

DOSSIER

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2019-2021

Présentation générale

Éric Heyer et Xavier Timbeau

Coup de frein sur la croissance

Perspectives 2019-2021 pour l'économie mondiale et la zone euro

Département analyse et prévision

France : croissance épargnée

Perspectives 2019-2021 pour l'économie française

Département analyse et prévision

**L'inversion de la courbe des taux est-elle toujours suivie
d'un ralentissement économique ?**

Christophe Blot, Éric Heyer

**Tendances et cycles de productivité par grande branche
marchande pour l'économie française**

Bruno Ducoudré

Débat sur les perspectives économiques

OFCE

L'Observatoire français des conjonctures économiques est un organisme indépendant de prévision, de recherche et d'évaluation des politiques publiques. Créé par une convention passée entre l'État et la Fondation nationale des sciences politiques approuvée par le décret n° 81.175 du 11 février 1981, l'OFCE regroupe plus de 40 chercheurs (es) français et étrangers. « Mettre au service du débat public en économie les fruits de la rigueur scientifique et de l'indépendance universitaire », telle est la mission que l'OFCE remplit en conduisant des travaux théoriques et empiriques, en participant aux réseaux scientifiques internationaux, en assurant une présence régulière dans les médias et en coopérant étroitement avec les pouvoirs publics français et européens. Philippe Weil a présidé l'OFCE de 2011 à 2013, à la suite de Jean-Paul Fitoussi, qui a succédé en 1989 au fondateur de l'OFCE, Jean-Marcel Jeanneney. Depuis 2014, Xavier Ragot préside l'OFCE. Il est assisté d'un conseil scientifique qui délibère sur l'orientation de ses travaux et l'utilisation des moyens.

Président

Xavier Ragot.

Direction

Jérôme Creel, Estelle Frisquet, Éric Heyer, Lionel Nesta, Xavier Timbeau.

Comité de rédaction

Guillaume Allègre, Luc Arrondel, Frédérique Bec, Christophe Blot, Carole Bonnet, Julia Cagé, Ève Caroli, Virginie Coudert, Anne-Laure Delatte, Brigitte Dormont, Bruno Ducoudré, Michel Forsé, Guillaume Gaulier, Sarah Guillou, Florence Legros, Éloi Laurent, Mauro Napoletano, Hélène Périvier, Mathieu Plane, Franck Portier, Corinne Prost, Romain Rancièrre et Raul Sampognaro.

Publication

Xavier Ragot, *directeur de la publication*

Sandrine Levasseur, *rédactrice en chef*

Laurence Duboys Fresney, *secrétaire de rédaction*

Najette Moumimi, *responsable de la fabrication*

Contact

OFCE | 10, place de Catalogne 75014 Paris

Tel. : +33(0)1 44 18 54 24

web : www.ofce.sciences-po.fr

Sommaire

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2019-2021

Sous la direction d'Éric Heyer et de Xavier Timbeau

Présentation générale	5
Éric Heyer, Xavier Timbeau	

PRÉVISION

Coup de frein sur la croissance	17
<i>Perspectives 2019-2021 pour l'économie mondiale et la zone euro</i>	
Département analyse et prévision	
France : croissance épargnée.	167
<i>Perspectives 2019-2021 pour l'économie française</i>	
Département analyse et prévision	

ÉTUDES SPÉCIALES

L'inversion de la courbe des taux est-elle toujours suivie d'un ralentissement économique ?	247
Christophe Blot, Éric Heyer	
Tendances et cycles de productivité par grande branche marchande pour l'économie française	275
Bruno Ducoudré	
Débat sur les perspectives économiques avec :	293
Sébastien Jean et Philippe Waechter	
<i>Index tableaux, graphiques, encadrés</i>	305
<i>Liste des abréviations de pays</i>	311

Les propos des auteurs et les opinions qu'ils expriment n'engagent qu'eux-mêmes
et non les institutions auxquelles ils appartiennent.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2019-2021

Éric Heyer et Xavier Timbeau

Sciences Po, OFCE

Ce numéro de la *Revue de l'OFCE* consacré aux prévisions économiques pour les années 2019 à 2021 est composé de plusieurs articles qui peuvent être lus indépendamment.

Le premier article, intitulé « **Coup de frein sur la croissance** » présente le scénario de prévision pour l'économie mondiale et la zone euro.

Depuis la Grande Récession de 2009, l'économie mondiale a d'abord connu une phase de rebond – en 2010 et 2011 – puis a cru à un rythme annuel moyen de 3,3 % entre 2012 et 2017. L'accélération observée en 2017 avec une progression du PIB mondial de 3,5 % avait notamment été soutenue par la reprise plus tardive de la zone euro. Le ralentissement de l'activité observé au premier semestre 2018 et qui s'est amplifié en fin d'année augure d'un scénario moins favorable. Les tensions commerciales, les difficiles négociations du Brexit, la baisse de la croissance chinoise et l'application de nouvelles normes dans le secteur automobile ont pesé sur la croissance mondiale, qui est revenue à 3,3 % en 2018, et annihilé l'espoir d'un rythme de croissance plus soutenu qui aurait permis de résorber les déséquilibres – chômage et / ou dette publique – hérités de la crise.

Toutes les zones, à l'exception notable des États-Unis, ont enregistré une baisse de leur croissance. En zone euro, le glissement annuel du PIB a perdu 1,6 point. L'économie allemande, jusqu'ici moteur de la croissance de la zone euro, a vu son PIB baissé au cours du deuxième semestre. La sécheresse estivale a fait baissé le niveau du Rhin à un niveau compromettant la circulation fluviale, ce qui a contraint l'activité industrielle et contribué à la faible croissance. De même, le réchauffement climatique est à l'origine des catastrophes naturelles qui

ont touché le Japon pendant l'été et conduit au recul du PIB de 0,6 % au troisième trimestre 2018. En Italie, les tensions relatives au choix de relance budgétaire du gouvernement ont poussé les taux d'intérêt sur la dette italienne à la hausse freinant la demande interne et contribuant à la baisse du PIB sur le deuxième semestre 2018. En France, ce sont les mouvements de contestation sociale qui auraient amputé la croissance de l'ordre de 0,1 point selon l'INSEE en fin d'année 2018. Parmi les pays émergents, l'Inde, l'Afrique du Sud et surtout la Chine ralentissent tandis que la croissance se stabilise à un bas niveau au Brésil. En Turquie et en Argentine, les tensions financières et commerciales du début d'année se sont rapidement traduites par une récession.

Au-delà des éléments idiosyncratiques, des facteurs globaux sont à l'origine de la dégradation de la situation conjoncturelle. Au quatrième trimestre 2018, les importations mondiales en volume de marchandises ont baissé de 1,2 %. La guerre commerciale lancée par Donald Trump, en particulier à l'encontre de la Chine, a freiné les échanges internationaux. En Chine, le resserrement du crédit a pesé sur la demande intérieure et les importations. La baisse des échanges fut également amplifiée par la panne du secteur automobile. En effet, les retards pris par les constructeurs automobiles pour mettre en œuvre les nouvelles normes anti-pollution, introduites à compter du 1^{er} septembre, ont perturbé la production, la consommation et les exportations du secteur, ce qui s'est répercuté sur la croissance, notamment en Allemagne, pays plus exposé au secteur automobile.

En 2019, les facteurs ponctuels pèseraient encore sur l'activité par des effets d'acquis négatifs. Quant au choc de commerce mondial, il serait transitoire et s'atténuerait progressivement en 2020-2021. Les discussions entre la Chine et les États-Unis permettraient d'aboutir à un accord prolongeant la trêve qui avait été décidée en début d'année 2019 et avait conduit à reporter une nouvelle hausse des droits de douane. Au Royaume-Uni, les députés britanniques parviendraient à s'accorder sur un scénario ordonné de Brexit à l'intérieur du délai imparti par l'Union européenne.

Par ailleurs, les politiques économiques viendraient en soutien de la demande intérieure en 2019, ce qui amortirait le ralentissement. La BCE et la Banque d'Angleterre retarderaient la normalisation de leur politique monétaire. Aux États-Unis, le soutien au PIB de la Réserve fédérale se réduirait mais la politique monétaire ne deviendrait pas restrictive. Plusieurs pays bénéficieraient également d'un soutien de la politique budgétaire décidé le plus souvent, non pas en réponse au ralentissement économique, mais pour des raisons sociales ou de poli-

tique interne. Dans la zone euro, l'impulsion des quatre plus grands pays serait effectivement positive en 2019. Aux États-Unis, la mise en œuvre de la réforme fiscale et l'augmentation des dépenses se traduiraient par une impulsion de 0,8 point de PIB en 2019 après 1,4 point en 2018. Parmi les principales économies développées, le Royaume-Uni mènerait encore une politique faiblement restrictive même si la perspective du Brexit a conduit le gouvernement à revoir ses ambitions à la baisse en matière de réduction du déficit budgétaire. Du côté des pays émergents, la politique budgétaire serait également expansionniste en Inde et en Chine.

La dynamique de croissance se briserait néanmoins et la croissance mondiale serait plus faible en 2019 dans les pays avancés comme dans les pays émergents. Au-delà, la phase de rattrapage post-Grande Récession s'achèvera. Au fur et à mesure que les écarts de croissance se refermeront, la croissance convergera vers un rythme potentiel plus bas que dans les années 2000 en lien avec des tendances de productivité plus faibles et un ralentissement de la population active. Il en résulterait une croissance mondiale de 3,1 % en 2019 puis 3 % en 2020 et 2021 (tableau 1) avec une baisse plus marquée dans les pays avancés (1,7 % en 2019 après 2,2 % en 2018) que dans les émergents. La zone euro perdrait 0,5 point de croissance, dont 0,6 point en Allemagne, 0,7 point pour l'Italie et 0,5 en Espagne comme au Royaume-Uni et aux États-Unis. La croissance chinoise passerait de 6,6 % en 2019 à 6 % en 2021. Dans les autres pays d'Asie, la croissance graviterait entre 5,5 et 5,6 %. Enfin, en Amérique latine, le PIB croîtrait de 1,1 % en 2019 comme en 2018 avant d'accélérer à 1,7 % en 2020 puis 2,2 % en 2021.

Dans ces conditions se pose la question de la capacité des États à faire face à un nouveau choc financier, qu'il résulte de l'éclatement d'une bulle sur le marché boursier américain ou d'une panique financière causée par une sortie du Royaume-Uni sans accord de l'Union européenne. La stabilisation budgétaire pourrait être atténuée par un niveau de dette publique globalement plus élevé. La limite est toutefois très incertaine ; les États-Unis ou le Japon sont dans une situation où la trajectoire de dette ne semble toujours pas stabilisée sans pour autant que des tensions sur les taux apparaissent, contrairement à l'Italie. Sans doute que le soutien par la politique monétaire est crucial.

Tableau 1. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	PIB en volume			
	2018	2019	2020	2021
DEU	1,5	0,9	1,3	1,3
FRA	1,6	1,5	1,4	1,2
ITA	0,8	0,1	0,6	0,3
ESP	2,6	2,1	1,8	1,6
EUZ	1,8	1,3	1,5	1,4
GBR	1,4	1,0	1,1	1,4
NPM2	4,4	3,3	3,0	3,2
UE 28	2,0	1,4	1,5	1,5
USA	2,9	2,4	1,5	1,7
JPN	0,8	0,8	0,7	1,0
Pays développés	2,2	1,7	1,4	1,5
RUS	2,3	1,6	1,6	1,6
CHN	6,6	6,3	6,2	6,0
Inde	7,4	7,5	7,6	7,6
Brésil	1,1	1,3	2,1	2,4
PVD	4,3	4,1	4,3	4,3
Monde	3,3	3,1	3,0	3,0

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

2. Nouveaux pays membres : Pologne, Hongrie, République tchèque, Roumanie, Bulgarie et Croatie.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE avril 2019.

Le deuxième article détaille l'analyse conjoncturelle de l'économie française. Il s'intitule « **Croissance épargnée** ».

Avec une croissance en demi-teinte, à 1,6 %, l'année 2018 a montré les fragilités de la reprise de l'économie française. Alors qu'en 2017, la France a enregistré sa meilleure croissance (2,3 %) depuis dix ans, avec un investissement des entreprises et des créations d'emplois au plus haut depuis plus de dix ans, 2018 a été marqué par un net retournement conjoncturel. La croissance, en glissement annuel, est passée en l'espace d'un an de 2,8 % à la fin 2017 à seulement 1 % à la fin 2018. Les raisons de ce retournement sont à la fois externes et propres à l'économie française.

L'économie française a été affectée par la dégradation rapide de l'environnement extérieur, et plus particulièrement par celui de la zone euro, Allemagne et Italie en tête. La demande adressée à l'économie française a vu son rythme de croissance (en glissement annuel) perdre

plus de 2 points entre le troisième trimestre 2017 et la fin 2018 (passant de 4,9 % à 2,7 %). La croissance, en glissement, des exportations de la France a ralenti de 6,1 % fin 2017 à 2,5 % fin 2018. Si le ralentissement est commun aux grandes économies de la zone euro, celui de la France est cependant plus marqué que pour la zone euro hors France (dont la croissance est passée de 2,7 % fin 2017 à 1,2 % fin 2018), et ce pour plusieurs raisons. Tout d'abord, un calendrier fiscal défavorable en début d'année 2018 (hausse de la taxe carbone et des taxes sur le tabac, augmentation de la CSG non intégralement compensée par les baisses de cotisations salariés) et dans une moindre mesure, un impact des grèves au deuxième trimestre 2018 sur la consommation de transports (dont une grande partie a été rattrapée au troisième trimestre). Ces éléments ont pesé sur le pouvoir d'achat et la demande intérieure, accentuant le ralentissement dans l'hexagone par rapport à nos voisins européens. Néanmoins, la fin d'année 2018 a été marquée par des mesures fiscales de soutien au revenu (première tranche de réduction de la taxe d'habitation, seconde baisse des cotisations salariés) qui ont conduit à accroître le pouvoir d'achat des ménages de 1,1 % sur le seul dernier trimestre 2018, soit sa plus forte hausse depuis la fin 2006. Contrairement à ce que nous avons anticipé lors de la dernière prévision, ce supplément de revenu ne s'est pas traduit par une augmentation de la consommation en fin d'année mais par une forte hausse du taux d'épargne, ce dernier atteignant, à 15,2 %, son plus haut niveau depuis plus de six ans. Le mouvement des « gilets jaunes » est la principale source d'explication à la stagnation de la consommation au quatrième trimestre 2018, que ce soit en raison de son impact direct lié à la perturbation des transports et des commerces de centre-ville ou de son impact indirect créé par le climat de défiance et d'inquiétude de la population, ce qui a généré une épargne de précaution de la part des ménages. La déconnection entre le climat de confiance des ménages qui s'est fortement dégradé en novembre-décembre 2018 et la hausse du pouvoir d'achat au quatrième trimestre est sur ce point historique.

En 2019, la croissance serait tirée par la forte augmentation du pouvoir d'achat (+2,5 %), soutenue par les mesures socio-fiscales redistribuant aux ménages près de 12 milliards d'euros sur l'année (+0,8 point de revenu disponible brut) et la hausse significative du salaire réel (1,5 % en 2019 après 0,3 % en moyenne sur la période 2017-2018) liée notamment à la prime exceptionnelle défiscalisée pour les salariés et au ralentissement de l'inflation. Sous l'effet de la baisse des prix du pétrole de près de 10 \$ en moyenne entre 2018 et 2019 et

de l'annulation de la hausse de la taxe carbone, la croissance de l'indice des prix à la consommation (IPC) passerait de 1,9 % en 2018 à 1,3 % en 2019 et le déflateur des prix à la consommation de 1,7 % à 1, % (tableau 2). Le salaire moyen par tête (SMPT) augmenterait de 2,6 % en 2019 contre 2 % en 2018. Dans ce contexte, la consommation des ménages serait dynamique (+1,6 %) mais augmenterait proportionnellement moins que le revenu, dans un contexte toujours marqué par de nombreuses incertitudes entourant à la fois la crise sociale et l'issue du Grand débat. Le taux d'épargne s'établirait à 15,1 % en moyenne sur l'année 2019, soit 0,9 point de plus que la moyenne observée sur la période 2013-2018.

Avec un niveau de rentabilité du capital élevé, des conditions de financement qui resteront favorables, un haut niveau de taux d'utilisation des capacités de production et un rebond attendu de la consommation, l'investissement des entreprises resterait bien orienté en 2019 (+3 %). Ce n'est pas le cas de l'investissement des ménages qui diminuerait légèrement sur cette même période (-0,2 %), comme l'indiquent les mises en chantier et les permis de construire. En revanche, marqué par le ralentissement de la demande mondiale (qui pourrait être amplifié en cas de *hard brexit* ou de remontée des tensions commerciales) et de légères pertes de parts de marché, la croissance des exportations françaises continuerait de ralentir en 2019 (1,7 % contre 3,1 % en 2018). La relance budgétaire ciblée sur le pouvoir d'achat des classes moyennes conduirait à soutenir la consommation domestique mais également les importations, environ 30 % du supplément de revenu lié aux mesures socio-fiscales bénéficiant à la production de nos partenaires commerciaux. Ainsi, le commerce extérieur contribuerait négativement à la croissance en 2019, les effets étant concentrés sur les trois premiers trimestres de 2019. Au final, soutenu par une demande intérieure en accélération mais une contribution négative du commerce extérieur, le PIB augmenterait en moyenne de 1,5 % en 2019.

La baisse de la croissance annuelle (de 1,6 % en 2018 à 1,5 % en 2019) masque cependant une hausse de la croissance en glissement annuel (de 1 % fin 2018 à 1,8 % fin 2019).

Avec une croissance du PIB de 1,4 %, l'année 2020 serait celle du retour progressif vers la croissance potentielle. Contrairement à 2018 et 2019, l'impact global de la politique budgétaire sur l'économie française serait négatif en 2020 (-0,2 point de PIB). Bien que la croissance de la consommation des ménages devrait résister en 2020 (+1,6 %) – bénéficiant avec un décalage du redressement du pouvoir d'achat – la

demande adressée resterait atone : le retournement du cycle mondial et l'investissement ralenti des entreprises (1,9 %) ne porteraient plus la reprise. En 2021, avec une politique budgétaire restrictive et une remontée attendue de l'euro (1,3 €/ \$ fin 2021, ce qui correspond à notre évaluation du taux de change d'équilibre), la croissance française évoluerait comme la croissance potentielle, à 1,2 %. Ce scénario est bien sûr dépendant de la politique budgétaire à venir dont certains arbitrages sont pour le moment inconnus, notamment les modalités de suppression de la taxe d'habitation pour tous et de son potentiel financement, ou les mesures pouvant émerger du Grand débat qui ne sont pas intégrées dans notre prévision.

Enfin, avec un PIB se rapprochant progressivement de son potentiel, les marges de croissance se réduiraient. L'écart de production passerait de -1,0 % en 2018 à -0,7 % en 2019 et à -0,5 % en 2020 et 2021. Avec un taux de chômage encore au-dessus de son niveau structurel, estimé en-dessous de 8 %, sans remontée attendue du prix du pétrole et sans nouvelle augmentation de la taxe carbone, l'inflation resterait contenue à l'horizon 2021 (la croissance du déflateur de la consommation serait de 1,3 % en 2020 et 1,5 % en 2021).

Avec une croissance à 3,9 %, l'investissement des entreprises est resté dynamique en 2018 malgré le ralentissement de l'activité et le haut niveau d'endettement brut des sociétés non financières. Le niveau historiquement élevé de l'épargne des entreprises, couplé à une rentabilité élevée du capital productif et des taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie supérieurs à leur moyenne de long terme expliquent la robustesse de la croissance de l'investissement qui se prolongerait en 2019 (+3 %). Les incertitudes mondiales, mais aussi au sein du territoire celles de la crise des « gilets jaunes » et celles de l'issue du Grand débat pèsent sur la dynamique de l'investissement, mais le rebond attendu de la consommation et le versement exceptionnel de 20 milliards d'euros aux entreprises avec la transformation du CICE, pourraient contrebalancer les effets négatifs liés à ces incertitudes. De plus, les conditions de financement des entreprises resteraient favorables, confirmées par les annonces par M. Draghi fin mars du report de la hausse des taux et des nouvelles opérations d'injections de TLTRO, et ce malgré la décision du Haut Conseil de Stabilité Financière de mars 2019 de relever leurs exigences de fonds propres des banques françaises pour limiter la croissance du crédit bancaire. À partir de 2020, le ralentissement de la croissance, couplé à la normalisation progressive de la politique monétaire et le rapprochement du PIB de son potentiel conduiraient à un ralentissement

progressif de l'investissement (1,9 % en 2020 et 1,1 % en 2021). Après une baisse de plus de 10 % entre la fin 2012 et 2016, l'investissement des administrations publiques est reparti à la hausse en 2017 (+1,6 %). Bien qu'en ralentissement, la croissance de l'investissement des administrations publiques s'est poursuivie en 2018 (+0,9 %) et accélérerait en 2019 et 2020 (respectivement 2,7 % et 3,2 %), sous l'effet du cycle électoral municipal, de l'objectif du gouvernement de faire des économies au sein des collectivités locales en préservant leur investissement et du déploiement progressif du Grand Plan d'Investissement. Après avoir entamé un fort ralentissement en 2018, l'investissement des ménages baisserait en 2019 (-0,2 % en 2019 après 1,9 % en 2018 et 5,6 % en 2017). Entre la fin 2017 et la fin 2018, le nombre de logements autorisés à la construction s'est contracté de 6,9 % et le nombre de logements commencés a baissé de 4 %. Ces mauvais chiffres s'expliquent principalement par le recul de la production de logements collectifs (-20 000 unités autorisés entre fin 2017 et fin 2018). Le resserrement des aides publiques adressées au secteur privé (Pinel et PTZ) mais surtout les coupes budgétaires opérées aux bailleurs sociaux (levier d'investissement important dans les opérations de production de logements collectifs) peuvent expliquer en partie ces évolutions. Pour 2019, les enquêtes sur la demande en logements neufs et sur les perspectives de mises en chantier menées auprès des promoteurs ne poussent guère à l'optimisme. En 2020, l'investissement des ménages devrait commencer à se redresser (+1,1 %) sous l'effet de la dynamique favorable du pouvoir d'achat et sous l'hypothèse de conditions de crédit qui restent favorables.

Les créations d'emplois dans le secteur marchand connaîtraient une croissance moins soutenue que sur la période 2017-2018 (123 000 en glissement annuel en 2019, 172 000 en 2020 et 126 000 en 2021 après 282 000 en moyenne sur la période 2017-2018) du fait d'une croissance de l'activité marchande moins dynamique, mais resteraient suffisamment importantes pour réduire le taux de chômage. La transformation du CICE en baisse de cotisations sociales et allègements au niveau du SMIC aurait des effets négatifs sur l'emploi en 2018 et en 2019, les effets positifs se feraient sentir seulement à partir de 2020. La désocialisation et la défiscalisation des heures supplémentaires joueraient aussi négativement sur les créations d'emplois en 2019, en incitant au recours accru aux heures supplémentaires. Par ailleurs, la baisse du nombre de contrats aidés aurait encore un impact négatif sur l'emploi, de 35 000 sur l'année 2019, de même que la réduction du nombre d'emplois dans les administrations publiques (-76 000 emplois

cumulés sur la période 2019-2021). Cela pèserait sur la vitesse de réduction du chômage malgré la montée en charge du Plan formation et de la Garantie jeunes (qui contribueraient respectivement à créer 45 000 et 25 000 emplois à l'horizon 2021). Au final, le taux de chômage passerait de 8,8 % actuellement à 8,7 % fin 2019, 8,5 % fin 2020 et 8,4 % fin 2021.

En 2019, la politique budgétaire sera marquée par le rééquilibrage en faveur des déciles intermédiaires qui sera mis en œuvre, résultant des mesures décidées fin-décembre pour répondre à la crise des « gilets jaunes ». Ce soutien au pouvoir d'achat des ménages aurait un impact significatif sur l'activité. Ainsi, la politique budgétaire nationale soutiendra la croissance à hauteur de 0,5 point de PIB en 2019. Les mesures de la Loi d'urgences de décembre devraient à elles seules contribuer à hauteur de 0,3 point de PIB, le reste du soutien provenant d'autres mesures fiscales prises antérieurement. En lien avec l'impulsion budgétaire positive mise en œuvre (+0,2 point de PIB) et l'impact ponctuel de la transformation du CICE en baisse de cotisations sociales employeur (0,9 point de PIB), le déficit rebondira à 3,1 % du PIB. À partir de 2020 la trajectoire budgétaire sera soumise à de fortes incertitudes qui dépendent des décisions qui seront prises à l'issue du « Grand Débat National ». Si les efforts déjà annoncés, notamment si la réduction structurelle de la dépense publique est respectée, le solde structurel s'améliorerait de 0,7 point de PIB sur la période 2020-2021. Dans ces conditions, le déficit devrait atteindre 2,0 points de PIB en 2020 et 1,5 point en 2021, soit son plus bas niveau depuis vingt ans, malgré l'arrêt des hausses de taxation environnementale. À moyen terme, la maîtrise des comptes publics sera plus aisée grâce à la faiblesse des taux d'intérêts, durablement inférieurs au taux de croissance du PIB nominal. Dans ce contexte, la dette publique atteindrait 99,0 % du PIB en 2019 (après 98,4 % en 2018), avant d'amorcer un début de réduction en 2020 et atteindre 98 % en 2021.

En dehors des risques de retournement brutal des marchés financiers qui provoqueraient un choc négatif, notre prévision à l'horizon 2021 reste sujette à des aléas. Nous distinguons les aléas positifs, principalement internes à la France, des aléas négatifs issus du contexte international. Tout d'abord, notre prévision n'intègre pas de *hard-brex*. De par les liens commerciaux entre la France et le Royaume-Uni, un *hard-brex* pourrait, par le seul jeu de la hausse des droits de douane et des barrières non tarifaires, amputer le PIB de 0,6 point, selon l'Insee. Notre scénario n'intègre pas non plus d'escalade dans les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine ou entre les États-Unis et

l'Union européenne. L'intensification des tensions conduirait à un ralentissement encore plus marqué du commerce mondial et des exportations françaises. Par ailleurs, en lien avec l'hypothèse retenue sur les relations commerciales, le ralentissement chinois reste modéré. Un ralentissement plus marqué de la croissance chinoise pèserait sur les flux d'échanges commerciaux et donc le commerce extérieur français. Enfin, si l'inversion de la courbe des taux aux États-Unis est souvent interprétée comme un signal préoccupant pour la croissance américaine, nous n'inscrivons pas de récession aux États-Unis. Enfin, nous tablons sur une relative stabilité du prix du pétrole en dollars (63 \$ en 2019, 64 \$ en 2020 et 66 \$ en 2021) et une légère baisse en euros (60 € en 2019, 56 € en 2020 et 53 € en 2021) en raison de la remontée progressive attendue du taux de change €/€ (1,13 en 2019, 1,21 en 2020 et 1,30 en 2021). Du côté des aléas internes à la France, le premier est positif et concerne le comportement d'épargne des ménages. En raison du climat d'incertitude, nous prévoyons pour 2019 et 2020 un taux d'épargne supérieur à son niveau de long terme. Cependant, si les éléments d'incertitudes étaient levés, l'épargne liée à ce climat de défiance se réduirait, ce qui soutiendrait davantage la consommation que ce qui est inscrit dans notre prévision. Un autre aléa positif concerne le CICE pour lequel nous retenons un impact faible de la transformation, et du versement exceptionnel de 20 milliards en 2019 en raison du faible nombre d'entreprises contraintes par leur liquidité. Or, si une part du versement exceptionnel de 20 milliards est utilisée pour verser des primes aux salariés ou des dividendes aux actionnaires, alors les effets macroéconomiques, à travers la hausse du revenu des ménages, pourrait être supérieurs à notre prévision. Parallèlement, les effets « emplois » liés à la transformation du CICE en baisse de cotisations pourraient être plus forts que ce que nous avons retenu si certaines entreprises ajustaient leurs comportements à un versement contemporain du CICE plutôt qu'à un crédit d'impôt. Un autre aléa positif pourrait être lié à une stabilité, voir une hausse des parts de marché des exportations françaises tirées par les effets positifs mais retardés de la nette amélioration des marges du secteur exportateur et de la mise en place de réformes structurelles, notamment autour du marché du travail, visant à améliorer la compétitivité de l'économie française. Le dernier aléa concerne l'issue de la crise sociale avec le mouvement des « gilets jaunes » ainsi que les mesures à venir à la suite du Grand débat et leur financement. Sur ces deux points, les aléas positifs et négatifs sont partagés.

Tableau 2. Résumé de la prévision pour l'économie française

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2018				2019				2020				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	2,3	1,6	1,5	1,4	1,2
PIB par habitant	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	1,9	1,2	1,1	1,0	0,8
Consommation des ménages	0,3	-0,1	0,4	0,0	0,5	0,6	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	1,2	0,9	1,6	1,6	1,3
Consommation publique	0,1	0,3	0,2	0,4	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	1,4	1,1	1,0	0,7	0,7
FBCF totale dont :	0,1	0,8	1,0	0,3	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	4,7	2,9	2,2	1,8	1,5
<i>Entreprises non financières (SNFEI)</i>	0,1	1,3	1,7	0,3	0,6	0,7	0,7	0,5	0,5	0,4	0,3	0,2	4,4	3,9	3,0	1,9	1,1
<i>Ménages</i>	0,4	0,1	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,3	0,2	5,6	1,8	-0,2	0,6	1,1
<i>Administrations publiques</i>	0,0	0,5	0,0	1,0	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	1,6	0,9	2,7	3,2	3,2
Exportations de biens et services	-0,6	0,3	0,6	2,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	4,7	3,3	3,1	1,7	1,9
Importations de biens et services	-0,7	0,7	-0,2	1,3	0,9	0,9	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	4,1	1,3	3,1	1,9	1,8
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,2	0,2	0,5	0,2	0,4	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	2,0	1,4	1,6	1,4	1,2
Variations de stocks	0,0	0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,4	0,0	0,1	0,0
Commerce extérieur	0,0	-0,1	0,3	0,3	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,6	-0,1	-0,1	0,0
Déflateur de la consommation	0,6	0,4	0,3	0,1	0,1	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	1,3	1,5	1,1	1,3	1,5
Revenu disponible brut	0,0	1,2	0,7	1,3	1,0	0,3	0,9	0,8	0,1	0,7	0,7	1,2	2,7	2,7	3,6	2,5	2,6
Taux d'épargne des ménages (en % du RDB)	13,6	14,4	14,3	15,3	15,6	15,0	14,9	15,0	14,6	14,6	14,7	15,1	14,2	14,4	15,1	14,7	14,5
Taux de chômage (en % de la pop. active)	9,2	9,1	9,1	8,8	8,8	8,7	8,7	8,7	8,6	8,5	8,5	8,4	9,4	9,1	8,7	8,6	8,4
Taux de marge des SNF (EBE / VA, en %)	32,0	31,6	31,7	31,8	32,6	33,0	33,1	33,3	31,9	31,8	31,6	31,7	32,0	31,8	33,0	31,7	31,7
Solde public, en % du PIB													-2,8	-2,5	-3,1	-2,0	-1,6
Dette publique, en % du PIB													98,4	98,4	99,0	98,9	98,0
Impulsion budgétaire, en points de PIB*													0,0	-0,2	0,2	-0,2	-0,4
PIB zone euro	0,4	0,4	0,1	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	2,5	1,8	1,4	1,5	1,4

* Mesurée comme l'effort budgétaire structurel.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévisions OFCE, e-mod.fr, 2019-2021, avril 2019.

Deux études spéciales complètent et enrichissent l'analyse conjoncturelle. Dans la première, intitulée « **L'inversion de la courbe des taux est-elle toujours suivie d'un ralentissement économique ?** », les auteurs, Christophe Blot et Éric Heyer, reviennent sur l'idée présente dans de nombreux travaux menés sur données américaines qui suggèrent qu'une inversion de la courbe des taux est suivie d'une récession dans un délai moyen de 12 mois. Or, l'aplatissement de la pente des taux observé depuis la fin de l'année 2018 aux États-Unis a donc fait ressurgir les craintes d'un ralentissement brutal de l'activité. L'objectif de cet article est alors d'analyser l'information contenue dans la structure par terme des taux d'intérêt afin non seulement de vérifier la pertinence de cette relation pour les États-Unis mais aussi d'en tester la pertinence pour la France et la zone euro. Leurs estimations confirment l'existence d'une relation robuste entre la pente de la courbe des taux et la croissance américaine. Les résultats montrent bien qu'une inversion de la courbe des taux accroît la probabilité que les États-Unis subissent une récession dans les mois qui suivront l'inversion. Néanmoins, relativement aux épisodes passés d'inversion de la courbe des taux, l'épisode actuel suggère un risque de récession limité. Par ailleurs, les estimations effectuées pour la France et la zone euro indiquent que l'information contenue dans la courbe des taux est beaucoup trop faible pour prévoir les récessions ou la croissance.

Dans la seconde étude, « **Tendances et cycles de productivité par grande branche marchande pour l'économie française** », Bruno Ducoudré décompose les demandes de travail par grande branche marchande (industrie, construction, services marchands) afin de mesurer les tendances de productivité sectorielles et leur évolution. Les estimations d'équations de demandes de facteur travail indiquent un ralentissement des gains de productivité tendanciels principalement dans l'industrie, cohérent avec la littérature existante. Conjugué à la baisse de la part de l'industrie dans l'emploi, cela explique 90 % de la baisse du taux de croissance de la productivité tendancielle depuis les années 1980. Sur la période récente, la tendance de productivité croît à un rythme de 0,9 % par an (1,9 % par an dans l'industrie, 0,8 % dans les services et 0,1 % dans la construction).

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 Sébastien Jean, Directeur du CEPII et de Philippe Waechter, Chef économiste chez Ostrum Asset Management.

COUP DE FREIN SUR LA CROISSANCE

PERSPECTIVES 2019-2021 POUR L'ÉCONOMIE MONDIALE ET LA ZONE EURO

Département analyse
et prévision
Sous la direction d'Éric Heyer
et de Xavier Timbeau

Les informations statistiques pour le premier semestre 2018 indiquent un essoufflement de la croissance économique mondiale. Ce ralentissement coïncide avec de nombreuses tensions politiques et financières – dont le Brexit, le risque de guerre commerciale entre grandes puissances, les tensions autour du budget italien pour 2019 ou encore celles sur les marchés de change des pays émergents. Dans ce contexte d'incertitudes et de risques baissiers, la trajectoire de croissance ne serait pas remise en cause pour autant. Pourtant il y aura bien un ralentissement du PIB mondial. Après un pic à 3,5 % en 2017, la croissance mondiale diminuerait de 3,4 à 3,1 % entre 2018 et 2020. Le ralentissement sera plus marqué dans les pays industrialisés où la croissance baissera de 0,8 point entre 2017 et 2020. Outre des estimations suggérant un rythme potentiel de croissance plus faible qu'avant la crise de 2008, les économies avancées seront pénalisées par l'augmentation du prix du pétrole tandis que les politiques économiques continueront de soutenir globalement l'activité en 2018 et 2019. C'est le cas de la politique budgétaire américaine fortement expansionniste ces deux années, ainsi que dans la zone euro dans une bien moindre mesure tandis que le Royaume-Uni poursuivra sa politique de consolidation budgétaire. Cette trajectoire de croissance est conditionnée par l'issue des négociations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne, le périmètre de la guerre commerciale déjà engagée et la réaction des marchés de la dette souveraine en zone euro.

Ces tensions financières et commerciales entraîneraient un ralentissement de l'activité dans les pays émergents en 2019 puisque la croissance passerait de 4,3 % à 4,1 %. Les pays industrialisés seraient faiblement impactés. Ainsi, dans un contexte particulier où les aléas sont orientés à la baisse, la croissance mondiale resterait solide, ce qui permettrait la réduction des taux de chômage sans provoquer le retour de tensions inflationnistes.

* Ce texte synthétise l'analyse de la conjoncture menée par le Département analyse et prévision de l'OFCE au printemps 2019. Ces analyses s'appuient sur le travail de l'équipe internationale animée par Christophe Blot composée de Céline Antonin, Magali Dauvin, Amel Falah, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Christine Riffart et de l'équipe France animée par Mathieu Plane composée de Bruno Ducoudré, Pierre Madec, Hervé Péléraux, Raul Sampognaro et Nicolas Yol. Cette prévision intègre les informations disponibles au 15 avril 2019.

Perspectives 2019-2021 pour l'économie mondiale et la zone euro

1. Synthèse du scénario : Coup de frein sur la croissance 19

Parties thématiques

2. Tour du monde de la situation conjoncturelle 41

États-Unis : à contretemps 41

Italie : relance sans croissance 47

Espagne : ralentissement sur fond d'incertitudes politiques 54

Royaume-Uni : 10 Downing Street 61

Les pays émergents : toujours dans la résilience 70

Pétrole : les États-Unis aux commandes 77

3. Le moteur chinois ralentit la berline allemande 85

4. Le ralentissement du commerce mondial en 2018 97

5. Un sentier de croissance en ralentissement 111

6. La désinflation importée 121

7. Cycle de productivité et emploi : retour sur les ajustements depuis la crise 129

8. Banques centrales – Changement de ton 139

9. La politique budgétaire en soutien au pouvoir d'achat 147

10. Annexe tableaux

A1. Principales hypothèses 156

A2. Équilibre sur le marché pétrolier 157

A3. États-Unis 158

A4. Zone euro 159

A5. Allemagne 160

A6. France 161

A7. Italie 162

A8. Espagne 163

A9. Royaume-Uni 164

A10. Asie 165

A11. Amérique latine 165

A12. Nouveaux États membres de l'Union 165

1. Synthèse : Coup de frein sur la croissance

Depuis la Grande Récession de 2009, l'économie mondiale a d'abord connu une phase de rebond – en 2010 et 2011 – puis a cru à un rythme annuel moyen de 3,3 % entre 2012 et 2017. L'accélération observée en 2017 avec une progression du PIB mondial de 3,5 %, notamment soutenue par la reprise plus tardive de la zone euro, a fait naître l'espoir d'un rythme de croissance plus soutenu qui aurait permis de résorber les déséquilibres – chômage et/ou dette publique – hérités de la crise. Le ralentissement de l'activité observé au premier semestre 2018 et qui s'est amplifié en fin d'année augure d'un scénario moins favorable. Les tensions commerciales, les difficiles négociations du Brexit, la baisse de croissance chinoise et l'application de nouvelles normes dans le secteur automobile ont cassé la dynamique de croissance qui est revenue à 3,3 % en 2018. De nombreuses enquêtes conjoncturelles laissent présager la poursuite de ce mouvement en début d'année 2019. Certains indicateurs, plus alarmistes comme l'évolution de la courbe des taux aux États-Unis, suggèrent une probabilité de récession plus élevée¹.

Pourtant, au-delà d'un climat d'incertitude évident, de nombreux facteurs soutiendraient encore l'activité empêchant l'enclenchement d'une spirale récessive. Malgré l'absence de coordination internationale, de nombreux pays bénéficieraient de politique monétaire et/ou de politique budgétaire expansionnistes. Ainsi, la BCE et la Banque d'Angleterre retarderaient la normalisation de leur politique monétaire. Aux États-Unis, le soutien de la Réserve fédérale au PIB se réduirait mais la politique monétaire ne deviendrait pas restrictive. Du côté de la politique budgétaire, de nombreux gouvernements – en zone euro, aux États-Unis et également parmi les pays émergents – adopteront des mesures de soutien à l'activité au moins pour 2019.

1. Aux États-Unis, les récessions ont en effet souvent été précédées d'une inversion de la courbe des taux. Pour plus de détails, voir l'Étude spéciale « Quelle information peut-on tirer de la courbe des taux ? », dans ce numéro.

