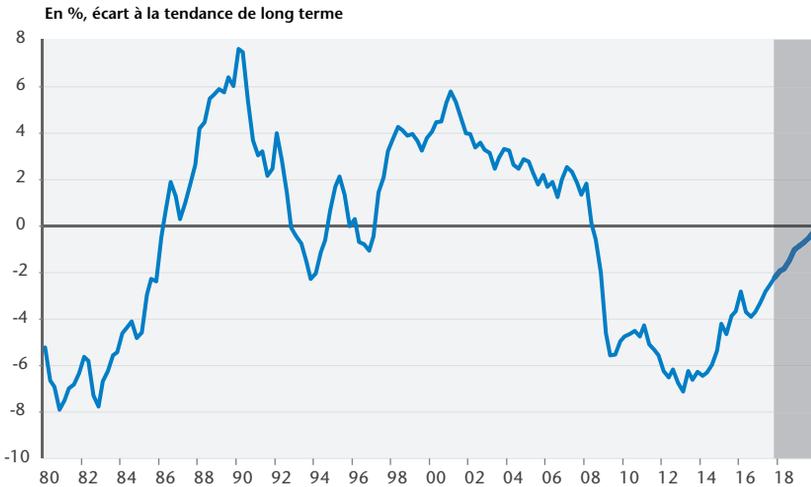


Source : INSEE.

ses pics cycliques antérieurs, ce qui montre que l'économie française ne souffre pas à l'heure actuelle d'une insuffisance de capacités de production au regard de la valeur ajoutée (graphique 11). Si le ratio valeur ajoutée / capital (par rapport à sa moyenne de long terme) se redresse depuis début 2014, après une lourde chute durant la crise de 2008-2009, il n'est pas encore revenu à sa tendance de long terme. Selon notre évaluation il serait encore 2,2 % en-dessous de son niveau de long terme, montrant l'absence de tensions sur l'appareil productif et l'existence de capacités de production sous-employées dans les entreprises non financières (ENF). Une dépréciation accélérée du capital depuis 2008, avec les nombreuses faillites d'entreprises durant la crise, pourrait modifier ce diagnostic. Elle n'est cependant pas inscrite dans les comptes de patrimoine publiés par l'Insee.

Avec notre prévision de croissance de l'investissement des ENF pour 2018 et 2019 (4,3 % en 2018 et 3,5 % en 2019), la productivité du capital reviendrait au voisinage de son niveau d'équilibre à la fin 2019, ce qui annulerait les marges de capital productif sous-utilisées. Des marges d'intensification de l'utilisation du capital disponible dans l'économie semblent donc mobilisables pour permettre une poursuite de la reprise en cours.

Graphique 11. Productivité du capital des entreprises non financières *



* Rapport entre la valeur ajoutée marchande en valeur et le stock de capital des entreprises du secteur marchand en valeur.

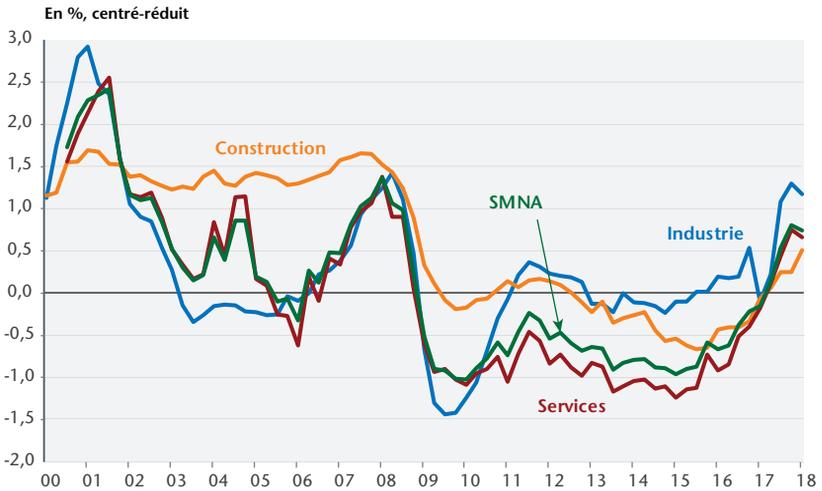
Sources : INSEE, calculs OFCE.

Des recrutements plus difficiles

Un autre indicateur témoigne de l'apparition de tensions depuis plusieurs trimestres. Les difficultés de recrutement progressent et ont retrouvé leur niveau d'avant-crise dans l'industrie, ce qui produit à nouveau « un effet loupe » sur des problèmes sectoriels (graphique 12). Elles restent en-deçà de leur niveau de 2008 dans les services et la construction et encore très en-dessous de ceux de 2001, comme l'industrie d'ailleurs. Les difficultés de recrutement ne semblent donc pas avoir atteint un niveau tel qu'elles constitueraient un frein majeur à la poursuite des créations d'emploi.

Avec un niveau de chômage encore élevé, ces difficultés de recrutement déclarées semblent provenir de la vitesse de progression de l'emploi, qui dans l'industrie notamment a surpris les entreprises au moment où les carnets de commande se regarnissent après des années de contraction des effectifs. Les causes de ces difficultés de recrutement sont donc plus à chercher du côté de l'accélération des besoins d'emplois que des contraintes imposées par un manque de main-d'œuvre disponible ou qualifiée malgré un taux de chômage encore élevé. D'ailleurs, selon l'enquête Besoin en main-d'œuvre (BMO) de Pôle Emploi réalisée à l'été 2017 sur les emplois vacants et les difficultés