Tableau 1. Scénario de croissance mondiale

Taux de croissance en %

	Poids ¹ dans le total	PIB en volume				Révision 2019	Révision 2020
		2018	2019	2020	2021		
DEU	3,7	1,5	0,9	1,3	1,3	-0,8	-0,2
FRA	2,6	1,6	1,5	1,4	1,2	-0,3	-0,2
ITA	2,3	0,8	0,1	0,6	0,3	-1,0	-0,5
ESP	1,6	2,6	2,1	1,8	1,6	-0,3	0,2
NLD	0,8	2,6	1,7	1,8	1,8	-0,7	-0,4
BEL	0,5	3,3	1,4	1,6	1,4	-0,4	0,0
FIN	0,4	2,3	2,0	1,9	1,8	0,2	0,3
AUT	0,3	2,8	1,8	1,9	1,6	-0,5	-0,4
PRT	0,3	2,1	1,7	1,8	1,8	-0,2	0,2
GRC	0,2	1,9	2,1	2,1	2,1	0,3	0,0
IRL	0,2	6,8	4,0	4,0	4,7	1,2	0,3
EUZ	13,4	1,8	1,3	1,5	1,4	-0,5	-0,2
GBR	2,4	1,4	1,0	1,1	1,4	-0,5	-0,4
SWE	0,4	2,4	1,6	1,8	1,9	-0,5	-0,3
DNK	0,3	1,4	1,7	1,5	1,7	-0,1	-0,2
Nouveaux pays membres ²	2,4	4,4	3,3	3,0	3,2	-0,1	-0,3
UE à 28	18,6	2,0	1,4	1,5	1,5	-0,5	-0,2
CHE	0,4	2,5	1,6	1,7	1,7	-0,1	0,0
NOR	0,3	1,7	2,2	1,9	1,9	0,0	-0,3
Europe	19,4	2,1	1,5	1,6	1,6	-0,5	-0,2
USA	17,2	2,9	2,4	1,5	1,7	-0,2	0,1
JPN	4,8	0,8	0,8	0,7	1,0	-0,4	-0,3
CAN	1,6	1,8	1,4	1,7	1,8	-0,6	-0,3
Pays avancés	44,5	2,2	1,8	1,4	1,5	-0,3	-0,1
Pays candidats à l'UE ³	1,6	3,5	0,6	1,6	1,6	0,0	0,0
RUS	3,6	2,3	1,6	1,6	1,6	-0,2	-0,2
Autres CEI ⁴	0,8	2,4	2,2	2,3	2,3	-1,4	-1,3
CHN	14,9	6,6	6,3	6,2	6,0	0,1	-0,1
Autres pays d'Asie	16,6	5,6	5,6	5,6	5,5	0,0	0,0
Amérique latine	8,8	1,0	1,0	1,7	2,2	0,1	-0,4
Afrique subsaharienne	2,3	2,9	3,5	3,5	3,5	-0,3	-0,3
M-O et Afrique du nord	6,8	2,0	2,5	2,5	2,5	0,0	0,0
Pays en développement	55,6	4,2	4,1	4,2	4,3	0,0	-0,1
Monde	100	3,3	3,1	3,0	3,0	-0,2	-0,1

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

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

3. Turquie, ancienne République yougoslave de Macédoine, Monténégro, Serbie et Albanie.

4. Communauté des États indépendants.

Le calcul des révisions est effectué relativement à la prévision OFCE d'octobre 2018.

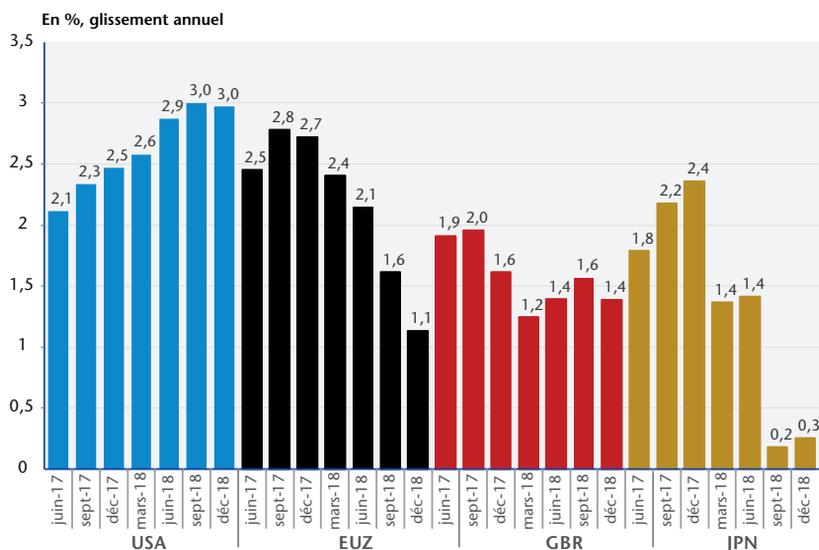
Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE avril 2019.

La trajectoire de croissance serait révisée à la baisse en raison de facteurs globaux et idiosyncratiques qui ont affecté l'activité en fin d'année 2018 et qui pèseront encore pendant quelques trimestres. La croissance serait donc plus faible en 2019 dans les pays avancés comme dans les pays émergents. Au-delà, la phase de rattrapage post-Grande Récession s'achèvera. Au fur et à mesure que les écarts de croissance se refermeront, la croissance convergera vers un rythme potentiel plus bas que dans les années 2000, en lien avec le ralentissement de la productivité et de la population active. Il en résulterait une croissance mondiale de 3,1 % en 2019 puis 3 % en 2020 et 2021 (tableau 1) avec une baisse plus marquée dans les pays avancés que dans les pays émergents. Le taux de chômage repartirait à la hausse notamment en Allemagne et aux États-Unis, pays ayant atteint un haut de cycle et où l'activité ralentirait plus fortement.

Un ralentissement global

Entre la fin de l'année 2017 et la fin de l'année 2018, la croissance du PIB (graphique 1) des principales économies² est passé de 3,5 à 3 %. Toutes les zones, à l'exception notable des États-Unis, ont enregistré

Graphique 1. PIB des pays industrialisés



Source : Comptes nationaux.

2. États-Unis, Chine, Japon, Allemagne, Royaume-Uni, France, Inde, Italie, Brésil, Canada, Corée du Sud, Russie, Australie, Espagne, Mexique, Indonésie, Turquie, Pays-Bas et Suisse.

une baisse de leur croissance. En zone euro, le glissement annuel du PIB a perdu 1,6 point (graphique 1). L'économie allemande, jusqu'ici moteur de la croissance de la zone euro, a vu son PIB baisser au cours du deuxième semestre ; même chose pour l'Italie. Le PIB japonais s'est fortement contracté au troisième trimestre (-0,6 %) avant de revenir sur un sentier de croissance plus élevé (0,5 %) au quatrième trimestre. Parmi les pays émergents, l'Inde, l'Afrique du Sud et surtout la Chine ralentissent tandis que la croissance se stabilise à un bas niveau au Brésil. En Turquie et en Argentine, les tensions financières et commerciales du début d'année se sont rapidement traduites par un effondrement de la demande et une récession.

Commerce international : soubresauts ou baisse durable ?

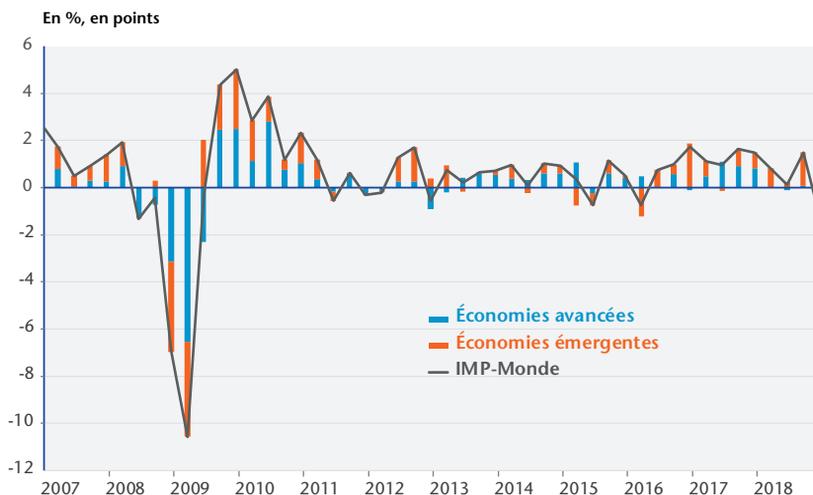
La guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis a eu des répercussions négatives sur les échanges commerciaux entre les deux pays. En six mois, de juin à décembre 2018, la valeur des exportations des États-Unis vers la Chine a chuté de 8,8 % tandis que les exportations chinoises vers les États-Unis baissaient de 5,5 %. Outre le conflit commercial sino-américain, les nombreuses menaces américaines, notamment celles à l'encontre des exportateurs européens du secteur automobile, ont créé un climat d'incertitude contribuant également à freiner les échanges. De fait, c'est l'ensemble du commerce mondial qui a reculé sur cette deuxième partie de l'année. Selon l'indicateur, calculé par le CPB³ pour le commerce de marchandises, les importations mondiales ont baissé de 1,2 % au quatrième trimestre 2018, les pays émergents d'Asie contribuant pour -1,6 point à cette baisse (graphique 2). Le recul est cependant moins marqué pour les échanges de biens et services puisque les importations mondiales baissent de 0,6 % après une hausse de 0,7 % au troisième trimestre.

Au-delà des tensions commerciales avec les États-Unis, c'est l'ensemble des importations chinoises de marchandises qui a reculé de 6,7 % au second semestre 2018. Cette situation s'explique par le ralentissement de la demande intérieure en lien avec un resserrement réglementaire qui a freiné le crédit. En dehors de la Chine, les importations de la zone euro ont stagné, ce qui freine la demande adressée de l'ensemble des pays européens dans une zone où le commerce intra-

3. Le CPB (*Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis*) publie un indicateur mensuel sur les exportations et les importations de marchandises en volume des principaux pays et zones géographiques.

zone est important. Enfin, les importations restaient dynamiques aux États-Unis, soutenues par une forte demande intérieure.

Graphique 2. Contribution à l'évolution des importations mondiales de marchandises

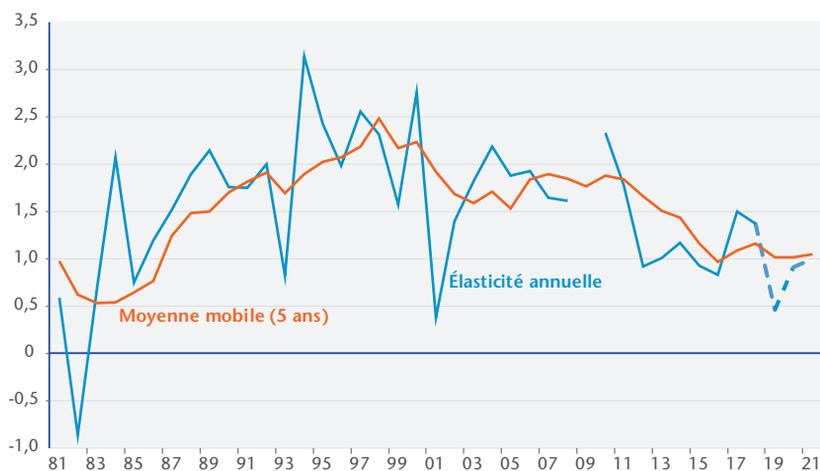


Ce recul du commerce mondial témoigne d'un nouveau soubresaut comparable à d'autres épisodes observés depuis 2011. La baisse est effectivement de bien moindre ampleur que celle qui avait été enregistrée en 2009. En 2015-2016, des inquiétudes sur la croissance chinoise avaient également entraîné une baisse du commerce mondial, avec une chute des importations de 0,7 % au premier trimestre 2016. À cette époque, la contribution des pays émergents d'Asie avait été de -0,9 point. Dans le même temps, la croissance mondiale avait effectivement baissé, passant de 3,2 % en 2015 à 3 % en 2016. La croissance américaine avait significativement baissé mais l'activité avait au contraire accéléré en zone euro, soutenue par la fin de la consolidation budgétaire généralisée, la mise en œuvre de la politique d'achats de titres par la BCE et une forte dépréciation de l'euro de 20 % en 2015.

Nous supposons que le choc actuel ne reflète pas un changement radical et permanent du commerce mondial, ce qui aurait eu comme conséquence une moindre progression de la productivité et une baisse de la croissance potentielle, mais un ralentissement temporaire comparable à celui observé en 2015-2016, lié notamment aux tensions commerciales initiées par les États-Unis, au choc sur l'automobile et au

ralentissement de la demande chinoise. Le choc s'atténuerait alors progressivement en 2020-2021. Les discussions entre la Chine et les États-Unis permettraient d'aboutir à un accord prolongeant la trêve qui avait été décidée en début d'année 2019 et avait conduit à reporter une nouvelle hausse des droits de douane sur près de la moitié des exportations chinoises à destination des États-Unis. De même, nous supposons que les États-Unis ne mettront pas à exécution les menaces formulées contre les exportations européennes du secteur automobile. Enfin, les députés britanniques parviendraient à s'accorder sur un scénario ordonné de Brexit à l'intérieur du délai imparti par l'Union européenne, évitant ainsi de créer une rupture sur les échanges commerciaux européens. Le choc serait donc temporaire et la croissance du commerce repartirait progressivement à la hausse après le deuxième semestre 2019. Dans ces conditions, nous supposons que l'élasticité du commerce à la croissance convergerait vers l'unité, ce qui se traduirait par une croissance des importations mondiales proche de 3 % en 2020-2021 (graphique 3).

Graphique 3. Élasticité du commerce à la croissance mondiale



Sources : FMI, calculs et prévision OFCE, avril 2019.

L'énorme panne du secteur automobile

La deuxième moitié de l'année 2018 a également été caractérisée par un choc provenant du secteur automobile. En effet, à compter du 1^{er} septembre, les constructeurs automobiles sont soumis à de nouvelles normes concernant les émissions polluantes. En Europe, les retards dans

l'adaptation de l'appareil productif ont alors provoqué des perturbations sur la production, la consommation et les exportations contribuant aux médiocres performances de la zone euro⁴. Ainsi, la production automobile a baissé de respectivement 6,6 et 6 % en glissement annuel aux troisième et quatrième trimestres dans la zone euro. Après un pic au mois d'août (+29,7 % sur l'ensemble de la zone euro), les immatriculations ont baissé au cours des six mois suivants. Les premières informations disponibles sur le mois de mars pour l'Allemagne, la France, l'Italie et le Royaume-Uni indiquent que la baisse se poursuit.

Si le choc a touché l'ensemble des pays européens, il a été d'autant plus fort que le secteur automobile joue un rôle important dans l'économie. C'est notamment le cas en Allemagne, ce qui explique en partie la contraction du PIB de 0,2 % observée au troisième trimestre.

Et des éléments idiosyncratiques

En Allemagne, des facteurs idiosyncratiques ont aussi freiné l'activité. La sécheresse estivale a fait baissé le niveau du Rhin à un niveau compromettant la circulation fluviale sur une durée exceptionnellement longue. Le fleuve, traversant une importante région industrielle allemande, joue un rôle essentiel pour le transport de marchandises si bien que la situation climatique a contraint l'activité industrielle et contribué à la faible croissance. De même, le réchauffement climatique qui est à l'origine des catastrophes naturelles qui ont touché le Japon pendant l'été a entraîné un recul de la consommation des ménages et de l'investissement de 0,2 % et 2,1 % respectivement. Ces facteurs se sont ajoutés au ralentissement du commerce mondial, entraînant une contraction du PIB de 0,6 % au troisième trimestre. À l'automne, les tensions relatives au choix de relance budgétaire en Italie ont poussé les taux d'intérêt souverains à la hausse freinant la demande intérieure italienne. En France, les mouvements de contestation sociale auraient également amputé la croissance en fin d'année 2018, avec un effet direct de l'ordre de 0,1 point d'après l'INSEE⁵.

En 2019, ces facteurs ponctuels s'estomperaient mais pèseraient encore néanmoins sur l'activité par des effets d'acquis négatifs. En Italie, l'écart de taux souverain vis-à-vis de l'Allemagne serait plus élevé que celui observé avant la formation du nouveau gouvernement au

4. Voir chapitre 3 « Le moteur chinois ralentit la berline allemande » dans cette partie.

5. Voir la partie II « France : croissance épargnée. Perspectives 2019-2021 pour l'économie française » pour plus de détails.

printemps 2018. À la fin du premier trimestre 2019, il était encore de 2,5 points contre 1,4 en moyenne en 2015-2017. Le ralentissement du commerce mondial réduira la demande adressée et donc les exportations. Dans les pays industrialisés, la demande intérieure resterait relativement dynamique si bien que la contribution du commerce extérieur à la croissance serait le plus souvent négative en 2019 en Allemagne, France, Italie, Espagne et plus encore aux États-Unis.

Politiques économiques en soutien ?

Par ailleurs, la croissance serait en partie soutenue par la politique économique, ce qui permettrait d'amortir l'incidence du ralentissement du commerce mondial.

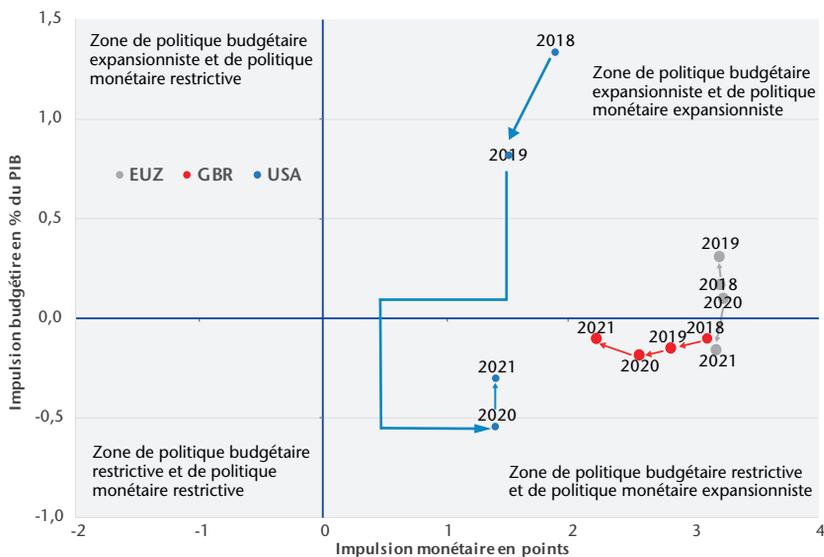
Politiques budgétaires : relances dispersées

En 2019, plusieurs pays bénéficieraient d'un soutien de la politique budgétaire⁶ (graphique 4) décidé le plus souvent avant le constat du ralentissement économique, et généralement en réponse à une problématique sociale ou de politique interne. Parmi les principales économies développées, le Royaume-Uni mènerait encore une politique faiblement restrictive même si la perspective du Brexit a conduit le gouvernement à revoir ses ambitions à la baisse en matière de réduction du déficit budgétaire. Dans la zone euro, l'impulsion des quatre plus grands pays serait effectivement positive en 2019. En Allemagne, l'orientation budgétaire résulterait de l'accord conclu en début d'année 2018 par la coalition formée par la CDU-CSU et le SPD. En Espagne, faute d'accord au Parlement sur le vote du budget 2019, c'est le budget expansionniste voté pour 2018 qui est prorogé dans l'attente des résultats des élections législatives anticipées fin avril 2019. En France, le gouvernement a ajouté de nouvelles mesures de soutien au pouvoir d'achat des ménages pour répondre à la contestation sociale des Gilets jaunes. Enfin, en Italie, le gouvernement en place depuis le printemps espère stimuler la croissance grâce à plusieurs mesures qui se traduiront par une augmentation des dépenses publiques et une impulsion positive de 0,5 point.

Si ces pays sont sortis du bras correctif du Pacte de stabilité et de croissance, la France, l'Italie et l'Espagne s'écarteraient de leurs engagements en 2019, puisque selon les règles budgétaires en vigueur, ils

6. Voir chapitre 8 « La politique budgétaire en soutien au pouvoir d'achat » dans cette partie.

Graphique 4. Orientation des politiques économiques



Sources : FMI, calculs et prévision OFCE, avril 2019.

devraient poursuivre leurs efforts afin de respecter leur cible de moyen terme pour le déficit structurel. Ces impulsions auraient pour conséquence que ces trois pays ne respecteraient pas leurs engagements de réduction des déficits structurels. Par ailleurs, dans le cas de la France, le déficit atteindrait 3,1 % en 2019, dépassant à nouveau temporairement le seuil 3 %. Cette limite est atteinte notamment à cause de la transformation du CICE en baisse de cotisations sociales, considérée comme exceptionnelle. Surtout, ce soutien permettrait d'absorber partiellement le ralentissement lié au commerce mondial, ce qui permettrait au chômage de poursuivre sa baisse. En Allemagne, malgré l'impulsion budgétaire, le recul de la croissance serait plus marqué (0,9 % en 2019) et le chômage augmenterait de 0,3 point entre la fin 2018 et la fin 2019. Avec un taux de chômage toujours inférieur à 4 %, la situation sur le marché du travail resterait favorable, ce qui explique aussi la moindre efficacité relative de la politique budgétaire car, en situation de plein-emploi, le multiplicateur budgétaire est plus faible. Le gouvernement allemand aurait cependant des marges de manœuvre pour amplifier son soutien à la croissance s'il le souhaitait. En effet, l'Allemagne est en situation d'excédent budgétaire depuis 2014 et la dette publique allemande a convergé vers 60 % en 2018.

En 2019, c'est aux États-Unis que la politique budgétaire serait la plus expansionniste parmi les grands pays industrialisés. L'impulsion serait de 0,8 point de PIB après 1,4 point en 2018. Les réductions d'impôts votées fin 2017 contribueraient à la dynamique du revenu disponible et à la consommation des ménages qui progresserait de 3 %. Pour 2020, l'impulsion serait peu modifiée en zone euro et au Royaume-Uni mais deviendrait négative aux États-Unis où le gouvernement s'engagerait à réduire les dépenses publiques. Du côté des pays émergents, la politique budgétaire serait également expansionniste en Inde et en Chine mais restrictive en Argentine. Le gouvernement chinois tenterait de contrôler le ralentissement de l'activité par une relance budgétaire et une expansion des liquidités octroyées par la banque centrale.

Politiques monétaires : une pause dans la normalisation

Alors que les banques centrales semblaient engagées dans une stratégie de normalisation de leur politique monétaire, le ralentissement de l'activité dans les pays industrialisés devrait les amener à faire une pause⁷. Du côté des États-Unis, les anticipations de marché indiquaient au moins 3 nouvelles hausses de taux en 2019. Le changement de ton récent au sein du FOMC (*Federal Open Market Committee*) suggère maintenant plutôt une hausse, voire une stabilisation du taux directeur à 2,5 %. La banque centrale américaine maintiendrait cependant le cap en matière de réduction de la taille de son bilan mais n'hésiterait pas à revenir sur cette décision si le ralentissement devait être plus important. Dans tous les cas, l'orientation de la politique monétaire ne deviendrait pas restrictive aux États-Unis, notamment parce que l'inflation serait légèrement inférieure à la cible de 2 % d'ici 2021 et que le taux de chômage augmenterait de 0,7 point entre le début de l'année 2019 et la fin de l'année 2021.

En zone euro, c'est la perspective d'une remontée des taux qui a été retardée à la suite des dernières déclarations de la BCE. Avant la fin de l'année 2018, Mario Draghi communiquait sur une hausse qui n'interviendrait pas avant l'été 2019. En mars 2019, cet horizon est repoussé au moins jusqu'au début de l'année 2020. Quant à la taille du bilan, elle serait stabilisée en milliards d'euros courants si bien que le caractère expansionniste de la politique monétaire en zone euro ne s'amplifierait plus mais l'heure de la normalisation serait bien retardée.

7. Voir chapitre 7 « Banques centrales : changement de ton » dans cette partie.

Pour autant, à moyen terme, le fort excédent courant de la zone euro créerait des pressions à l'appréciation de l'euro qui augmenterait à 1,3 dollar en 2021 contre 1,13 en moyenne en 2019.

Au Royaume-Uni, la stratégie de la Banque d'Angleterre est soumise à l'aléa du Brexit. Dans la perspective d'une sortie de l'UE avec accord, les tensions seraient modérées. En particulier, la livre sterling resterait stable face à l'euro. Même si l'inflation était légèrement inférieure à 2 %, le retour de la croissance vers son rythme potentiel inciterait la Banque d'Angleterre à normaliser très graduellement la politique monétaire et uniquement une fois que les incertitudes sur l'organisation du Brexit seront levées. Toutefois, dans l'éventualité toujours possible d'une sortie sans accord, l'impact récessif serait important (encadré 1) pour l'économie britannique, ce qui conduirait certainement la banque centrale à assouplir la politique monétaire pour amortir le choc.

Ainsi, dans un contexte non inflationniste⁸, les banques centrales se concentrent plutôt sur leur objectif de croissance et maintiennent des conditions de financement relativement favorables.

Encadré 1. Que disent les évaluations macroéconomiques d'une sortie du Royaume-Uni de l'UE : le cas du hard Brexit ?

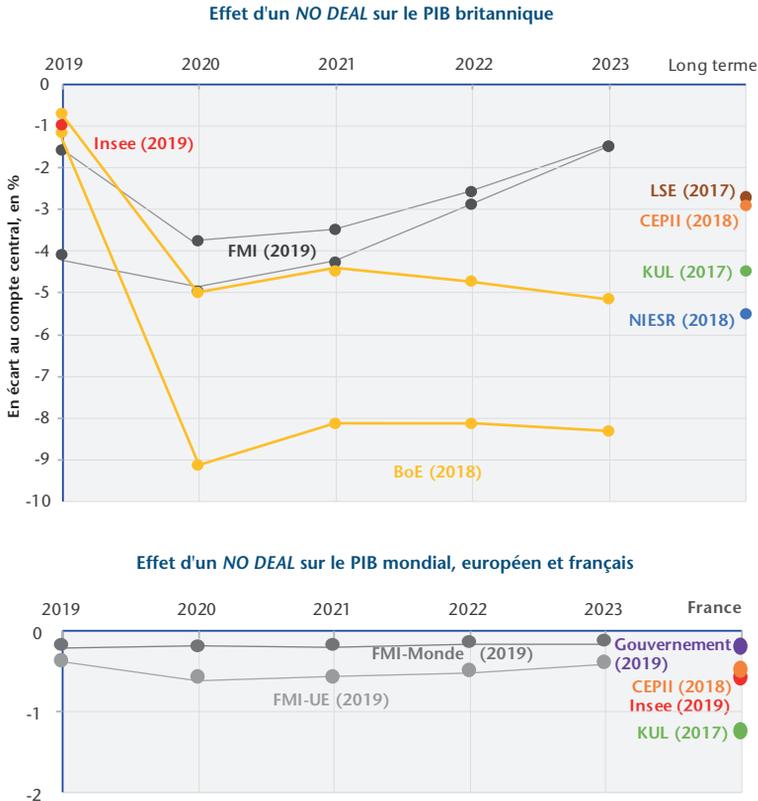
Au sommet européen du 11 avril 2019, une sortie sans accord et sans transition (*hard Brexit*) a été évitée de justesse et l'Article 50 étendu jusqu'au 31 octobre 2019. Ce report est flexible au sens où tout accord trouvé et signé avant cet automne permettrait au Royaume-Uni d'entamer la période de transition. L'hypothèse d'un no deal ne peut pas être écartée pour autant puisque celui-ci pourrait intervenir dès le 1^{er} juin 2019 si les Britanniques ne tenaient pas les élections européennes et un peu plus tardivement, le 1^{er} novembre, s'ils n'étaient pas parvenus à un accord.

Depuis 2016, de nombreuses évaluations du coût économique associé à la sortie du Royaume-Uni de l'UE ont vu le jour ; nous en avons recensé pas moins d'une vingtaine. Dans cet encadré, nous nous focalisons uniquement sur les effets estimés d'un *hard Brexit*. La sortie du Royaume-Uni du Marché unique et de l'Union douanière signifie que le commerce entre le Royaume-Uni et ses partenaires commerciaux serait régi immédiatement par les règles de l'OMC, c'est-à-dire que les tarifs douaniers seraient soumis à la clause de la « nation la plus favorisée ». Quelle que soit la méthode d'évaluation retenue en termes de modélisation ou de canaux de transmission, le

8. Voir chapitre 5 « La désinflation importée » dans cette partie.

consensus qui se dégage est une perte significative de richesse engendrée par cet événement au Royaume-Uni et dans d'autres zones (graphique 5). Toutefois, les effets négatifs sont presque divisés par 10 aux niveaux européen et mondial.

Graphique 5. Brexit : impact d'une sortie sans accord et sans transition



Sources : Banque d'Angleterre (BoE), Mayer *et al.* (2018), LES : Dinghra *et al.* (2017), FMI, Gouvernement, INSEE, NIESR, KUL : Vandenbussche *et al.* (2017).

Le commerce est le plus important canal par lequel se transmettrait le choc lié au Brexit et constitue le point de départ de chacune des évaluations. Un premier pan de la littérature part d'un modèle de gravité permettant de relier les volumes échangés à la distance entre deux pays et leur poids économique respectifs. La « distance » peut être interprétée comme toute barrière à l'échange, qu'elle soit tarifaire ou bien géographique. Une fois les paramètres de l'équation estimés, il devient dès lors possible de simuler une hausse des tarifs douaniers et son impact sur le PIB. Dans ce cadre, les évaluations suggèrent un coût sur le PIB britannique aux alentours de 3 % tandis que les effets seraient plus faibles sur les pays de l'UE : le coût moyen

se chiffre à hauteur de 0,5 % du PIB (Dinghra *et al.*, 2018 ; Mayer *et al.*, 2018). Ces effets estimés sont dits « statiques », autrement dit de long-terme. Une deuxième méthodologie, employée par l'INSEE (2019) et Vandebussche *et al.* (2017), utilise les tableaux internationaux d'entrées et sorties (par produits, issu de la *World Input-Output Database*), de façon à tenir compte de l'internationalisation croissante des chaînes de production. L'estimation se fait en deux temps : les élasticités-prix sont tout d'abord estimées pour chaque produit en provenance de chaque pays, puis ces dernières sont utilisées pour simuler les effets d'une hausse des tarifs. L'effet à long terme sur le PIB britannique serait négatif et de l'ordre de 4,5 % d'après Vandebussche *et al.* (2017) tandis que l'INSEE (2019) évalue que l'activité au Royaume-Uni reculerait d'1 % le trimestre suivant une sortie sans accord. Concernant les pays européens, si l'effet négatif sur le PIB serait, en moyenne, de 1,5 % à long-terme, il est aussi hétérogène entre les pays de l'UE en raison (i) d'une moindre demande adressée des Britanniques mais également (ii) des effets indirects liés à la diffusion de cet effet sur toute la chaîne de valeur. Enfin, la composition des exportations à destination du Royaume-Uni est importante puisque tous les produits ne subiraient pas une hausse identique des tarifs douaniers. À titre d'exemple, l'Irlande serait la plus durement touchée car près de la moitié de ses exportations à destination du Royaume-Uni est constituée de produits agro-alimentaires, produits pour lesquels la hausse des tarifs serait plus importante⁹. Il est à noter que ce type d'exercice est fortement dépendant des élasticités-prix à l'importation utilisées qui tendent à être bien plus importantes lorsqu'elles sont calculées au niveau sectoriel qu'au niveau agrégé, ce qui est le cas dans les deux études précédemment citées.

Le gouvernement britannique a annoncé en mars que des aménagements de droits de douane seraient appliqués en cas de sortie sans accord, ce qui correspond à une exemption des droits de douane sur 87 % des importations britanniques en provenance de l'UE. Dans ce cas, l'effet négatif jusqu'alors trouvé pourrait être moindre. C'est d'ailleurs l'hypothèse retenue par le gouvernement français pour évaluer les coûts du Brexit dans le Programme de stabilité 2019-2022¹⁰, ce qui pourrait expliquer l'impact plus faible sur le PIB français à court terme (-0,2 %) que lors des précédentes évaluations¹¹.

9. Dans le scénario de *hard Brexit* du gouvernement britannique, les droits de douane sur les produits agro-alimentaires augmenteraient en moyenne de 35 points : 20 points pour les barrières tarifaires et 15 points pour les barrières non tarifaires, http://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/760484/28_November_EU_Exit_-_Long-term_economic_analysis_1_.pdf

10. Encadré 7 pp. 39-40 du Programme de Stabilité 2019-2022 (Avril 2019), http://www.performance-publique.budget.gouv.fr/sites/performance_publique/files/files/documents/actualites/PSTAB2019-2022/PSTAB-2019-web.pdf

11. Dans sa note de conjoncture, l'INSEE (2019) chiffre l'impact d'un *hard Brexit* sur le PIB français à -0,6 %, étalé sur plusieurs trimestres.

Si toutes les études fixent comme point de départ d'une sortie sans accord, le retour à des règles de type OMC, l'utilisation de modèle macro-économétriques, comme c'est le cas du NIESR ou FMI, permet de combiner plusieurs types de chocs tels qu'une dépréciation de la livre, une baisse des investissements directs, une baisse de la productivité, un solde migratoire dégradé ou encore une réponse endogène des politiques économiques face au choc. Le NIESR estime que l'impact négatif sur le PIB britannique à long terme est de 5,5 % par rapport à une situation où il n'y aurait pas eu de Brexit. La dernière évaluation du Brexit faite par le FMI (2019) propose un scénario dans lequel de fortes perturbations à la frontière interviennent à très court terme (délais, ruptures dans les chaînes de production), ce qui n'a pas été fait jusqu'à présent¹². L'effet négatif total sur le PIB britannique est d'environ 3,5 % à l'horizon 2021 par rapport à un scénario de *soft Brexit* impliquant une période de transition.

La croissance des pays industrialisés sera donc généralement caractérisée par une contribution négative du commerce extérieur et un soutien à la croissance par la demande intérieure. Le ralentissement de l'activité serait néanmoins significatif avec une croissance passant de 2,2 % en 2018 à 1,7 % en 2019, qui s'explique en grande partie par la situation des pays de l'Union européenne et par des effets d'acquis défavorables résultant du ralentissement du deuxième semestre 2018. La zone euro perdrait ainsi 0,5 point de croissance, dont 0,6 point en Allemagne, 0,7 point pour l'Italie et 0,5 en Espagne comme au Royaume-Uni et aux États-Unis. À l'horizon 2021, la croissance convergerait vers son rythme potentiel plus bas qu'avant la crise en lien avec des tendances de productivité plus faibles et un ralentissement de la population active¹³. Dans ce contexte, la baisse du chômage et du sous-emploi encore élevés, notamment en France, Italie ou Espagne, serait freinée¹⁴.

Les nouveaux pays membres d'Europe de l'Est verraient leur croissance passée de 4,4 % à 3,3 % en lien avec le ralentissement du commerce mondial et de la croissance en zone euro. Le ralentissement se prolongerait en 2020, cette fois-ci surtout du fait d'une croissance américaine plus basse (1,5 %) en lien avec le changement d'orientation de la politique budgétaire. La situation conjoncturelle se

12. Dans leur scénario de *hard Brexit*, ils appliquent une augmentation de la prime de risque à la fois associée à la dette souveraine et à celle des entreprises.

13. Voir le chapitre 4 « Un sentier de croissance en ralentissement » dans cette partie.

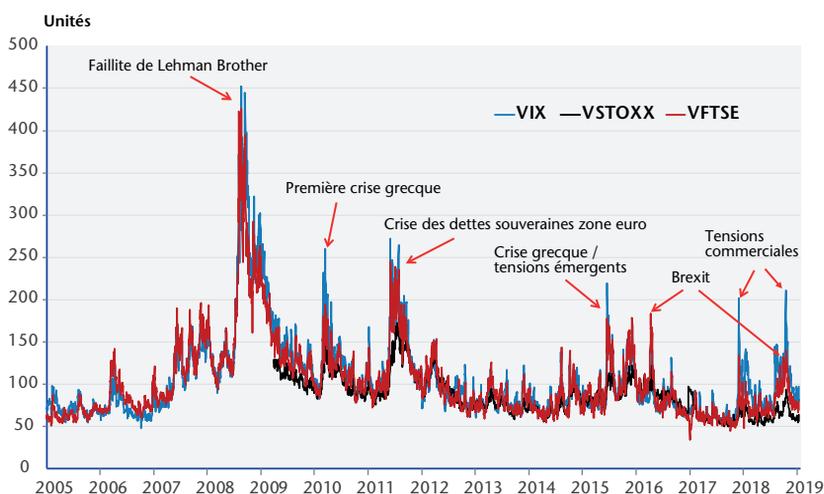
14. Voir le chapitre 6 « Cycle de productivité et emploi... » dans cette partie.

stabiliserait en zone euro, avec une accélération en Allemagne et en Italie. Du côté des pays émergents, l'atterrissage de l'économie chinoise se traduirait par une progression du PIB de 6,3 % en 2019 puis 6,2 % et 6 % en 2020 et 2021. Dans les autres pays d'Asie, la croissance graviterait entre 5,5 et 5,6 %. Enfin, en Amérique latine, le PIB croîtrait de 1,1 % en 2019 comme en 2018 avant d'accélérer à 1,7 % en 2020 puis 2,2 % en 2021.

Une incertitude durable

L'incertitude reste cependant prégnante (graphique 6), en grande partie du fait de tensions politiques à l'image de la guerre commerciale lancée en 2018 et de la situation politique du Royaume-Uni. Les tensions entre les États-Unis et la Chine s'apaisent depuis la rencontre des deux dirigeants fin novembre 2018. Après la trêve en matière de sanctions commerciales, les deux pays devraient signer un accord qui mettrait fin à l'escalade des droits de douane. Toutefois, on peut toujours craindre un revirement de la politique commerciale des États-Unis. Par ailleurs, des menaces planent toujours sur l'Europe et notamment les constructeurs automobiles allemands. Le président américain pourrait être tenté de poursuivre sa croisade contre les pays avec lesquels les États-Unis ont un déficit commercial négligeant l'effet de sa politique budgétaire de relance sur le solde courant américain¹⁵.

Graphique 6. L'incertitude mesurée par la volatilité des marchés boursiers



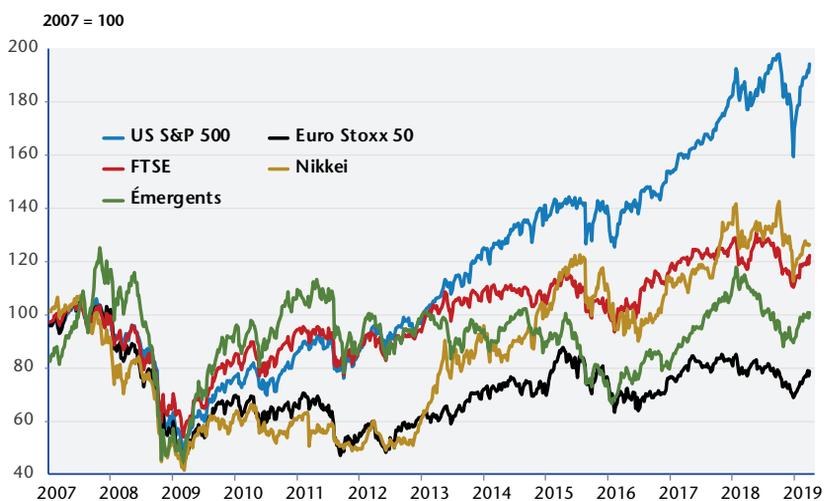
Source : Eikon Thomson Reuters.

L'avenir de l'Europe est également soumis aux tergiversations politiques concernant le Brexit, souhaité par les citoyens britanniques en juin 2016, mais dont les modalités n'ont toujours pas été validées par Westminster. Le souhait exprimé de quitter l'Union européenne ouvre de multiples possibilités portant sur les futures relations entre l'Union européenne et le Royaume-Uni. Le plan de la Première ministre Theresa May a été rejeté par le Parlement à trois reprises. Pour autant, les députés rejettent l'idée d'une sortie sans accord ou la possibilité d'une sortie plus douce qui verrait le Royaume-Uni dans une union douanière avec l'UE. Le nouveau report devrait donner du temps aux députés pour valider une voie de sortie même si au terme du nouveau report accordé jusqu'au 30 octobre 2019 l'hypothèse d'une sortie sans accord ne peut toujours pas être exclue, ce qui risquerait alors d'amputer la croissance britannique et de ses partenaires.

L'incertitude telle qu'elle est mesurée par la volatilité implicite des indices boursiers reflète également l'inquiétude des investisseurs sur la valorisation des actifs boursiers, en particulier aux États-Unis. La période récente est effectivement caractérisée par des périodes de décrochage puis de rattrapage des cours boursiers, la plus récente datant de la fin de l'année 2018. Entre octobre et fin décembre 2018, l'indice S&P 500 a par exemple perdu près de 20 % de sa valeur avant de la reprendre tout aussi rapidement les semaines suivantes. Cette inquiétude est sans doute d'autant plus marquée aux États-Unis que la question d'une éventuelle surévaluation du prix des actifs boursiers se pose (graphique 7). Déjà en début d'année 2018, la crainte d'un resserrement plus rapide de la politique monétaire avait fait chuter l'indice de plus de 10 % en quelques jours. Inversement, en début d'année 2019, c'est le ton plus conciliant de la Réserve fédérale quant aux futures hausses de taux qui ont permis de calmer la tempête et conduit au redressement des indices boursiers et à une détente relative des taux longs américains qui sont passés de 3,0 % au quatrième trimestre 2018 à 2,5 % en mars 2019.

15. Entre 2017 et 2019, le déficit de la balance courante américaine devrait se creuser de 0,3 point de PIB, en partie du fait que les importations auront été stimulées par une politique économique expansionniste.

Graphique 7. Évolution des principaux indices boursiers



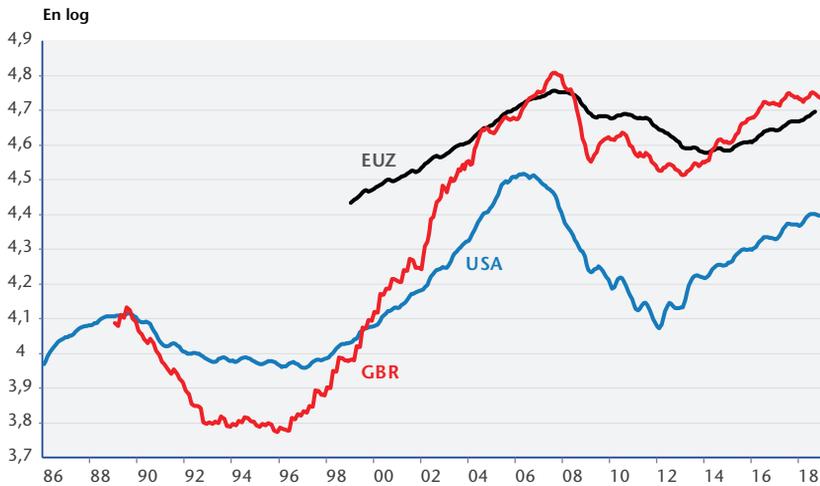
Source : Eikon Thomson Reuters.

Force est de constater que l'indice S&P 500 aux États-Unis a atteint un niveau largement supérieur à son pic observé avant la crise financière globale. Le PER s'élevait à 20 en mars 2019, soit un niveau supérieur à celui de 2007 mais inférieur au pic atteint en 2000, qui était de 30. Le risque de crise financière systémique émanant des États-Unis serait cependant probablement moindre qu'en 2007. D'une part, le niveau relatif des prix immobilier aux États-Unis a certes augmenté de 38 % depuis le début de l'année 2012 mais reste 11,4 % inférieur au pic de 2006 (graphique 8). D'autre part, l'endettement des ménages américains a significativement baissé depuis, même si pour certains ménages ou pour certains types de prêts – prêts étudiants¹⁶ – les taux d'endettement sont importants. Plus que l'endettement privé, la plupart des pays sont aujourd'hui dans une situation d'endettement public plus élevé qu'avant la crise, sauf pour l'Allemagne (encadré 2). Dans ces conditions se pose surtout la question de la capacité des États à faire face à un nouveau choc financier qui résulterait de l'éclatement d'une bulle sur le marché boursier américain ou d'une panique financière causée par une sortie du Royaume-Uni sans accord de l'Union européenne. Les capacités de stabilisation budgétaire pourraient être

16. Une bonne partie de ces prêts bénéficient cependant d'une garantie de l'État.

réduites ainsi que l'a illustré l'exemple italien au deuxième trimestre 2018. L'annonce d'une politique budgétaire plus expansionniste par le nouveau gouvernement italien avait suscité la défiance des marchés sur la capacité du gouvernement à stabiliser la dette publique. Les taux souverains avaient alors augmenté rapidement. Dans le cas italien, l'augmentation des primes de risque s'expliquait également par les tensions autour des engagements budgétaires entre le gouvernement italien et ses partenaires européens. Il n'en demeure pas moins que la capacité de certains pays à émettre plus de dette publique pourrait être atténuée. La limite est toutefois très incertaine ; les États-Unis ou le Japon sont dans une situation où la trajectoire de dette ne semble toujours pas stabilisée sans pour autant que des tensions sur les taux apparaissent.

Graphique 8. Évolution des prix immobiliers déflatés par l'indice des prix à la consommation



Source : Eikon Thomson Reuters.

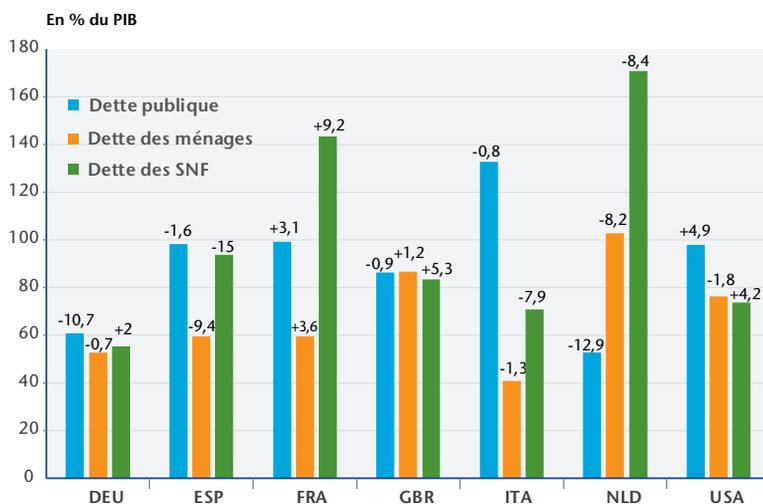
Sans doute que le soutien que peut apporter la politique monétaire à ces États est crucial. Une part croissante de la dette publique japonaise est détenue par la Banque du Japon. La Réserve fédérale a certes amorcé une phase de réduction de la taille du bilan et donc de la part de titres souverains détenus, mais il ne fait aucun doute que les achats de titres reprendraient si la Réserve fédérale le jugeait nécessaire. L'expérience récente d'assouplissement quantitatif rappelle de plus que l'émission de liquidités supplémentaires par les banques centrales est bien loin de se traduire par un retour des pressions inflationnistes.

Encadré 2. Les endettements public et privé dans quelques économies développées

Plus de dix ans après l'explosion de la bulle immobilière aux États-Unis à l'origine de la « Grande récession », de nombreux pays développés demeurent fortement endettés, en dépit de politiques publiques ayant pour objectif explicite l'assainissement des finances publiques, notamment en Europe. L'endettement du secteur privé poursuit des trajectoires plus diversifiées en fonction du niveau de dette pré-crise et de phénomènes plus structurels.

De façon générale, l'endettement total est élevé dans la plupart des grandes économies développées représentées sur le graphique 9. L'Allemagne fait quelque peu exception dans la mesure où le secteur privé comme le secteur public présentent des niveaux d'endettement particulièrement bas, avec une tendance plutôt baissière.

Graphique 9. Dette rapportée au PIB au T3 2018 et évolution 2015T3-2018T3 en point de PIB



Source : BRI.

Le niveau de la dette publique est toujours très élevé en Italie et devrait augmenter dans les prochaines années en raison d'une conjoncture peu favorable et d'une politique budgétaire légèrement expansionniste. En revanche, l'endettement des ménages et des sociétés non financières est faible par rapport aux autres pays et semble orienté à la baisse depuis 2015, pouvant traduire un manque d'investissement des entreprises. Les Pays-Bas présentent un profil opposé avec une dette privée très importante mais un stock de dette publique inférieur à 60 % du PIB. Le poids de la dette privée est à relativiser avec un stock d'actifs important et semble être une caracté-

ristique structurelle de l'économie néerlandaise, dont les agents privés sont relativement plus endettés que ceux des autres pays européens. En outre, la faiblesse de l'endettement public permet au gouvernement de bénéficier de marges de manœuvre importantes en cas de retournement économique.

La France se distingue par des stocks de dette orientés à la hausse quel que soit le secteur considéré. La dette privée française est majoritairement contractée par les entreprises, lesquelles bénéficient de conditions d'emprunt toujours avantageuses¹⁷, ce qui explique en partie le dynamisme de l'investissement depuis plusieurs années. Dans son évaluation¹⁸ sur les risques financiers publiée en décembre 2018, la Banque de France note que cette croissance de l'endettement, si elle se poursuit, est une source potentielle de déséquilibres, notamment dans un contexte macroéconomique plus incertain (Brexit, tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, ralentissement outre-Rhin). Les risques relatifs aux entreprises françaises doivent être toutefois tempérés dans la mesure où l'encours de dette est détenu principalement par de grandes entités qui ont simultanément accru leur détention de liquidités¹⁹. En somme, la situation de la France est assez singulière au regard de l'endettement relativement élevé du secteur privé et d'un secteur public ne bénéficiant pas de marges de manœuvre budgétaires importantes pour répondre à une dégradation de la conjoncture.

La dette publique américaine devrait continuer à augmenter en raison d'une politique budgétaire expansionniste se traduisant par un déficit important depuis 2018²⁰, bien que la croissance dynamique du PIB observée depuis 2017 contribue à modérer le ratio dette/PIB. La dette des ménages semble se stabiliser à un niveau modéré depuis le désendettement post-crise de 2008, contrairement aux entreprises dont l'endettement augmente malgré une politique monétaire de moins en moins accommodante.

La dette des ménages britanniques est en légère hausse depuis 2015 du fait d'un crédit à la consommation dynamique (notamment automobile) et d'un secteur immobilier également en croissance mais qui masque des disparités spatiales. À l'inverse, le désendettement des ménages espagnols se poursuit via la baisse de la dette hypothécaire, après une hausse très importante jusqu'en 2008. La dette publique devrait également poursuivre sa réduction, mais à un rythme incertain compte tenu de la situation politique complexe et de ses répercussions sur les décisions budgétaires.

17. Il convient de noter que les données présentées sur le graphique 9 ne sont pas consolidées et tendent donc à augmenter le niveau de dette des sociétés non financières par rapport à des données consolidées.

18. Banque de France, « Évaluation des risques du système financier français », décembre 2018.

19. Voir la note de conjoncture publiée par l'Insee en décembre 2017 « Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ? ».

20. Le déficit budgétaire devrait toutefois se réduire très progressivement à partir de 2020. Voir la partie de la prévision consacrée aux États-Unis.

Références

- Bank of England, 2018, « EU withdrawal scenarios and monetary and financial stability. A response to the House of Commons Treasury Committee », novembre.
- Dhingra S., H. Huang, G. I. Ottaviano, J. P. Pessoa, T. Sampson, J. Van Reenen, 2017, « The costs and benefits of leaving the EU: Trade effects », *CEP Discussion paper*, 1478.
- Hantzsche A., A. Kara, G. Young, 2018, « The economic effects of the government's proposed Brexit deal », National Institute of Economic Research.
- IMF, 2019, « Growth Slowdown, Precarious Recovery » *World Economic Outlook*, avril.
- INSEE, 2019, « Soutiens budgétaires en zone euro, sur fonds de tensions », *Note de Conjoncture*, mars.
- Mayer T., V. Vicard, S. Zignago, 2018, « The cost of Non-Europe, Revisited », *CEPII Working Paper*, 2018-06.
- Vandenbussche H., W. Connell et W. Simons, 2017, « Global Value Chains, Trade Shocks and Jobs: An Application to Brexit », *CEPR Discussion paper*, 12303.

2. Tour du monde de la situation conjoncturelle

États-Unis : à contretemps

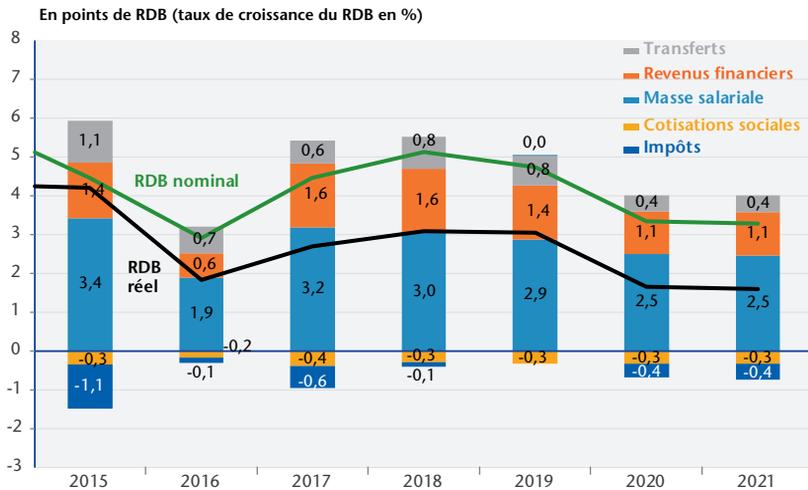
Stimulée par une politique budgétaire expansionniste depuis l'élection de Donald Trump, l'économie américaine a poursuivi sa dynamique de reprise amorcée en 2010. Sur l'ensemble de l'année 2018, le PIB a progressé de 2,9 %. Le taux de chômage a baissé pour la huitième année consécutive, atteignant un plus bas historique depuis le début des années 2000 à 3,8 %. En 2019, la réforme fiscale votée fin 2017 continuera à doper la demande intérieure en soutenant le revenu des ménages et la profitabilité des entreprises. L'impact du stimulus sera néanmoins largement atténué par le commerce extérieur d'autant que, dans le même temps, le coup de frein brutal du commerce mondial réduira les débouchés externes pour les entreprises américaines. Le rythme trimestriel de croissance passerait alors de 0,8 % en moyenne à 0,5 % en 2019. Le ralentissement s'accroîtra en 2020. Le potentiel de rattrapage sera épuisé et l'activité ne sera plus soutenue, ni par la politique budgétaire – qui deviendra restrictive – ni par la politique monétaire, qui se normalisera. Ce changement d'orientation de la politique économique se traduira par une croissance de 1,5 % en 2020 et 1,7 % en 2021, inférieure au rythme potentiel, ce qui entraînera une hausse du taux de chômage de 3,8 % en 2019 à 4,3 % en moyenne en 2021.

Politique budgétaire : du soutien au frein

Le 15 décembre 2017, le Congrès votait une réforme fiscale – « Tax cuts and Jobs Act » – qui s'est traduite par une baisse importante de la fiscalité directe des ménages et des entreprises. Toutes choses égales par ailleurs, cette réforme fiscale réduit les recettes de 270 milliards de dollars (soit 1,4 point de PIB) pour 2018 et 2019. Il en a résulté une amélioration du revenu disponible des ménages et de la profitabilité des entreprises. En 2018 et 2019, la contribution des impôts à la crois-

sance du revenu disponible brut serait en moyenne nulle alors qu'elle s'élevait à -0,6 point en 2017 (graphique 10). Quant au taux de marge net des entreprises¹, il gagnerait près de 1,5 point sur ces deux années. Le stimulus budgétaire n'a pas uniquement porté sur les recettes. Après plusieurs semaines de tractations entre le Congrès et le Président, un accord a été trouvé en février 2018 entraînant une augmentation des dépenses publiques de l'ordre de 0,9 point de PIB. Les tensions sur le vote du budget se sont par ailleurs poursuivies en fin d'année lors du débat sur la construction d'un mur à la frontière mexicaine, ce qui a provoqué le plus long épisode de *shutdown* depuis les années 1970. Le blocage de l'administration ne devrait cependant pas modifier l'impulsion budgétaire de l'année 2019 et les effets sur la croissance seraient globalement peu significatifs [voir encadré : Quel impact du *shutdown* sur l'économie américaine ?].

Graphique 10. Contribution à la croissance du revenu disponible des ménages



Sources : NIPA (tableau 2.1), prévision OFCE avril 2019.

La politique budgétaire soutient donc l'ensemble des composantes de la demande intérieure en 2018 et 2019 mais au prix d'un déficit budgétaire qui passerait de 4,2 % en 2017 à 5,7 % en 2019. De fait, la politique budgétaire est procyclique puisqu'elle coïncide avec un taux de chômage ayant retrouvé un point bas et un écart de croissance qui

1. Calculé comme le ratio de l'excédent brut d'exploitation moins l'impôt sur les sociétés et la consommation de capital fixe, rapporté à la valeur ajoutée.

s'est refermé en 2018. Les premières discussions budgétaires engagées pour l'année 2020 laissent présager d'un ajustement qui porterait principalement sur les dépenses. L'impulsion deviendrait négative : -0,5 point en 2020 et -0,3 point en 2021. Après avoir bénéficié de la réforme fiscale pendant les deux premières années du mandat de Donald Trump, les ménages seraient cette fois-ci pénalisés par une réduction des dépenses de transferts, des coupes étant notamment réalisées sur les dépenses de santé. La contribution des transferts à la croissance du revenu disponible brut nominal passerait ainsi de 0,8 point en 2018 et 2019 à 0,4 point en 2020 et 0,5 point en 2021.

Par conséquent, après avoir progressé de 2,6 % en 2018 et 3,1 % en 2019, la consommation des ménages ralentirait progressivement pour croître de 2,2 et 2,3 % en 2020 et 2021. Le ralentissement serait toutefois atténué par une baisse du taux d'épargne qui perdrait près d'un point entre 2019 et 2021.

La séquence budgétaire du mandat de Donald Trump pourrait être à contretemps puisqu'elle aura contribué à soutenir une économie qui était en phase de fermeture de l'écart de production en 2018 alors qu'elle deviendrait restrictive à partir de 2020 au moment où la reprise s'achève et où l'économie mondiale donne quelques signes de fragilité. Ainsi, à la fin de son mandat, le taux de chômage serait en hausse, le déficit budgétaire dépasserait encore 5 % du PIB et, 14 ans après l'éclatement de la crise financière, la dette publique fédérale serait toujours sur une trajectoire ascendante, proche de 105 % du PIB.

Encadré 3. quelles conséquences économiques du *shutdown* ?

Entre le 22 décembre 2018 et le 25 janvier 2019, l'administration américaine a tourné au ralenti du fait d'un désaccord entre le Congrès et le président américain. Concrètement, ces cinq semaines de paralysie ont provoqué un arrêt du financement de plusieurs administrations et agences. Ainsi, près de 800 000 employés ont été privés de salaire, des dépenses de consommation publique n'ont pas été réalisées et le versement de certaines subventions n'a pas été effectué. Selon le CBO² (*Congress Budget Office*) ces restrictions auraient réduit les dépenses de 18 milliards de dollars (9 milliards de salaires et autant pour les dépenses de consommation de biens et services). L'effet sur les recettes fiscales est estimé à 2 milliards de dollars.

2. Voir CBO, janvier 2019.

Sur le plan macroéconomique, la réduction des salaires versés aux employés de la fonction publique réduirait leurs dépenses tandis que la baisse de la consommation se répercuterait directement sur le PIB. L'effet négatif direct atteindrait 0,1 point de croissance au dernier trimestre 2018 et 0,2 au premier trimestre 2019. Il serait toutefois progressivement compensé lors des trimestres suivants dans la mesure où une grande partie des dépenses seraient décalées dans le temps, ce qui contribuerait à accroître le PIB de 0,1 % aux deuxième et troisième trimestres 2019. L'effet net serait alors très légèrement négatif et modifierait principalement la trajectoire du PIB sur l'ensemble de l'année.

Une contribution négative du commerce extérieur

La dynamique de la demande intérieure se traduirait par une accélération des importations qui croîtraient à un rythme trimestriel supérieur à 1 % en 2018 et 2019. Le taux de pénétration augmenterait pendant ces deux années, atténuant l'effet multiplicateur de la politique budgétaire, qui resterait néanmoins positif. En effet, l'expansion budgétaire serait uniquement compensée par un accroissement des importations alors qu'il pourrait également l'être par une accélération des prix et un durcissement de la politique monétaire que nous n'inscrivons pas dans notre scénario. Par ailleurs, l'accélération des importations coïncide avec un franc ralentissement des exportations provoqué par un choc négatif sur le commerce mondial. La chute du commerce mondial est en partie liée à la croissance plus faible de l'économie chinoise mais aussi à l'incertitude induite par la guerre commerciale lancée par Donald Trump. Nous supposons néanmoins qu'il n'y aura pas d'escalade supplémentaire dans ces tensions et que le niveau des droits de douane se stabilisera au niveau observé en fin d'année 2018³. Ainsi, la contribution du commerce extérieur à la croissance serait négative de -0,7 point en 2019 après -0,3 point en 2018.

En 2020 et 2021, le ralentissement de la demande intérieure freinerait le dynamisme des importations. Le choc de commerce mondial serait temporaire, ce qui permettrait aux exportations d'accélérer à 2,6 et 3 % contre 1,4 % en 2019.

3. Ces droits étaient, en moyenne, de 2,3 %, soit une hausse d'un point relativement au même trimestre de l'année précédente.

Investissement : la fin du cycle

L'orientation de la politique budgétaire aura sans doute contribué à prolonger le cycle de croissance entamé par l'économie américaine depuis 2010. Pendant 10 années, la croissance a été quasi-systématiquement supérieure à son rythme potentiel permettant ainsi une réduction continue du taux de chômage et une amélioration du taux d'emploi qui est passé de 58,4 % en 2010 à 60,4 % en 2018. Autre élément de ce cycle, le taux d'investissement productif a fortement augmenté. En 2018 et 2019, en améliorant la profitabilité des entreprises, la baisse du taux d'imposition a renforcé le processus dans un contexte où la demande intérieure et le commerce mondial étaient dynamiques. Cette logique arrivera à son terme à la fois parce que le soutien budgétaire s'atténuera, parce que le cycle touchera à sa fin et parce que la demande mondiale sera freinée, au moins à court terme. Le ralentissement anticipé de la valeur ajoutée se répercutera sur la croissance de l'investissement par un effet d'accélérateur. En l'absence d'autres chocs majeurs, le taux d'investissement atteindrait un pic en début d'année 2020 puis baisserait légèrement.

Une logique assez similaire serait observée du côté des ménages où le ralentissement de l'investissement est déjà observé avec un recul des dépenses en logement de 0,7 % en moyenne par trimestre en 2018. Même s'il y avait une légère amélioration en 2019, l'acquis de croissance serait fortement négatif. Le taux d'investissement des ménages – en pourcentage du revenu disponible brut – baisserait encore avant de se redresser légèrement en 2021.

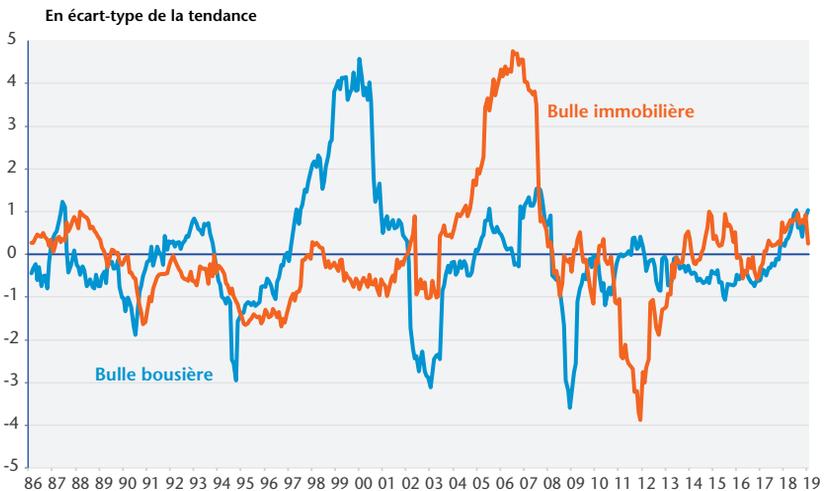
Une fin de cycle sans tensions inflationnistes

Ce cycle de croissance a permis de ramener l'inflation – mesurée par le déflateur de la consommation – vers 2 %. Hors effet de l'énergie et des biens alimentaires, l'inflation s'élevait à 1,9 % en fin d'année 2018, soit un niveau très proche de la cible de la Réserve fédérale. En 2019, l'inflation retomberait à 1,7 % en lien avec l'évolution du prix du pétrole. Les salaires nominaux progresseraient de plus de 3,1 % en moyenne sur la période 2019-2021 sans pour autant enclencher de spirale inflationniste. Les entreprises seraient en mesure d'absorber l'augmentation du salaire réel, ce qui se traduirait par un partage de la valeur ajoutée plus favorable aux salariés.

En l'absence de tensions inflationnistes, la banque centrale ne devrait pas adopter une politique monétaire restrictive. Les taux

augmenteraient encore une fois en 2019 puis se maintiendraient à 2,75 % en 2020 et 2021. Le principal risque pour la croissance américaine viendrait d'une forte correction des bourses qui pourraient induire un ralentissement plus important. En effet, les marchés d'actions et immobilier américains se caractérisent par une surévaluation des prix (graphique 11). Il semble cependant qu'un tel ajustement ne serait pas cette fois-ci le catalyseur d'une crise financière comparable à celles de 2001 ou de 2007. Dans le cas du marché boursier, la surévaluation serait moins importante qu'en 2000 et pour le marché immobilier, la surévaluation est moindre qu'en 2007. En outre, l'endettement des agents – notamment des ménages – a globalement diminué même si certains ménages ou certaines entreprises font face à des situations d'endettement excessif.

Graphique 11. Surévaluation des prix d'actifs aux États-Unis



Sources : BEA (NIPA), BLS, Réserve fédérale, calculs OFCE d'après Blot C., P. Hubert et F. Labondance, 2018, « Monetary policy and asset price bubbles », *OFCE Working paper*, n° 37.

Italie : relance sans croissance

L'Italie est entrée en récession technique fin 2018 après deux trimestres consécutifs de recul du PIB (-0,1 % aux troisième et quatrième trimestres 2018). Ce ralentissement est imputable à la baisse de la demande privée, notamment de l'investissement, aggravée par la hausse des taux souverains qui a induit une baisse des flux de crédit aux SNF, et aux incertitudes politiques autour du budget 2019. Le PIB reste encore inférieur de 5 % à son niveau d'avant-crise ; par ailleurs, le cycle de productivité s'est à nouveau dégradé au deuxième semestre 2018 avec une progression de l'emploi alors que l'Italie entrait en récession, et l'endettement public a progressé, passant de 131,3 à 132,1% du PIB entre 2017 et 2018.

En 2019, malgré une impulsion budgétaire positive de 0,4 point de PIB, nous anticipons une croissance quasi nulle (0,1 %), uniquement soutenue par la consommation des ménages qui bénéficient des mesures de relance (revenu de citoyenneté, réforme des retraites, « paix fiscale »). Ces mesures devraient soutenir la croissance du revenu disponible brut, surtout au deuxième semestre. Le commerce extérieur contribuerait faiblement à la croissance en raison de la dégradation de la compétitivité-prix. C'est essentiellement la baisse des stocks qui contribue négativement à la croissance en 2019 (-0,4 point). Le deuxième semestre 2018 a en effet été marqué par un fort déstockage, et nous anticipons un nouveau recul de l'investissement avec l'arrêt d'une partie des mesures d'amortissement, et l'absence de reconstitution des stocks qui resteraient au niveau de fin 2018.

En 2020, la croissance serait un peu plus dynamique (0,6 %), sous l'effet de la baisse en euros du prix du pétrole, des nouvelles mesures de relance – avec une impulsion budgétaire de 0,4 point de PIB – et d'une amélioration sur le front de l'investissement. En revanche, en 2021, en l'absence de nouvelles mesures de soutien à la demande, la croissance du PIB ne devrait pas dépasser 0,3 % (dont 0,2 % d'acquis), surtout si la politique monétaire devient moins expansionniste.

Du côté des finances publiques, les longues négociations fin 2018 et l'ouverture d'une procédure pour déficit excessif avaient conduit l'Italie à revoir ses ambitions budgétaires à la baisse et à s'engager à ne pas dépasser 2,0 % de déficit public pour 2019, au lieu des 2,4 % initialement prévus. Or, ce chiffre de 2,0 % reposait sur une hypothèse de croissance de 1 % en volume (et 2,3 % en valeur). Étant donné l'inflexion de croissance que nous prévoyons pour 2019, et malgré la

baisse anticipée des taux longs, le déficit devrait largement dépasser les engagements et atteindre 2,3 % du PIB en 2019, après 2,0 % en 2018. Pour 2020, nous anticipons une désactivation de la clause de sauvegarde de TVA⁴ et une poursuite de la dégradation du déficit budgétaire qui atteindrait 2,5 %. En 2021, nous retenons l'hypothèse d'une stabilisation du déficit structurel, ce qui conduirait à un solde public de 2,3 %. Ce scénario est néanmoins fortement dépendant de la situation politique du pays qui est toujours incertaine. Les résultats des élections européennes pourraient fragiliser la coalition et entraîner de nouvelles élections internes, ce qui pourrait alors modifier les priorités budgétaires de 2020 et 2021.

Par ailleurs, la restructuration du secteur bancaire se poursuit ; le stock brut de créances douteuses a baissé de 33 milliards d'euros entre 2017 et 2018, et de 140 milliards d'euros depuis 2015. La situation des banques demeure néanmoins fragile car très liée à la situation conjoncturelle et budgétaire du pays : en particulier, une nouvelle hausse des taux souverains diminuerait leurs revenus et leur solvabilité, et risquerait de mettre un coup de frein au processus d'apurement des créances douteuses.

Politique budgétaire : l'heure est à la relance

Après le bras de fer entre Commission et gouvernement italien, ce dernier a maintenu, au prix de quelques concessions, ses priorités budgétaires pour 2019. En 2019, l'essentiel des mesures passe par la hausse des dépenses publiques. Ainsi, l'introduction du revenu de citoyenneté (4,9 milliards d'euros), la révision de la réforme des retraites (4 milliards d'euros), le renouvellement des contrats des agents de l'État (0,6 milliard d'euros) représenteraient une impulsion budgétaire de 0,5 point de PIB, ayant un impact direct de 0,3 point sur le PIB. Du côté des prélèvements, malgré l'introduction de la « flat tax » pour certaines entreprises, l'abrogation de l'aide à la croissance économique et du régime optionnel d'imposition sur le revenu des entreprises (*imposta sul reddito d'impresa*) auraient un impact légèrement négatif. Étant donné la croissance potentielle nulle, l'acquis de

4. Née en 2011, la clause de sauvegarde est un engagement pris par le gouvernement italien envers la Commission européenne. Il s'agit d'une règle inscrite dans la Loi de finances qui prévoit une augmentation automatique de la TVA et des droits d'accises en cas de dépassement des objectifs en matière de déficit et de dette publics. Cette clause peut être désactivée par le gouvernement s'il s'engage à mettre en œuvre d'autres mesures garantissant le respect des règles budgétaires.

croissance négatif pour 2019 (-0,1 point), et un écart de production quasiment refermé (-0,3 en 2018), et en tenant compte des différents chocs affectant l'économie italienne, la croissance devrait être à peine positive, atteignant 0,1 % en 2019. Le déficit structurel se creuserait, passant de -1,8% à -2,0 %, soit un nouveau dérapage par rapport à l'objectif (amélioration de 0,6 point) qui pourrait valoir à l'Italie une nouvelle procédure pour déficit excessif.

En 2020, nous faisons l'hypothèse que la hausse automatique de TVA sera désactivée par le gouvernement, sans être compensée. L'impulsion budgétaire devrait être positive et atteindre 0,4 point, à la fois du côté des dépenses avec la poursuite du revenu de citoyenneté et la révision de la réforme des retraites, et du côté des recettes avec une extension de la « flat tax ». Malgré une croissance légèrement plus forte, grâce à l'acquis positif du deuxième semestre 2019 (+0,2 point), le déficit public continuerait de se creuser.

Pour 2021, nous faisons l'hypothèse d'une politique budgétaire légèrement restrictive et chiffrons l'impulsion à -0,1 point. Le taux de croissance du PIB réel serait alors de 0,3 % et le déficit public se réduirait, passant de 2,5 à 2,3 % du PIB.

Si l'on s'intéresse à l'évolution du ratio d'endettement public, ce dernier dépend non seulement du solde primaire, mais également de la croissance réelle et du déflateur du PIB. Or, les prix resteraient contenus entre 2019 et 2021, notamment sous l'effet de la modération salariale. Ainsi, la croissance nominale se situerait entre 1,1 % et 1,9 % entre 2019 et 2021. Par ailleurs, nous inscrivons en prévision une baisse des taux (3,6 % du PIB en 2018 puis 3,5 % à partir de 2019), liée à la maturité de la dette (7 ans) et à la baisse du taux obligataire à 10 ans de 100 points de base entre novembre 2018 et mars 2019.

Avec notre scénario, la dette publique hors ajustement stock-flux⁵ augmenterait lentement jusqu'en 2021, passant de 131,3 % en 2018 à 132,5 % du PIB en 2021 (tableau 2). Selon nos hypothèses, la dette publique décroîtrait en 2019 si le solde public primaire était supérieur ou égal à 2,0 % (respectivement 0,9 % et 1,3 % en 2020 et 2021). À ces effets, il faut ajouter les autres opérations en capital (privatisations ou cessions d'actifs financiers), qui devraient peser à la baisse sur

5. L'ajustement stock-flux prend en compte les autres opérations pouvant modifier le ratio d'endettement, comme les acquisitions/cessions d'actifs financiers. Nous commentons essentiellement la trajectoire de la dette hors ajustement stock-flux car c'est elle qui rend compte de la dynamique entre taux de croissance, taux d'intérêt, déficit et dette.

l'endettement public. Ainsi, la dette publique globale rapportée au PIB atteindrait 134,9 % fin 2021, étant donnée nos hypothèses.

Tableau 2. Évolution du ratio dette publique/ PIB selon nos hypothèses

En %

	2018	2019 (p)	2020 (p)	2021 (p)
Dette publique /PIB (d_{t-1}) en % du PIB	131,3	131,3	132,2	132,2
Taux d'intérêt apparent de la dette (i)	2,7	2,6	2,6	2,6
Croissance du PIB en valeur (g)	1,6	1,1	1,9	1,6
Croissance du PIB en volume	0,8	0,1	0,6	0,3
Croissance du déflateur du PIB	0,8	1,0	1,3	1,3
Solde primaire/PIB (s_t) en % du PIB	1,6	1,2	1,0	1,2
Prévision dette publique /PIB (d_t)	131,3	132,2	132,2	132,5
Solde public/PIB en % du PIB	-2,0	-2,3	-2,5	-2,3
Charge d'intérêt	3,6	3,5	3,5	3,5
Solde public primaire stabilisant la dette en % du PIB	1,5	2,0	0,9	1,3
Dette publique incluant l'ajustement stock-flux	132,1	133,4	133,9	134,9
Ajustement stock-flux*	0,9	0,4	0,5	0,8

Note de lecture : le ratio dette publique/PIB incluant l'ajustement stock-flux en 2018 est de 132,1 %, et il passe à 134,9 % en 2021.

Note : L'évolution de la dette publique dépend non seulement du solde primaire, mais également du taux d'intérêt apparent et du taux de croissance, selon la formule : $d_t = d_{t-1} (1 + i)/(1 + g) - s_t$, avec g : taux de croissance du PIB nominal, i : taux d'intérêt apparent sur la dette, s : solde public primaire /PIB, d : dette publique/PIB.

* L'ajustement stock-flux prend en compte les autres opérations pouvant modifier le ratio d'endettement, comme les acquisitions/cessions d'actifs financiers. Les hypothèses du tableau correspondent aux prévisions de la Commission européenne de 2018.

Sources : AMECO, Prévisions OFCE, avril 2019.

Consommation privée dynamique, mais investissement en berne

C'est essentiellement la consommation des ménages qui devrait tirer la croissance en 2019 et en 2020. Début 2019, les enquêtes auprès des consommateurs montrent des intentions d'achats de biens durables en hausse, notamment des automobiles, malgré la baisse des immatriculations en 2018 (-3,1 %) à la suite des nouvelles normes européennes qui ont entraîné l'attentisme des ménages⁶.

Pour les ménages, la croissance du revenu disponible en 2019 sera surtout soutenue par l'introduction du revenu de citoyenneté⁷ qui cible les ménages (actifs et retraités) les plus modestes, dont la propension marginale à consommer est la plus forte. Par ailleurs, l'instauration de la

6. Voir chapitre 3 « Le moteur chinois ralentit la berline allemande » dans cette partie.

possibilité de départ en retraite anticipé (réforme « quota 100 ») devrait également soutenir le pouvoir d'achat des salariés âgés et pour beaucoup sans emploi, en leur permettant de bénéficier d'une pension de retraite à partir de 62 ans. Ces mesures seront par ailleurs prolongées en 2020. Sur le marché du travail, la progression de l'emploi serait moins dynamique que par le passé, et la baisse du chômage en 2019 et 2020 proviendrait essentiellement de la faible progression de la population active. Ainsi, les salaires nominaux devraient progresser plus vite que l'inflation, soutenant le pouvoir d'achat. Quant au revenu disponible réel, il croîtrait de 0,5 % en 2019, puis de 0,7 % en 2020. En faisant l'hypothèse d'une légère baisse du taux d'épargne, la consommation des ménages serait globalement dynamique en 2019 et 2020 (+0,7 % et +0,8 % respectivement). En présence d'une faible inflation salariale, l'inflation devrait rester modérée, autour de 1 % en 2019 et 2020.

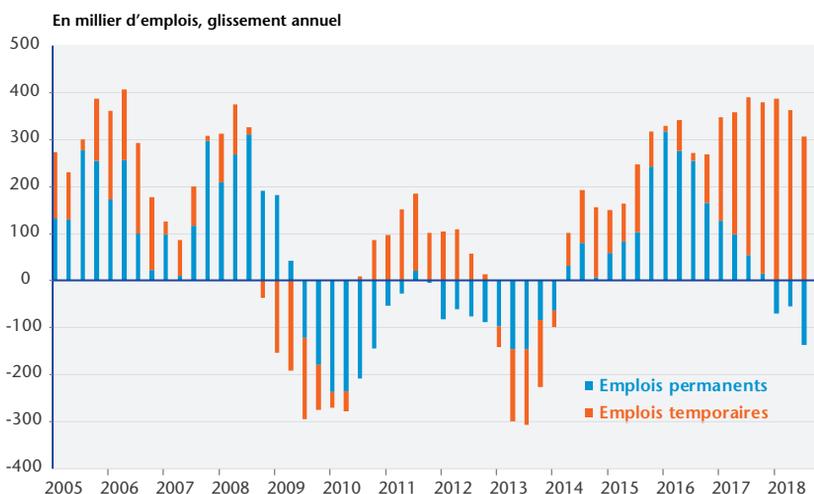
Sur le plan de l'emploi, ce sont les emplois à durée déterminée (graphique 12) qui expliquent le dynamisme des créations d'emploi (+11,7 % en 2018). En revanche, le stock d'emplois à durée indéterminée continue son recul (-0,6 % en 2018). La hausse de l'emploi permanent avait été particulièrement soutenue lors de l'introduction de l'exonération triennale de cotisations sociales des entreprises : selon l'INPS, en 2015, plus de 1,1 million de contrats permanents avaient été signés. En 2016, l'exonération biennale a encore permis quelques 600 000 embauches supplémentaires, mais le mouvement s'est tari en 2017. Étant donné la faible progression de la population active que nous inscrivons en prévision (entre 0,1 et 0,2 % chaque année entre 2019 et 2021), la très modeste croissance de l'emploi permettrait néanmoins une légère baisse du taux de chômage entre 2018 et 2020 (de 10,6 % à 10,4 %). Cependant, le chômage repartirait à la hausse en 2021 (tableau A7), en raison d'une croissance ralentie et d'une (lente) fermeture du cycle de productivité.

Du côté de l'investissement, l'Italie poursuit son plan *Impresa 4.0* (anciennement *Industria 4.0*) pour 2016-2020. Cet encouragement à l'investissement, ainsi que le retard accumulé entre 2011 et 2014, expliquent le dynamisme de l'investissement depuis 2016. Ainsi, la

7. D'un montant maximal de 780 euros par mois, le revenu de citoyenneté est constitué d'un complément de revenu mensuel limité à 500 euros et d'une aide au logement d'un montant maximal de 280 euros. L'éligibilité au dispositif dépend d'une condition de ressources et de l'adhésion à un parcours d'accompagnement vers l'emploi. Pour inciter les entreprises à embaucher ces allocataires, une exonération de charges sociales est prévue dans la limite de 780 euros mensuels. Pour les personnes de plus de 67 ans, le dispositif est appelé « pension de citoyenneté ».

baisse du taux d'imposition sur les sociétés (de 27,5 à 24 % en janvier 2017), les mesures de suramortissement, le fonds de garantie pour les PME, ont favorisé l'investissement entre 2016 et 2018. En 2019 et 2020, certaines mesures favorables se poursuivent, par exemple le soutien aux investissements des PME (« nuova Sabatini »), l'instauration de la « flat tax » à 15 % pour les entrepreneurs individuels dont les revenus d'activité sont inférieurs à 65 000 euros et l'abaissement du taux d'imposition de 24 à 20 % pour les entrepreneurs dont les revenus sont compris entre 65 000 et 100 000 euros. Cela étant, une importante partie des mesures de suramortissement a été supprimée pour 2019⁸ – le super-amortissement, qui visait les investissements non technologiques n'est pas prolongé, et l'hyperamortissement, qui vise les

Graphique 12. Évolution du nombre d'emplois salariés par type de contrat



investissements technologiques voit son taux baisser de 250 % à 50-170 % (en fonction du montant) – ainsi que l'aide à la croissance économique⁹. En 2021, nous faisons l'hypothèse qu'une partie des mesures sera reconduite, le plan étant prévu pour durer jusqu'en 2028. Au total, la FBCF subirait un coup de frein. Elle baisserait de 0,5 % (dont 1,1 % de baisse pour la FBCF productive) en 2019 puis croîtrait faible-

8. Pour davantage de détails sur les mesures prévues, on pourra se reporter à DG Trésor, *Le programme d'aide à l'investissement numérique des entreprises Impresa 4.0*, janvier 2019.

9. Aide fiscale créée en 2011 pour favoriser la croissance en capitaux propres des entreprises.

ment de 0,6 % en 2020 et de 0,1 % en 2021, sous l'effet d'une hausse du coût du capital, de conditions de crédit moins favorables avec la fin de certaines incitations fiscales et d'une reconstitution des marges.

Au niveau du commerce extérieur, sa contribution à la croissance serait à peine positive en 2019, puis neutre en 2020 et 2021 en raison de la consommation privée qui soutient les importations. L'Italie continuerait à perdre des parts de marché en raison de l'appréciation de l'euro, mais également de la dégradation de ses coûts salariaux unitaires qui nuisent à la compétitivité.