Graphique 12. Pourcentage d'entreprises déclarant des difficultés de recrutement



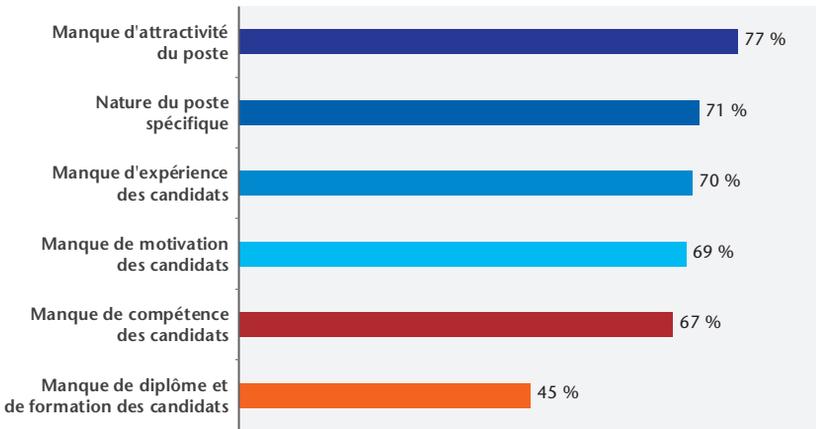
SMNA : Secteur marchand non agricole. L'indice moyen des difficultés de recrutement dans le secteur marchand non agricole est calculé en pondérant les pourcentages sectoriels d'entreprises signalant des difficultés de recrutement par leur poids dans l'emploi salarié marchand non agricole.

Source : INSEE.

de recrutement, les abandons de recrutement faute de candidat sont d'abord motivés par le manque d'attractivité du poste. Le manque de diplôme ou de formation des candidats est cité en dernier (graphique 13). Un des moyens pour diminuer les échecs de recrutement serait donc de rendre les postes plus attractifs, soit en offrant de meilleurs contrats, soit en proposant une rémunération plus élevée. Logiquement, dans un contexte de raréfaction progressive de la main-d'œuvre, les entreprises devraient augmenter les salaires et privilégier les recrutements en contrats durables au détriment des contrats temporaires pour attirer des candidats vers les postes proposés.

Quoi qu'il en soit, si ces difficultés de recrutement étaient le symptôme d'un franchissement à la baisse du taux de chômage structurel, les salaires réagiraient à la hausse. Or les évolutions récentes des salaires ne témoignent pas de l'apparition de tensions inquiétantes sur le marché du travail pour le moment. En effet, le salaire moyen par tête (SMPT), qui correspond aux masses salariales brutes versées par l'ensemble des entreprises divisées par le nombre de salariés, a crû, en glissement annuel, de 2,1 % (1 % en réel) à la fin 2017, et a très peu accéléré au cours de l'année 2017 (1,8 % en début 2017). De plus, il reste à des rythmes encore éloignés de ceux de la période 2004-2007 (3,2 % en moyenne en nominal et 1,5 % en réel). Le salaire mensuel de

Graphique 13. Raisons des difficultés dans les cas d'abandons de recrutement faute de candidats



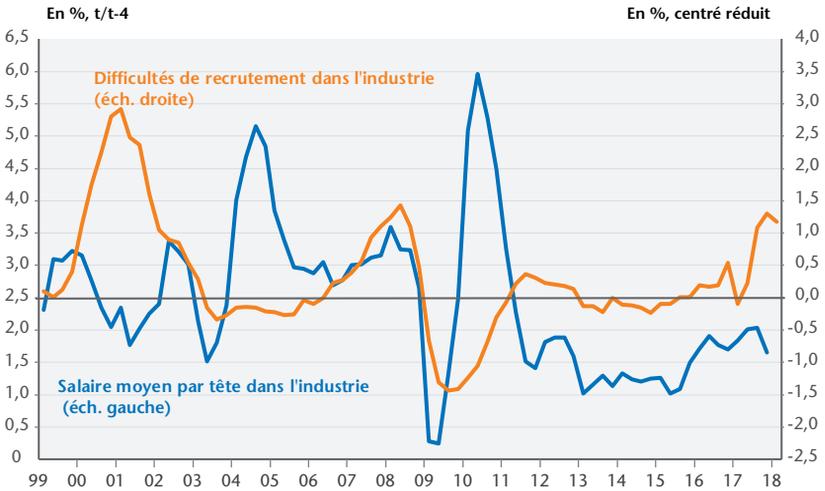
Champ : offres sur les contrats de plus d'un mois.

Source : Enquête BMO 2017, Pôle Emploi.

base, qui contrairement au SMPT ne comprend ni les primes ni les heures supplémentaires, affiche quant à lui une croissance très faible, de 1,3 % en glissement annuel fin 2017, proche de son plus bas historique de 2016 (1,2 %). Plus étonnant encore, dans l'industrie, secteur qui affiche le plus de difficultés de recrutement au travers des enquêtes (graphique 12), aucun signe de tensions salariales n'apparaît. D'une part, le taux de croissance du salaire moyen par tête dans l'industrie était de 1,7 % en glissement annuel à la fin 2017, soit un rythme deux fois inférieur à celui d'avant-crise, début 2008 (graphique 14).

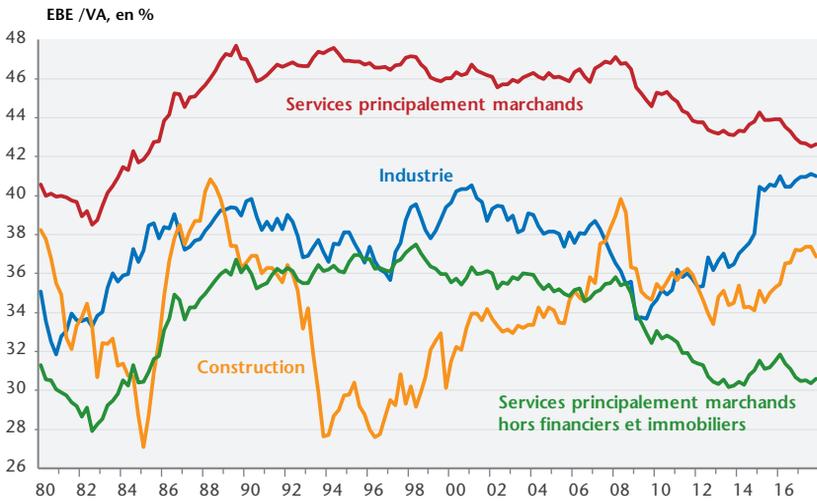
D'autre part, dans l'industrie, le nombre d'heures travaillées effectives par emploi salarié était, fin 2017, équivalent à celui de la mi-2012, en pleine crise de la zone euro. Et ce nombre d'heures travaillées est actuellement encore près de 1 % en-dessous de son niveau observé fin 2007, montrant qu'une augmentation des heures supplémentaires sans nouvelles embauches est possible pour accroître la production. Plus étonnant encore, le taux de marge dans l'industrie atteint des niveaux records sans que les tensions exprimées dans les enquêtes modifient la répartition de la valeur ajoutée dans ce secteur au profit des salaires (graphique 15). À 41 %, fin 2017, le taux de marge dans l'industrie est supérieur à son niveau d'avant-crise début 2008 mais aussi à son pic de début 2001.

Graphique 14. Salaires et difficultés de recrutement dans l'industrie



Source : INSEE.

Graphique 15. Taux de marge par branche

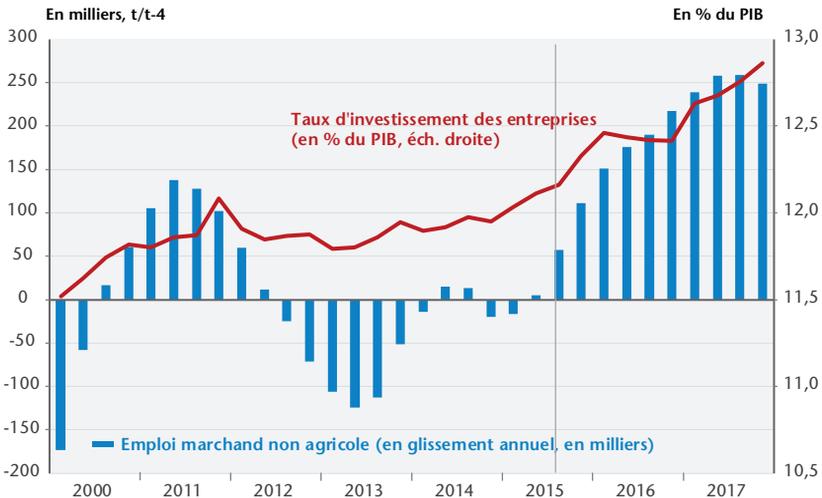


Source : INSEE.

La reprise manquée de 2015 et 2016

L'accélération de l'activité en France s'est manifestée de manière durable à partir du quatrième trimestre 2016. Pourtant dès 2015, les conditions semblaient réunies pour une véritable reprise. En effet, la baisse du prix du pétrole et la dépréciation de l'euro, en soutenant l'activité à hauteur de 1,4 point de PIB sur la période 2015-2016, auraient pu se traduire par une accélération nette de la croissance (tableau 3). Par ailleurs, la politique budgétaire qui a continué à peser négativement sur la croissance française en 2015 (-1 point de PIB après -0,8 point en moyenne sur la période 2011-2014) n'a plus eu d'effet négatif en 2016. Malgré ce contexte plus favorable, la croissance n'a pas connu d'accélération notable en 2015 et en 2016, avec respectivement 1 % et 1,1 % (après 1 % en 2014). Pourtant des éléments tangibles de reprise sont apparus dès 2015. Les facteurs de production tout d'abord ont connu une croissance dynamique. Le marché du travail a renoué en 2015 avec des créations nettes d'emplois dans le secteur marchand, après trois années consécutives de destructions. Au total, de la deuxième moitié de 2015 à la fin 2017, l'économie marchande a créé près de 580 000 emplois. Parallèlement, l'investissement des entreprises s'est raffermi alors qu'il avait stagné depuis 2012, le taux d'investissement s'est redressé de près de 1 point de PIB depuis la fin 2014 (graphique 16).

Graphique 16. Emploi et investissement des entreprises

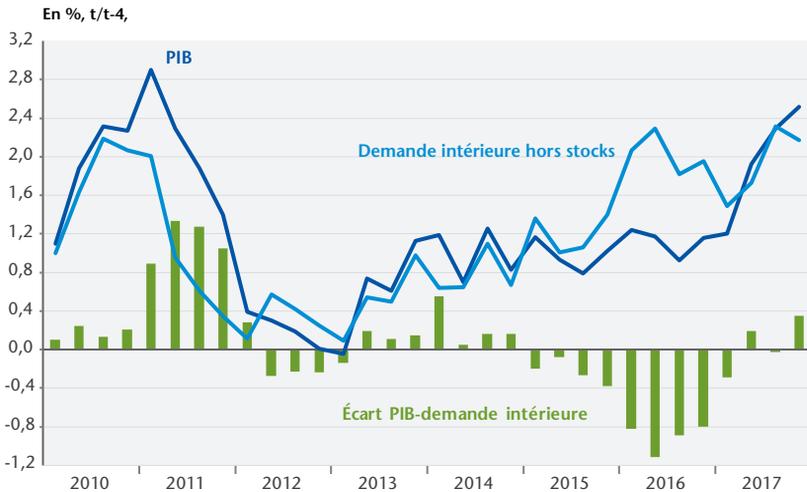


Sources : INSEE, calculs OFCE.