Par ailleurs, au niveau bancaire, le problème des prêts non performants (PNP) demeure mais s'atténue. L'apurement des PNP se poursuit à un rythme dynamique, sous l'effet du retour de la croissance et d'une baisse du nombre de faillites d'une part, mais également grâce au dispositif de garantie d'État (GACS) mis en place dès 2016 permettant de garantir la tranche senior des prêts non performants titrisés. Ainsi, entre 2016 et fin 2018, le montant de PNP titrisés couverts par des garanties publiques a atteint 42 milliards d'euros, soit environ la moitié de la baisse de créances douteuses enregistrée (graphique 13). Au sein de la catégorie des PNP, les prêts irrécouvrables (*sofferenze*) représentent l'exposition aux emprunteurs insolubles, soit les PNP de plus mauvaise qualité¹⁰. Ces derniers représentent, en 2018, 57 % des PNP bruts, soit 129 milliards d'euros. Parmi ces prêts irrécouvrables, au dernier trimestre 2018, 67 % émanent des entreprises contre 22 % pour les ménages, 8 % pour les entrepreneurs individuels, et 3 % pour les autres. Non seulement l'encours de PNP est en baisse, mais en outre, le taux de provisions pour pertes a augmenté entre le deuxième trimestre 2017 et le deuxième trimestre 2018, passant de 52,9 à 59,3 %¹¹. Pour conclure, les PNP représentent toujours un risque pour l'Italie. En effet, la faiblesse de la croissance augmente la probabilité de non remboursement des prêts, ce qui conduirait au rationnement du crédit et à l'augmentation de la dette publique (*via* de potentielles aides aux banques). Cela pèserait sur la croissance et entraînerait le pays dans un cercle vicieux d'autant plus dangereux que l'endettement

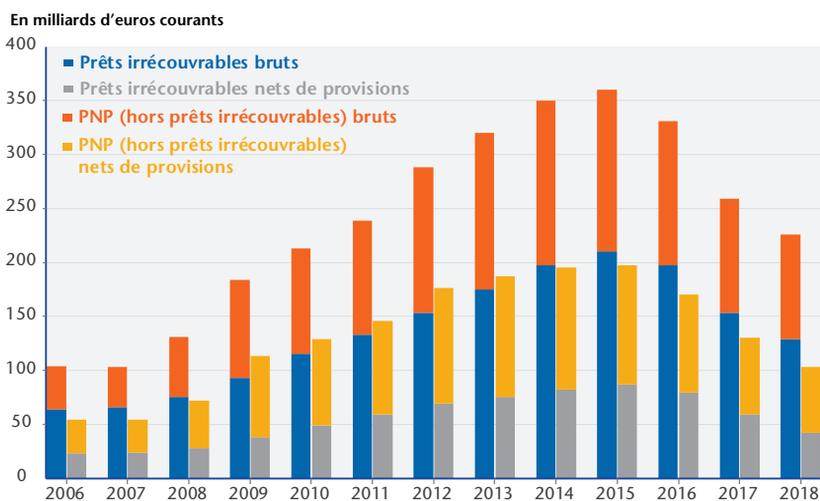
10. Les PNP peuvent être décomposés en trois catégories (exclusives l'une de l'autre) :

- les prêts irrécouvrables qui désignent l'exposition à un emprunteur insolvable ;
- les prêts susceptibles de non remboursement, qui désignent l'exposition d'un emprunteur ayant peu de chances de rembourser intégralement les actions ;
- les prêts avec impayés qui désignent toute exposition où le retard de paiement excède 90 jours.

11. European Commission (2019), *Corrigendum, Third Progress Report on the reduction of non-performing loans and further risk reduction in the Banking Union*.

public et la situation des banques sont toujours étroitement liés malgré la mise en place de l'Union bancaire.

Graphique 13. Prêts non performants, bruts et nets de provisions



Source : Banque d'Italie.

Espagne : ralentissement sur fond d'incertitudes politiques

Supérieure pendant 3 années à 3 %, la croissance du PIB s'est infléchie à 2,6 % en 2018 et termine l'année sur un rythme annuel de 2,3 %. Mais si la croissance baisse, elle demeure solide. Car cette dynamique bénéficie de fondamentaux pour l'heure bien orientés et les réserves de croissance sont encore élevées. De plus, comme en 2018, l'économie bénéficierait en 2019 du soutien de la politique budgétaire. Plusieurs freins joueront néanmoins à partir de 2020 et au-delà. La politique budgétaire deviendrait restrictive en 2020 et l'environnement monétaire légèrement contraignant en 2021. En se réduisant, l'écart de production jouera de moins en moins son rôle de stimulant de la croissance et la dynamique de rattrapage s'épuisera. Le commerce extérieur pourrait, comme en 2018, encore freiner la croissance ces deux années.

Dans ce contexte, la croissance attendue est de 2,1 % en 2019, 1,8 % en 2020 puis 1,6 % en 2021. Le taux de chômage continuerait de baisser pour atteindre 12 % en fin de période. L'inflation, mesurée à

partir du déflateur de la consommation, resterait modérée à 1,2 % sur l'ensemble de la période, bénéficiant de la baisse du prix du pétrole en euros. Le déficit public, à 2,6 % du PIB en 2018, devrait rester loin des objectifs inscrits dans le Pacte de stabilité et de croissance sur les 3 années de prévisions.

2018 : une année de transition

Le ralentissement de l'activité espagnole en 2018 marque la fin de la période de forte reprise, initiée en 2014. La croissance a baissé à 2,6 % en moyenne, portée par une demande intérieure toujours aussi dynamique depuis 2014 (la contribution à la croissance est restée à 2,8 points sur chacune des deux dernières années) mais freinée par les mauvaises performances du commerce extérieur. La consommation des ménages a légèrement ralenti, passant de 2,5 % à 2,3 % entre 2017 et 2018 pendant que l'investissement des entreprises s'accélérait de 3,4 à 4,6 %.

Après avoir été restrictive en 2017, la politique budgétaire est redevenue expansionniste en 2018. L'impulsion budgétaire, de 0,6 point de PIB, combinée aux mesures budgétaires passées, aurait contribué à soutenir l'activité de 1 point de PIB sur l'ensemble de l'année. Le budget 2018, élaboré au premier semestre 2018 à coups de concessions faites par l'ancien gouvernement de M. Rajoy aux petits partis pour obtenir leur soutien à l'Assemblée, n'avait été voté qu'en juillet 2018 par la majorité parlementaire conduite par le nouveau gouvernement de P. Sanchez. Les principales mesures ont avant tout été dirigées vers les ménages : hausse de 1,75 % du salaire des fonctionnaires, revalorisation des retraites de 1,6 % conjuguée à un soutien particulier aux petites retraites, baisse de l'impôt sur le revenu et hausse des transferts pour les ménages les plus pauvres.

Cette politique a largement concouru à soutenir le revenu des ménages. En nominal, celui-ci a progressé de 3,2 % en 2018 après 1,6 % en 2017 (le déflateur de la consommation ayant évolué au même rythme au cours de ces deux années, l'accélération du RDB à prix constant est la même : 1,6 % après 0 % en 2017) sous l'effet principalement de deux composantes : la masse salariale et les transferts courants qui ont contribué à hauteur de 3,2 points et 1,0 point respectivement, les autres composantes ayant plutôt freiné la hausse. L'emploi a ralenti en 2018 (2,1 % après 2,6 % en 2016 et 2017) mais termine l'année sur un rythme annuel de 2,3 %. Ce ralentissement des créations d'emplois s'articule à une légère hausse de la durée du travail

(0,6 % en 2018) et une quasi-stagnation du salaire horaire malgré la légère accélération du deuxième semestre (0,4 % en moyenne sur l'année, et 0,6 % sur un an au quatrième trimestre).

L'Enquête auprès des ménages (EPA), moins pessimiste sur l'évolution de l'emploi au sens de la comptabilité nationale, (celui-là continuerait de progresser au rythme installé depuis 3 ans de 2,7 % par an), montre de plus que la qualité des emplois s'améliore. Les activités de services, traditionnellement très portées sur les emplois à temps partiel, passent de plus en plus aux emplois à plein temps ; de même, la part des contrats à durée indéterminée n'a jamais été aussi importante depuis au moins 2002, date de début des enquêtes : elle représente 69 % du total des nouveaux emplois salariés créés. Face à une population active qui progresse faiblement, le taux de chômage a perdu presque 2 points en 2018 par rapport à 2017 (à 14,4 % en fin d'année) et permis une détente de l'épargne de précaution. Le taux d'épargne a été réduit de 0,7 point par rapport à 2017, à 6,4 % en moyenne.

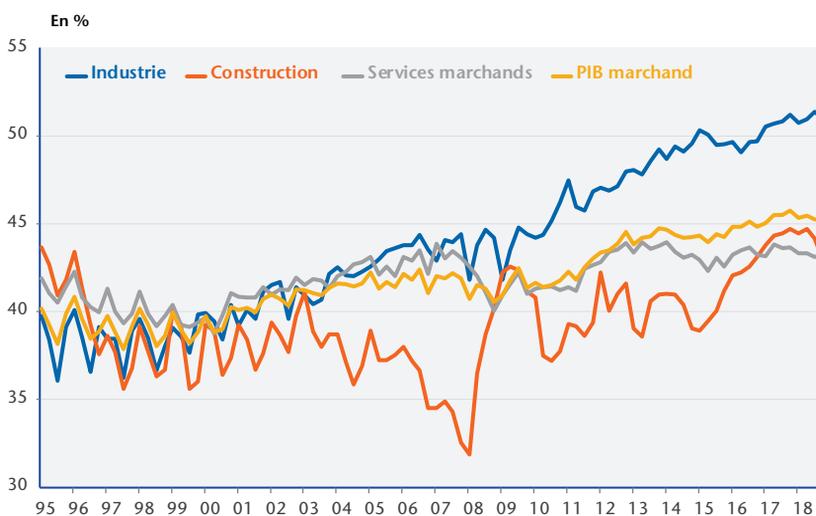
Malgré une reprise engagée il y a à peine 5 ans et des dépenses qui restent faibles (presque 40 % de moins qu'en 2007), l'investissement en logement des ménages s'est stabilisé en 2018. Pourtant les conditions d'emprunt restent très favorables. Mais les ménages restent contraints par leur endettement : la dette, principalement immobilière, représente 88,1 % du RDB fin 2018 contre 120 % sur la période 2007-2013 et l'ajustement n'a effacé qu'une petite moitié de l'emballlement des années 2005-2007. Le taux de créances douteuses se situe à un niveau encore élevé : 4,9 % fin 2018, le même niveau que fin 2012. Pour le moment, seuls les crédits à la consommation ont repris, plutôt rapidement.

Du côté des entreprises, la situation est globalement favorable (le taux de marge n'a jamais été aussi élevé depuis 1995, date de disponibilité des comptes nationaux trimestriels) mais très différente selon les secteurs (graphique 14). Dans l'industrie, la valeur ajoutée a fortement ralenti, passant de 4,4 % en 2017 à 1,1 % en 2018, avec en fin d'année un recul de 1,3 % sur un an. À l'inverse, la valeur ajoutée dans les secteurs de la construction et des services accélère, passant respectivement de 6,2 % et 2,5 % en 2017 à 7,6 % et 2,7 % en 2018. Face à cette situation, les entreprises du secteur industriel ont drastiquement réduit leurs effectifs (l'emploi a baissé de 1 % sur un an fin 2018) tandis que celui-ci accélérât de 10,8 % sur un an dans la construction et maintenait sa progression de 2,5 % l'an dans les services. Ces ajuste-

ments (y compris sur la durée du travail) ont permis aux entreprises du secteur industriel et des services de préserver leur productivité horaire. Dans la construction par contre, la productivité horaire chute (-5,3 % sur un an en fin d'année). Cette dégradation du rythme de productivité intervient alors que les salaires ne montrent pas encore de signes de tensions : ils sont stables dans l'industrie, reculent dans la construction et ralentissent dans les services. Au final, le taux de marge augmente dans l'industrie et atteint des niveaux jamais observés par le passé. Il baisse franchement depuis l'été 2008 dans le secteur de la construction tandis qu'il se dégrade légèrement dans les services, notamment les services aux entreprises et ceux liés aux banques et assurances.

Le niveau plutôt confortable des taux de marge rend plus facile le financement des investissements (graphique 14). Car comme les ménages, les entreprises poursuivent leur assainissement financier. Le taux de créances douteuses, à 7,4 % fin 2018 (dont 26 % dans le secteur de la construction et de la promotion immobilière) est revenu à son niveau de 2010, ce qui reste élevé mais loin des 20 % atteint au pire de la crise (70 % dans le bâtiment). Le recours aux prêts bancaires n'a toujours pas repris. Après 10 années de repli et un niveau encore 40 % inférieur à celui de 2017, l'investissement en bâtiment des entreprises est reparti en 2018. L'investissement hors bâtiment a progressé de 4,3 % mais termine l'année sur un rythme de 2,5 %. Ces dépenses

Graphique 14. Taux de marge par secteur corrigé de la non salarisation



Note : On neutralise les effets de la non salarisation en supposant que les non salariés ont la même productivité et les mêmes salaires que les salariés.

Sources : INE, calculs OFCE.

sont notamment soutenues par des tensions sur l'offre. Le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie est revenu sur sa tendance de long terme mais dépasse tous les pics antérieurs enregistrés dans le secteur des biens d'investissement. Bien que le taux d'investissement total des entreprises reste 3 points de PIB en-deçà des sommets antérieurs, le taux d'investissement hors bâtiment dépasse par contre ses pics antérieurs de 2000 et 2007.

2019 et au-delà : vers la fermeture du cycle

En 2019 et au-delà, la croissance espagnole continuera de ralentir, mais restera supérieure à celle de son potentiel. Avec un déficit de production de plus de 3 points de PIB en 2018, des marges d'une croissance sans tensions existent mais celles-ci vont s'épuiser au fur et à mesure que l'utilisation des facteurs de production capital et travail reviendra vers son niveau normal. Selon nos calculs, la croissance potentielle reste proche de 1,1 % à l'horizon 2021 : la tendance de productivité du travail est estimée à 0,8 % par an¹² ; la population active tendancielle, mesurée sur la base des nouvelles projections de population faites par la Banque d'Espagne de décembre dernier¹³ et des projections de taux d'activité de 2016, devrait stagner ; enfin, le taux de chômage non inflationniste de court terme devrait baisser de 0,3 point par an à l'horizon 2021. À terme, l'écart de production devrait être en grande partie refermé et le taux de chômage à 12 %, légèrement supérieur à un niveau d'équilibre de 11 %, niveau moyen d'avant-crise. La dynamique de rattrapage devrait donc être en grande partie épuisée.

En 2019, l'autre facteur de soutien à la croissance revient à la politique budgétaire. Le gouvernement de P. Sanchez, en place depuis l'été 2018 mais très minoritaire au Parlement, n'a pas réussi à faire voter le budget 2019, envoyé à la Commission européenne en octobre 2018 et soumis à l'Assemblée le 14 janvier. Face à l'impossibilité de gouverner et sur fond de crise en Catalogne, des élections législatives anticipées sont donc convoquées pour le 28 avril 2019. En attendant que la situation se débloque, le budget 2018 est prorogé à l'année 2019. Ce sont donc les mesures inscrites dans la Loi de finances 2018 ou négociées avec Podemos à l'automne 2018 et adoptées par décret

12. Voir le chapitre 6 « Cycle de productivité et emploi... » dans cette partie.

13. La Banque d'Espagne prévoit une hausse de la population jusqu'en 2046, soutenue par un solde migratoire croissant jusqu'en 2021 puis décroissant mais positif jusqu'à 2066, date de la fin de la projection. Le solde naturel espagnol négatif depuis 2018 le restera par contre sur toute la période.

royal en décembre dernier qui s'appliquent. Les principales mesures sont, comme en 2018, destinées aux ménages : poursuite de la baisse de l'impôt sur les revenus pour les familles à plus bas revenus (0,1 point de PIB), revalorisation de 1,5 % des retraites (0,2 point de PIB), hausse du salaire des fonctionnaires comprise entre 2,5 et 2,75 % selon le niveau de croissance atteint en 2018 (0,3 point de PIB). Sauf une majorité au prochain Parlement qui voterait un budget très restrictif, la politique budgétaire continuera d'être expansionniste en 2019 : sans nouvelles mesures, l'impulsion est prévue à +0,4 point de PIB, puis restrictive en 2020, et neutre en 2021. En considérant les mesures passées, l'impact final sur le PIB serait de +0,5 point de PIB en 2019 et de -0,3 point en 2020 et +0,1 en 2021. En 2018, le déficit budgétaire a été de 2,6 % du PIB, permettant à l'Espagne de sortir en 2019 de la procédure pour déficit excessif. En 2019, le déficit sera loin d'atteindre l'objectif de 1,3 % du PIB inscrit dans le Pacte de stabilité. De même en 2020, l'objectif étant de 0,5 %. Nous estimons plutôt le déficit autour de 2,2 % en 2019 et 1,6 % en 2020.

Un autre élément impactant notre scénario porte sur nos hypothèses de productivité, et plus largement sur le partage de la valeur ajoutée. Comme nous venons de l'indiquer précédemment, les entreprises n'ont que partiellement ajusté le volume d'heures travaillées au ralentissement de la demande. La productivité du travail a sensiblement ralenti et s'est éloignée de sa tendance de long terme alors que le taux de chômage reste élevé. Il est encore trop tôt pour que le cycle de productivité se retourne à la baisse. Dès lors, les entreprises devraient redresser leur productivité et la ramener vers sa moyenne, voire la dépasser fin 2021. La productivité horaire devrait évoluer au rythme de 1,2-1,3 % les prochaines années. Ce scénario pèsera sur la dynamique de l'emploi qui devrait encore ralentir : 1,7 % en 2019, 1,1 % en 2020 et 0,8 % en 2021. Ceci n'empêchera pas la baisse du taux de chômage, d'autant que la population active ne devrait plus augmenter. Le taux de chômage atteindrait 12,1 % fin 2021. Les salaires, dont les revalorisations sont restées jusqu'alors très modérées, devraient progresser plus vite. Plusieurs facteurs d'explication : tout d'abord, la reprise de la productivité du travail et la baisse du taux de chômage pousseront les salaires à la hausse, ensuite, la revalorisation du salaire des fonctionnaires et enfin la hausse de 22,3 % du salaire minimum interprofessionnel (SMI) à partir du 1^{er} janvier 2019 qui passe de 735 euros à 900 euros sur 14 mois (soit 858 euros à 1050 euros par mois sur 12 mois) mais dont les effets attendus sur

l'emploi et les salaires devraient être négligeables. Cette hausse accélère un mouvement déjà engagé depuis 2017 qui visait à porter le SMI à 850 euros par mois en 2020 : le SMI a augmenté de 8 % en 2017 et 4 % en 2018 et devait encore progresser de 5 % et 10 % les deux années suivantes. L'objectif vise désormais à atteindre 1 000 euros sur 14 mois (1 165 euros sur 12 mois) en 2020. En plus de lutter contre la pauvreté, cette forte revalorisation était d'obtenir le soutien des élus à l'Assemblée¹⁴. Les travailleurs les plus concernés sont ceux qui ne sont pas couverts par des conventions collectives, les travailleurs familiaux et les saisonniers. Selon une étude de la Banque d'Espagne basée sur l'enquête Muestra Continua de Vidas Laborales de 2017¹⁵, 6,2 % des travailleurs seraient concernés par cette hausse (notamment dans l'agriculture et les services marchands), dont 12,7 % pourraient perdre leur emploi, soit un impact de 0,8 % sur l'emploi total. Les salaires augmenteraient en moyenne de 0,8 %, et la masse salariale resterait stable. Néanmoins, les résultats concernant l'impact sur l'emploi et les salaires ne font pas consensus: selon la Fedea¹⁶, il est difficile de conclure mais les effets devraient être faibles.

Dans ce contexte, la consommation des ménages devrait continuer de tirer la croissance. Les achats de biens durables largement perturbés en 2018 en raison des changements de normes antipollution sur les nouveaux véhicules devraient repartir. Le taux d'épargne pourrait baisser encore très légèrement. L'investissement des entreprises a été également très affecté par les achats de matériels de transport (qui expliquent plus de 60 % de la hausse de 4,4 % au deuxième trimestre sur un trimestre et la totalité de la baisse des troisième et quatrième trimestres). Celui-ci devrait également reprendre sa trajectoire plus en lien avec la demande dès 2019. Le taux d'investissement global (bâtiment compris) devrait baisser néanmoins en 2020. En 2018, les entreprises, principalement dans l'industrie, ont rencontré un net resserrement de leurs carnets de commande à l'exportation. En prévision, le ralentissement du commerce international devrait perdurer encore au premier semestre 2019 et laisser place à une reprise des exportations. Pour autant, l'avantage de compétitivité qu'avait eu

14. Le SMI brut espagnol est l'un des plus bas d'Europe : 40 % du salaire médian en 2017 (contre 62 % pour la France). Source : « Panorama des salaires minimaux dans les économies avancées », *Trésor Eco*, n° 236, février 2019.

15. Un análisis del impacto de la subida del salario mínimo interprofesional en 2017 sobre la probabilidad de perder su empleo, *Documentos Ocasionales*, n° 1902, Banco de España.

16. APUNTES – 2018/02 Aumento del salario mínimo: datos para el debate, Florentino Felgueroso y Marcel Jansen, FEDEA.

l'Espagne jusqu'en 2016 semble épuisé. Les prix de valeur ajoutée augmentent plus vite en Espagne qu'ailleurs et l'impact plus fort qu'ailleurs des bas prix du pétrole ne suffira pas à inverser la hiérarchie. Les parts de marché devraient se réduire. La contribution du commerce extérieur sera négative.

Royaume-Uni : 10 Drowning Street

Dans la soirée du 10 avril, les Vingt-Sept ont accordé un nouveau sursis aux Britanniques, évitant ainsi une sortie sans accord (*hard Brexit*) le 12 avril. La date butoir est désormais fixée au 31 octobre 2019. Si aucun accord n'est trouvé d'ici le 22 juin et les élections européennes non organisées, le Royaume-Uni serait conduit à un départ forcé le 1^{er} juin. L'hypothèse que nous avons retenue dans notre scénario central est celle d'un *soft Brexit* caractérisé par une période de transition pendant laquelle le Royaume-Uni et l'UE bâtissent les contours de leur nouveau partenariat. Nous supposons par là qu'un accord est trouvé avant la fin du troisième trimestre 2019 et que l'incertitude, toujours présente à ce moment, se dissipe peu à peu à l'horizon de notre prévision. Le risque d'une sortie sans accord ne pouvant être écarté, l'encadré 2 dans la synthèse internationale résume les différentes évaluations du *hard Brexit* disponibles à ce jour.

L'activité britannique poursuit son ralentissement initié en 2015, passant d'une croissance de 3,1 % en 2014 à 1,4 % en 2018, retournant ainsi sur sa trajectoire potentielle. L'accumulation de stocks a été le moteur principal de la croissance cette année, tandis que le commerce extérieur n'a pas su tirer profit d'une amélioration de la compétitivité-prix. La demande intérieure hors stocks a connu un ralentissement marqué, causé par un essoufflement de la consommation et un repli de l'investissement, en particulier productif. Dans un contexte pourtant marqué par un chômage au plus bas depuis 1975, les multiples incertitudes entourant le départ du Royaume-Uni de l'UE ont déjà commencé à produire leurs effets négatifs. Ceux-ci se matérialiseraient de façon plus franche en 2019, avec une croissance qui tomberait à +1 %. Une fois l'incertitude levée et l'attentisme des entreprises dissipé, la demande intérieure retrouverait son dynamisme, tirée par le retour de l'investissement et une hausse de l'emploi. Le commerce extérieur resterait le point noir du Royaume-Uni avec une baisse continue des parts de marché des entreprises exportatrices. L'économie retournerait

sur son sentier de croissance potentielle en 2021, à raison d'une accélération d'environ 0,2 point par an de l'activité.

Des effets contrastés de l'annonce du Brexit sur les composantes de la demande intérieure

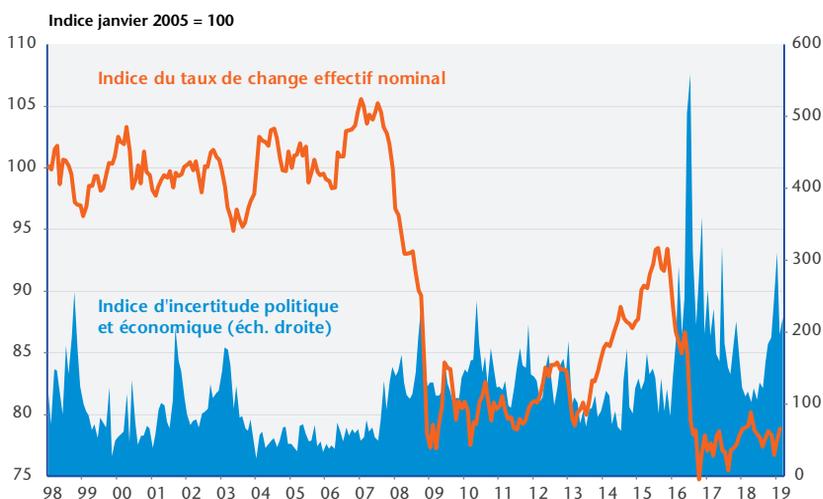
Alors même que le Royaume-Uni n'est pas encore sorti de l'UE, l'impact du Brexit s'est d'ores et déjà reflété dans la faiblesse de l'investissement des entreprises (voir encadré 4) et la baisse du pouvoir d'achat des ménages, certes amortie par celle du taux d'épargne. La dépréciation de la livre et l'incertitude politique et économique, sont les principaux vecteurs des récents développements de l'économie britannique (graphique 15). La livre sterling a perdu 7,8 % de sa valeur en termes effectifs depuis l'année 2015, et presque un point de plus vis-à-vis de l'euro et du dollar américain. L'incertitude économique et politique peut être synthétisée par un indicateur calculé sur la base du nombre d'occurrences des termes i) liés à l'incertitude, qu'elle soit économique ou politique, ou plus généralement ii) faisant référence à la politique économique du Royaume-Uni, dans les articles de journaux¹⁷. Comme tout indice d'incertitude, celui-ci est fortement volatil. Il a enregistré un bond sans précédent au moment du référendum de 2016 et, depuis, est resté à des niveaux relativement élevés en comparaison historique.

L'investissement britannique a enregistré un repli de 0,2 % en 2018. Comptant pour un peu plus de la moitié, l'investissement des entreprises a enregistré une baisse sur les quatre trimestres de 2018 pour terminer sa course à -2,6 % en termes réels. Tous les postes, sauf un¹⁸, ont contribué négativement à l'investissement des entreprises, et tout particulièrement celui des transports et des biens d'équipements en repli de presque 10 % et 5 % sur l'ensemble de l'année. L'investissement des entreprises, sensible à la manière dont les chaînes de production sont approvisionnées, ont subi des coûts d'intrant plus élevés en raison de la dépréciation de la livre. À cela s'est ajoutée la baisse du taux de marge observée au cours de l'année qui, toutes choses égales par ailleurs, a conduit à un moindre investissement de la part des entreprises. Ensuite, l'incertitude a pesé sur l'investissement

17. Parmi les onze journaux utilisés comme source, on retrouve notamment *The Financial Times*, *The Telegraph*, *The Times*, *The Guardian*, etc. Pour plus de détails sur la construction de ce genre d'indice, voir Baker, Bloom et Davis (2016) dans un article publié dans le *Quarterly Journal of Economics*.

18. Il s'agit de l'investissement dans les bâtiments et structures (AN.112), soit les bâtiments autres que des logements et les aménagements de terrains.

Graphique 15. Incertitude politique et économique et livre sterling



Source : Indice EPU (Baker, Bloom & Davis, 2018), <http://www.policyuncertainty.com/> et Banque d'Angleterre.

(encadré 4) générant l'attentisme des entreprises sur les relations futures du Royaume-Uni avec l'UE, d'autant plus qu'une part non négligeable du commerce se fait avec les pays de l'Union : en 2014, 53,2 % des importations britanniques étaient européennes tandis que 38,9 % des exportations étaient à destination du continent (source : WIOD). Enfin, le Brexit a détérioré l'attractivité du Royaume-Uni avec pour conséquence un détournement des investissements directs étrangers (IDE) vers d'autres pays compte tenu de l'incertitude sur les conditions d'accès futures au marché européen. La majorité des études trouvent un effet positif de l'appartenance à l'UE sur les flux entrants d'IDE, de l'ordre de 14 % à 38 %. Dans le cas plus spécifique du Royaume-Uni, Serwicka et Tamberi (2018) trouvent que les flux d'IDE dans le pays auraient été 19 % plus importants si le Brexit n'avait pas été voté. Un des principaux problèmes liés à la baisse des IDE est la moindre opportunité à favoriser les gains de productivité alors même que la faiblesse de la productivité du travail au Royaume-Uni est source d'inquiétudes outre-Manche.

Encadré 4. L'investissement des entreprises pénalisé par le Brexit

L'investissement des entreprises peut être expliqué par un modèle à correction d'erreur¹⁹. Celui-ci, utilisé pour les prévisions de l'investissement des entreprises non financières au Royaume-Uni, bénéficie d'un ajustement pouvant être considéré comme « correct » au regard de son pouvoir explicatif (le coefficient de détermination ajusté est égal à 85 %) sur la période pré-référendum (1987T2 – 2016T2). Les résultats de l'estimation sont présentés dans le tableau 3.

Tableau 3. Résultats du modèle à correction d'erreur sur l'investissement des sociétés non financières britanniques entre 1987T2 et 2016T2

Force de rappel	-0,079 [-3,10]**
Élasticités de long terme	
Coût réel du capital	-0,20 ^a
Taux de marge	0,58 (1,12)
Élasticités de court terme	
D VA marchande – 1	1,46 (4,42)***
D Taux d'investissement -1	0,09 (2,01)***
Variables indicatrices	99T3T4, 00T2T3, 2003T2, 2005T2T3, 2007T4, 2008T1, 2012T2
R ² ajusté	0,85
SER / SSR	0,026 / 0,076
Normalité	JB = 0,16 [p > 0,92]
Arch(4)	LM = 3,00 (p > 0,55)
LM(1)/LM (4)	[p > 0,19] / [p > 0,23]

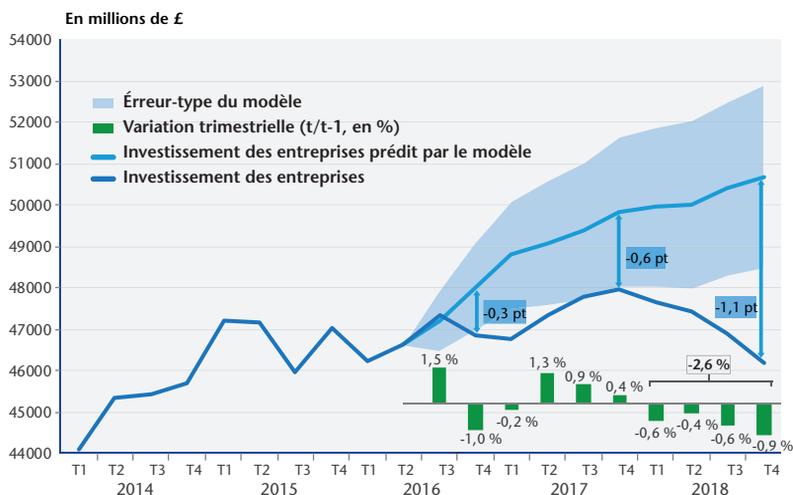
Note : entre parenthèses le T de Student associé aux coefficients estimés. Entre crochets, la p-valeur des tests sur les résidus du MCE. ** : significativité au seuil de 10% avec un seuil de test pour la significativité de la force de rappel donné par Ericsson et MacKinnon (2002). ^a Ce coefficient a été fixé de façon à être cohérent avec celui estimé dans l'équation d'emploi du Royaume-Uni.

Si nous simulons la trajectoire de l'investissement après le référendum de 2016 (représenté en bleu clair sur le graphique 16), on remarque que celle-ci dévie des données d'investissement reportées par l'ONS (bleu foncé) de façon systématique²⁰. Ce résultat est conforme à ceux que l'on peut trouver dans la littérature récente montrant également que les modèles tendent systématiquement à surévaluer le taux d'investissement des entreprises britanniques depuis 2016 (voir Gornicka, 2018). D'environ 0,3 point de PIB fin 2016, l'écart n'a cessé de progresser en 2018 pour atteindre plus d'un point de PIB au dernier trimestre 2018.

19. Voir l'article de Ducoudré, Plane et Villemot (2015) dans la *Revue de l'OFCE*, n° 138.

20. Un léger décrochage est constaté en 2015, au moment où la loi sur le référendum a été adoptée.

Graphique 16. Une surestimation de plus d'un point de l'investissement au quatrième trimestre 2018



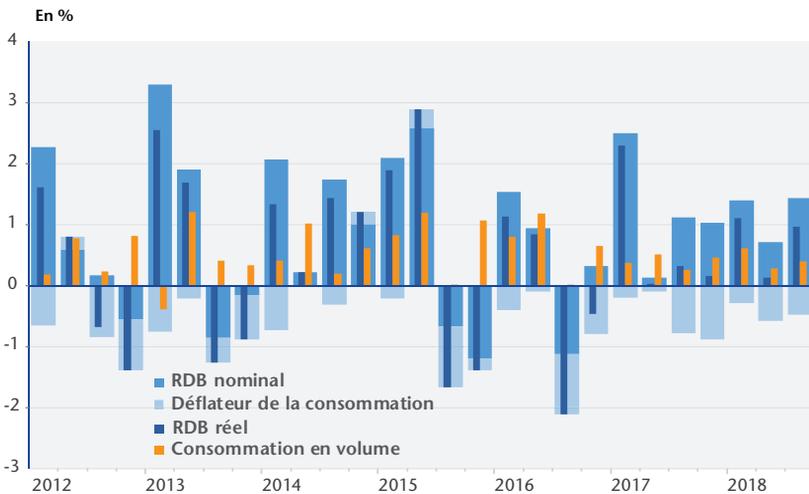
Source : Calculs OFCE.

Comment expliquer ce décrochage ? Nous interprétons cette déviation comme l'effet de l'incertitude liée au Brexit, en particulier celle sur les modalités commerciales futures entre le Royaume-Uni et l'UE. Près de la moitié des échanges extérieurs britanniques sont en provenance ou à destination du marché unique. Bien que l'inclusion d'un indicateur d'incertitude (EPU, voir Bloom *et al.*, 2007) dans l'équation d'investissement n'ait pas permis de l'identifier clairement, plusieurs études sur des données d'entreprises britanniques vont dans ce sens (Bloom *et al.*, 2018). Tout d'abord, les périodes d'incertitude accrue ont évolué de pair avec un investissement significativement plus bas après la crise de 2008 (Smietbanka, Bloom et Mizen, 2018). Dans un scénario sans référendum (pas de Brexit), le passage à un régime avec des tarifs douaniers renégociés (de façon générale) aurait eu pour effet i) de diminuer le nombre d'entreprises entrant sur le marché européen et d'en augmenter le nombre de sorties (Crowley, Exton et Han, 2019) ; ii) de peser sur l'investissement des entreprises à la perspective de tarifs douaniers similaires à ceux prévalant sous les règles de l'OMC (Gornicka, 2018).

La consommation des ménages est restée robuste au regard de l'évolution du revenu disponible réel depuis 2016, cette dernière ayant été atténuée par l'inflation importée alors que les salaires ont fait preuve d'un regain de dynamisme depuis 2016 (+ 0,8 % en moyenne chaque trimestre) dont une petite partie pouvant être expliquée par la mise en place du salaire national de subsistance (National Living Wage,

NLW), qui concernait près de 7 % des travailleurs au Royaume-Uni en 2016²¹. Fin 2018, les salariés dans le secteur marchand ont vu leur salaire nominal progresser de 3,5 %. En termes réels, la progression du salaire a ralenti du fait de la transmission de la dépréciation de la livre depuis 2016 au déflateur de la consommation. Alors que l'orientation négative de l'indicateur de confiance des ménages (GfK) depuis 2016 aurait dû aller de pair avec une augmentation de l'épargne de précaution, ces derniers ont maintenu un rythme de consommation en moyenne supérieur à celui de leur revenu (mais néanmoins historiquement inférieur) une fois pris en compte l'effet du déflateur de la consommation (graphique 17). Cela s'est fait au détriment du taux d'épargne, passé de 7,9 points du revenu disponible brut à seulement 4,4 points en moyenne entre 2016 et 2018.

Graphique 17. Évolution du pouvoir d'achat du revenu et de la consommation



Note : Le champ retenu ici comprend également les ISBLSM.

Source : ONS, calculs OFCE.

21. La mise en place en avril 2016 du salaire minimum des adultes a contribué à soutenir la hausse des bas salaires si l'on se réfère aux travaux du NIESR pour la Commission des bas salaires (Low Pay Commission). En utilisant la méthode de doubles différences, les auteurs de l'étude montrent que l'introduction du salaire minimum a engendré une hausse significative des salaires. En outre, elle est estimée entre 4,1 et 6,9 points de pourcentage pour les salaires les plus bas (compris entre l'ancien salaire minimum et 0,5% au-dessus) en 2016. En termes d'incidences sur l'emploi, les effets ne sont pas significatifs, à l'exception du maintien dans l'emploi des femmes à temps partiel qui s'est avéré plus difficile (Aitken *et al.*, 2019).

Par ailleurs, le rapport de la Commission indique que ce sont les travailleurs situés entre les 2^e et 10^e déciles de la distribution des salaires qui profitent de la mise en place du NLW, avec un pic entre les 2^e et 8^e déciles.

L'emploi a accéléré en 2018 (+ 1,4 %), avec 473 000 emplois supplémentaires pourvus dont 32 000 dans le secteur public, une première depuis 2009²². Le taux de chômage a baissé tout au long de l'année pour finalement s'élever à 3,9 % de la population active dans un contexte où le taux d'emploi atteint un niveau record : il s'élève à 76,1 % des personnes en âge de travailler en janvier 2019 contre 75,3 % un an plus tôt.

L'indice des prix à la consommation a ralenti en fin d'année et s'est stabilisé légèrement au-dessus de la cible de la Banque d'Angleterre à +2,3 % en rythme annuel, soit 0,7 point de moins qu'en 2017. La baisse des prix énergétiques a contribué pour une large part à ce ralentissement : le prix du Brent, une fois converti en livres, a reculé de 5 % en fin d'année. La mesure la plus pertinente pour prendre en compte le pouvoir d'achat des ménages est le déflateur de la consommation²³. Sa hausse s'est accélérée tout au long de l'année, en lien avec la dépréciation de la livre²⁴ et un renforcement de la dynamique des salaires.

La baisse de la valeur de la livre n'a pas bénéficié au commerce extérieur britannique en 2018, la balance commerciale s'est dégradée tout au long de l'année, le déficit est passé de 1 % du PIB au premier trimestre à presque 1,8 % en fin d'année et le commerce extérieur a contribué à hauteur de -0,7 point au PIB : le phénomène de courbe en J ne s'est donc pas manifesté²⁵. La littérature montre que l'élasticité-prix des exportations²⁶ est faible au Royaume-Uni : elle oscille entre 0 et -0,2. Autrement dit, pour toute dépréciation de 10 % de la livre, les exportations augmenteraient de 2 % au maximum. Par ailleurs, il est également montré que les volumes échangés répondent davantage à

22. Entre 2010 et 2017, le nombre d'emplois dans le secteur public a diminué en moyenne de 140 000 par an.

23. Voir le chapitre 5 « La désinflation importée » pour une définition des différentes mesures de l'inflation.

24. La livre s'est dépréciée de quelques 2,7 % par rapport à l'ensemble de ses partenaires commerciaux.

25. En considérant que les volumes échangés ne s'ajustent pas immédiatement après une dépréciation, l'effet négatif induit par le renchérissement des importations dégrade dans un premier temps la balance commerciale (effet-prix). À mesure que les comportements s'ajustent ainsi que les quantités échangées (effet-volume), la balance commerciale s'améliore. Une fois l'ajustement terminé, l'effet-prix l'emporte sur l'effet-volume, le séquençage des différents effets peut se représenter par une courbe en forme de J. On trouve également ce mécanisme sous le terme de « conditions de Marshall-Lerner ». Pour le Royaume-Uni, voir Hooper *et al.* (2000), Barrell *et al.* (2006) et le document du NIESR intitulé « Trade elasticities and the depreciation of sterling », 2016 (disponible pour les utilisateurs du NiGEM).

26. Comme le taux de change nominal est un des déterminants des prix à l'exportation et à l'importation, il est possible ici d'étendre les résultats liés à l'élasticité des exportations au prix à l'élasticité des exportations au taux de change.

une variation de la demande : les exportations en volume augmenteraient entre 0,5 % et 1,1 % pour chaque 1 % de demande supplémentaire. En l'occurrence, la demande adressée au Royaume-Uni a décéléré cette année (de + 3,6 % en 2017 à + 2,8 % en 2018) et a été atone au dernier trimestre.

2019 : contrecoup en début d'année

La demande intérieure hors stocks connaîtra un coup d'arrêt au premier trimestre 2019, les seules contributions positives étant permises par le secteur public, qu'il s'agisse de l'investissement ou de la consommation. Les enquêtes Markit montrent une forte propension au stockage de la part des industriels et des ménages sur les deux premiers mois de l'année, elle serait l'unique contribution positive au premier trimestre tandis que l'inverse se verrait au niveau du commerce extérieur. L'investissement resterait en repli au premier semestre 2019 avant de se redresser dans un contexte où les entreprises investiraient pour adapter la logistique de leurs chaînes de production, ou encore pour renouveler le capital existant. D'après une étude conduite en fin d'année 2018 par la Banque d'Angleterre, sur un échantillon d'entreprises de tous les secteurs²⁷, seul un tiers d'entre elles avait modifié leur stratégie pour tenir compte du Brexit tandis que la majorité ne comptait pas ou n'avait pas encore adapté leur stratégie.

L'emploi connaîtra en 2019 une certaine atonie, en cohérence avec la fermeture du cycle de productivité. Malgré une population active en moindre progression, le chômage concernera 4,1 % de la population active soit une légère augmentation par rapport à 2018. Dans ce contexte, les salaires nominaux seront moins dynamiques qu'en 2018. Les bas salaires progresseront toutefois plus rapidement du fait d'une augmentation de 4,9 % du salaire minimum (passant de 7,83£ à 8,21£ par heure pour les travailleurs âgés de 25 et plus), effective depuis le 1^{er} avril 2019. Le taux d'épargne se stabiliserait à son niveau de fin d'année 2018 : 4,8 % du RDB.

Compte tenu des incertitudes toujours présentes pour les trois prochains trimestres et de la baisse de la demande adressée au pays du fait du ralentissement du commerce mondial, le commerce extérieur freinera la croissance de l'économie britannique en 2019.

27. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/agents-summary/2018/agents-survey-on-preparations-for-brexit>

Du côté des finances publiques, la hausse des impôts collectés et les bas taux d'intérêt sur les obligations du Trésor ont permis une baisse du déficit public tout au long de l'année 2018 : de 2 % du PIB au premier trimestre 2018, il est passé à 1,5 % au troisième trimestre. Sur les dix mois de l'année fiscale 2018/19, le déficit se situe 19 milliards de livres en-deçà de son niveau un an plus tôt. La dette publique atteindrait 85,5 % du PIB soit 0,4 point de moins que l'année précédente.

L'issue positive d'un accord trouvé entre le Royaume-Uni et l'UE engendrerait un regain d'intérêt pour la livre qui s'apprécierait limitant ainsi l'inflation importée. Dans un tel scénario, où la cible d'inflation ne serait pas atteinte (une différence de 0,3 point en 2019 avec une cible à 2 %), la Banque d'Angleterre débiterait la normalisation de sa politique monétaire à la fin de l'année 2019 seulement.

2020-2021 : retour vers le potentiel

À partir de 2020, il n'y a pas de choc positif affectant le PIB britannique, les politiques monétaires et budgétaires restent restrictives mais les chocs ayant joué négativement sur la croissance en 2019, tels que l'incertitude liée au Brexit, le ralentissement du commerce mondial, se dissipent. Au final, entre 2020 et 2021, l'économie retourne sur sa trajectoire de croissance potentielle.

À l'horizon de notre prévision, la demande intérieure hors stocks reste le principal moteur de la croissance, tirée par une consommation des ménages de plus en plus dynamique, grâce à une hausse de l'emploi et une baisse du chômage. Les négociations sur la relation future entre le Royaume-Uni et l'UE permettent aux entreprises de poursuivre leur adaptation à la nouvelle configuration des échanges, ce qui se reflète dans l'investissement des entreprises qui laissent leurs marges inchangées.

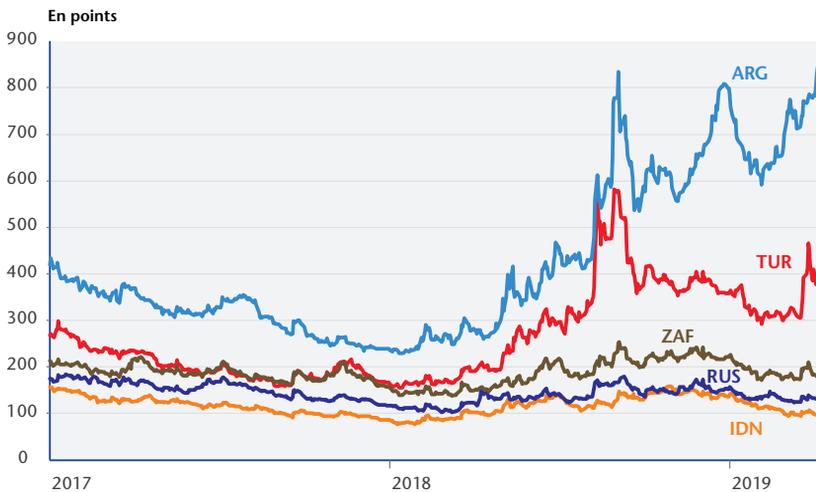
Bien que la demande adressée aux entreprises britanniques accélère au cours de ces deux années, le manque d'investissement des années précédentes pèse sur leur compétitivité : la perte de parts de marché se reflète dans la contribution du commerce extérieur, négative en 2020 et nulle l'année suivante.

La consolidation budgétaire est toujours de rigueur sur l'horizon de la prévision mais les effets des mesures passées et contemporaines n'ont qu'un effet marginal attendu sur le PIB (-0,1 point en 2020 et 0 point en 2021).

Pays émergents : toujours dans la résilience

La croissance des économies émergentes a légèrement baissé en 2018, sous le poids notamment de la Chine et la Turquie. L'environnement international a été peu porteur et la normalisation des politiques monétaires dans les économies avancées couplée à la préférence des investisseurs pour la qualité ont réduit les flux de financement en direction des pays émergents. Dans ce contexte, ces derniers ont plutôt bien résisté. Malgré la défiance persistante vis-à-vis de la Turquie et celle, plus récente, vis-à-vis de l'Argentine (sans parler du Venezuela), les tensions observées à l'automne dernier à l'égard des autres pays exposés sont retombées (graphique 18). Pour autant, la situation reste différente entre les grandes zones émergentes, selon leur ouverture au commerce mondial, leur dépendance aux marchés des capitaux et les marges de manœuvre dont ils disposent en termes de politique économique pour accompagner leur croissance. Ainsi, l'Asie en développement semble, malgré le ralentissement chinois, plutôt bien résister à la dégradation des échanges. Pour l'Amérique latine par contre, soumise en 2018 (en 2019 pour l'Argentine) à l'incertitude due aux élections présidentielles dans plusieurs pays, la croissance est affectée par la poursuite de l'ajustement des finances publiques et les prix bas des matières premières.

Graphique 18. Prime de CDS à 7 ans



Source : Eikon Thomson Reuters.

Asie : une croissance altérée

Les économies asiatiques, très dépendantes du commerce mondial, risquent de connaître dans les années à venir une croissance légèrement en baisse en raison du différend commercial entre la Chine et les États-Unis. En effet, l'impact des pressions américaines sur les exportations chinoises pourrait se répercuter sur tout l'Est du continent asiatique. Après une année faste en 2017, la situation économique s'est dégradée en 2018 y compris en Chine du fait la dépréciation générale des devises émergentes face au dollar (plan de relance, baisse d'impôts, déréglementation bancaire, mesures protectionnistes, autant des mesures annoncées et répétées qui rendent le dollar de plus en plus robuste). Ce choc de change est essentiellement dû aux sorties nettes de capitaux liées à la remontée des taux d'intérêt américains. La résurgence de l'inflation, conjuguée à ces pressions baissières sur les devises et à la reprise de la hausse des prix des matières premières, a entraîné un durcissement des politiques monétaires qui devrait se poursuivre à l'exception de la Chine et de l'Inde. La dépréciation du yuan, la devise chinoise, compense toutefois l'impact négatif du protectionnisme de Donald Trump, soutenant ainsi la compétitivité des firmes exportatrices.

Dans une situation marquée par des incertitudes économiques, les économies asiatiques ont connu une amélioration solide et constante de leur compétitivité et ont activement encouragé le processus d'intégration.

Si l'Asie va rester le moteur de la croissance de l'économie, la croissance chinoise devrait tomber à +6,2 % cette année, contre +6,5 % en 2018, en raison de la poursuite de rééquilibrages intérieurs et extérieurs. Dans son ensemble, l'Asie enregistrerait une croissance de +5,8 %. Seule l'Asie du Sud ferait mieux, Inde en tête, avec +7,5 % en 2019 contre +7,4 % en 2018, l'activité étant soutenue par la consommation et l'investissement.

La croissance économique de la Chine a ralenti à 6,5 % en 2018, affectée par la faiblesse de la demande intérieure, la guerre commerciale avec les États-Unis et la chute du yuan (la monnaie chinoise dégringole, tombant à son plus bas niveau depuis un an). La croissance a été ramenée à son plus bas niveau depuis 30 ans. Cette modération devrait se poursuivre en 2019. Les politiques visant à réduire les vulnérabilités financières et les risques de bulles d'actifs pèsent sur l'activité. Le ralentissement dans le secteur industriel s'est accentué en fin

d'année, face au recul de la demande. L'administration Trump a imposé des droits de douane sur 250 milliards de dollars d'importations chinoises en 2018 et avait menacé de taxer l'ensemble des importations en 2019. La trêve annoncée fin 2018 et la perspective d'un accord entre les deux pays réduisent cependant le risque d'escalade. Les mauvaises performances des exportations (-4,4 % en 2018 contre + 10,7 % en 2017) et des ventes de détail (+3,3 % en 2018, contre +9,3 % en 2017), en particulier dans le secteur automobile, assombrissent les perspectives à court terme.

Après avoir souffert de la démonétisation en 2017 (en novembre 2016, tous les billets de 500 et 1 000 roupies ont été immédiatement retirés de la circulation), les Indiens ont reçu des nouveaux billets ou ont été crédités sur leurs comptes bancaires après avoir déposé les anciens billets en banque. Les nouveaux billets sont différenciables des anciens par leur apparence, leur taille et leur couleur. L'objectif de cette mesure phare du premier ministre était de lutter contre la corruption et l'argent sale, qui sert au financement des activités illégales (notamment du terrorisme), qui a ralenti la consommation des ménages, perturbé l'activité des PME et augmenté le chômage dans les zones rurales faute de pouvoir payer les salaires en espèces. Depuis la réforme, la croissance indienne accélère et le PIB devrait progresser de +7,4 % au cours de l'exercice 2018/19, contre + 6,9 %, en dépit de la hausse des prix du carburant et d'une dépréciation de la monnaie qui alimentent l'inflation (+3,3 % en 2017 contre +5,5 % en 2018). En 2018, l'économie indienne a bénéficié du dynamisme de sa demande intérieure (+8,5 % en 2018 contre +7,1 % en 2017), grâce à une bonne mousson, à un rebond des investissements (+11,1 % en 2018 contre +7,7 % en 2017) et de la consommation des ménages (+7,0 en 2018 contre +6,2 en 2017).

La croissance de la Corée du Sud a atteint 2,7 % en 2018 après 3,1 % un an plus tôt, son plus faible taux depuis six ans. L'activité a été soutenue par la consommation des ménages (+2,9 % en 2018 contre +2,1 % en 2017), les exportations (+4,1 en 2018 contre +1,9 en 2017) et les dépenses publiques. L'investissement privé a fortement baissé, de 2,1 %, bien loin de la hausse de 8,6 % en 2017. Le recul est particulièrement sensible dans la construction, où il a atteint - 3,7 % (après une progression de 7,6 % un an plus tôt). L'activité a ralenti dans l'industrie. Seul le secteur des services a résisté. Le gouvernement doit faire face à un chômage croissant chez les jeunes atteignant quasiment 9,0 % en 2018.

L'économie philippine reste l'une des plus dynamiques d'Asie, avec des taux de croissance équivalents à ceux de la Chine. La croissance a été de 6,1 % en 2018 et devrait atteindre +6,2 % en 2019, contre +6,7 % en 2017. Cette forte croissance est due à des investissements massifs (+14,3 % en 2018 après +9,4 % en 2017), en particulier en infrastructures grâce au programme « Construire, construire, construire », un programme de 160 et 180 milliards de dollars en six ans.

Après deux années de ralentissement de la croissance économique et une forte dépréciation du ringgit malaisien par rapport au dollar américain (-25 %), la Malaisie a connu une forte croissance en 2017, à +5,9 %. En 2018, l'activité économique demeure solide bien qu'elle ralentisse (+4,7 %). Cela résulte de la réduction des investissements publics (+1,4 % en 2018 contre +6,2 % en 2017) et des exportations (+1,4 % en 2018 contre +9,4 % en 2017). Elle reste néanmoins soutenue par la consommation des ménages (+8, % en 2018 contre +7,0 % en 2017).

L'Indonésie a vu son activité économique légèrement accélérer en 2018 (+ 5,2 % sur l'année), portée notamment par la consommation des ménages (+5 %, comme en moyenne sur les trois dernières années).

Les économies asiatiques, très tournées vers l'exportation, commencent à sérieusement souffrir de la guerre commerciale. C'est notamment le cas de Singapour où le PIB a progressé de 3,3 % en 2018 après 3,6 % en 2017.

Avec une croissance de +4,1 % pour 2018, la Thaïlande poursuit son redressement économique et reste une destination phare pour les investisseurs étrangers. L'économie est boostée par le tourisme et la hausse constante des arrivées touristiques en 2018 donne bon espoir au pays de pouvoir accueillir davantage de visiteurs dans les années à venir.

Asie de l'Est et Pacifique : le rythme de croissance de la région Asie de l'Est et Pacifique demeure l'un des plus élevés des régions en développement. L'expansion économique devrait toutefois fléchir à 5,8 % en 2019-2020, dans l'hypothèse d'une part d'une modération de la demande et des échanges internationaux, et d'autre part d'un resserrement progressif des conditions de financement à l'échelle mondiale. Le PIB chinois croîtra de 6,2 % en 2019, en léger repli par rapport au score réalisé en 2018 (6,5 %). Alors que les États-Unis ont imposé des droits de douane sur 250 milliards de produits chinois, la Chine a annoncé

des mesures afin de soutenir davantage sa croissance. Il n'est pas question d'opter pour un grand plan de relance comme dans les années qui ont suivi la crise financière de 2008, mais plusieurs mesures seront mises en place : une baisse de 2 000 milliards de yuans (environ 260 milliards d'euros, soit environ 2 % du PIB) des impôts et des charges sociales sur les entreprises, une baisse de la TVA de 3 points (de 16 % à 13%) pour les produits industriels et d'1 point (de 10 % à 9 %) pour des secteurs tels que les transports et le bâtiment, une hausse des dépenses de l'État et des collectivités locales pour 2019 (+0,2 point du déficit budgétaire). Au total, le déficit sera porté à 2,8 % du PIB. Le budget militaire augmentera de 7,5 % cette année, une hausse inférieure à celle de l'an dernier (+8,1 %).

Le reste de la région connaîtra une croissance de 5,8 % en 2019, la résilience de la demande intérieure compensant les répercussions négatives du ralentissement des exportations.

L'Amérique latine : la grande perdante de la croissance

Depuis 2014, les économies des pays d'Amérique latine n'ont pas retrouvé leur dynamique de croissance antérieure. Sur la période 2003-2013 (hors 2009 qui a connu une baisse du PIB de 2,1 %), la croissance des six principaux pays de la région a été en moyenne de 4,4 % par an. Depuis 2014, elle se situe toujours en moyenne à 0,7 % et les prochaines années ne devraient pas connaître de rebond majeur. Cette faible croissance s'explique par la chute du prix des matières premières et le ralentissement du commerce mondial. En 2018, le prix des matières premières a continué de baisser et le commerce mondial a connu un nouveau fléchissement au deuxième semestre en lien avec le ralentissement de l'activité dans les économies avancées et en Chine. À cela, s'ajoutent désormais le resserrement des conditions de financement sur la scène internationale et la hausse du dollar qu'il suscite, la montée du protectionnisme aux États-Unis, et aussi les politiques budgétaires contra-cycliques menées dans un grand nombre de pays. En 2018, la croissance en Amérique latine a été de 1 %, marquée principalement par la chute de 18 % du PIB au Venezuela (qui contribue pour -0,45 point de PIB à la croissance régionale) et de 2,5 % en Argentine. En l'absence d'amélioration de la situation dans ces deux pays et d'un ralentissement attendu au Mexique et au Chili, elle devrait rester autour de 1 % encore en 2019. Les deux années suivantes par contre pourraient enregistrer une reprise de la croissance du fait de la stabilité retrouvée dans les grands pays, mais l'environnement interna-

tional resterait contraignant pour la zone et les ajustements budgétaires se poursuivraient.

En plus du Venezuela qui connaît une crise économique et politique majeure (le PIB par tête, mesuré en PPA a chuté de 50 % entre 2013 et 2018 !), l'Argentine est le pays qui demeure le plus fragile. Confronté à une crise de balance des paiements qui s'est transformée en crise de liquidité, le pays a dû se tourner en juin et à nouveau en septembre 2018 vers le FMI pour un prêt total de 57 milliards de dollars sur 3 ans, conditionné à la mise en place de réformes structurelles visant à stabiliser l'économie et retrouver l'équilibre budgétaire. Le solde budgétaire primaire doit revenir à l'équilibre dès 2019 et la croissance des agrégats monétaires, utilisée comme nouvel instrument de conduite de la politique monétaire, ramenée à 0. Cette stratégie d'ajustement a amplifié la récession déjà installée depuis le début d'année : le PIB a chuté de 1,2 % au quatrième trimestre, soit 6,5 % sur un an, et permis un arrêt de la tendance haussière des anticipations d'inflation après le pic de septembre, grâce notamment à la stabilisation du taux de change. Le déficit courant a été ramené à 2 % du PIB fin 2018 contre 5,6 % un an plus tôt.

Cette accalmie a néanmoins été de courte durée car l'incertitude est revenue début 2019. Le peso a reculé de 15 % face au-dollar entre fin janvier et début avril 2019 (soit 50 % sur un an) et les anticipations d'inflation de mars et avril sont reparties à la hausse. La Banque centrale a remonté de 4 points ses prévisions d'inflation pour 2019 à 36 % (après 47,6 % en 2018) et pris de nouvelles mesures dont l'extension jusqu'à fin 2019 de la période de stagnation de la base monétaire, initialement prévue pour s'arrêter fin juin 2019, et le renforcement de l'indépendance de la Banque centrale avec notamment l'inscription dans la loi de l'interdiction du financement monétaire du déficit public. Mais à la mi-avril, les *spreads* sur les titres de dette souveraine continuent d'augmenter et viennent de dépasser leur point haut de septembre 2018 de 900 points de base.

Ces tensions sont renforcées par l'incertitude entourant les élections présidentielles d'octobre 2019. La récession devrait se prolonger pendant plusieurs trimestres. Nous anticipons un recul de 3,3 % du PIB en 2019 suivi d'une stabilisation en 2020 et d'une reprise en 2021.

Au Brésil, la croissance reste faible. Depuis la récession de 2015-2016, le pays connaît une reprise timide : 1,1 % de croissance sur chacune des années 2017 et 2018, avec un ralentissement en fin 2018.

L'inflation, longtemps restée en dessous de la limite inférieure de la bande de fluctuation autorisée entre 3 et 6 %, est remontée vers 4 % en février dernier. Pour lutter contre le risque de déflation, les autorités monétaires ont maintenu le taux directeur à un niveau bas (6,5 %, après 14,25 % en septembre 2016), laissant les taux réels baisser autour de 2,5 % en début d'année 2019. La faiblesse de la croissance a été marquée en 2018 par plusieurs facteurs, dont notamment une grève des transporteurs routiers en début d'année et surtout les incertitudes qui ont entouré les élections présidentielles d'octobre, qui ont vu la victoire du candidat d'extrême droite Jair Bolsonaro. Au-delà d'une vision ultra-libérale et libre-échangiste de l'économie, avec notamment les perspectives de privatisations et la remise en cause des accords avec l'UE et le Mercosur, le défi auquel doit faire face le gouvernement est celui des finances publiques, car la dette ne cesse d'augmenter depuis 2015 (77,2 % du PIB fin 2018 contre 58,9 % fin 2014). En 2018, le besoin de financement du secteur public a légèrement baissé, passant de 8,9 % en 2017 à 7,3 % du PIB mais la charge d'intérêt représente encore 5,8 % du PIB. La réforme des retraites reste la pierre d'achoppement de l'ajustement budgétaire : le déficit des principales caisses de retraites aurait atteint 4,25 % du PIB en 2018. Un projet de réforme a été déposé au Congrès le 20 janvier 2019 par le nouveau gouvernement. Il propose d'introduire un âge minimum de départ à la retraite de 65 ans pour les hommes et 62 ans pour les femmes, et de faire passer la durée minimale de cotisations de 15 à 20 ans. Ce projet permettrait d'économiser quelques 270 milliards de dollars sur 10 ans (14,5 % du PIB). Si la politique budgétaire restait très restrictive en 2019 et au-delà, la politique monétaire devrait rester très accommodante compte tenu des anticipations d'inflation qui convergeraient vers la cible d'inflation visée par la Banque centrale. Les premières mesures du gouvernement ont pour l'heure rassuré les marchés. Les primes de risques sont restées faibles. Dans ce contexte, la croissance devrait se consolider dans les prochains trimestres et atteindre 2,5 % en 2021.

L'autre grand pays d'Amérique latine à avoir connu une croissance modérée en 2018 est le Mexique : 2 % en moyenne et 1,7 % sur un an en fin d'année. Mais à la différence des autres grands pays de la région qui ont du mal à consolider leur reprise, le Mexique avait bénéficié jusqu'alors d'une croissance robuste et inflationniste, soutenue par la reprise aux États-Unis. L'inflation avait dépassé la borne supérieure de la bande de 2 à 4 % fixée par la banque centrale. La politique moné-

taire est devenue restrictive et après avoir culminé à 5,7 % en septembre 2018, l'inflation a reflué, repassant sous la barre des 4 % en février 2019. En plus du caractère restrictif de la politique monétaire, l'activité a subi d'autres chocs en 2018, à la fois sur le front commercial et politique. La montée du protectionnisme aux États-Unis frappe au premier chef le Mexique avec la renégociation du Traité de l'ALENA et la guerre commerciale initiée par les États-Unis avec la hausse des droits de douanes sur les importations américaines d'acier et l'aluminium et suivie en mars dernier par celle portant sur les importations mexicaines sur plusieurs produits agricoles en provenance des États-Unis. L'année 2018 a été marquée par les élections présidentielles et l'arrivée au pouvoir le 1^{er} décembre du socialiste Andres Manuel Lopez Obrador (AMLO). Les marchés financiers sont restés très volatiles sur la période et les agences de notation ont émis le risque d'une dégradation de la note souveraine. Mais ils ont été rassurés avec la réaffirmation du gouvernement de respecter l'engagement du gouvernement précédent de maintenir les objectifs d'un excédent primaire de 1 % du PIB en 2019 et de 1,3 % en 2020. Pour financer les dépenses déjà annoncées (hausse de 16,2 % du salaire minimum à partir du 1^{er} janvier, hausse des microcrédits pour les agriculteurs, lancement d'un programme de grands travaux visant à soutenir l'emploi et stimuler la croissance), des coupes budgétaires supplémentaires de l'ordre de 2,2 % du PIB en 2019 et de 3 % en 2020, par rapport à l'ancien budget 2019 déjà voté, ont été adoptées par le nouveau congrès.

Pétrole : les États-Unis aux commandes

Au cours du dernier trimestre 2018, sous l'effet d'une abondante production américaine et d'un relâchement des quotas de l'OPEP, le cours du baril de Brent a chuté, passant de 81 dollars à 56 dollars entre octobre et décembre 2018. Il est ensuite modérément reparti sur un sentier haussier en janvier 2019 pour atteindre 66 dollars en mars 2019. En effet, les pays de l'OPEP ont fait marche arrière et réduit leur production. Mais c'est surtout le rôle des États-Unis qui apparaît décisif en ce début 2019, et qui déterminera l'avenir du marché pétrolier dans les années à venir. Les États-Unis ont un pouvoir de marché particulièrement fort *via* deux leviers. D'abord, grâce au pétrole de schiste, ils sont devenus le premier producteur de brut devant l'Arabie Saoudite et la Russie, ayant doublé leur niveau de production (brut et condensats) depuis 2010 ; entre février 2018 et février 2019, la production de

pétrole a bondi de plus de 2 millions de barils par jour (Mbj). Par ailleurs, étant donné le rôle stratégique du dollar dans les transactions et l'extraterritorialité de la loi américaine, les États-Unis ont un vrai pouvoir de sanction et de guerre économique. Ainsi, deux pays, l'Iran et le Venezuela, tombent actuellement sous le coup des sanctions américaines visant à réduire leur production. Certes, l'Arabie Saoudite reste un acteur majeur, capable d'augmenter sa production, mais elle ne peut pas compter sur le cartel de l'OPEP pour amplifier ses décisions car chacun y poursuit son intérêt particulier. En outre, étant donné la convergence des intérêts avec les États-Unis, notamment par rapport à l'Iran, les deux pays mènent une politique concertée. Pour 2019 et 2020, nous prévoyons un prix du Brent stable autour de 63 dollars (56 euros en 2019 et 52,6 euros en 2020), puis une légère augmentation en 2021 (et une légère baisse en euros, à 51,5 euros) sous l'effet de la dépréciation du dollar par rapport à l'euro. Pour les pays de l'OCDE, un léger déstockage aurait lieu en 2019, ramenant le niveau des stocks à la moyenne 2010-2017 (tableau A2).

Les risques haussiers sont liés à une insuffisante hausse de production, si l'impact des sanctions sur l'Iran et sur le Venezuela s'avère plus fort que prévu. D'autres zones d'instabilité pourraient également amputer la production (Libye, Nigeria).

Concernant les risques baissiers, le risque est plutôt du côté de la demande, moins forte qu'anticipé, et du côté du non-respect des quotas par les pays de l'OPEP, ce qui apporterait une offre supplémentaire sur le marché.

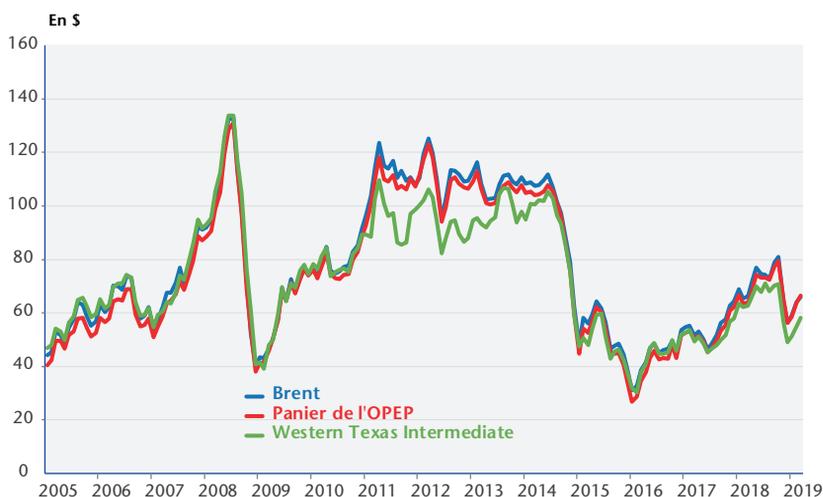
Octobre 2018-janvier 2019 : baisse des cours

Après une phase de hausse du prix du Brent, qui a culminé en octobre 2018 à 81 dollars le baril, le mouvement s'est brutalement inversé et le Brent a perdu 31 % de sa valeur entre octobre et décembre 2018 (graphique 19). L'explication de cette forte baisse est à chercher du côté de l'offre. En effet, la production américaine s'est révélée plus forte que prévu²⁸ : elle a augmenté de 1,6 Mbj en moyenne entre le premier et le deuxième semestre 2018. D'autre part, à l'issue de la réunion de l'OPEP du 23 juin 2018, les pays membres ont décidé de relâcher la contrainte de baisse de production décidée fin 2016, pour ramener le respect des engagements – systématiquement

28. Notamment grâce à la baisse du seuil de rentabilité du pétrole de schiste, qui se situerait aujourd'hui autour de 40-50 dollars le baril.

dépassés depuis novembre 2017 – à 100 %. Cette décision a été suivie d'effets : le respect des engagements est passé de 102 % en juin à 28 % en novembre 2018. Sur la même période, la production de l'OPEP a augmenté de 0,4 Mbj, malgré une baisse de 1,1 Mbj de l'Iran.

Graphique 19. Évolution du prix du baril



Source : EIA.

Début 2019 : le rebond

Depuis le début de l'année 2019, les cours du Brent se sont redressés. Ce rebond est imputable au comportement des producteurs de l'OPEP, qui représentent 35,4 % de la production mondiale depuis le départ du Qatar (encadré 5). Les membres de l'OPEP, de concert avec les pays associés, se sont réunis le 6 décembre 2018 : au vu des fondamentaux et pour éviter une baisse des prix, ils ont fait volte-face et décidé de réduire la production globale de l'OPEP de 0,8 Mbj (soit une réduction de 2,5 % de la production) par rapport au niveau d'octobre 2018, à compter de janvier 2019 et pour une période initiale de 6 mois. Des exemptions ont été accordées à l'Iran, au Venezuela et à la Libye. Quant à la Russie et aux pays associés, ils ont consenti une baisse de production de 0,4 Mbj. En janvier et février 2019, l'engagement a été respecté à 78 % par les pays de l'OPEP. L'Arabie Saoudite a déjà réduit sa production de 1 Mbj (par rapport à novembre 2018), à 10,0 Mbj.

Encadré 5. Le Qatar quitte l'OPEP

Le Qatar, qui avait rejoint l'OPEP en 1961, un an à peine après sa création, a quitté l'OPEP au 1^{er} janvier 2019. Ce retrait s'explique par plusieurs raisons. Le Qatar souhaite officiellement se recentrer sur ses ressources en gaz naturel : il est le premier producteur mondial de gaz naturel liquéfié qui représente 30 % du marché mondial, alors qu'il est un acteur modeste du marché du pétrole (à peine 0,6 % de la production mondiale). Officieusement, ce retrait est lié à la situation géopolitique tendue avec ses voisins : l'Arabie Saoudite, les Emirats arabes unis, Bahreïn et l'Égypte ont en effet déclaré, en juin 2017, un embargo terrestre, maritime et aérien sur le Qatar à cause d'un conflit à la frontière et d'autres frictions politiques (proximité avec l'Iran, soutien aux Frères musulmans, ...). Le Qatar ne représentant que 2 % de la production de l'OPEP, cette décision est donc surtout symbolique.

2019 à 2021 : un marché équilibré

À partir de 2019, nous anticipons un ralentissement de la demande mondiale de pétrole (respectivement 1,2 % en 2019, puis 1,1 % en 2020 et 2021, après 1,5 % en 2018), sous l'effet d'une baisse de croissance mondiale et d'une baisse continue de l'intensité énergétique (-1,9 % par an). En 2020, toute la demande supplémentaire proviendrait de la croissance des pays émergents (+1 Mbj chaque année entre 2019 et 2021), dont près de la moitié de la Chine (0,45 Mbj), alors que la demande des pays de l'OCDE devrait stagner.

Au niveau de la production, la production hors OPEP continuera d'être dynamique, grâce aux États-Unis, alors que celle de l'OPEP baisserait de 1,1 Mbj en 2019, pour se stabiliser en 2020. Nous faisons l'hypothèse du respect des engagements pris par l'OPEP le 6 décembre 2018, soit une baisse de 0,8 Mbj par rapport au niveau d'octobre 2018. Entre décembre 2018 et février 2019, les pays de l'OPEP ont déjà baissé leur production de 0,8 Mbj, dont 0,5 Mbj pour l'Arabie Saoudite. Nous considérons que ces engagements seront étendus au second semestre 2019 et en 2020. Cette baisse de production voulue se double d'une forte incertitude concernant la production de deux pays : Iran et Venezuela.

Par rapport au premier semestre 2018, la production iranienne de brut a baissé de 1,2 Mbj début 2019 sous l'effet des sanctions américaines entrées en vigueur en novembre 2018, conformément à nos anticipations (voir la partie « Stabilité sur fond de tensions

géopolitiques »). La prochaine salve de sanctions devrait débuter le 4 mai 2019. Alors que huit pays avaient été épargnés par l'accord de novembre 2018²⁹, nous faisons l'hypothèse qu'il sera partiellement étendu aux principaux importateurs de pétrole iranien, Chine, Inde, Corée du Sud et Japon, ce qui conduirait à une baisse de production de 0,25 Mbj supplémentaires³⁰. En effet, ramener les exportations iraniennes à zéro paraît peu réaliste, car les États-Unis veulent asphyxier l'Iran, mais sans pour autant déclencher un nouveau choc pétrolier.

À cela il faut ajouter la baisse de la production vénézuélienne qui s'est poursuivie depuis 2016, au rythme moyen de 0,12 Mbj par trimestre. Outre des capacités de production techniques dégradées, depuis le 28 janvier dernier, l'entreprise publique vénézuélienne PDVSA est visée par des sanctions américaines : elle peut continuer à vendre du pétrole aux États-Unis, mais l'argent est versé sur des comptes bloqués, ce qui s'apparente à un embargo. L'embargo touche ainsi les exportations vénézuéliennes à destination des États-Unis (0,5 Mbj en 2018), et les exportations de pétrole étatsuniennes vers le Venezuela³¹ (0,12 Mbj). Le Venezuela doit donc trouver de nouveaux débouchés pour son pétrole, notamment en Inde et en Chine, qui importent déjà 0,3 Mbj chacun de pétrole vénézuélien. Par ailleurs, à partir du 28 avril 2019, les compagnies pétrolières non américaines ne seront plus autorisées à commercer avec PDVSA en dollars, ce qui complique encore la donne. Nous inscrivons en prévision une baisse de la production vénézuélienne de 0,2 Mbj au deuxième trimestre 2019 en raison des problèmes de court-terme, puis d'un retour au niveau de février 2019 (soit 1 Mbj) à partir du troisième trimestre 2019. Cela étant, une plus forte baisse de production n'est pas à exclure, car les États-Unis pourraient intensifier les sanctions à partir d'avril, et instaurer des sanctions envers les pays qui continueraient à commercer avec le Venezuela, même sans utiliser de dollars dans les transactions.

D'autres pays de l'OPEP font face à des incertitudes quant à leur production. Pour la Libye, nous faisons l'hypothèse d'un maintien de la

29. En effet, les États-Unis avaient consenti une exemption pour huit pays (Chine, Inde, Italie, Grèce, Japon, Corée du Sud, Taiwan et Turquie) en raison de leur dépendance massive au pétrole iranien et à l'impact fortement haussier sur les prix de l'arrêt de la production iranienne.

30. Pour connaître la part de chacun de ces grands importateurs dans la production iranienne, on pourra se reporter à OFCE (2018), *Perspectives 2018-2020 pour l'économie mondiale, I.5. Stabilité sur fond de tensions géopolitiques*, Revue de l'OFCE, n° 159.

31. Le Venezuela produit un pétrole lourd, dont une partie a besoin d'être mélangée à des diluants avant d'être exporté ou consommé ; or ces produits diluants étaient jusqu'à présent importés des États-Unis.

production à 1 Mbj de 2019 à 2021, comme en 2018, malgré la guerre civile qui se poursuit. De même, nous maintenons en prévision la production au niveau de 2018 au Nigéria, malgré les violences dans le delta du Niger, qui ciblent les infrastructures pétrolières. Certes, l'Arabie Saoudite et les pays disposant d'une capacité de production excédentaire (Koweït et Emirats arabes unis) ont des capacités excédentaires, quoique limitées, évaluées par le département américain à l'énergie à 2,1 Mbj (février 2019). Cela étant, ils souhaitent en même temps maintenir le prix dans une fourchette de 70-80 dollars, par conséquent ils ne compenseront une perte de production que graduellement, et si le prix augmente au-delà du seuil de 80 dollars.

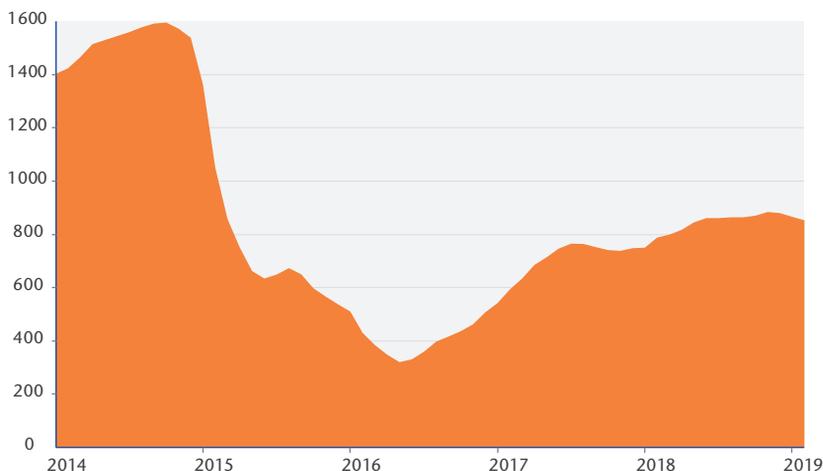
Les États-Unis, clef de voûte de la production

C'est la forte croissance de l'offre hors OPEP (États-Unis, Canada et Brésil notamment), qui va continuer à réguler la hausse des cours. Les États-Unis restent la clef de voûte de la production, mais nous inscrivons un ralentissement de la hausse de production en prévision. En effet, les tendances de production des nouveaux puits montrent un repli de la production dans les bassins Permian et Eagle Ford. Par ailleurs, on observe une stagnation du nombre de foreuses pétrolières en activité (graphique 20). Enfin, les dépenses d'investissement sont restées faibles : après avoir stagné en 2017, elles n'ont augmenté que de 4 % en 2018, et ne représentent plus que 17 % du prix du baril, soit la part la plus faible sur la période 2013-2018 d'après l'Agence Internationale de l'Énergie³². En 2019, nous anticipons un supplément d'offre de 1,3 Mbj aux États-Unis (essentiellement du champ Permian), de 0,3 Mbj au Canada, de 0,15 Mbj au Brésil, et de 0,1 Mbj au Kazakhstan. En 2020 et 2021, la production étatsunienne augmenterait de 0,8 Mbj chaque année. La production mondiale restera ainsi très dépendante de la production américaine.

Par ailleurs, après deux années de baisse depuis le point haut de juillet 2016, les stocks OCDE se sont stabilisés et représentent 93 jours de demande en décembre 2018. Nous inscrivons une légère baisse des stocks OCDE en 2019 de 50 millions de barils, jusqu'au niveau de la moyenne 2010-2017 fin 2019. Ainsi, les prix du baril de Brent se stabiliseraient autour de 63 dollars en 2019-2020 et 67 dollars en 2021.

32. EIA (2018), *Financial Review of the Global Oil and Natural Gas Industry: Third-Quarter 2018*, décembre.

Graphique 20. Nombre de foreuses pétrolières en activité



Source : EIA.

Références

- Aitken A., Dolton, P. et R. Riley, 2019, « The Impact of the introduction of the national living wage on employment, hours and wages », rapport pour la commission des bas salaires, National Institute for Economic and Social Research.
- Baker S. R., Bloom N. et S. J. Davis, 2016, « Measuring Economic Policy Uncertainty », *The Quarterly Journal of Economics*, 131 (4), pp. 1593-1636.
- Barrell, R., Choy, A. et S. Kirby, 2006, « Globalisation and UK trade », *National Institute Economic Review*, n° 195, pp. 63-68.
- Bloom N., Bond S. et J. Van Reenen, 2007, « Uncertainty and investment dynamics », *The Review of Economic Studies*, vol. 74, n° 2, 391-415.
- Bloom N., Bunn, P., Chen, S., Mizen, P., Smietanka, P., Thwaites, G. et G. Young, 2018, « Brexit and Uncertainty: Insights from the Decision Maker Panel », *Fiscal Studies*, vol. 39, n° 4, pp. 555-580.
- Crowley M., Exton O. et L. Han, 2019, « Renegotiation of Trade Agreements and Firm Exporting Decisions: Evidence from the Impact of Brexit on UK Exports », *CEPR Discussion Paper*, 13446.
- Ducoudré B., Plane M. et S. Villemot, 2015, « Équations d'investissement », *Revue de l'OFCE*, n° 138, 205-221.
- Forbes K., 2014, « The Economic impact of Sterling's recent moves: more than a Midsummer Night's Dream », Bank of England Speech, octobre.