Cette accélération de la croissance des facteurs de production depuis 2015 fait écho au dynamisme de la demande intérieure (hors stocks). En effet, celle-ci a crû de 1,4 % en 2015 et de 2 % en 2016, atteignant même un pic à 2,3 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2016. La croissance du PIB quant à elle plafonnait à 1,2 % au premier et au deuxième trimestre 2016 (graphique 17).

Ainsi, la reprise a bien eu lieu dès 2015 mais s'est limitée à la seule demande intérieure. Cette contre-performance de la croissance du PIB au cours des dernières années s'explique principalement par les mauvais résultats du commerce extérieur. En effet, celui-ci a pesé à hauteur de -1,3 point de PIB sur la période 2015-2016 (-1,8 point en incluant 2014).

Graphique 17. PIB et demande intérieure hors stocks (en volume)

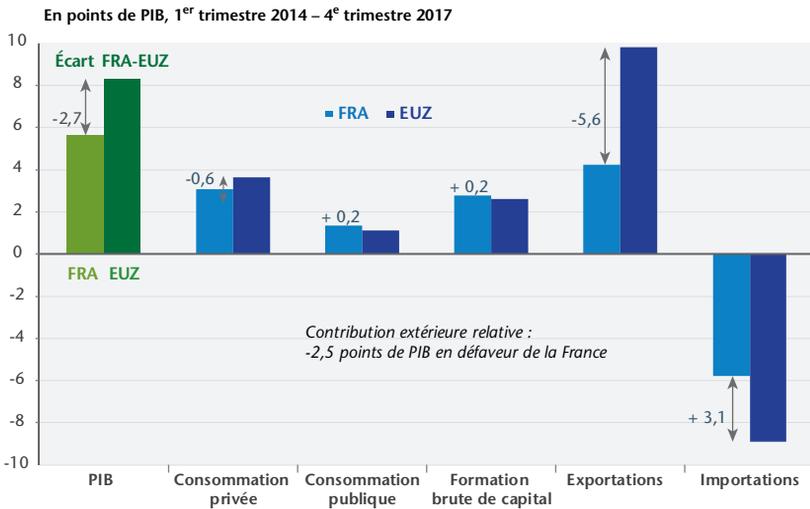


Sources : INSEE, calculs OFCE.

Or, depuis 2014, la France a enregistré une croissance moins dynamique que ses partenaires de la zone euro, la France accumulant un retard de croissance de -2,7 points de PIB au cours des quatre dernières années. Si le moindre dynamisme de la consommation privée en France (relativement à celui de la zone euro) explique un peu moins de un quart de l'écart de croissance sur cette période, l'écart sur les contributions de la consommation publique et de la formation brute de capital (investissement total y compris variations de stocks) est marginal et de signe inverse (graphique 18). La presque totalité de la différence de croissance entre la France et la zone euro depuis le début

de 2014 s'explique donc par la mauvaise performance du commerce extérieur français relativement à celui de la zone euro. Et au sein du commerce extérieur, ce ne sont pas les importations mais les exportations qui expliquent ces mauvais résultats. En effet, avec une croissance de la demande intérieure relativement similaire en France et en zone euro sur la période considérée, la contribution négative des importations à la croissance du PIB a été nettement plus faible en France que dans la zone euro (écart de +3,1 points de PIB). En revanche, la faiblesse des exportations françaises (+15 % de fin 2014 à la fin 2017) par rapport à celles de la zone euro (+22 % sur la même période) est la source du décrochage de la France vis-à-vis des partenaires européens. Sur la période analysée, elles ont contribué à la croissance à hauteur de seulement 4,2 points de PIB contre 9,8 points dans la zone euro.

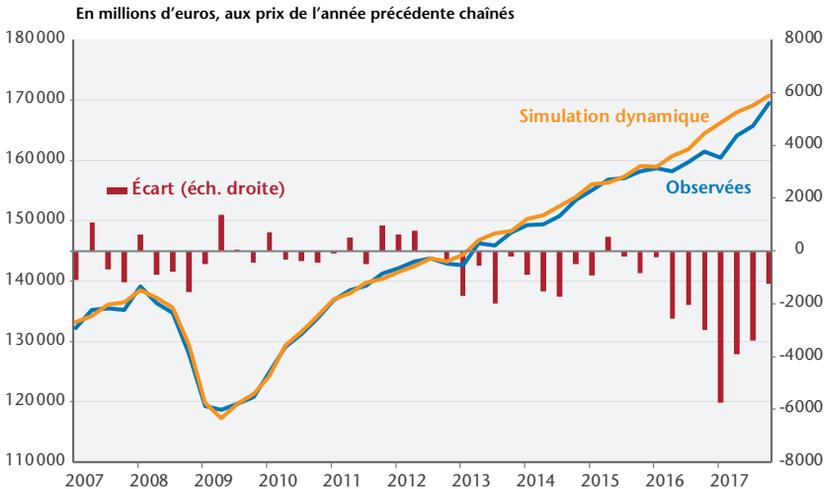
Graphique 18. Contribution au PIB par composante en France et dans la zone euro



Sources : INSEE, Eurostat, calculs OFCE.

Cette faiblesse des exportations françaises est d'autant plus surprenante qu'elle correspond à la période de baisse des prix du pétrole et de dépréciation de l'euro, dont les effets sont communs aux pays de la zone euro. Notre équation économétrique modélisant les exportations montre que ces dernières ont fortement décroché à partir de 2016 par rapport à leurs déterminants habituels et n'ont rattrapé leur niveau attendu qu'à la fin 2017 (graphique 19, encadré 1).

Graphique 19. Les exportations françaises en biens et services



Cette part d'inexpliqué peut trouver son origine dans les facteurs exceptionnels qui ont marqué l'année 2016, avec d'un côté la très mauvaise récolte agricole qui a fait plonger la valeur ajoutée de l'agriculture de près de 10 % amputant du même coup les exportations agricoles et de produits alimentaires et de l'autre les attaques terroristes qui ont fait chuter la fréquentation touristique. La balance des voyages affichait un recul de 3,2 milliards d'euros en 2016, équivalant à 0,5 point d'exportations.

Encadré 1. Modélisation des exportations en biens et services marchands

Notre modélisation des échanges internationaux repose sur des fondements du comportement de demande où les biens produits localement et ceux importés sont imparfaitement substituables (Armington, 1969) et où la fixation des prix repose sur un arbitrage des exportateurs entre maintien de la compétitivité et préservation des marges (cf. Ducoudré et Heyer, 2014²)

L'équation s'écrit de la manière suivante :

$$X_t = f_1 \left((DMond)_t^\alpha, \left(\frac{P_{EX}}{P_X} \right)_t^{\varepsilon_X} \right)$$

2. Bruno Ducoudré et Éric Heyer, « Baisse de l'euro et désinflation compétitive : quel pays en profitera le plus ? », *Revue de l'OFCE*, n° 136, octobre 2014.

Avec :

X : Exportations en biens et services, en volume

$DMond$: Demande mondiale adressée à la France, en volume

P_x : Prix des exportations en biens et services

PE_x : Prix des exportations des concurrents en dollars

Tableau 2. Estimation des paramètres de long terme de l'équation d'exportations en volume (1980-2016)

Équation	Exportations (X)
Résultats	
Force de rappel	-0,21*** (-5,35)
Élasticités de long terme	
Demande adressée à la France	1 (NC)
Élasticités-prix	0,34 (4,09)
Diagnostics et tests	
\bar{R}^2	0,59
SSR	0,02
LM(1)	2,38 [$p > 0.12$]
LM(4)	6,22 [$p > 0.18$]
ARCH(1)	4,42 [$p > 0.04$]
Bera-Jarque	1,40 [$p > 0.50$]

Note : Entre parenthèses les T de Student des coefficients estimés, corrigés de l'autocorrélation et de l'hétéroscédasticité des résidus par la méthode de Newey-West. Entre crochets, la p-value des tests sur les résidus du MCE.

* (**, ***) : significatif au seuil de 10% (resp. 5 %, 1 %). Les seuils de test pour la significativité de la force de rappel des modèles à correction d'erreur sont issus de Ericsson et MacKinnon (2002).

Les résultats sont présentés dans le tableau 2. La force de rappel du modèle à correction d'erreur est statistiquement significative et l'élasticité estimée est de signe attendu. Cette équation a des propriétés statistiques globalement satisfaisantes. Les tests LM conduisent au rejet de l'hypothèse d'autocorrélation des résidus des équations. Selon le test de Bera Jarque, les résidus suivent une loi normale. Ceux-ci sont toutefois hétéroscédastiques au regard du test ARCH, et le calcul de la matrice des variances-covariances est corrigé par la méthode de Newey-West.

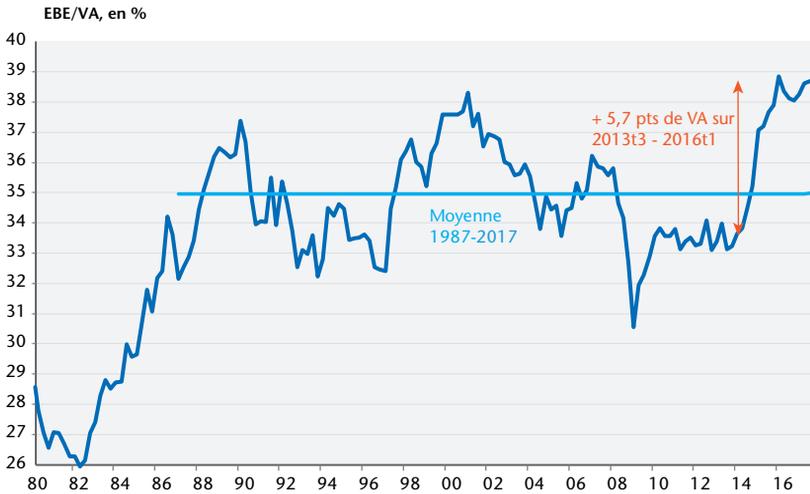
L'estimation conduit à une élasticité des exportations au prix relatif plus faible que notre équation précédemment estimée (0,34 contre 0,6 auparavant). Cela s'explique par le fait que nous utilisons dans cette estimation la demande adressée en biens et services et les prix des concurrents calculés par l'OCDE sur un nombre de pays restreints (contre une demande adressée

et des prix des concurrents calculés pour le monde mais uniquement sur le champ du commerce en marchandises auparavant).

La simulation dynamique de l'équation est présentée graphique 19. Celle-ci indique un décrochage des exportations à partir du deuxième trimestre 2016, jusqu'au premier trimestre 2017, sous le coup entre autres d'exportations de produits agricoles atones à la suite des mauvaises récoltes de l'année 2016 et de la répercussion des attentats sur le tourisme étranger en France. Ces facteurs temporaires se sont estompés ensuite progressivement en 2017 et les exportations effectives rattrapent la simulation dynamique en fin d'année.