- Gornicka L., 2018, « Brexit Referendum and Business Investment in the UK », *IMF Working Paper*, n° 18/247.
- NiGEM Team, 2016, « Trade elasticities and the depreciation of sterling », *NiGEM Observations*, n° 9, National Institute for Economic and Social Research.
- Sampognaro R., 2018, « Les effets de la politique budgétaire depuis 2008 dans six économies avancées », *Revue de l'OFCE*, n° 155.
- Serwicka I. et N. Tamberi, 2018, « Not backing Britain: FDI inflows since the Brexit Referendum », UK Trade Policy Observatory, *Briefing Paper*, n° 23.
- Smietanka P., Bloom N. et P. Mizen, 2018, « Business investment, cash holding and uncertainty since the Great Financial Crisis », Bank of England, *Staff Working Paper*, n° 753.

3. Le moteur chinois ralentit la berline allemande

La croissance économique s'est nettement affaiblie en Europe au dernier trimestre de 2018. Au même moment la production et les immatriculations de véhicules neufs subissaient un ralentissement très prononcé, attribué à l'entrée en vigueur de nouvelles normes anti-pollution. Cette conjoncture automobile renvoie à l'analyse du ralentissement économique de fin 2018, à son caractère transitoire ou non, et donc à la prévision de croissance.

L'analyse qui suit développe les causes du ralentissement des ventes d'automobiles (contraintes d'offre ? coup de frein brutal de la consommation ? ralentissement des exportations automobiles hors de l'UE ?) et permet de comprendre s'il existe une spécificité allemande ou s'il s'agit de phénomènes plus généraux.

Baisse de la consommation

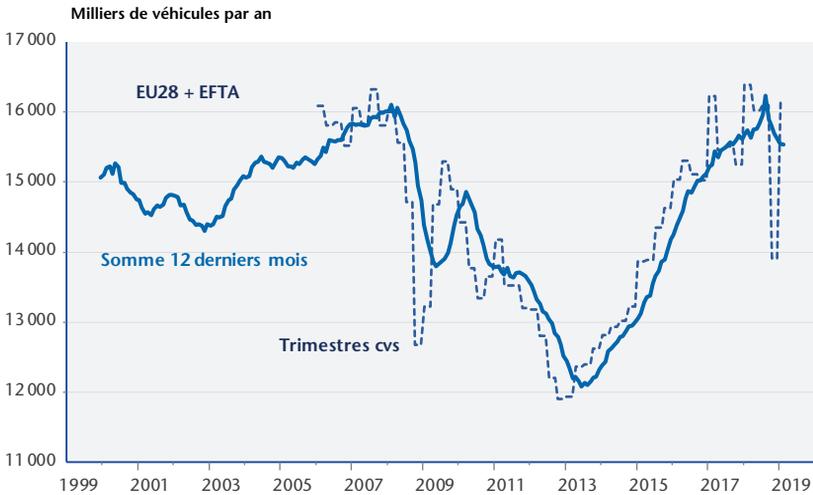
En Europe, les volumes d'immatriculations de véhicules neufs subissent des perturbations dès le deuxième trimestre 2018¹. Au niveau agrégé, on note principalement :

- La forte croissance du marché européen depuis son étiage de 2013, qui s'est légèrement atténuée à partir de 2016. Le marché chute lourdement fin 2018 mais rebondit ensuite début 2019, restant à un niveau historiquement très actif (graphique 21).
- Les immatriculations grimpent à un niveau exceptionnel en août 2018² dans l'ensemble de l'Europe, les constructeurs sécurisant

1. Nous retenons ici un périmètre « Europe élargie » (UE28 + EEA) pour les véhicules particuliers. Pour une analyse complète, il faudrait mesurer et ajouter les ventes de véhicules utilitaires (les statistiques ne sont pas encore disponibles pour l'UE en 2018).

2. Ce commentaire est basé sur des données cvs : en termes bruts, les immatriculations d'août 2018 concernent 1,13 million de véhicules, ce qui en fait un mois assez ordinaire (le record historique étant 1,9 million d'immatriculations en mars 2017).

Graphique 21. Ventes de véhicules particuliers dans l'UE28, 2009-2018

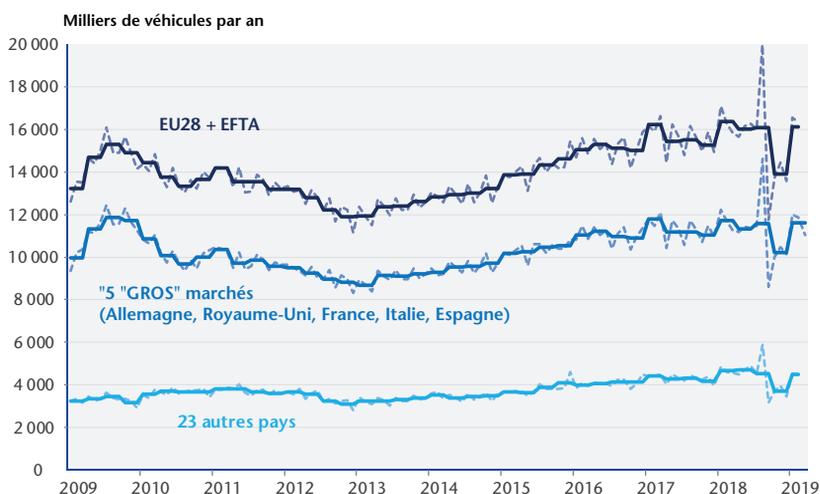


l'homologation de véhicules neufs³ avant l'entrée en vigueur des nouvelles règles anti-pollution européennes au 1^{er} septembre : la hausse atteint +31 % en août 2018 par rapport au même mois de 2017 (+270 000 véhicules) (graphique 22) ;

- Le mois de septembre 2018 est en contrepoint du mois d'août. La baisse des immatriculations est de -23,7 % par rapport au même mois de 2017 (-342 000), confirmant des immatriculations anticipées, mais aussi une baisse au-delà. Au total les immatriculations du troisième trimestre 2018 progressent de +1,4 % par rapport à 2017, dans la continuité des trimestres précédents ;
- Finalement, les trois premiers trimestres 2018 étaient en hausse de +2,8 % par rapport aux mêmes trimestres de 2017, le quatrième trimestre est en baisse de -7,9 % par rapport au trimestre précédent et de -11,6 % par rapport au même trimestre de 2017. Le ralentissement des immatriculations ne fait donc aucun doute en fin 2018. Par rapport au niveau qui aurait été atteint si la tendance des ventes observées sur les trois premiers trimestres 2018 s'était poursuivie, il « manquerait »

3. Qui dit immatriculation ne dit pas forcément vente, la vente du véhicule à un client final pouvant intervenir plus tard, ces véhicules étant ensuite écoulés comme véhicules « d'occasion » dits « zéro kilomètre ».

Graphique 22. Ventes mensuelles de véhicules particuliers dans l'UE28, 2009-2018



Note : Immatriculations mensuelles cvs (trait pointillé) et immatriculations mensuelles cvs moyennes par trimestre, en rythme annuel (trait plein).

Sources : données ACEA, calculs OFCE (cvs non cjo).

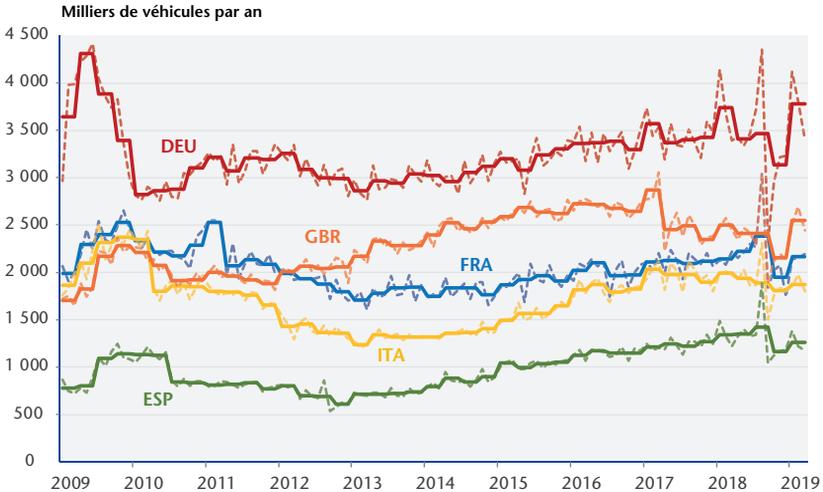
environ 365 000 immatriculations au quatrième trimestre 2018. Cela correspond à une chute d'environ 9 Md€ de la consommation, soit environ 0,23 point de PIB de l'UE28⁴.

- L'indicateur avancé que constituent les commandes enregistrées, atteste d'une demande robuste sur deux marchés importants : -0,6 % en France et +7 % en Allemagne au premier trimestre 2019⁵ par rapport à la même période de 2018.
- Les deux premiers mois de 2019 (ou les trois premiers mois pour les cinq principaux marchés) marquent un net rebond par rapport au T4-2018. L'interprétation du rebond est délicate car chaque pays a ses spécificités.
- La demande peut avoir été momentanément rationnée, une partie des ventes du quatrième trimestre étant repoussée en début d'année (+/- retard de livraison). La série allemande (cependant mal corrigée par la cvs depuis 2017), voire la série britannique (possiblement perturbée par le Brexit) viennent à l'appui de cette thèse (graphique 23).

4. On évalue ici à 25 000 € le prix de vente moyen d'un véhicule neuf.

5. Les commandes de véhicules utilitaires sont en hausse de +12,8 % (la taille de ce marché est d'environ 20 % de celle des véhicules particuliers). Les données de commandes ne sont pas publiques pour les autres grands marchés européens.

Graphique 23. Ventés mensuelles de véhicules particuliers dans cinq pays producteurs, 2009-2018



Note : Immatriculations mensuelles cvs (trait pointillé) et immatriculations mensuelles cvs moyennes par trimestre, en rythme annuel (trait plein).

Sources : données ACEA, calculs OFCE (cvs non cjo).

- On peut aussi faire l'hypothèse d'un double effet : des ventes pour partie anticipées au troisième trimestre 2018, et pour partie reportées du quatrième trimestre 2018 vers le premier trimestre 2019, dont la France représenterait un cas typique. La Belgique et la Suède ont un profil de ce type mais avec un rebond peu prononcé début 2019. L'idée d'un ralentissement à la fois exagéré et transitoire fin 2018 serait confortée.
- Certains marchés marquent fortement le pas au premier trimestre 2019, notamment l'Espagne (-6,9 %) et l'Italie (-6,6 %). Les Pays-Bas enregistrent -17 % d'immatriculations, et quatre marchés significatifs enregistrent des baisses de 11 à 13 % (Autriche, Finlande, Irlande, Tchèque) par rapport aux mêmes mois de 2018⁶, même s'ils se redressent par rapport à la fin 2018. Malgré leur repli, ces marchés restent néanmoins à un bon niveau, plus ou moins celui observé en 2016.

Si en Europe aucun pays n'échappe au fort ralentissement des ventes de fin 2018, le rebond du premier trimestre 2019 est inégal. Le ralentissement des immatriculations est indéniable mais il reste pour

6. Les données de l'Espagne et l'Italie portent sur le premier trimestre dans son ensemble, les autres pays sur les deux premiers mois de 2019.

l'instant faible et localisé dans certains pays, la plupart des marchés demeurant à de très bons niveaux historiques.

On ne peut exclure que le rebond du début d'année 2019 soit technique, dû à un rationnement de l'offre qui aurait allongé les délais de livraison fin 2018 (cf. ci-dessous) : les problèmes de production pourraient alors avoir masqué un ralentissement sous-jacent. Mais pour la France et l'Allemagne, l'indicateur avancé des commandes est bien orienté. Les immatriculations sont donc un indicateur utile mais insuffisant pour formuler un diagnostic conjoncturel robuste.

Problème de production ?

Effets des nouvelles normes anti-pollution

Un nouveau protocole d'homologation des véhicules (WLTP), applicable dans le monde entier, est entré en vigueur au 1^{er} septembre 2018⁷. À la même date de nouvelles normes antipollution (Euro 6c) ont été instaurées en Europe. Les anciens tests devenant caducs, tous des véhicules présents au catalogue des constructeurs ont dû être ré-homologués.

La simultanéité de ces deux changements a engendré une difficulté particulière car le nouveau protocole de mesure des émissions polluantes (notamment de CO₂) avait pour vocation de se rapprocher des conditions réelles d'utilisation des véhicules, impliquant une hausse des émissions mesurées. Ces changements avaient été anticipés, et de manière générale on peut penser que les constructeurs ont privilégié l'homologation des véhicules assurant la plus grosse partie des ventes ou des marges. Mais tous ne se sont pas préparés avec la même efficacité, tous n'étaient pas exposés de manière homogène aux impacts de la nouvelle réglementation, si bien que certains constructeurs ont dû apporter des modifications techniques substantielles sur certaines motorisations afin d'en réduire immédiatement les émissions polluantes. Sans que le lien soit clairement établi, les exemples cités de véhicules auxquels des modifications techniques substantielles ont dû être apportées, ou qui ont dû être retirés du catalogue, sont plutôt des véhicules haut de gamme, sportifs, à faibles volumes de ventes. Enfin la

7. Voir par exemple le magazine *Challenges* (31 août 2018) <https://bit.ly/2YIAHpX> ou *Les Echos* (8 novembre 2018).

lourdeur des nouveaux tests n'a pas permis d'homologuer tous les véhicules dans les temps.

Problème allemand ?

À l'automne 2018, des informations de presse suggéraient que les constructeurs allemands étaient particulièrement exposés aux difficultés consécutives aux nouvelles règles. S'ils avaient été confrontés à un problème spécifique, les parts de marché des constructeurs allemands auraient transitoirement diminué, soit en raison de délais de livraison accrus, soit parce que leurs clients différaient leur achat ou passaient à la concurrence. Mais on n'observe rien de tel.

Les parts de marché des constructeurs allemands (les trois principaux groupes, VW, Daimler, BMW, toutes marques confondues) sont stables dans l'UE28, quelle que soit la période observée : entre 45% et 46% en 2017 comme en 2018, avec de plus une performance légèrement supérieure au quatrième trimestre 2018 et début 2019⁸. C'est à la fois vrai pour les marques haut de gamme (Audi, BMW, Mercedes, Porsche), mais aussi pour les marques de niveau inférieur appartenant à ces groupes, dont les productions sont souvent hors d'Allemagne (Skoda, Seat, Mini, Smart, etc.) car elles utilisent souvent les mêmes composants (graphique 24).

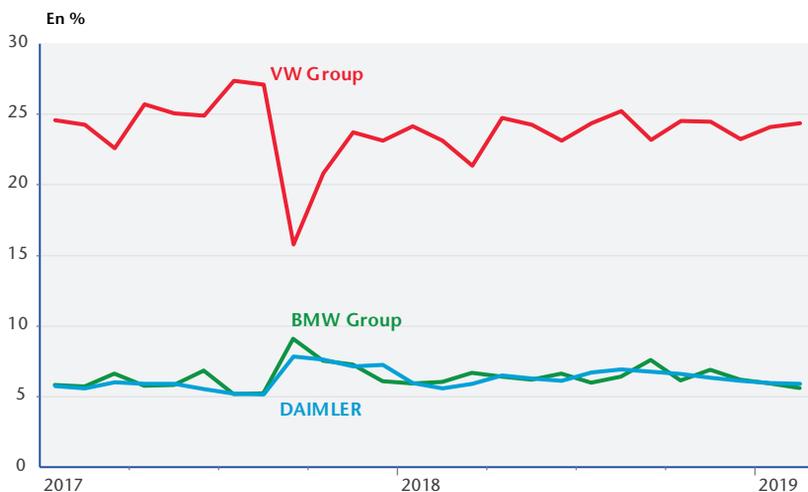
Ces éléments démontrent l'absence de problème technique spécifique à l'Allemagne. Néanmoins les parts de marché ne disent pas tout : les constructeurs peuvent en effet agir sur les prix et les marges, infléchir temporairement la structure de leurs ventes, agir sur les délais de livraison, etc. afin de maîtriser leurs parts de marché, qui est un indicateur particulièrement suivi par les analystes à court terme.

Néanmoins, en ce qui concerne l'Allemagne⁹, on observe un brutal retournement de la production (-19,6 % par rapport au même trimestre 2017) à partir du troisième trimestre 2018, qui se poursuit au dernier trimestre (-13,6 %). La baisse est très prononcée au mois novembre (-21,1%) puis en décembre (-18 %). Sur l'ensemble de l'année 2018, la baisse de la production atteint -520 000 véhicules (-9,2 %) par rapport à 2017 (graphique 25).

8. De manière générale, quelle que soit l'année, les ventes du quatrième trimestre 2018 sont plutôt favorables aux constructeurs allemands, mais cela peut résulter d'effets de composition, par exemple si le marché est traditionnellement plus fort en cette période, ou qu'il ralentit moins, dans les pays où la part de marché de ces constructeurs est élevée.

9. Seul pays à publier une statistique mensuelle de production.

Graphique 24. Parts de marché des trois principaux constructeurs allemands, 2009-2018



Sources : données ACEA, BMW, Daimler, VW Group (donc hors Opel et Ford, qui produisent beaucoup au Royaume-Uni).

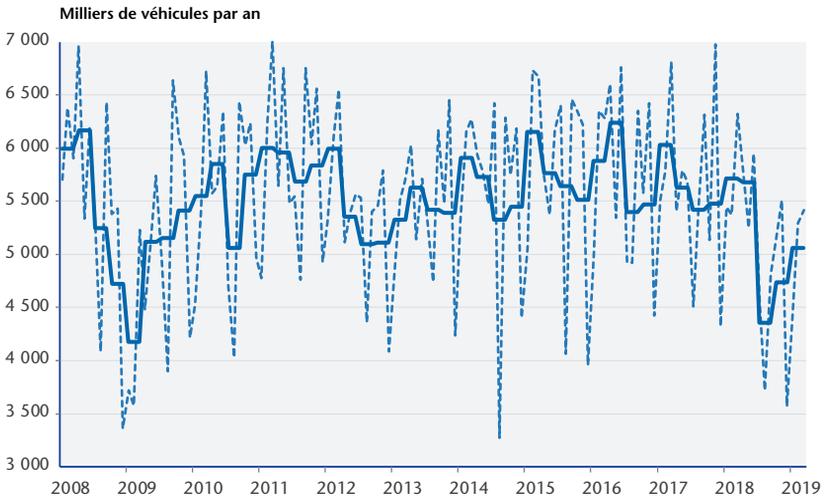
Ce fort ralentissement persiste au premier trimestre 2019, favorisé par des grèves au mois de janvier (-17,8 % par à janvier 2018)¹⁰. Au total la chute de la production est de -14,8 % entre juillet 2018 et mars 2019, soit -610 000 véhicules produits en moins (en Allemagne seulement) par rapport à la même période un an plus tôt.

Sur les 8 mois où les données de ventes en Europe et de production en Allemagne sont disponibles (juillet 2018-février 2019), la production allemande chute de -538 000 véhicules, alors que la baisse des ventes en Europe n'est que de -225 000 véhicules. La part de marché des groupes allemands est de l'ordre de 45 % en Europe, d'où il faut retrancher les véhicules que ces groupes produisent hors d'Allemagne¹¹ : l'impact du ralentissement européen depuis mi-2018 n'excède donc pas 80 000 véhicules, soit moins de 15 % de la baisse de production observée. Il en résulte que les exportations allemandes hors d'Europe ont nécessairement diminué.

10. Source VDA.

11. Les marques Skoda, Seat, Mini et Smart représentent à elles seules environ 10 % du marché européen.

Graphique 25. Production de véhicules particuliers en Allemagne – 2008-2019



Sources : données VDA (brutes), calculs OFCE. Production mensuelle en rythme annuel (trait pointillé) et production trimestrielle en rythme annuel (trait plein).

Problème mondial avec résonance allemande ?

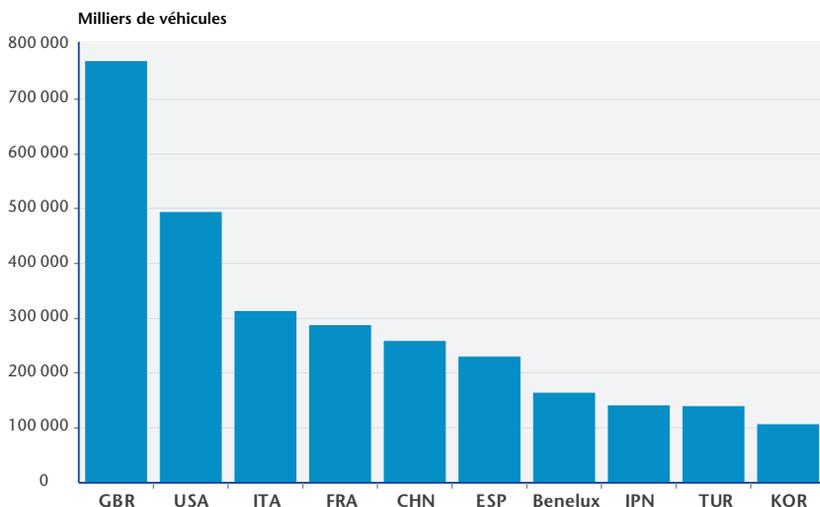
L'automobile est une industrie particulièrement mondialisée. L'analyse de la production doit s'inscrire dans un contexte mondial. En temps normal, les ventes et la production d'automobiles sont en phase, les constructeurs évitant d'immobiliser des stocks coûteux. Les ventes mondiales (92,9 millions d'unités) s'étant stabilisées à un niveau très élevé en 2018 (-0,3 %), on peut penser que la production a plus ou moins fait de même.

En revanche, le début de 2019 est marqué par un repli significatif du marché mondial (-5,8 %), notamment sous l'impulsion de la Chine qui représente 30 % des ventes (-8,9 %) des États-Unis (20 % du marché mondial, -1,9 %) ou de l'Inde (4,2 % du marché mondial, -1,0 %).

Les constructeurs allemands participent largement de cette mondialisation¹² : par exemple, ils vendent 1,34 million de véhicules par an aux États-Unis, dont 35 % construits localement, et 50 % importés de l'UE (dont 35 % d'Allemagne), le reste provenant des autres régions du monde. Ces mêmes constructeurs allemands assemblent 750 000 véhicules par an aux États-Unis, dont un peu plus de la moitié sont exportés (dont 95 000 vers la Chine, graphique 26).

12. Nous n'avons pas de statistiques comparables d'autres pays.

Graphique 26. Exportations de véhicules particuliers depuis Allemagne, 2017



Sources : données VDA.

En 2017, 77,5 % de la production allemande ont été exportés : 4,4 millions de véhicules en 2017 dont 29 % hors d'Europe (1,64 million de véhicules par an)¹³. Ces exportations ont nettement reculé en 2018 (-10 %, soit -440 000 véhicules sur l'année)¹⁴. Les exportations allemandes continuent de se replier sur le même rythme au premier trimestre 2019 (-10 %), donc toujours plus rapidement que la baisse du marché mondial.

Indépendamment du creux de fin d'année 2018, le marché européen a été parfaitement stable sur l'ensemble de l'année (-0,01 %), on peut en déduire que la baisse de la production allemande en 2018 est donc entièrement imputable aux exportations hors UE.

En admettant que les statistiques d'immatriculations, de production et d'exportations soient parfaitement cohérentes, la production allemande diminuerait (-520 000 véhicules en 2018) plus vite que les exportations vers les marchés hors-UE. Cette surexposition n'est pas illogique :

- Le ralentissement des marchés chinois et américain affecte prioritairement les véhicules à haute valeur ajoutée, construits en

13. Source VDA, données de l'année 2017. Le VDA ne précise pas s'il s'agit uniquement de véhicules particuliers, ou si ce chiffre inclut les véhicules utilitaires légers (ce qui est probable). Il faut aussi noter que si l'on considère les marques appartenant à des groupes allemands, produisant des véhicules hors d'Allemagne peuvent également exporter, vers l'Allemagne ou n'importe quel autre pays.

14. Source VDA.

Europe et vendus dans les pays émergents : Audi, Mercedes, BMW en Allemagne ou Land-Rover (UK) et Volvo (Suède).

- Les incertitudes entourant la politique commerciale américaine ont pu jouer un rôle. Considérant que les constructeurs allemands ont été directement ciblés, ils ont pu relocaliser leur production, notamment en la déplaçant en partie vers les États-Unis, afin de se prémunir d'éventuelles sanctions douanières. Dans cette hypothèse, qui ne peut à ce stade être confirmée par les données publiques disponibles, la stratégie américaine aurait parfaitement fonctionné, important sur le territoire américain des emplois allemands plutôt que des véhicules allemands.

Incertitudes européennes : Diesel et Brexit

L'interprétation de la chute du marché automobile fin 2018 ne serait pas complète sans mentionner l'attentisme dont ont pu faire preuve les consommateurs face aux changements réglementaires, à la disponibilité des produits, etc.

L'année 2018 a été marquée par une forte montée de la défiance des consommateurs et des autorités à l'égard de motorisations Diesel. De nouvelles restrictions et même des interdictions de circulation ont été prononcées ou annoncées à brève échéance¹⁵, qui outre l'impossibilité d'utiliser ces véhicules réduit leur cote sur le marché de l'occasion.

D'autre part, les nouvelles normes antipollution se sont combinées à la montée en puissance des sujets environnementaux et à la nécessaire révision des incitations fiscales associées (bonus/malus) dépendantes des niveaux de CO₂ émis par les véhicules ; une forte incertitude s'est installée autour des prix de vente.

La hausse marquée du taux d'épargne des ménages au quatrième trimestre 2108 semble confirmer cette hypothèse d'attentisme.

Enfin l'industrie automobile européenne est fortement exposée aux risques qui résulteraient d'un Brexit dur.

En ce qui concerne les véhicules assemblés, le Royaume-Uni compte pour 32,7 % des exportations européennes (24,6 % en valeur), soit environ 13% de la production de l'UE27¹⁶. 84,7 % des véhicules

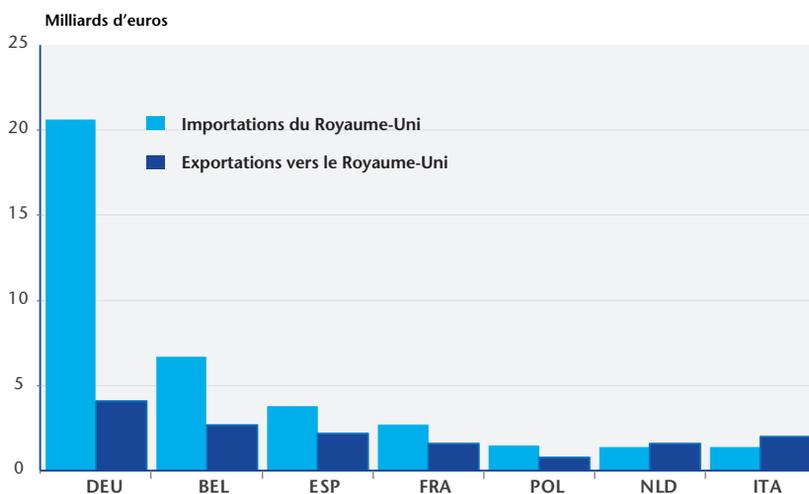
15. Par exemple des restrictions de circulation dans les grandes villes allemandes se sont multipliées, déjà actives (Hambourg, Stuttgart, Francfort, Bonn), ou mi-2019 (Berlin, Essen, etc.), de nouvelles restrictions en Ile-de-France en novembre 2018, l'interdiction totale programmée du Diesel dans Paris en 2024, etc.

16. Source ACEA.

vendus au Royaume-Uni proviennent de l'UE27, tandis qu'en sens opposé, le Royaume-Uni exporte 50 % de sa production automobile vers l'UE27 (37 % en valeur), soit 20 % des importations d'automobiles européennes (23,5 % en valeur). L'Allemagne, pour laquelle le Royaume-Uni est le principal marché d'exportation (plus de 17 % des volumes exportés), est surexposée à un Brexit dur (graphique 26 et 27).

S'agissant des composants et pièces détachées, le Royaume-Uni représente 16,3 % des exportations de l'UE et 18,2 % des importations. Vu du Royaume-Uni, l'Union Européenne est à la fois le premier client (60 % des exportations) et le premier fournisseur (79,7 % des importations)

Graphique 27. Commerce automobile entre le Royaume-Uni et l'Union européenne en valeur, 2017



Sources : données ACEA.

Le ralentissement ne vient pas de l'automobile, mais passe par elle

Le tassement du marché mondial de l'automobile s'est transformé en un véritable ralentissement début 2019, principalement sous l'impulsion de la Chine, des États-Unis et de l'Inde qui représentent 50 % du marché mondial. L'Allemagne est surexposée à ce ralentissement, car elle exporte vers ces marchés de nombreux véhicules haut de gamme à forte valeur ajoutée. En Europe, la chute du marché a été très prononcée en fin d'année, faisait craindre un retournement brutal.

Les secousses de fin 2018 perturbent encore la lecture du marché. On ne peut exclure que la demande soit en croissance ralentie, mais elle

reste à un niveau élevé et aucun élément ne présage d'un ralentissement prononcé des ventes – donc de la consommation – de véhicules neufs au niveau européen.

La chute du marché mondial et les incertitudes commerciales (droits de douane aux États-Unis, Brexit) impriment cependant une très forte chute de la production en Allemagne et donc du PIB allemand. Si les exportations allemandes se maintiennent au niveau actuel, la production s'établirait 10 % en-dessous de son niveau du premier semestre 2018, ce qui impacterait la croissance de -0,3 point de PIB¹⁷ sur les quatre derniers trimestres à cheval sur 2018 et 2019. Les autres producteurs européens sont moins exposés à la nature et à la géographie de ce retournement automobile ; ils seraient moins impactés mais leur PIB serait pénalisé d'environ -0,1 point sur cette période (tableau 4).

Tableau 4. Commerce automobile entre le Royaume-Uni et l'Union européenne en valeur en 2017

2015 / Md€ prix courants	Valeur ajoutée	PIB (valeur)	% du PIB
Allemagne	94,8	3 049	3,11
Royaume-Uni	26,8	2 612	1,03
France	17,0	2 198	0,77
6 pays*	16,8	988	1,70
Italie	10,5	1 652	0,64
Espagne	10,2	1 081	0,94
Suède	7,3	449	1,63
Belgique	2,2	411	0,54
Autres	14,8	2 388	0,62
UE28	200,4	14 828	1,35
UE28 hors Allemagne	105,6	11 779	0,90

* Hongrie, Pologne, Roumaine, Slovaquie, Slovénie, Tchéquie.

Note : Les ventes ayant crû de 10 % entre 2015 et 2018, alors que le PIB de l'UE28 croissait de seulement 7%, on peut penser que l'impact sur le PIB est légèrement plus important.

Sources : CCFA, Eurostat, calculs OFCE.

17. Selon le CCFA la valeur ajoutée de l'industrie automobile (au coût des facteurs) de montait à 200 Md€ dans l'Union européenne, dont 94,8 Md€ en Allemagne, 26,7 Md€ au Royaume-Uni, 17,7 Md€ en France.

4. Le ralentissement du commerce mondial en 2018

Le commerce mondial a fortement ralenti en 2018. L'augmentation en glissement sur un an des importations de marchandises en volume, qui était de près de 6 % au début de 2018, est ainsi revenue à 3,7 % en septembre 2018, pour chuter à 0 % à la fin de 2018. Pour l'ensemble des biens et services, sur la base des données, encore partielles disponibles sur l'année 2018, le ralentissement des importations aurait cependant été un peu moindre, passant d'un rythme de 5,4 % à la fin de 2017 à 3 % à la fin de 2018.

En tenant compte du ralentissement du commerce mondial de marchandises observé en 2018 et des indications disponibles sur les deux premiers mois de 2019, nous prévoyons une croissance du commerce mondial de biens et services inférieure à celle du PIB mondial en 2019, avec une hausse en moyenne annuelle d'à peine 1,5 % des importations de biens et services, pour une croissance du PIB mondial de 3,1 %. Le taux de croissance du commerce mondial aurait cependant atteint un point bas à la fin de 2018 et retrouverait un rythme de croissance similaire à celui du PIB mondial à l'horizon 2021 (3 %).

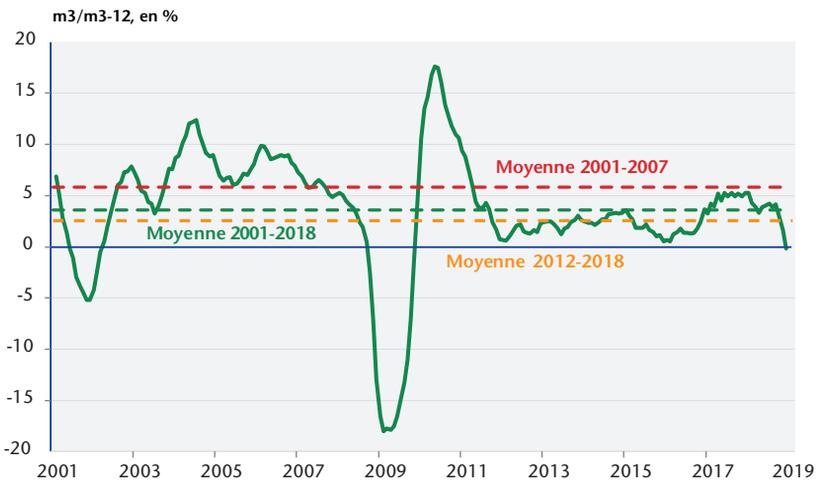
Mais les incertitudes sont nombreuses : on ne peut pas exclure que des mesures protectionnistes se développent à court terme, ce qui freinerait un peu plus le commerce mondial que nous l'anticipons. À l'opposé, une reprise plus dynamique de l'économie mondiale que nous l'envisageons dans notre prévision, pourrait, *via* une reprise de l'investissement, faire accélérer le commerce mondial plus rapidement, comme cela avait été le cas en 2017.

Un nouveau ralentissement du commerce mondial

En 2017, le commerce mondial de marchandises avait accéléré, marquant une rupture avec la faible croissance des années 2012-2016 et retrouvant un rythme proche de celui d'avant la crise de 2008

(graphique 28)¹. Mais, en 2018, le commerce mondial a de nouveau ralenti, tout d'abord au premier trimestre et plus nettement au dernier trimestre. L'augmentation en glissement sur un an des importations de marchandises en volume, qui était de près de 6 % au début de 2018, est ainsi revenue à 3,7 % en septembre 2018, pour chuter à 0 % à la fin de 2018. En moyenne annuelle, les importations de marchandises ont augmenté de 3,5 % en volume, après 4,7 % en 2017. Le ralentissement de 2018 est plus marqué que celui de 2015 (où le commerce avait décéléré en un an de 3 % à 0 %), mais reste de bien moindre ampleur que lors de la crise de 2008.

Graphique 28. Évolution des importations mondiales de marchandises, en volume



Source : CPB World Trade Monitor, calculs OFCE.

Importations de marchandises en 2018 : des évolutions géographiques contrastées

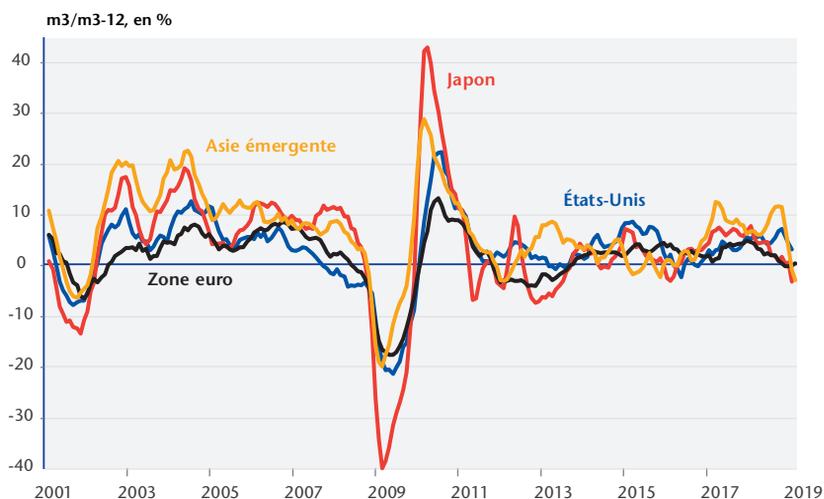
Le ralentissement du commerce mondial en 2018 est-il comparable à celui de 2015 ? Non, car en 2018 le ralentissement des importations a démarré en Europe, alors qu'en 2015 les importations de la zone euro n'avaient pas ralenti ; les importations des États-Unis ont pour leur part continué à accélérer jusqu'à l'automne 2018, alors qu'en 2015 elles avaient fortement ralenti, passant d'une hausse de plus de 8 % au début de 2015 à 0 % un an plus tard. En 2015, le ralentissement avait

1. Nous utilisons dans cette partie les données mensuelles du *World Trade Monitor*, publiées par le CPB, le 25 avril 2019.

commencé tôt en Asie émergente contrairement à 2018. En plus du ralentissement de l'activité automobile, qui a été en 2018 particulièrement marqué en Europe, la demande intérieure a marqué le pas dans la zone euro et non aux États-Unis.

Parmi les économies avancées (dont le poids est de 61 % des importations mondiales dans l'indicateur du CPB), le ralentissement des importations a été nettement plus précoce dans la zone euro. Ainsi, dès le début de 2018, la croissance des importations de la zone euro (27 % des importations mondiales) commençait à ralentir passant de 5 % en glissement sur un an au début de 2018 à 1,8 % en milieu d'année, avant de chuter à 0 % en fin d'année (graphique 29). Le ralentissement a aussi été brutal dans les économies avancées hors zone euro, États-Unis et Japon (16 % des importations mondiales), où la croissance des importations a chuté de 8 % en rythme annuel au début de 2018 à -3 % en fin de période. Mais aux États-Unis (13 % des importations mondiales), les importations ont continué d'accélérer jusqu'en septembre (+7,2 % en glissement sur un an) avant de ralentir à 3 % en fin d'année (soit leur rythme moyen de long terme). Au Japon (5 % des importations mondiales), le taux de croissance des importations a connu en 2018 des fluctuations volatiles autour de sa moyenne de long terme.

Graphique 29. Évolutions des importations de marchandises par grande zone

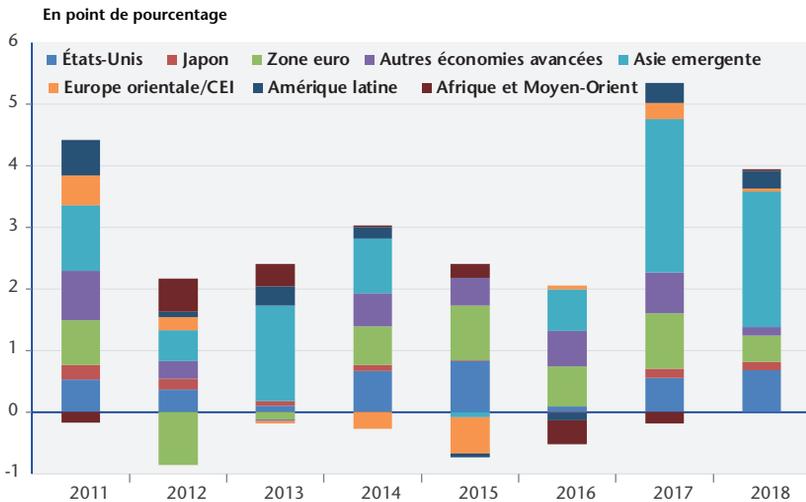


Source : CPB World trade monitor, calculs OFCE.

Dans les économies émergentes d'Asie (26 % des importations mondiales), la croissance des importations a accéléré jusqu'à l'automne (+10 % en glissement sur un an, nettement au-dessus de leur rythme moyen de 6,7 %) et a brutalement fléchi en fin d'année. Les importations n'ont pas ralenti dans les autres grandes zones émergentes (Amérique latine, Afrique et Moyen-Orient), à l'exception de la zone CEI-Europe centrale et orientale (2,4 % des importations mondiales), où le ralentissement avait débuté dès l'été 2017.

En moyenne annuelle, la hausse des importations mondiales de marchandises a ralenti de 5,2 % à 3,9 % entre 2017 et 2018. Ce ralentissement est dû pour 0,9 point aux importations des économies avancées (hors États-Unis et Japon, dont la contribution est restée inchangée), dont la moitié à la zone euro, pour 0,3 point aux importations d'Asie émergente et 0,2 point à celles de la zone CEI-Europe centrale et orientale. Cependant, comme le montre le graphique 30, les importations mondiales sont restées tirées par l'Asie émergente, contrairement au ralentissement de 2015-2016, même si au dernier trimestre 2018, la contribution de la zone Asie émergente, du fait du ralentissement des importations chinoises, a été nettement négative.

Graphique 30. Contributions à la croissance des importations de marchandises



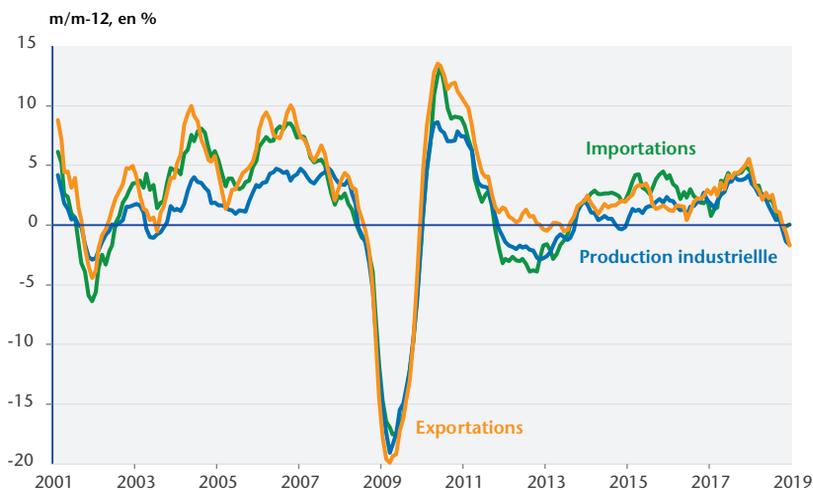
Source : CPB World trade monitor, calculs OFCE.

S'agit-il d'un ralentissement temporaire ?

Plusieurs facteurs ont contribué au ralentissement du commerce mondial en 2018, n'affectant pas toutes les zones de l'économie mondiale, ni au même moment, ni de la même façon, bien que de façon générale les échanges ont été affectés par des incertitudes liées aux tensions commerciales accrues entre la Chine et les États-Unis et à celles liées à la perspective du Brexit. Par ailleurs, des difficultés spécifiques ont affecté le secteur de l'automobile (voir « Le moteur chinois ralentit la Berline allemande »).

Dans la zone euro prise dans son ensemble, les importations et les exportations de marchandises ont ralenti dès le début de 2018, de façon particulièrement synchronisée avec la production industrielle (graphique 31). Ceci reflète pour partie l'évolution de la production automobile, qui a commencé à ralentir en Allemagne dès le début de 2018. De plus, les exportations de la zone euro auront été plus affectées que d'autres zones par le ralentissement des importations de la zone CEI-autres pays en développement d'Europe de l'Est, notamment de la Turquie. La hausse des importations de cette zone est passée de 10 % en glissement sur un an au début de 2018 à 0 % à l'été 2018.

Graphique 31. Évolutions du commerce extérieur de marchandises et de la production industrielle dans la zone euro



Source : CPB World trade monitor, calculs OFCE.

Aux États-Unis, importations, exportations et production industrielle ont aussi évolué de façon proche jusqu'à l'automne 2018 où la

croissance des exportations est revenue à 0 %, bien en deçà de sa moyenne de longue période, tandis que les importations restaient soutenues par la demande intérieure.

Dans notre prévision, les importations mondiales de biens et services en volume, après avoir baissé de 0,6 % au quatrième trimestre 2018, recommenceraient à croître au premier trimestre 2019, d'environ 0,4 %, et accéléreraient ensuite régulièrement jusqu'à un rythme proche de 0,8 % à la fin de 2021. En moyenne annuelle, la croissance des importations mondiales de biens et services serait d'à peine 1,5 % en 2019, après 4,5 % en 2018, de 2,7 % en 2020 et de 3,1 % en 2021. Les importations augmenteraient donc nettement moins rapidement que le PIB mondial en 2019 (respectivement 1,5 % et 3,1 %), puis au même rythme que le PIB mondial à l'horizon 2021 (3,0 %). Ce scénario d'un retour à un ratio croissance du commerce mondial/croissance du PIB mondial vers l'unité à l'horizon 2021 peut sembler prudent. D'une part, les incertitudes qui pèsent aujourd'hui sur le commerce mondial – guerre commerciale États-Unis/Chine et extensions possibles à l'Europe ; modalités de sortie du Royaume-Uni de l'UE et ralentissement de l'économie chinoise – pourraient conduire au maintien d'une croissance du commerce mondial moins rapide que celle du PIB mondial à l'horizon 2021. D'autre part, la levée de ces incertitudes et la poursuite d'une croissance dynamique dans la zone Asie-Pacifique pourraient conduire à une accélération plus rapide du commerce.

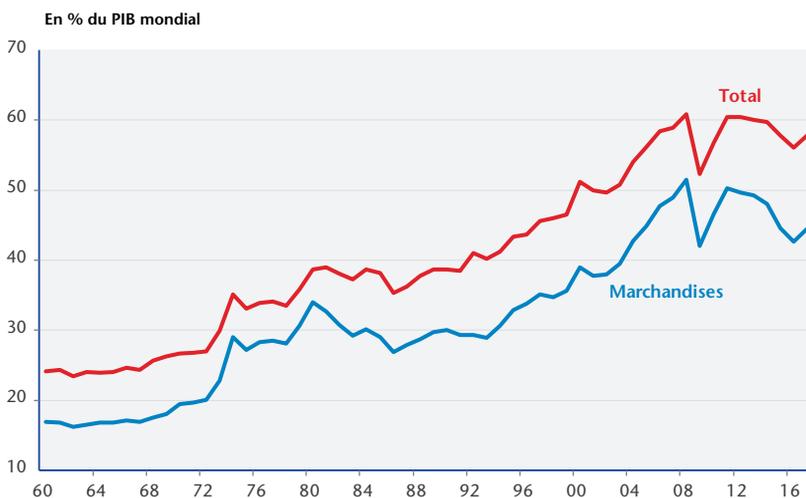
Ou s'agit-il d'un changement de régime plus durable ?

La hausse des échanges commerciaux a été l'une des caractéristiques de l'évolution économique mondiale de 1970 à 1980, puis de 1993 à 2008, à la fois par la montée en puissance des pays émergents, l'internationalisation des chaînes de production et la constitution d'espaces de libre-échange. Elle a fortement contribué à la hausse du PIB mondial et au rattrapage de certains pays, notamment en Asie. Cependant, elle marque le pas depuis 2008. Depuis 2017, de plus, la mondialisation commerciale est mise en cause par les mesures protectionnistes prises par les États-Unis, mais aussi par une contestation plus générale de son impact sur la cohésion sociale et sur l'équilibre écologique.

Le commerce de marchandises représentait 17 % du PIB mondial dans les années 1960 ; il est monté à 29 % en 1990 ; il a connu une forte hausse de 1995 à 2008, où il a franchi 50 %. La crise financière et

la dépression mondiale l'ont fait baisser à 42 % du PIB en 2009. Il est remonté à 50 % en 2011, mais a rechuté à 45 % en 2015-2017 (graphique 32), plus nettement que le ratio de l'ensemble des échanges de biens et services.

Graphique 32. Évolution du commerce mondial depuis le début des années 1960



Source : Banque mondiale.

Le ratio taux de croissance du commerce mondial/taux de croissance du PIB mondial se situait en moyenne autour de 2,4 % dans les années 1990 et 2000, il a été de 1,2 de 2012 à 2016, de 1,7 en 2017, de 0,8 en 2018. Pour certains commentateurs, par exemple l'ECB-IRC Trade Task Force (2016), dont les travaux avaient été publiés juste après le ralentissement de 2015, le « nouveau normal » serait une situation où le commerce mondial augmenterait comme le PIB. Ce serait une deuxième rupture dans la relation commerce/PIB, en sens inverse de la précédente (voir infra).

Une croissance structurelle... et un certain ralentissement

L'évolution de la part du commerce mondial dans le PIB dépend de facteurs structurels et conjoncturels. Sur longue période, la mondialisation (libéralisation des échanges et internationalisation des modes de production) est le facteur essentiel. D'un côté, les pays émergents, en suivant l'exemple des quatre Dragons (Corée, Taïwan, Hong-Kong, et Singapour) et surtout de la Chine choisissent une stratégie de

développement basée sur le secteur exportateur. Ils produisent pour les marchés extérieurs en s'appuyant sur leurs bas salaires, la discipline de leur main-d'œuvre et leur stabilité politique. Ils importent des biens d'équipement et des biens intermédiaires. Dans une phase ultérieure, la forte croissance permet des hausses de salaires, le développement d'une classe moyenne et donc la hausse de la demande intérieure. Les pays émergents deviennent producteurs de biens intermédiaires puis de biens d'équipement, mais achètent des biens de consommation de luxe. Ainsi, leur ratio exportations/PIB tend à se stabiliser.

La forte croissance du commerce mondial dans la période 1990-2007 a des causes technologiques (la réduction des coûts de transport, les progrès des techniques de télécommunications) et politiques (l'ouverture des anciennes démocraties populaires, la conversion des pays émergents à une croissance extravertie).

La libéralisation commerciale, qui avait fortement augmenté de 1970 à 1999, semble être arrivée à un plateau. Les droits de douane sont maintenant faibles en moyenne et ne peuvent plus guère diminuer. En même temps, certains pays émergents, notamment en Asie et en Afrique, espèrent suivre une stratégie de croissance par les exportations et s'insérer dans les chaînes de production. De nombreux pays (dont l'UE) continuent à signer des accords de libre-échange.

L'ensemble de ces éléments suggèrent qu'à moyen terme la part du commerce mondial dans le PIB continuerait à progresser, mais à un rythme nettement moindre cependant que dans les années 1990.

Il faut signaler aussi, comme l'illustrent Gaulier *et al.* (2019), que le ralentissement n'apparaît guère si l'on considère des chiffres en volume et non en valeur. Le problème est cependant que la mesure des volumes est délicate pour les biens de haute technologie et qu'à long terme, ce sont les données en valeur qui sont pertinentes.

Vers le protectionnisme ?

Certains pays sont désormais tentés d'avoir recours à des mesures protectionnistes. En s'appuyant sur les forts déficits commerciaux bilatéraux des États-Unis (tableau 5) et les pertes d'emplois industriels, Donald Trump exprime avec force le sentiment que la mondialisation se fait au détriment des États-Unis et s'engage dans une guerre économique contre la Chine et à un moindre degré contre l'UE.

Tableau 5. Échanges commerciaux des États-Unis en 2018 (en milliards de dollars)

	Exportations	Importations	Solde
Total	1664	2543	-878
Canada	299	318	-20
Mexique	265	347	-82
Amérique centrale et du Sud	164	122	41
Europe	370	573	-202
<i>dont UE</i>	319	488	-169
<i>dont Allemagne</i>	57	126	-68
<i>dont France</i>	36	53	-16
Asie	510	1 132	-622
<i>dont Chine</i>	120	540	-419
<i>dont Japon</i>	75	143	-67
OPEP	59	80	-21
Afrique	26	36	-10
Océanie	30	15	-16
Russie	7	21	-14

Source : United States Census.

Les États-Unis sont les consommateurs en dernier ressort du monde. Grâce au rôle international du dollar, ils peuvent maintenir un déficit courant qui serait en 2019 de l'ordre de 2,5 % du PIB après avoir dépassé 5 % dans les années 2005-2007. Réduire fortement ce déficit supposerait une forte baisse de la valeur du dollar (pour améliorer la compétitivité des producteurs américains) tout en réduisant la demande intérieure (pour dégager un surplus exportable). Cela induirait une baisse du pouvoir d'achat aux États-Unis et aurait des effets négatifs sur les autres pays.

Donald Trump souhaite remplacer le multilatéralisme par des accords bilatéraux, dans lesquels les États-Unis imposent à leurs partenaires de s'ouvrir aux produits américains et de limiter leurs exportations vers les États-Unis, ce qui est contraire aux règles de l'OMC. Donald Trump met en cause le principe même des échanges commerciaux : les pays à bas salaires profitent de leurs avantages comparatifs, c'est-à-dire précisément les bas salaires. Il met aussi en cause les pratiques des pays émergents, surtout de la Chine, de ne pas respecter les droits de propriété intellectuelle et d'imposer des transferts de technologies lors de grands contrats. Cela témoigne des craintes des États-Unis face à la montée en puissance de la Chine, qui devient leader dans des secteurs de pointe (infrastructures de télécommunications, 5G).

Donald Trump a engagé une guerre commerciale contre les pays avec lesquels les États-Unis ont un fort déficit commercial bilatéral : la Chine, l'UE et le Mexique. Il pense être en situation de force puisque, pour de nombreux pays, les exportations vers les États-Unis (qu'il peut frapper de taxes) représentent des montants beaucoup plus importants que les importations en provenance des États-Unis (qui peuvent faire l'objet de mesures de riposte). Une hausse des taxes frappant les importations d'un secteur déterminé peut certes permettre à la production américaine de ce secteur de gagner en compétitivité, donc d'augmenter l'emploi aux États-Unis. En sens inverse, cette hausse a des effets dommageables sur les autres secteurs (s'ils doivent payer plus cher leurs biens intermédiaires, ce qui nuit à leur compétitivité) ou sur les consommateurs (qui subissent des hausses de prix).

En janvier 2018, à titre de mesures de sauvegarde, Donald Trump met en place des taxes de 20 % à 40 % sur les machines à laver et de 30 % sur les panneaux solaires. En mars, en évoquant des arguments de sécurité nationale, il instaure des droits de douane de 25 % sur les importations d'aluminium et de 10 % sur celles de l'acier. De façon temporaire, plusieurs pays sont exemptés : Argentine, Brésil, Canada, Mexique, UE, Corée du Sud. Cette exemption est levée en juin.

En riposte, en mars, la Chine instaure des droits de douane de 20 ou 25 % sur 128 produits américains. En juin, l'UE instaure une taxe de 25 % sur des produits américains : l'acier, l'aluminium et des produits symboliques comme les Harley-Davidson ou le whiskey. Les États-Unis menacent d'instaurer des droits de 25 % sur les importations européennes d'automobiles et de leurs composants.

En juillet, les États-Unis dénoncent les pratiques chinoises en matière de non-respect des droits de propriété intellectuelle (DPI) et d'obligations de transferts de technologies. Ils instaurent des taxes douanières de 25 % sur des importations de produits chinois de 50 milliards de dollars en ciblant des produits de haute technologie (semi-conducteurs, pièces électroniques, voitures). À la suite de cette annonce, la Chine annonce des sanctions similaires sur un volume de 50 milliards de dollars d'importations venant des États-Unis (voitures, aéronautique, produits de la mer, soja).

En septembre 2018, les États-Unis mettent en place une série de taxes douanières de 10 % sur un volume de 200 milliards d'importations chinoises, taxes douanières qui doivent passer à 25 % au 1^{er} janvier 2019. La Chine met alors en place des taxes douanières de

5 à 10 % sur un volume de 60 milliards d'importations américaines. Les États-Unis ciblent des produits électroniques ou des produits innovants. Les Chinois ciblent l'automobile, l'aéronautique, ainsi que des productions des régions ayant voté pour Donald Trump. En janvier 2019, la hausse de 10 à 25 % est reportée.

Les États-Unis entrent dans une phase de négociations avec l'UE et avec la Chine. L'UE devrait accepter une baisse à zéro des droits de douane sur les produits industriels (hors automobiles), mais ceux-ci sont actuellement très bas (3 % en moyenne) ; par contre, il semble difficile qu'elle accepte d'alléger ses normes sanitaires ou réglementaires, de négocier sur les produits agricoles ou culturels. La Chine a déjà réorienté sa croissance vers sa demande intérieure ; elle s'est lancée dans deux ambitieux programmes : « Made in China 2025 » et « les nouvelles routes de la soie », auxquels elle ne renoncera pas. Les États-Unis lui demandent d'importer des quantités importantes de produits agricoles, industriels et énergétiques américains, ainsi que des services, de renforcer ses règles de protection de la propriété intellectuelle et d'assouplir celles sur les transferts de technologie. En mai, pour peser sur les négociations, Donald Trump met effectivement en application la hausse des droits de douane de 10 à 25 % ; il menace d'étendre la taxation à 325 milliards d'autres exportations chinoises.

En mai, Donald Trump met Huawei sur la liste des entreprises à risque, ce qui oblige les entreprises américaines à ne plus lui fournir des composants. Il espère ainsi freiner le développement technologique de Huawei, gagner du temps pour permettre aux entreprises américaines de rattraper leur retard. À court terme, il peut réussir. À plus long terme, cela peut renforcer la stratégie chinoise de devenir autonome sur l'ensemble de la chaîne de production et même inciter les autorités européennes à prendre des mesures (développement du rôle international de l'euro, investissement dans les secteurs d'avenir) pour échapper à la dépendance vis-à-vis des États-Unis.

En mai 2019, la hausse des tarifs douaniers des États-Unis sur les importations en provenance de Chine est de 25 % sur 250 milliards de dollars de produits, soit une hausse potentielle de 62,5 milliards, représentant une hausse moyenne de droits de 11,6 % sur les produits chinois. La hausse des tarifs douaniers chinois sur les importations en provenance des États-Unis est de 25 % sur 50 milliards de produits ; de 10 % sur 60 milliards d'autres produits, soit une hausse potentielle de 18,5 milliards, une hausse moyenne de droits de 15,4 % sur les produits américains.

Selon Amiti *et al.* (2019), les hausses de droits de douane ont été répercutées dans les prix payés par les consommateurs et les entreprises américains. La perte de bien-être induite par les effets de distorsion est de 17 milliards de dollars par an (0,09 % du PIB). Cette perte n'a guère été perçue compte-tenu du dynamisme de l'économie américaine. D'ailleurs, Donald Trump attribue la bonne santé de l'économie américaine à sa politique protectionniste, de sorte qu'il est peu probable qu'il y renonce.

Protectionnisme

L'analyse des effets du protectionnisme à l'aide de modèles d'équilibre général donne généralement des effets négatifs, faibles pour les pays qui prennent des mesures de restriction des échanges. Ces modèles font l'hypothèse d'une économie au plein-emploi, où les transferts de travail et de capital se font facilement d'un secteur à un autre. Les mesures protectionnistes aboutissent alors essentiellement à transférer les facteurs de production dans des secteurs où ils sont moins efficaces. Notons que les effets inflationnistes de la hausse des droits de douane et leurs effets négatifs sur le pouvoir d'achat des ménages sont atténués si le gain en recettes publiques est redistribué d'une façon ou d'une autre au secteur privé. Le pays dont les exportations sont spécifiquement frappées subit certes un choc négatif mais ce choc est atténué dans la mesure où le pays peut développer ses ventes dans des marchés tiers. Enfin, les pays tiers sont faiblement gagnants puisqu'ils peuvent concurrencer le pays frappé sur le marché du pays qui a pris l'initiative de dresser des barrières contre lui. Au total, les effets négatifs sont forts sur le commerce bilatéral, mais faibles sur les PIB. Pour augmenter ces effets négatifs, certains modélisateurs introduisent des effets d'incertitude sur l'investissement ou font l'hypothèse que la fermeture des frontières a un effet négatif durable sur la croissance de la productivité du travail.

Ainsi, selon la Banque mondiale (Freund *et al.*, 2018), une hausse de 25 points des tarifs douaniers entre les États-Unis et la Chine induirait une baisse de 0,4% du PIB américain et de 2,5% du PIB chinois, avec des effets négligeables sur le PIB de l'UE. Il faut ajouter un effet d'incertitude (une baisse de 0,5 point de PIB de l'investissement dans tous les pays) pour avoir une baisse du PIB de 1,6 % aux États-Unis, 3,5 % en Chine et 1,7 % dans l'UE.

Selon Jean *et al.* (2018) et Vicard (2018), une guerre commerciale totale, une augmentation de 60 points de tous les tarifs douaniers

(actuellement de l'ordre de 3 % pour l'UE et les États-Unis) sur les produits industriels, hors commerce intra-UE, induirait une baisse de 4 % du PIB de l'UE, de 3 % pour la Chine et les États-Unis. Le PIB de la France baisserait de plus de 3 %, avec une baisse du commerce hors UE de 42 %. En fait, on peut remarquer la faiblesse des effets : une hausse de 25 points des tarifs douaniers n'induisant qu'une baisse de 1,2 % du PIB français.

Felbermayr et Steininger (2019) analysent l'impact des mesures de guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis, telles qu'en place en février 2019. Ces mesures entraîneraient une baisse de 5,1 milliards de dollars du PIB chinois (-0,4 %), de 2,3 milliards de dollars du PIB des États-Unis (-0,15 %) et une hausse de 310 millions du PIB de l'UE28. Le déficit des États-Unis vis-à-vis de la Chine serait réduit de 13,4 milliards ; celui vis-à-vis de l'UE 28 augmenté de 2,7 milliards.

Notons par ailleurs qu'un Brexit sans accord pourrait se traduire par l'instauration de barrières tarifaires et non tarifaires susceptibles de réduire fortement le commerce entre le Royaume-Uni et l'UE27, à partir de novembre 2019, mais cette perspective peu probable ne figure pas dans notre scénario.

Pour conclure, parmi les pays ayant un rôle important dans le commerce mondial, aucun ne souhaite véritablement remettre en cause de la mondialisation commerciale. Les contraintes écologiques ne sont guère prises en compte. Si l'arrivée à maturité de l'économie chinoise entraîne une baisse du ratio commerce mondial/PIB pour ce pays, d'autres pays émergents prennent la relève, notamment en Asie. L'UE continue à négocier des accords bilatéraux de libre-échange ; au Royaume-Uni, les partisans du Brexit souhaitent faire du Royaume-Uni un champion de la globalisation, s'affranchir des réglementations de l'UE et signer des traités de libre-échange avec les pays hors UE ; enfin, Donald Trump souhaite bousculer les règles du commerce international qu'il juge nuisibles aux États-Unis, mais surtout pour ouvrir des marchés aux entreprises américaines, notamment en Chine, mais aussi dans l'UE pour certains produits américains, principalement agricoles, aujourd'hui encore soumis à des droits de douane et à des réglementations.

Références

- Amiti M., S. J. Redding et D.E. Weinstein, 2019, « The impact of the 2018 Trade War on U.S. Prices and Welfare », *CEPR Discussion Paper*, DP 13564, mars.
- ECB-IRC Trade Task Force, 2016, « Understanding the weakness in global trade. What is the new normal? », *Occasional Paper Series*, n° 178, septembre.
- Felbermayr G. et M. Steininger, 2019, « Trump's trade attack on China - who laughs last? », *EconPol Policy Brief*, n° 13, février.
- FMI, 2019, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril.
- Freund C., M. Ferrantino, M. Maliszewska et M. Ruta, 2018, « Impacts on Global Trade and Income of Current Trade Disputes », World Bank, juillet.
- Gaulier G., Sztulman A. et D. Ünal, 2019, « La croissance des chaînes de valeur mondiales n'est pas enrayée », *Blog Banque de France*, mai.
- Jean S., P. Martin et A. Sapir, 2018, « Avis de tempête sur le commerce international : quelle stratégie pour l'Europe ? », *Les Notes du CAE*, n° 46, juillet.
- OMC, 2019, « La croissance du commerce mondial s'essouffle alors que les tensions commerciales persistent », Communiqué de presse, 2 avril.
- Vicard V., 2018, Une estimation de l'impact des politiques commerciales sur le PIB par les nouveaux modèles quantitatifs de commerce, *Focus du CAE*, n° 22, juillet.

5. Un sentier de croissance en ralentissement

Si les symptômes d'un ralentissement économique sont visibles dans les grandes zones développées, notamment en zone euro, et s'expliquent pour une grande part par la fin du rattrapage conjoncturel, la faiblesse des rythmes de croissance associés à cette période de fin de cycle peut surprendre.

Cette interruption apparente du sentier de croissance sur un horizon qui n'est plus de court terme a fait surgir des questions de fond sur l'épuisement possible du potentiel de croissance des économies développées. Le débat peut s'inscrire dans des considérations plus générales sur le devenir des économies industrialisées, et en particulier celui de l'économie américaine sur laquelle il s'est focalisé. Les tenants de l'entrée dans une phase de « stagnation séculaire », par la voix de Larry Summers, voient dans l'incapacité des économies à renouer avec un niveau d'activité conforme à la trajectoire d'avant la récession l'effet d'un mécanisme de déflation par les bilans, conséquence d'un excès d'endettement des agents privés avant la récession, et publics depuis 2010. Face au gonflement des passifs, les agents sont contraints de réduire leurs dépenses pour dégager des marges de désendettement et assainir leur situation patrimoniale. Le processus peut s'installer dans la durée, d'abord parce que l'apurement des dettes privées accumulées au cours de la bulle immobilière des années 2000 et la réduction des déficits publics issus de la récession appellent un effort symétrique. Ensuite, parce que les pressions déflationnistes exercées par l'ajustement freinent le désendettement en s'opposant à la dévalorisation spontanée des dettes en termes réels et à la flexibilité des taux d'intérêt réels.

En plus de ces questionnements sur la trajectoire de la demande, l'affaîssement du sentier d'expansion a nourri le débat à propos des répercussions de la récession de 2008/09 sur l'offre potentielle des économies développées. Certaines études tentent d'éclairer les liens entre crises financières et pertes de potentiel pour conclure à des pertes définitives de production potentielle plutôt qu'à une inflexion de la

croissance après la crise¹. Mais les preuves empiriques apportées sont loin d'être consensuelles et les canaux de transmission des crises financières au potentiel mal décrits².

Dans une vision de la question très élargie au-delà du seul impact de la récession sur le potentiel de production, Robert Gordon³ voit dans l'épuisement de l'effet des nouvelles technologies de l'informatique sur la croissance de la productivité depuis quelques années la fin du sentier de croissance tel que les économies l'ont connu avant 2008. Sans exclure que de telles considérations puissent effectivement en rendre compte, une approche plus centrée de l'impact de la récession sur les déterminants du potentiel peut aussi être mise en avant.

Une faiblesse de la croissance potentielle...

L'évaluation de cet impact anime les débats, avec deux visions, l'une accréditant l'idée qu'une partie des pertes de production héritées de la récession sont irrécupérables, ce qui se traduirait par une marche d'escalier du potentiel vers le bas, l'autre que seul le taux de croissance du potentiel a été touché, ce qui se traduirait par une inflexion du sentier d'expansion de moyen terme de l'économie. Ces deux visions ne sont naturellement pas exclusives l'une de l'autre, avec dans le cas le plus défavorable à la fois des pertes irrécupérables de production et un infléchissement du sentier.

Il ne fait guère de doute qu'après des années de quasi-stabilité de l'activité accompagnée d'un recul du volume d'investissement productif et d'une hausse du taux chômage, certains déterminants de la croissance potentielle, en dehors de la démographie qui ne s'est pas ressentie de la crise, se soient affaiblis. Le PIB potentiel dépend en effet de la quantité de facteurs de production disponibles, le travail et le capital, ainsi que de leur productivité et de la bonne allocation de ces facteurs de production dans les unités de production. Le recul de l'investissement depuis le début de la crise a réduit le rythme de l'accumulation mais aussi très probablement la diffusion du progrès

1. Voir Furcier et Zdzienicka (2012) et Furcier et Mourougane (2012) ainsi que Reinhart et Rogoff (2009).

2. Par exemple, dans une phase de bulle euphorique, la croissance de la productivité agrégée est gonflée par un vecteur de prix relatifs erroné issu de cette bulle. Après l'éclatement de la bulle, le nouveau vecteur de prix conduit à réévaluer les gains de productivité à la baisse et surtout révèle une mauvaise allocation du capital qui renforce la baisse de la productivité.

3. Gordon (2012).

technique qui modèle la trajectoire de la productivité. Et les effets d'hystérèse sur le marché du travail excluraient de l'emploi potentiel un nombre croissant de chômeurs de longue durée, ce qui élèverait le taux de chômage structurel et réduirait le volant de main-d'œuvre disponible sans accélération des salaires. De plus, à court terme, le niveau du PIB potentiel lui-même a pu subir un choc à la baisse, les faillites et les destructions de capacité lors de la récession ayant certainement amputé le volume de capital disponible.

... liée à un ralentissement généralisé des gains de productivité...

Si la tendance de long terme est au ralentissement des gains de productivité, le taux de croissance moyen de la productivité horaire dans le secteur marchand a connu toutefois des évolutions contrastées selon les pays.

Sans remonter aussi loin que les analyses de Gordon illustrant la « grande vague⁴ » correspondant à la seconde révolution industrielle du début du XX^e siècle aux États-Unis (Gordon, 1999) suivie du rattrapage des niveaux de productivité américains par les économies européennes après la Seconde Guerre mondiale (Gordon, 2004), de nombreuses études ont analysé l'arrêt de ce rattrapage dans les années 1990⁵. Comme l'illustre le graphique 33, à partir de cette date, les taux de croissance de la productivité du travail, par tête comme horaire, ont continué à accélérer aux États-Unis⁶ tandis qu'ils décéléraient régulièrement dans les autres grands pays développés, notamment européens.

Depuis le début de la crise, les gains de productivité horaire continuent de ralentir globalement dans l'ensemble des pays excepté en Espagne où ils accélèrent. Le ralentissement est plus prononcé les

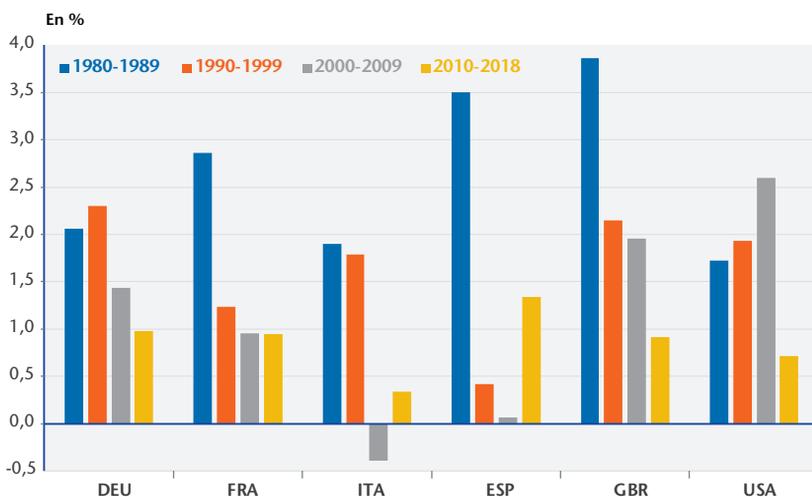
4. Pour Gordon, « The one big wave » est associée à l'utilisation croissante par les secteurs manufacturiers et du transport américains des « inventions majeures » de la fin du XIX^e siècle (électricité, moteur électrique et moteur à combustion interne) mais aussi au développement de la chimie et des antibiotiques. Par ailleurs, toujours selon Gordon, au cours de cette période qui est aussi celle du *New Deal*, les syndicats, dont le pouvoir a été renforcé, ont obtenu une réduction de la durée du travail et une hausse des salaires : la première a engendré une augmentation de la productivité horaire tandis que la seconde, en accroissant le coût du travail, a incité les entreprises à substituer du capital au travail, stimulant la productivité par tête.

5. Voir par exemple Basu, Fernald et Shapiro (2001), Bergeaud, Cette et Lecat (2016), Crafts et O'Rourke (2013) et Lecat (2004).

6. Le découpage par décennie masque en fait une période exceptionnelle (troisième révolution industrielle) allant de 1996 à 2004, période durant laquelle la productivité s'est fortement accrue aux États-Unis avec la diffusion des nouvelles technologies d'information et de communication.

premières années de la crise sous l'effet de la Grande Récession et de comportements d'ajustement différents selon les pays : certains pays (France, Allemagne, Italie) privilégient les leviers d'ajustement internes (rétention de main-d'œuvre et baisse de la durée du travail) tandis que l'Espagne et les États-Unis ajustent plus rapidement l'emploi (Cochard *et al.*, 2010).

Graphique 33. Taux de croissance annuelle de la productivité horaire des salariés



Source : OCDE.

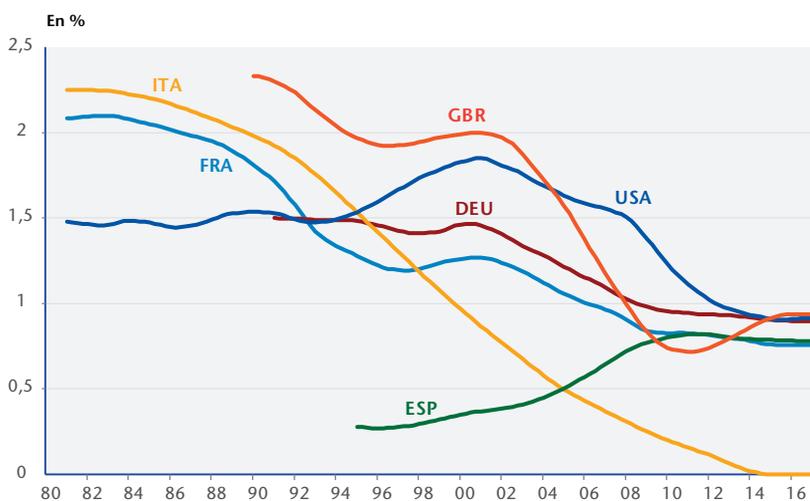
Enfin, depuis 2010, le taux de croissance de la productivité du travail semble quelque peu s'homogénéiser entre les différents grands pays (à l'exception de l'Italie toutefois). Le taux de croissance de la productivité du travail se situerait aujourd'hui aux alentours de 1 %, rythme bien inférieur à celui observé lors des décennies passées.

Cependant, ces évolutions ne permettent pas de renseigner précisément sur l'évolution de la tendance de productivité dans la mesure où elles captent la dynamique des cycles de productivité. Nos estimations de la productivité tendancielle réalisées à partir d'un filtre de Kalman sur des équations d'emploi⁷ suggèrent également une réduction progressive de celle-ci qui, toutes choses égales par ailleurs, implique une baisse de la croissance potentielle.

7. Pour plus de détails, voir Ducoudré et Heyer (2017).

Selon nos estimations, le taux de croissance de la productivité horaire tendancielle présente pour six pays (France, Allemagne, Italie, Espagne, États-Unis et Royaume-Uni) une lente baisse depuis les années 1990 (graphique 34). La tendance de productivité horaire, estimée à 1,5 % aux États-Unis dans les années 1980, augmente au cours des années 1990 avec la vague de nouvelles technologies, puis diminue progressivement pour atteindre 0,9 % en fin de période. Pour la France, l'Italie et l'Allemagne le rattrapage s'interrompt au cours des années 1990 (au cours des années 2000 pour l'Espagne) bien que le ralentissement des gains de productivité tendanciels s'interrompt brièvement entre le milieu des années 1990 et le début des années 2000. Excepté l'Italie, dont les gains tendanciels de productivité estimés sont nuls en fin de période, les taux de croissance tendanciels convergent vers un intervalle compris entre 0,8 % et 1 % de gains annuels de productivité horaire tendancielle.

Graphique 34. Gains tendanciels de productivité horaire



Note : gains tendanciels de productivité horaire en rythme annuel.

Source : calculs OFCE.

... et de celui de la population active

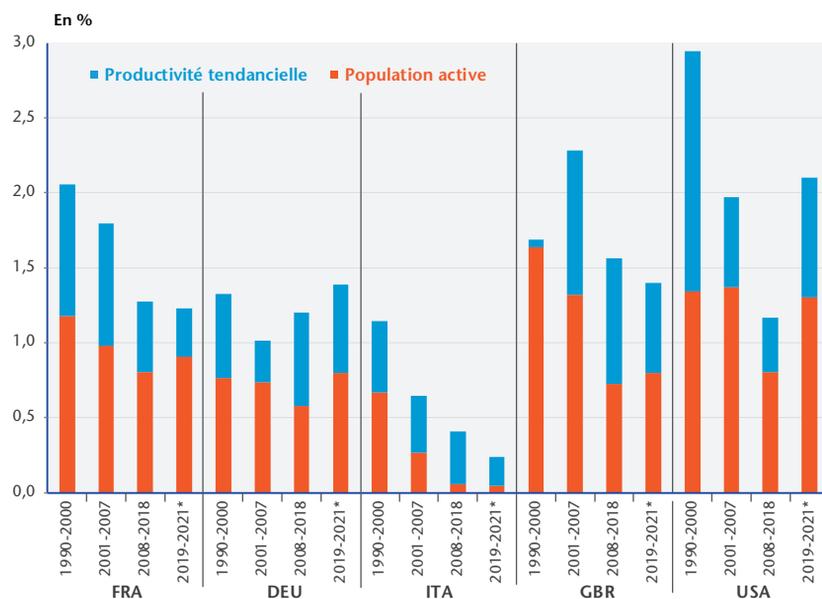
Par ailleurs, l'évolution de la population active indique également un ralentissement de sa croissance entre 2000 et 2016 dans les pays développés et tout particulièrement en Espagne⁸ (graphique 35). Les raisons structurelles de ce ralentissement sont à chercher du côté de la

baisse du taux de fécondité dans ces pays, de la fin de la montée de la participation des femmes au marché du travail et du recours accru au temps partiel. Plus conjoncturellement, on observe également un effet de flexion de la population active au moment de la crise de 2008, la hausse du chômage décourageant une partie des chômeurs, qui deviennent alors inactifs, surtout en Espagne et aux États-Unis.

En contrepoint, les réformes des systèmes de retraite allongeant la durée des carrières et le report de l'âge minimum de départ en retraite ont contribué à soutenir le taux d'activité et à contrebalancer le ralentissement de la croissance de la population active. Pour la France, la croissance de la population active a d'ailleurs été plus dynamique que les projections de population active pour 2011-2015, de l'ordre de 0,2 à 0,3 point en moyenne chaque année.

En Allemagne, la population active augmente de 0,6 % entre 2007 et 2018. Sur l'ensemble de la période, la population en âge de travailler est quasiment stable en moyenne, alors que le taux d'activité

Graphique 35. Décomposition et évolution de la croissance potentielle



Note : La population active est égale à la somme du nombre d'emplois total au sens de la comptabilité nationale et du nombre de chômeurs au sens du BIT. La productivité tendancielle est estimée par le filtre de Kalman.

Source : Calculs OFCE.

8. La forte progression de la population active espagnole dans la première partie des années 2000 s'explique par une évolution positive du solde migratoire.

augmente nettement. Mais si l'on décompose en sous-périodes, on constate que la population active est d'abord soutenue par la hausse du taux d'activité (concentrée sur la période 2007-2011) avant de bénéficier d'une augmentation de la population en âge de travailler, sous l'effet de l'immigration, en provenance principalement de l'Europe de l'Est⁹.

Sommes-nous en fin de cycle ?

Nos estimations pour les grands pays industrialisés montrent un ralentissement de la croissance potentielle depuis 1990, principalement dû à la baisse des gains de productivité alors que l'impact des évolutions de population active est plus hétérogène, comme en Allemagne et au Royaume-Uni. Ces estimations suggèrent que la référence pour juger de la normalisation du niveau d'activité ne serait plus la trajectoire d'avant-crise, mais une trajectoire plus basse, qui donnerait une image moins dégradée du retard de l'activité par rapport au potentiel. Mais même si l'on accrédite cette thèse, la question se pose toujours de la persistance d'un écart de production (*l'output gap*) négatif.

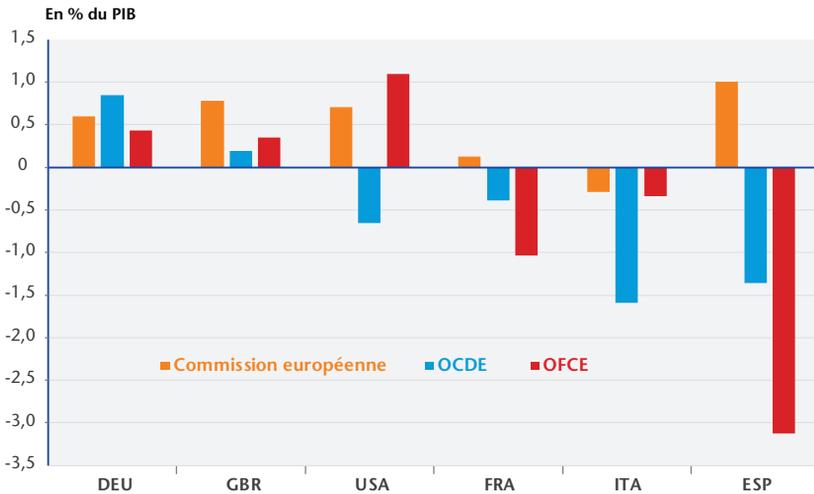
L'estimation des *output gap* est plus problématique encore dans la mesure où à l'incertitude sur la croissance potentielle mentionnée précédemment s'ajoute celle associée à l'incidence de la Grande récession sur le niveau de production potentielle et sur une éventuelle baisse définitive de celle-ci. Dans les faits, les économistes semblent s'accorder sur le fait que la crise économique traversée par les économies développées depuis 2007 a pu impacter à la fois le niveau et le taux de croissance de la production potentielle. Le chômage de masse et la dégradation durable de certaines capacités industrielles auraient en partie détruit l'appareil productif qui garderait ainsi à moyen terme les stigmates de la crise au travers des capacités de croissance réduites.

Si un consensus existe autour du fait que la crise économique ait pu avoir un impact à la fois sur le niveau et sur le taux de croissance de la production potentielle, le consensus autour de l'existence d'un potentiel de rebond des économies développées en 2018 est quant à lui plus flou. En 2018, malgré un processus de reprise qui se consolide et se généralise, si la plupart des économies développées accusent encore

9. Pour plus de détails, voir le chapitre sur le marché du travail et la démographie du Repères sur *L'économie européenne 2017*, Éditions de La Découverte.