La faiblesse des exportations est aussi surprenante car elle correspond à la période de montée en charge des politiques d'offre mises en place sous le quinquennat de François Hollande. Avec pour objectif d'améliorer la compétitivité des entreprises, les décisions de politique économique ont entraîné une réduction de la fiscalité des entreprises d'environ 40 milliards d'euros sur la période 2014-2017 (CICE, Pacte de responsabilité, suramortissement fiscal pour l'investissement industriel, prime à l'embauche, ...). Si la politique d'offre ne semble pas avoir dynamisé les exportations françaises depuis 2014, elle a en revanche contribué à l'amélioration des marges des entreprises, en particulier dans le secteur exportateur. En effet, le taux de marge moyen du secteur exportateur s'est redressé de façon spectaculaire depuis 2014 (près de 6 points de VA entre le troisième trimestre 2013 et le premier trimestre 2016, graphique 20). Après plusieurs années de compression des marges, il semblerait que les exportateurs français aient fait le choix, à partir de 2014, de redresser leurs marges plutôt que de réduire les prix à l'exportation, limitant alors les exportations. Si le rétablissement des marges ne semble pas encore avoir porté ses fruits, l'amélioration de la situation financière des exportateurs hexagonaux s'avère un atout pour l'avenir, qu'ils fassent le choix de réinvestir leurs marges dans la compétitivité hors-coût visant une montée en gamme des produits fabriqués en France, ou de les redéployer dans une baisse des prix afin de leur assurer des gains immédiats de compétitivité-prix et de parts de marché à l'exportation.

Graphique 20. Taux de marge du secteur exportateur



Sources : INSEE, calculs OFCE.

Les fondements de la croissance intacts ?

En ce début d'année 2018, les conditions semblent réunies pour une poursuite du mouvement de reprise en France. Tout d'abord, les conditions extérieures devraient rester favorables : les taux d'intérêt demeurent bas et leur remontée attendue d'ici à 2019 restera contenue, l'austérité généralisée a pris fin en zone euro et le prix du pétrole exprimé en euros devrait se stabiliser. La demande adressée aux exportateurs français devrait donc être dynamique. La réappréciation de l'euro, de 1,22 dollar pour 1 euro au premier trimestre 2018 vers 1,30 à la fin 2019 selon notre prévision (soit une hausse de 6,6 %), pourrait toutefois entamer les bénéfices attendus du redressement de la demande adressée, mais d'un autre côté, elle contrebalancera la remontée du prix du Brent en dollars. Selon nos estimations, l'effet négatif de la dégradation de la compétitivité-prix sur la croissance resterait modéré en 2018, -0,1 point, mais sera un peu plus sensible en 2019, -0,2 point. D'un autre côté, la remontée du prix du Brent en 2017 pèsera encore en 2018, quoique modérément, avec un effet sur la croissance limité à -0,2 point (tableau 3).

Les conditions internes sont aussi propices à la poursuite du sentier d'expansion engagé en 2017. Grâce au contre-choc pétrolier survenu dans la seconde moitié de 2014 et aux mesures en faveur des entre-

Tableau 3. Les freins et leviers de la croissance en France depuis 2015

En points de % de PIB

	2015	2016	2017	2018	2019
PIB	1,0	1,1	2,0	2,0	2,1
Impact sur le PIB dû...					
... aux évolutions du pétrole	0,5	0,3	-0,1	-0,2	0,0
... à la compétitivité-prix	0,4	0,2	0,1	-0,1	-0,2
<i>Effet intra zone euro</i>	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Effet hors zone euro</i>	0,3	0,2	0,1	-0,1	-0,2
... aux conditions financières	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
... aux politiques budgétaires	-1,0	0,1	0,0	0,1	0,2
<i>Effet direct sur l'économie nationale</i>	-1,3	-0,5	-0,5	-0,2	0,1
<i>Effet mesures offre passées</i>	0,3	0,6	0,5	0,3	0,1
... au cycle mondial	0,2	0,1	0,3	0,2	0,2
Acquis (profit trimestriel)	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,2
<i>Chocs internes</i>	-0,3	-0,4	0,3	0,0	0,0
Total des chocs	-0,3	0,3	0,6	0,3	0,4
<i>part non expliquée</i>	-0,3	-0,7	-0,3	0,0	0,0
Rythme de croissance spontanée hors chocs	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7
Croissance potentielle	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2
<i>Output gap</i>	-2,5	-2,7	-1,9	-1,1	-0,2

Sources : INSEE, prévisions OFCE avril 2018.

prises instituées au cours de la présidence Hollande, la situation financière des entreprises s'est sensiblement améliorée. Ce redressement laisse à penser que cette manne n'a pas été utilisée dans un premier temps pour regagner de la compétitivité sur les marchés extérieurs par des baisses de prix à l'exportation. Néanmoins, ce processus pourrait être arrivé à son terme dans la mesure où si les politiques d'offre développent leurs effets avec des délais longs, elles n'en finissent pas moins par aboutir à leur objectif initial, renforcer la position concurrentielle des producteurs nationaux. Les prémices de ce résultat peuvent être décelées dans l'amélioration récente du commerce extérieur, visible à travers l'accélération des exportations de 2,2 % en 2016 à 5,1 % en 2017 en glissement annuel. Les échanges extérieurs n'ont ainsi plus pesé sur la croissance en 2017, le solde extérieur ayant contribué à hauteur de +0,3 point au glissement annuel du PIB (contre -0,3 point en 2016).

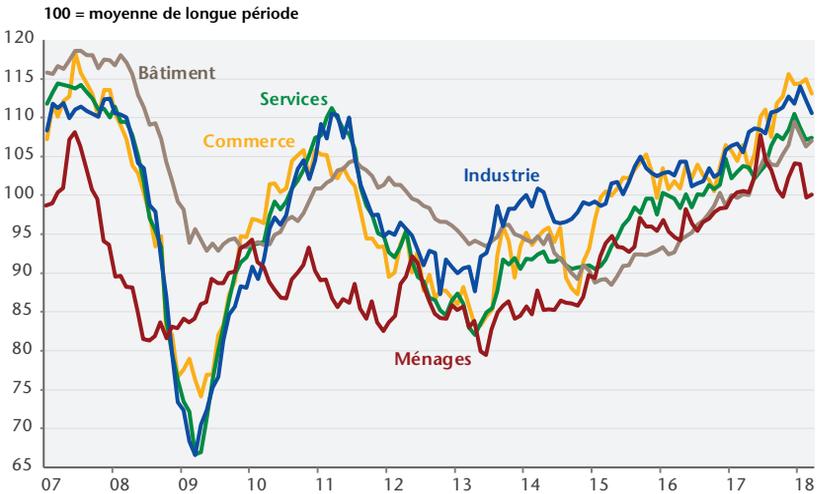
La politique budgétaire devrait contribuer positivement à la croissance au cours de la période 2018-2019, respectivement +0,1 et +0,2 point de croissance en 2018 et 2019. Cette contribution positive est la résultante d'effets contraires en 2018. D'un côté, les mesures décidées par le gouvernement Philippe en faveur de l'offre, visant en priorité à réduire la fiscalité du capital, auront peu d'effets positifs à court terme tandis que les mesures de financement (baisse des dépenses publiques, hausse de la fiscalité écologique et des taxes sur le tabac) auront des effets récessifs à brève échéance. L'effet consolidé de ces deux volets sera négatif, respectivement -0,2 point de croissance en 2018 (pour plus de détails, voir partie sur les finances publiques). En revanche, les mesures économiques passées continueront à développer leurs effets positifs, +0,3 point en 2018, surcompensant l'effet négatif initial des mesures Macron. En revanche, en 2019, l'impact positif des mesures passées va s'atténuer alors que la politique fiscale mise en place par le gouvernement actuel va développer ses effets positifs sur la croissance.

Hoquets trimestriels

Les indicateurs conjoncturels ont donné le ton de la prévision en 2017. Les enquêtes de conjoncture, qui fournissent une information qualitative sur la perception qu'ont les chefs d'entreprise et les ménages de leur propre situation et des décisions qu'elle sous-tend, se sont améliorées à la fin de 2016, préfigurant le redressement du sentier de croissance de l'économie en 2017 (graphique 21). En revanche, même si les climats des affaires restent au voisinage de leurs pics précédents (2007 et 2011), en ce début d'année 2018 plus aucune branche n'affiche de progression depuis décembre de l'année dernière. La confiance des ménages, quant à elle, est en net recul depuis son sommet de juin 2017.

Il convient d'être prudent quant à l'interprétation de ces signaux. D'abord, les séries d'enquêtes ne sont pas exemptes de volatilité à l'échelon mensuel et cette volatilité se manifeste aussi sur les hauts de cycle, comme on l'a vu en 2007 ou avant, avec des mouvements ponctuels contraires à l'orientation générale des données. Ensuite, la confiance reste largement supérieure à sa moyenne de longue période dans toutes les branches, laissant entendre que l'activité reste supérieure à sa croissance de moyen terme. Par conséquent, même si la croissance devait ralentir au début de l'année 2018, ce passage à vide ne serait pas le signal d'une inversion du cycle en l'état actuel de

Graphique 21. Climats des affaires



l'information sur les enquêtes. C'est ce que confirme l'indicateur avancé qui table sur un tassement de l'activité au premier semestre 2018, avec des hausses trimestrielles du PIB de +0,5 et +0,4 % respectivement au premier et au deuxième trimestre, après +0,6 % au quatrième trimestre 2017 (encadré 2). Les taux de croissance anticipés restant supérieurs au taux de croissance potentiel à court terme, ces prévisions ne peuvent être interprétées comme le signal d'un retournement du cycle en cours.

Encadré 2. L'indicateur avancé

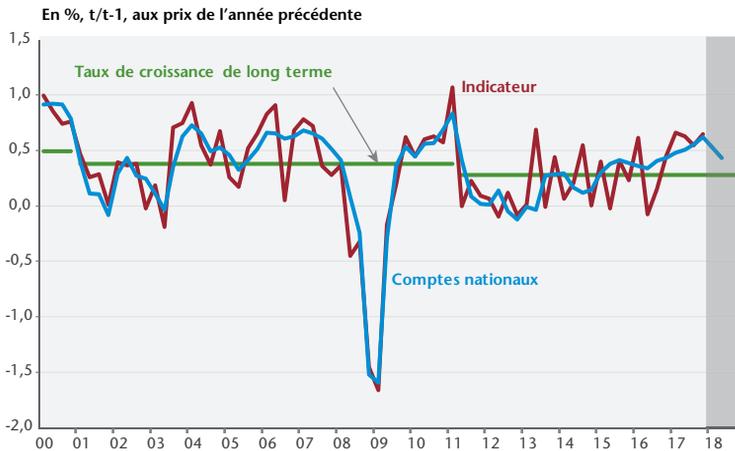
Délivrant une information qualitative sous forme de soldes d'opinions relatives aux différentes questions posées aux agents privés sur leur situation et leurs intentions, les enquêtes de conjoncture peuvent être converties en une information quantitative. À cette fin, on estime une équation économétrique reliant le taux de croissance trimestriel du PIB et un résumé de l'information conjoncturelle pertinente contenue dans les soldes (pour une présentation de la méthodologie des indicateurs de l'OFCE, voir « [L'indicateur avancé pour la zone euro](#) »).

L'indicateur, qui présente un profil nettement plus lissé que le taux de croissance du PIB ne parvient pas à décrire pleinement la volatilité de l'activité et de ce fait ne doit pas être considéré comme un prédicteur au sens strict de la croissance (graphique 22). En revanche, d'un point de vue plus qualitatif, il parvient à délimiter assez correctement les phases durant

lesquelles la croissance est supérieure ou inférieure à la croissance moyenne ou de long terme (la constante de régression), proche du concept de croissance potentielle³. Dès lors, l'indicateur peut être vu comme un indicateur de retournement du cycle économique.

Le mauvais chiffre de croissance du deuxième trimestre 2016 n'apparaît nullement dans les enquêtes de conjoncture et dans leur conversion en taux de croissance du PIB. L'écart important entre l'estimation et la réalisation, qui pourrait à première vue être considéré comme une défaillance de l'indicateur, est plutôt le signe que la rechute de la croissance au deuxième et au troisième trimestre 2016 a été accidentelle sous l'effet de facteurs ponctuels négatifs (la mauvaise production agricole, la baisse de la fréquentation touristique liée aux attentats, les inondations, les grèves dans les raffineries). Cette rechute ne préfigurait en tout cas pas un retournement durable de l'activité et la croissance a rejoint un rythme proche de celui estimé par l'indicateur jusqu'à la fin 2017. À partir des données d'enquêtes disponibles jusqu'en mars 2018, la croissance escomptée par l'indicateur se replierait à +0,5 et +0,4 % au premier et au deuxième trimestre 2018. Petite baisse de régime donc, pour des raisons identifiées par ailleurs, mais pas d'interruption de la phase de reprise en cours.

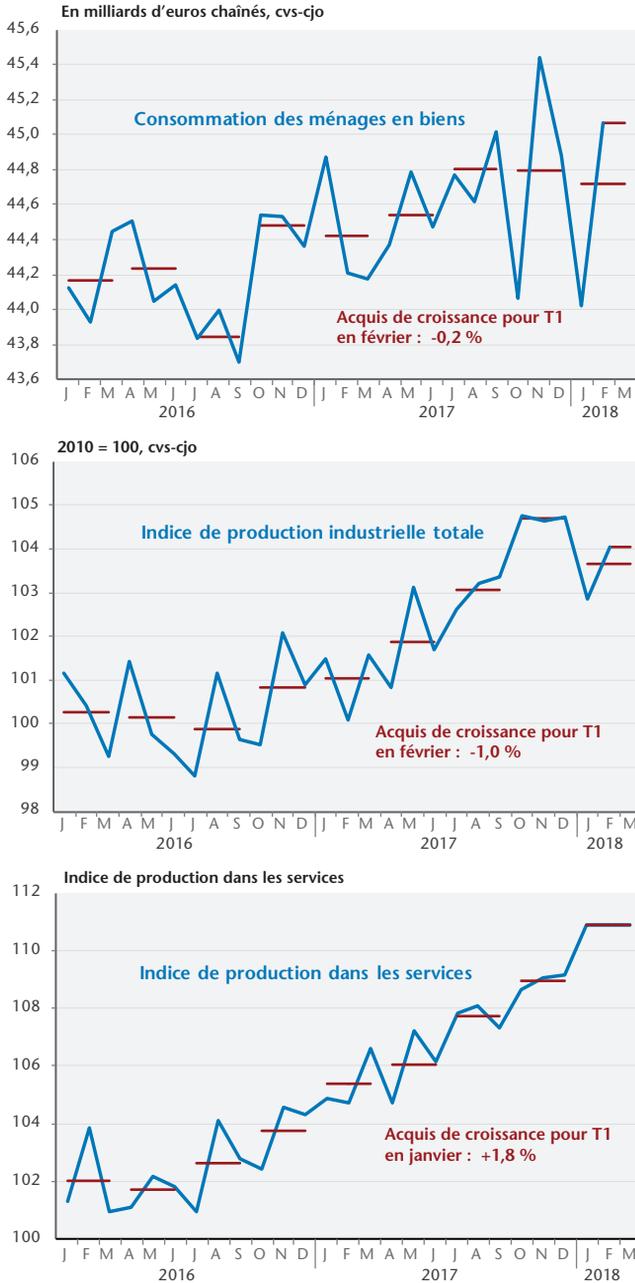
Graphique 22. Le taux de croissance du PIB observé et estimé



3. La croissance de long terme considérée ici n'est pas la croissance potentielle estimée par ses déterminants structurels au moyen d'une fonction de production, mais la moyenne du taux de croissance du PIB sur l'intervalle de temps considéré telle qu'elle ressort de l'estimation avec des régresseurs centrés-réduits. Des ruptures de cette croissance de long terme ont été introduites pour répliquer le ralentissement de la croissance potentielle mais en évidence par d'autres méthodes d'estimation.

Le hoquet actuel des enquêtes de conjoncture peut être mis en rapport avec la politique fiscale du gouvernement qui pèsera, au premier trimestre 2018, sur le pouvoir d'achat des ménages. L'alourdissement transitoire de la fiscalité lié à la bascule cotisations sociales / CSG, à la hausse du tabac et à la fiscalité écologique devrait retentir négativement sur la consommation des ménages (pour plus de détails, voir la partie sur la croissance trimestrielle et le calendrier fiscal). Selon les données quantitatives disponibles jusqu'en janvier, l'indice de production industrielle et la consommation des ménages en biens, confirment ces inquiétudes pour le premier trimestre, avec un acquis de croissance très négatif pour le premier, -1 %, et faiblement négatif pour la seconde, -0,2 %, après des épisodes de forte volatilité au tournant de 2017 et de 2018 (graphique 23). En revanche, l'indice de production dans les services a renoué avec sa trajectoire haussière en janvier, +1,6 % sur le mois, portant son acquis de croissance pour le premier trimestre 2018 à 1,8 %. Dès lors que la reprise engagée au quatrième trimestre 2016 s'est appuyée sur la formation d'un puissant *trend* de croissance dans les services, non démenti à ce jour, les inquiétudes portant sur le premier semestre 2018 ne doivent pas être exagérées au regard de cette information. D'autant plus que la production manufacturière reste encore supérieure à 3 % en glissement annuel malgré les mauvais chiffres du début d'année.

Graphique 23. Séries conjoncturelles quantitatives



Sources : INSEE, calculs OFCE.