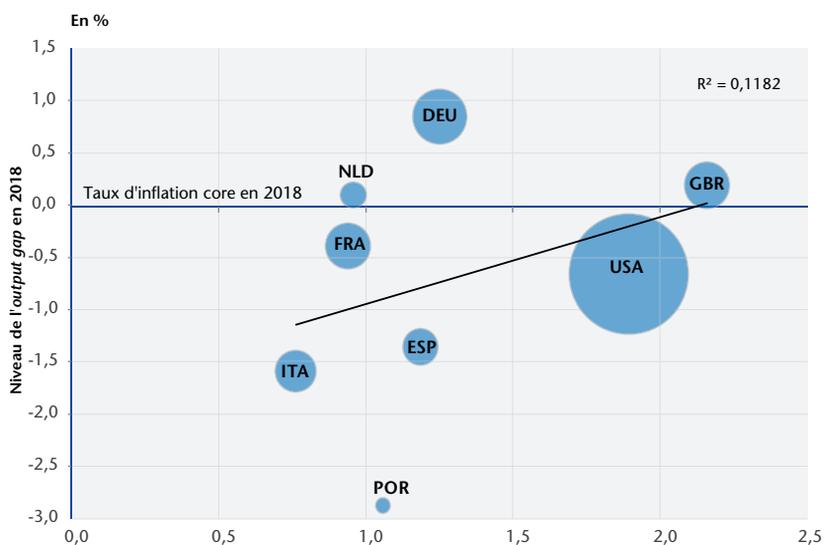
du retard par rapport à la trajectoire d'avant-crise, certains semblent déjà comblés. Ainsi, deux catégories de pays semblent émerger : la première – constituée notamment de l'Allemagne, des États-Unis et du Royaume-Uni – est celle des pays ayant rattrapé leur niveau de production potentielle et se situant en haut de cycle ; la seconde – dans laquelle figure la France, l'Italie et l'Espagne par exemple – est celle des pays connaissant encore un retard de production qui se situerait, selon les instituts de conjonctures économiques, en dessous de 1 point de PIB pour la France et l'Italie et au-dessus de 1 point de PIB pour l'Espagne (graphique 36).

Graphique 36. *Output gap* en 2018 selon différents instituts



La présence de pays développés dans les deux catégories devrait en toute logique se traduire par l'apparition de tensions inflationnistes dans les pays figurant dans la première, et par un écart d'inflation avec ceux de la seconde. Or, ces deux phénomènes ne sont pas apparents en 2018 : comme l'illustre le graphique 37, le lien entre le niveau de l'*output gap* et le taux d'inflation sous-jacent est loin d'être clair, jetant un doute sur l'interprétation que l'on doit avoir du niveau de l'*output gap* : aux incertitudes mentionnées précédemment s'ajoute celle associée au niveau de cet écart dans le passé, en 2007 par exemple.

Face à cette forte incertitude, il semble opportun d'établir un diagnostic sur la base de la variation de cet *output gap* depuis 2007. Une telle analyse aboutit à un consensus plus net entre les différents

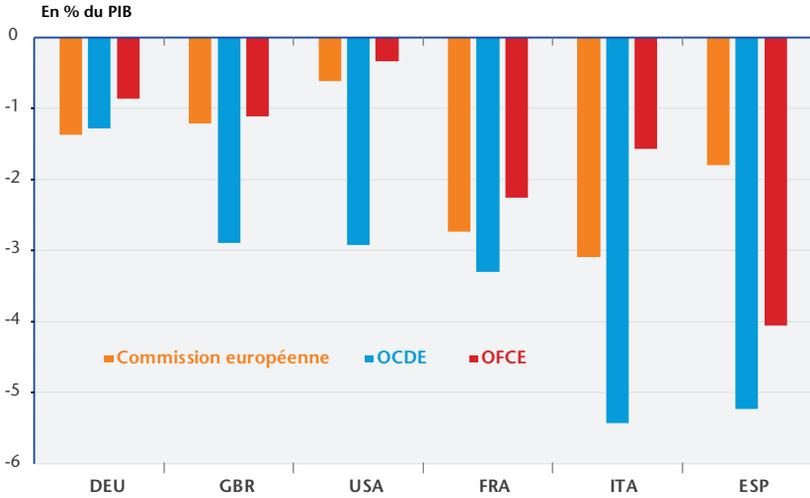
Graphique 37. Niveau de l'*output gap* et taux d'inflation sous-jacent en 2018

Source : OCDE.

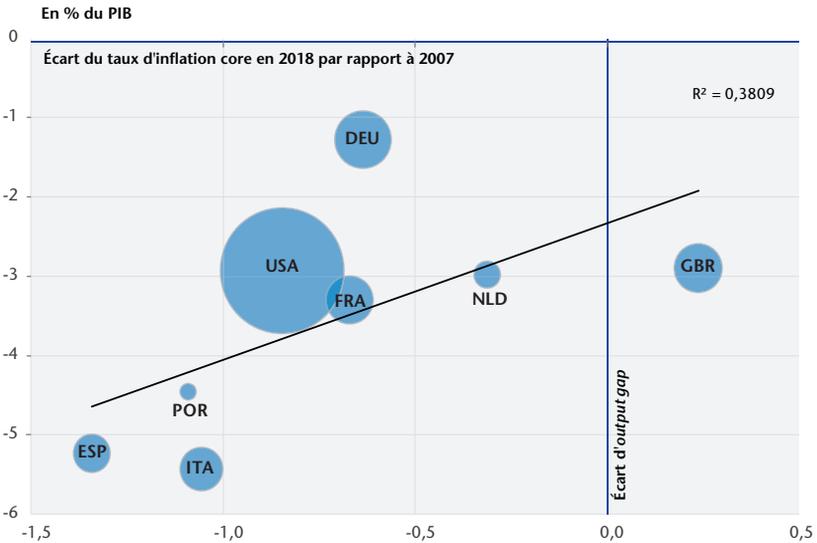
instituts et à la disparition de la première catégorie de pays, ceux n'ayant plus de marge de croissance supplémentaire au-delà de leur seule croissance potentielle. En effet, selon eux, aucun des six grands pays développés n'aurait retrouvé en 2018 son niveau d'*output gap* de 2007 y compris l'Allemagne. Cet écart se situerait autour de 1 point de PIB pour l'Allemagne, le Royaume-Uni et les États-Unis, et proche de 3 points de PIB pour la France, l'Italie et l'Espagne (graphique 38).

Cette analyse est davantage en ligne avec le diagnostic de reprise d'inflation basée sur son concept sous-jacent : les économies des pays développés n'ayant pas retrouvé en 2018 leur niveau cyclique de 2007 justifient des taux d'inflation inférieurs à ceux observés au cours de la période pré-crise (graphique 39).

Graphique 38. Écart de l'output gap en 2018 par rapport à 2007 selon les différents instituts



Graphique 39. Écart d'output gap et de taux d'inflation sous-jacente entre 2018 et 2007



6. La désinflation importée

Au quatrième trimestre 2018, l'inflation dans les grands pays industrialisés, mesurée par le déflateur de la consommation des ménages issu des comptes nationaux, restait inférieure à ses précédents historiques (encadré 6). En glissement annuel, elle s'établissait à 2,3 % au Royaume-Uni, à 1,8 % aux États-Unis et à 1,7 % dans la zone euro. En prenant comme référence les points hauts de l'inflation atteints entre 2000 et 2007, associés aux phases antérieures de forte croissance et de bas niveau du chômage, les écarts sont compris entre -1,6 point pour les États-Unis, -1,3 point pour la zone euro et -0,5 point pour le Royaume-Uni (graphique 40).

Cette relative convergence des taux d'inflation en Europe et aux États-Unis entre en contradiction avec les décalages conjoncturels des différentes zones. Les pays anglo-saxons affichent des niveaux de chômage sous leurs plus bas historiques, soit 3,8 % de la population active en février 2019 aux États-Unis et au Royaume-Uni. En regard, le chômage dans la zone euro a certes baissé de 4 points depuis son pic de 2013, mais il reste à 7,8 % en février 2019, encore supérieur de 0,5 point à son niveau d'avant-crise et de plus du double de celui des États-Unis. Au sein de la zone euro, l'Allemagne se distingue des autres pays, avec un taux de chômage qui baisse continûment depuis 2010, en dessous de tous ses niveaux précédents, à 3,1 % en février 2019. Pourtant, l'inflation n'y est guère plus élevée qu'en France où le taux de chômage est de plus du double de celui de l'Allemagne.

Encadré 6. Différentes mesures de l'inflation

L'inflation représente la hausse – ou la baisse – du prix moyen d'un panier de biens représentatifs de la consommation des ménages sur le territoire économique. Sa version la plus connue par le public est celle de l'indice des prix à la consommation (IPC), calculé et diffusé mensuellement par les instituts statistiques nationaux. L'IPC fait référence pour les indexations et les revalorisations dans divers domaines, comme les négociations salariales, les

revalorisations de pensions ou la détermination des taux d'intérêt administrés (Livret A). L'IPC constitue également la cible des banques centrales pour la définition de leur objectif de politique monétaire, à savoir une progression de 2 %¹.

À l'échelle européenne, Eurostat propose également un indice des prix dit harmonisé, c'est-à-dire calculé sur des concepts et traitement communs aux différents pays de la communauté pour permettre la comparaison internationale des taux d'inflation. Enfin, les instituts statistiques nationaux calculent également un indice des prix sous-jacent, excluant l'énergie, les produits volatiles et les produits administrés pour faire apparaître une inflation débarrassée de ces facteurs exogènes générateurs de volatilité et masquant de ce fait l'effet de ses déterminants internes, à savoir le conflit de répartition de la valeur ajoutée entre les entreprises et les salariés.

Une autre mesure de l'inflation est aussi disponible dans le cadre de la comptabilité nationale. L'appréciation de la croissance réelle, c'est-à-dire la croissance en volume, nécessite de corriger les agrégats en valeur pour neutraliser l'effet de l'évolution des prix sur le calcul des grandeurs macroéconomiques. Aux agrégats mesurés initialement en valeur est ainsi associé un système de prix couvrant les composantes du PIB : production, consommations intermédiaires, commerce extérieur, consommation finale des ménages, investissement, variations de stocks. La consommation des ménages en volume est ainsi calculée en rapportant l'indice de son prix, ou déflateur de la consommation, à la consommation en valeur. Le déflateur de la consommation est ainsi une mesure alternative à l'IPC pour appréhender l'inflation.

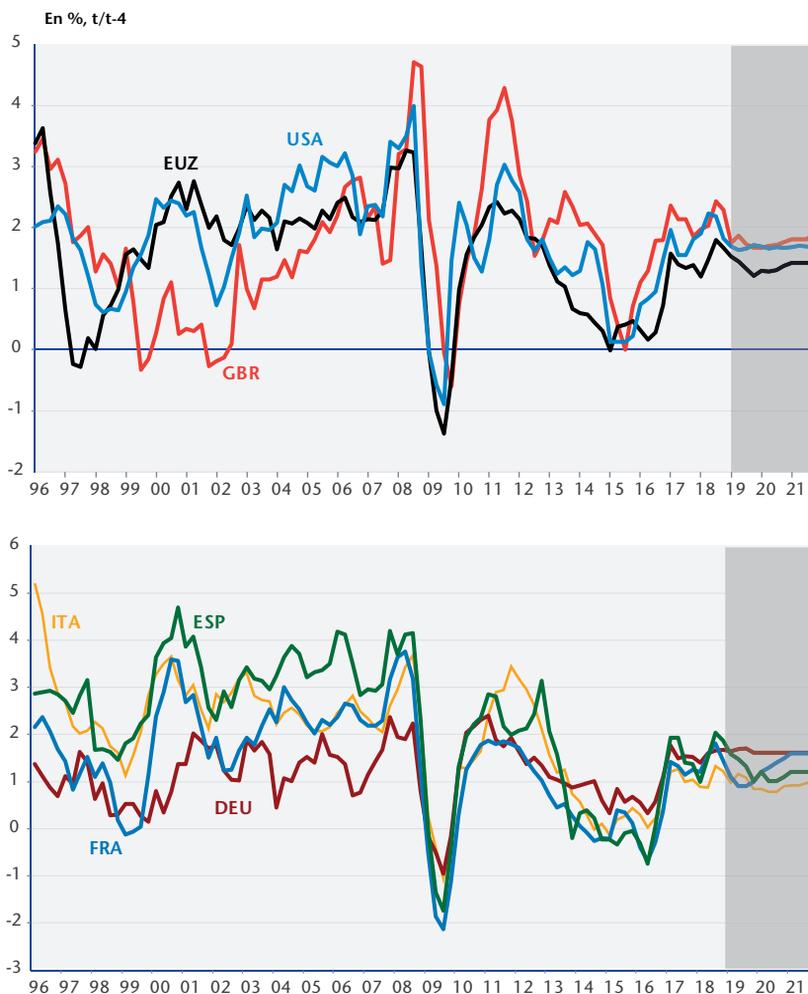
L'analyse du comportement de consommation des ménages passe par la mesure de leur revenu disponible brut (RDB) en termes réels, c'est-à-dire du pouvoir d'achat du RDB. Les boucles prix-salaires modélisant l'inflation sont donc spécifiées en termes de déflateur à la consommation et non pas en termes d'IPC dans la construction du compte des ménages.

Le classement des pays en deux groupes, ceux où le chômage est bas et ceux où le chômage reste élevé, mais où la modération de l'inflation est commune à tous, questionne sur son facteur déclenchant, certains pays ayant atteint un seuil de chômage qui aurait dû provoquer une inflation plus forte, les autres ne l'ayant pas encore rejoint. Une première explication pourrait être trouvée dans le relâchement du lien entre salaires et chômage, à savoir la disparition de la courbe de Phillips traditionnelle selon laquelle la baisse du chômage entraîne des

1. Aux États-Unis, la cible de la FED n'est pas définie par l'IPC mais par le *PCE*, le *Price Consumption Expenditure*, c'est-à-dire le déflateur de la consommation.

tensions sur le marché du travail et corrélativement une accélération des salaires. Nos estimations montrent toutefois que la courbe de Phillips reste valide, c'est-à-dire que le taux de chômage demeure un facteur explicatif de l'évolution des salaires, mais que la relation s'est modifiée depuis la crise, avec une diminution de la sensibilité des salaires au taux de chômage².

Graphique 40. Inflation dans les pays développés



Sources : Comptabilités nationales, prévisions OFCE.

2. Voir Blot, Péléraux, Sampognaro et Villemot (2015).

Cette altération du lien entre salaires et chômage pourrait s'expliquer par des évolutions plus profondes du marché du travail que ce que l'examen du seul taux de chômage révèle. En effet, un niveau bas du chômage peut masquer la persistance d'un sous-emploi à même de peser sur la dynamique des salaires. Ainsi, un chômeur découragé peut avoir renoncé à rechercher activement un emploi et ne plus répondre aux critères statistiques de comptabilisation du chômage. En dehors du marché du travail mais prêt à y revenir, ce chômeur non déclaré alimente un réservoir de main-d'œuvre mobilisable sans accélération des salaires. Les apports de population active consécutifs à la crise des réfugiés en 2015 en Europe, dans laquelle l'Allemagne s'est particulièrement investie, peut aussi expliquer la modération de l'inflation en dépit d'un taux de chômage historiquement faible. Ainsi aux États-Unis, et dans les pays où le chômage est très bas, les apports de population active peuvent suppléer à la raréfaction du volant de chômeurs disponibles. Les tentatives empiriques de réconcilier l'évolution des salaires et le taux de chômage en y incluant les situations à la marge (le *halo* du chômage), sont toutefois restées peu concluantes.

Une autre dimension du sous-emploi non mesurée par le taux de chômage est celle de la durée du travail. Le temps partiel subi sort en effet de la population des chômeurs les personnes en emploi mais qui souhaiteraient effectuer davantage d'heures. La baisse du chômage générée par les reprises d'emploi sous forme de petits boulots, d'emplois précaires ou de postes à temps réduit laisse donc subsister une forme de sous-emploi pouvant peser sur l'évolution des salaires.

Un autre mécanisme peut aussi expliquer la perte de sensibilité apparente des salaires au chômage. La polarisation du marché du travail entraîne une modification de la composition de l'emploi et du chômage : les emplois détruits sont des emplois intermédiaires tandis que ceux créés sont peu qualifiés et donc à salaire moindre, ce qui entraîne, à chômage donné, un freinage du salaire moyen. Dans une étude, Verdugo (2016) montre qu'une fois cet effet corrigé, les salaires continueraient à réagir significativement au taux de chômage et que la courbe de Phillips resterait donc valide.

Les craintes d'une fin de cycle liée à l'épuisement des ressources en main-d'œuvre sur le marché du travail et à un emballement inflationniste ne doivent donc pas être exagérées. Les ressources en facteur travail, même si elles peuvent être difficilement mesurables, laissent subsister des marges de croissance sans dérapage incontrôlé de l'inflation. L'apparent relâchement du lien entre inflation, chômage et écart

de production trouve peut-être simplement son origine dans le fait que les économies à bas taux de chômage ne sont pas encore en haut de cycle. Dans ce contexte, le ralentissement de l'activité attendu en 2019 dans l'ensemble des pays industriels ne tient pas à un blocage de la production par insuffisance de capacité, mais à des chocs communs affectant de manière conjointe la trajectoire de l'économie mondiale.

L'inflation devrait ainsi avoir atteint un point haut en 2018 dans tous les pays. Sous l'effet du creux conjoncturel, le chômage devrait remonter légèrement dans les économies où il est le plus bas, les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Allemagne, et freiner sa baisse là où il est encore élevé, en Espagne, en Italie et en France, et par conséquent imprimer un tassement généralisé de l'inflation.

L'écart d'inflation entre les économies anglo-saxonnes et la zone euro dans son ensemble subsistera, avec une inflation plus dynamique aux États-Unis, 1,7 % en glissement annuel fin 2021, et au Royaume-Uni comprise en 1,7 et 2 % durant les trois prochaines années. À l'horizon 2021, l'inflation aux États-Unis et au Royaume-Uni serait ainsi supérieure de 0,3 à 0,4 point à celle de l'ensemble de la zone euro où elle ne dépasserait pas 1,4 %.

Le reflux de l'inflation, impulsé par le ralentissement de l'activité, sera en outre accentué en zone euro par l'appréciation de 14 % du taux de change de la monnaie unique contre le dollar entre la fin 2018 et la fin 2021 qui imprimera un recul des prix d'importation. Le même mécanisme jouera au Royaume-Uni avec l'appréciation de 16 % de la livre contre le dollar sur la même période³. Pour les États-Unis, l'action des taux de change aura un effet symétrique de renchérissement du prix des importations.

À l'effet des taux de change, va s'ajouter le recul du prix du pétrole en dollars en 2019, avec une baisse maximale de 16 % au troisième trimestre 2019 en glissement annuel, suivi d'une faible remontée en 2020 et 2021 entre 63 et 67 dollars le baril.

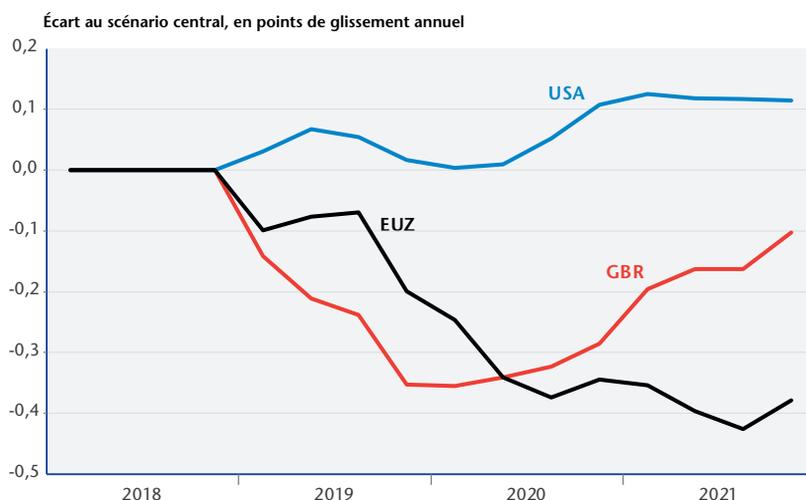
En neutralisant l'effet de ces déterminants de l'inflation importée en supposant une stabilisation du prix du pétrole et des taux de change à leur niveau du quatrième trimestre 2018, on peut mesurer, par l'intermédiaire d'une modélisation de l'inflation avec une boucle prix-salaires, la contribution de ces variables en écart au scénario central.

3. Le taux de change de la livre contre l'euro devrait rester stable à 1,15 livre pour 1 euro à l'horizon de la prévision, ce qui n'aura pas d'effet sur l'inflation de part et d'autre de la Manche par ce canal.

Les effets sont de même signe en zone euro et au Royaume-Uni du fait de l'appréciation de ces deux devises face au dollar à l'horizon 2021. Aux États-Unis en revanche, pétrole et change n'ont que peu d'impact sur l'inflation, même si des effets symétriques à ceux mesurés en Europe peuvent être mis en évidence (graphique 41).

Ces effets liés à l'impact du change et du pétrole peuvent créer l'impression d'un effet désinflationniste fort du tassement de l'activité dans les pays européens. En zone euro, l'inflation serait supérieure de 0,4 point à celle inscrite en scénario central, soit 1,8 % à la fin 2021, c'est-à-dire encore proche de la cible de la Banque centrale européenne. Au Royaume-Uni, l'effet désinflationniste des chocs extérieurs s'estompera à l'horizon de la prévision, mais sans les effets change et pétrole, l'inflation ne fléchirait pas en restant à 2 % sur la période de prévision.

Graphique 41. Effet des mouvements de change et du prix du pétrole sur l'évolution du déflateur de la consommation des ménages

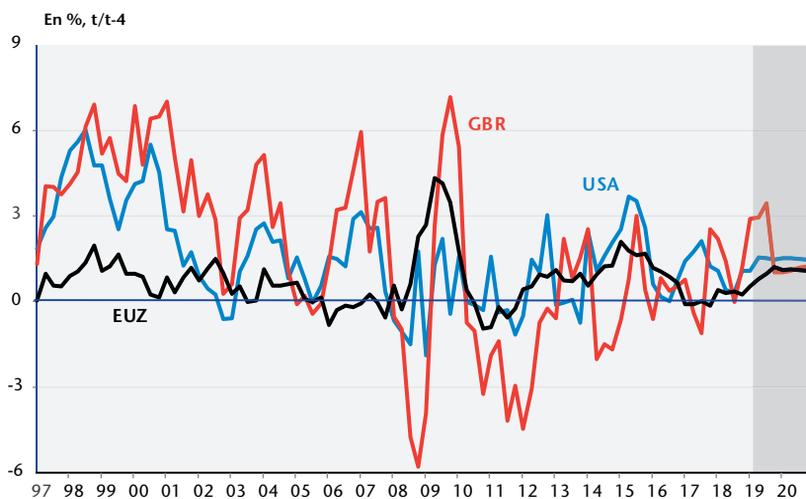


Source : Calculs OFCE.

La progression des salaires réels ne se démentirait pas à l'horizon de la prévision, malgré l'atténuation des tensions apparentes sur les marchés du travail là où elles sont les plus vives. Aux États-Unis, les salaires réels accéléreraient de 1,1 % en glissement annuel la fin 2018 à 1,5 % au deuxième trimestre 2019 pour rester au voisinage de ce sentier en 2020 et 2021 (graphique 42). En zone euro, après une phase de stagnation en 2017 et de très faible progression en 2018, les

salaires réels accéléreraient à partir du premier trimestre 2019 pour s'établir à un peu plus de 1 % à l'horizon de la prévision. Enfin, au Royaume-Uni, après une phase de forte volatilité au tournant de 2018 et de 2019, la croissance des salaires réels s'établirait sur une pente de 1,2 % en glissement annuel, soit plus du double de celle enregistrée entre 2013 et 2018.

Graphique 42. Progression des salaires horaires réels dans les secteurs marchands



7. Cycle de productivité et emploi : retour sur les ajustements depuis la crise

Notre analyse de l'emploi marchand pour la France, l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne, le Royaume-Uni et les États-Unis repose sur celle du cycle de productivité. De fait, les évolutions de l'emploi dépendent principalement de celle de l'activité économique, mais aussi de celles du coût du travail et de sa durée. À court terme toutefois, l'emploi peut augmenter plus (ou moins) vite relativement à l'activité selon que l'économie se situe en haut (en bas) du cycle de productivité, ce qui nécessite d'établir un diagnostic sur la productivité tendancielle et la position dans le cycle¹.

Plus précisément, en période de ralentissement conjoncturel (et symétriquement en période de reprise), les entreprises attendent généralement la confirmation de la baisse de l'activité (et symétriquement le redressement) avant de procéder à des réductions d'effectifs (et symétriquement des embauches), ce qui se traduit dans un premier temps par une dégradation des gains de productivité (et symétriquement une amélioration). Ce n'est que dans un second temps, quand la baisse (hausse) d'activité se confirme, qu'elles procèdent à des suppressions (créations) de postes ou à moins (plus) d'embauches. Le ralentissement (l'accélération) de l'activité se traduit d'abord par des pertes (gains) de productivité par rapport à la tendance de long terme, donc par le creusement du cycle de productivité, qui se rétablit progressivement, une fois passé le creux (pic) d'activité. Par ailleurs, les politiques d'enrichissement de la croissance en emplois favorisent les créations d'emplois en ralentissant la progression de la productivité pour une croissance de l'activité donnée.

Nous avons calculé le cycle de productivité horaire pour la France, l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne, le Royaume-Uni et les États-Unis (graphique 43). Au moment de la crise, la contraction de l'activité

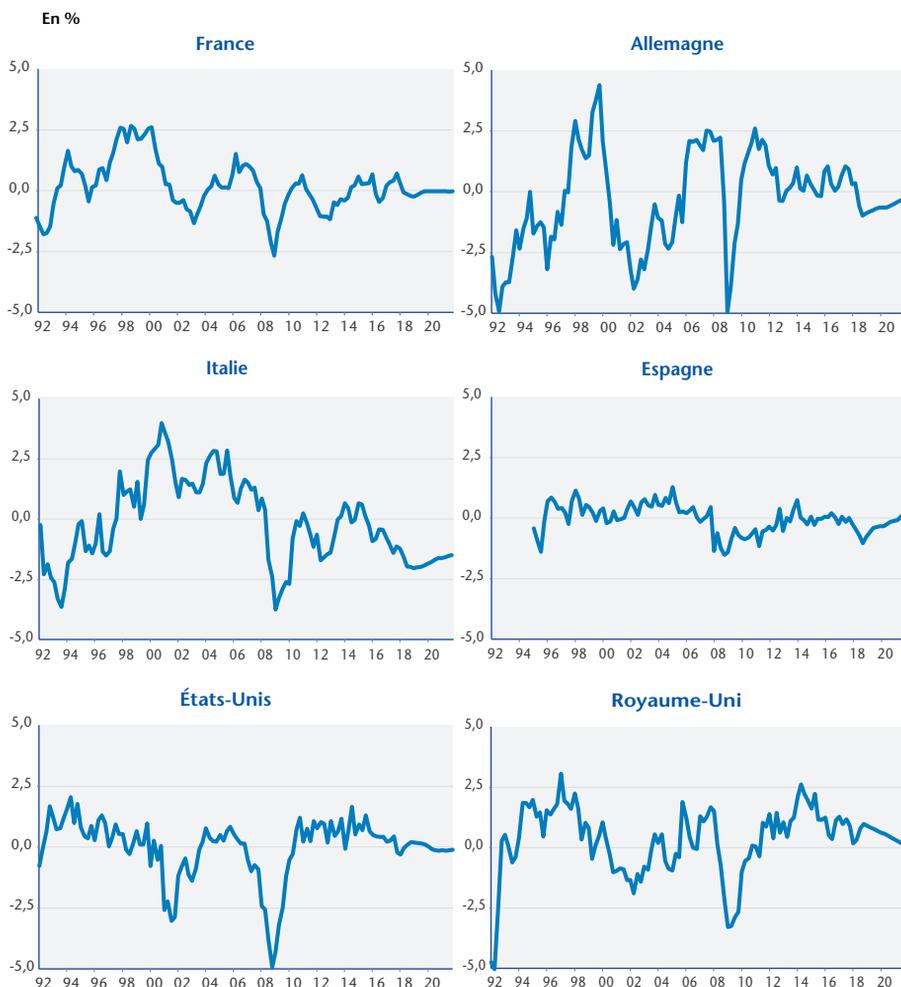
1. cf. Ducoudré et Heyer (2017).

économique s'est traduite par une forte baisse de la productivité horaire par rapport à sa tendance dans les six pays. Celui-ci s'est ensuite refermé au bout de 6 à 8 trimestres. L'ajustement s'est fait principalement par l'emploi aux États-Unis et en Espagne, tandis que l'Allemagne et l'Italie ont privilégié les ajustements internes (baisse de la durée du travail). En France, l'ajustement a consisté en une baisse combinée de l'emploi et de la durée du travail. Par la suite, les cycles ont suivi deux mouvements différents, avec d'un côté la France, l'Espagne et l'Italie qui ont connu un nouveau creusement du cycle avec la crise de la zone euro et la rechute de la croissance à partir de la mi-2011. La croissance a baissé en France, et l'activité s'est contractée en Italie et en Espagne. En revanche, l'Allemagne – dont la croissance a baissé dans une moindre mesure au moment de la crise de la zone euro –, les États-Unis et le Royaume-Uni ont connu un cycle de productivité légèrement positif en moyenne à partir de 2011, les entreprises ajustant rapidement la main-d'œuvre à la progression de l'activité économique.

Au deuxième semestre 2018, les cycles de productivité se sont creusés en zone euro. En France, après une année 2017 marquée par une croissance de la productivité plus forte que la productivité tendancielle, le cycle de productivité est légèrement repassé en territoire négatif au deuxième trimestre 2018, pour atteindre -0,2 % au quatrième trimestre 2018. Le ralentissement de l'activité s'est accompagné dans une moindre mesure d'un nombre plus faible de créations d'emplois. Le cycle de productivité s'est creusé de manière plus marquée en Allemagne, en Espagne et en Italie (resp. -1 %, -1 % et -1,9 % au quatrième trimestre 2018). Concernant l'Italie, les mesures de baisses du coût du travail qui ont accompagné les réformes du marché du travail ont enrichi la croissance en emplois (et dont l'effet est ici répercuté sur la tendance de productivité pour -0,15 point par trimestre entre 2015 et 2016)². Le cycle de productivité se serait toutefois creusé depuis 2016. Ce creusement du cycle de productivité peut s'expliquer pour partie par une croissance de l'activité économique plus faible qu'anticipée (1,0 % de croissance en 2016 contre 1,3 % anticipé dans le consensus fin 2015). En revanche, le cycle de productivité est resté fermé aux États-Unis fin 2018.

2. L'effet des baisses de coût du travail est ici répercuté sur la tendance de productivité pour 0,15 point par trimestre entre 2015 et 2016.

Graphique 43. Cycles de productivité



Source : Calculs et prévision OFCE 2019-2021, avril 2019.

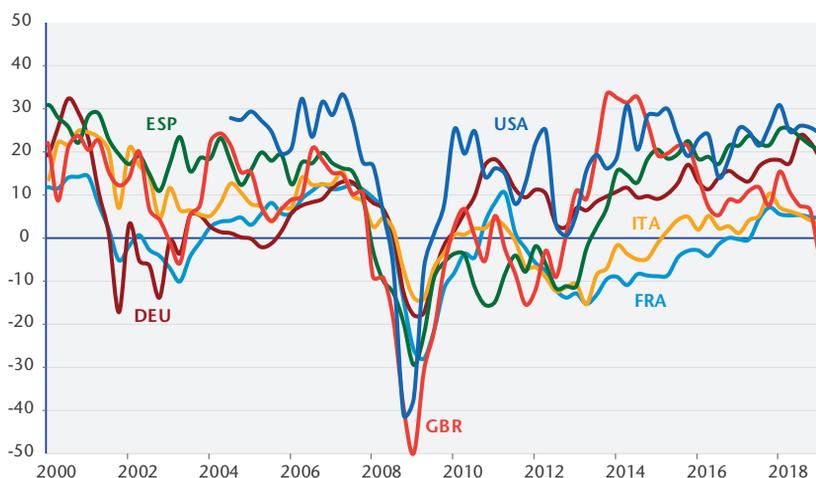
À l'horizon 2021, la productivité horaire croîtrait globalement au même rythme que celui de la productivité tendancielle en France et aux États-Unis. Le cycle de productivité se refermerait au Royaume-Uni, en Espagne et en Allemagne à l'horizon 2021, contrairement à l'Italie, qui ne refermerait pas son cycle de productivité.

Compte tenu des évolutions de l'activité et de la productivité, l'emploi total progresserait en 2019-2021 à des rythmes plus faibles que ceux enregistrés en 2017-2018. En France, en Allemagne, en Espagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis, cela s'explique principale-

ment par des taux de croissance prévus de l'activité économique plus faibles en moyenne sur la période 2019-2021 par rapport aux deux années précédentes. Les intentions d'embauches marquent ainsi le pas depuis 2018 par rapport aux plus hauts enregistrés fin 2017-début 2018 dans la plupart des pays (graphique 44).

La contraction des contrats aidés et de l'emploi public renforcerait ce ralentissement des créations d'emploi pour la France. En Italie, le cycle de productivité se refermerait lentement en prévision, mais sans retourner toutefois sur sa tendance (égale à 0). En effet, l'enrichissement de la croissance en emplois perdue, avec la poursuite d'allègements de charges (allègements « Mezzogiorno ») et sur l'emploi des jeunes).

Graphique 44. Perspectives d'embauches à court terme



Champ : Industrie, construction et services marchands, pondérés par leurs parts respectives dans l'emploi salarié marchand non agricole pour les pays appartenant à l'UE.

Sources : DG ECFIN, Eurostat, Manpower, calculs OFCE.

Des évolutions différenciées du marché du travail

Les évolutions des marchés du travail dans les pays développés ont été fortement marquées par la crise et ses conséquences en termes de destructions d'emplois, de montée du chômage et de développement de l'emploi précaire. La hausse plus ou moins durable du chômage et celle de la précarité ont aussi accentué les hétérogénéités entre pays. Celles-ci portent notamment sur l'évolution des comportements d'activité, l'ajustement de la durée du travail et l'évolution de l'emploi précaire.

La crise a également eu pour conséquence une poursuite et un approfondissement des réformes dont l'objectif est la flexibilité accrue du marché du travail. Celle-ci et l'intensification de la précarité ont pu ainsi concourir à relâcher les liens entre chômage et évolution des salaires : la nature du chômage a évolué, avec la montée du halo autour du chômage et du sous-emploi ; l'augmentation de la part de l'emploi précaire a pu affaiblir le pouvoir de négociation des salariés.

La baisse du chômage en zone euro qui a suivi la double récession de 2008-2009 et 2011-2012 a été freinée par la hausse des taux d'activité dans la plupart des pays européens (voir encadré). Une grande partie de cette hausse s'explique par l'augmentation de la participation des travailleurs âgés de 55 ans et plus sous l'effet des réformes successives des systèmes de retraite visant à allonger la durée de carrière des individus et à repousser l'âge de départ à la retraite. D'autre part, elle est le fruit de la hausse de la participation des femmes au marché du travail.

La hausse des taux d'activité s'est également accompagnée de changements structurels au sein des marchés du travail européen. En zone euro, le taux d'emploi a légèrement augmenté entre 2007 et 2017 (+0,9 point). Mais cette relative stabilité masque des divergences notables : légère hausse du taux d'emploi en Allemagne, stabilité en France, baisse prononcée en Espagne. Le recours au temps partiel a également augmenté, mais de manière bien plus marquée en Espagne et en Italie. L'emploi temporaire s'est quant à lui accru en France et en Italie, quand il a fortement baissé en Espagne et dans une moindre mesure en Allemagne. Enfin, l'emploi temporaire a surtout progressé chez les 15-24 ans excepté en Allemagne³.

Ces évolutions différenciées du marché du travail ont rendu la seule analyse du taux de chômage insuffisante pour comprendre les dynamiques à l'œuvre. En effet, la définition stricte du chômage au sens du Bureau international du travail (BIT) ne prend pas en compte les situations à la marge du chômage.

Les bases de données de l'OCDE permettent d'intégrer dans le chômage une partie des individus qui en sont exclus du fait de la définition du BIT. Le graphique 45 présente pour les années 2008, 2013 et 2018 le taux de chômage observé auquel viennent s'additionner d'une part les individus en situation de temps partiel subi et d'autre part les

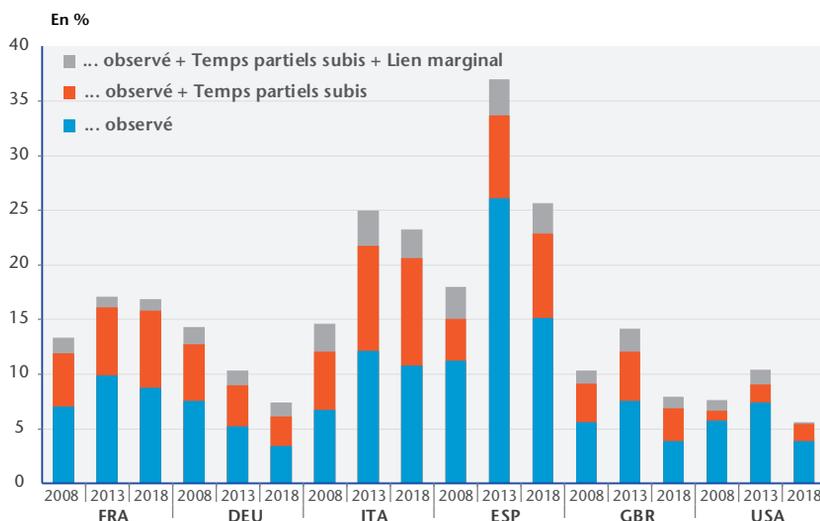
3. Voir « Croissance sous tensions », OFCE, Département analyse et prévision, *Revue de l'OFCE*, n° 159, octobre 2018.

personnes âgées de 15 ans et plus, sans emploi, et ne recherchant pas activement un emploi mais qui désirent travailler et sont disponibles pour prendre un emploi. De plus elles ont recherché un emploi au cours de 12 derniers mois. Ces dernières sont définies par l'OCDE comme ayant « un lien marginal à l'emploi ».

En France, le taux de chômage a retrouvé, en 2018, un niveau inférieur à celui qui était le sien cinq années plus tôt. Néanmoins, le temps partiel subi et, plus modérément, le lien marginal vis-à-vis de l'emploi se sont accrus sur la période.

En Italie et en Espagne, si la situation du marché du travail est bien plus dégradée qu'en 2008, l'amélioration observée du taux de chômage s'est également traduite par une (légère) baisse du temps partiel subi et du halo autour du chômage. Au Royaume-Uni, aux États-Unis comme en Allemagne, la situation sur le marché du travail est meilleure quel que soit l'indicateur analysé. Il est tout de même à noter que le taux de chômage « augmenté » du temps partiel subi et du halo est pour nombre de ces pays près de deux fois supérieur au taux de chômage observé, signe que le taux de chômage seul ne permet pas d'appréhender parfaitement les situations sur le marché du travail.

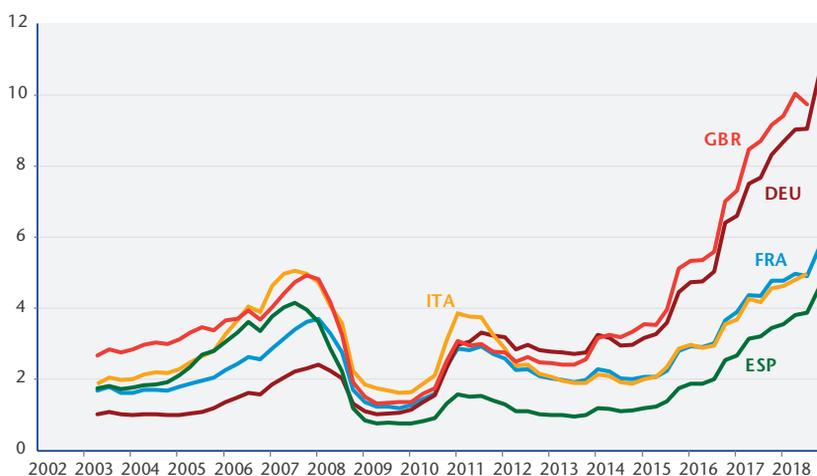
Graphique 45. Taux de chômage



Sources : OCDE, calculs OFCE.

Outre ces améliorations différenciées des marchés du travail européens, l'analyse des difficultés de recrutements déclarés par les chefs d'entreprise dans les pays étudiés illustre également les divergences à l'œuvre. Le graphique 46 présente, comme premier proxy de ces difficultés, la proportion d'emplois vacants pour 100 chômeurs. En Allemagne et au Royaume-Uni, celle-ci atteint 10 % fin 2018, soit un niveau inobservé depuis le début des années 2000. En France, en Italie et en Espagne, malgré une hausse de cette proportion depuis 2016, le nombre d'emplois vacants pour 100 chômeurs est de l'ordre de celui observé fin 2007 soit entre 4,5 % pour l'Espagne et 5,6 % pour la France. Si cet indicateur n'informe pas sur les causes de la vacance de l'emploi (localisation, secteur d'activité, qualification...), il éclaire tout de même sur l'augmentation des tensions sur les marchés du travail.

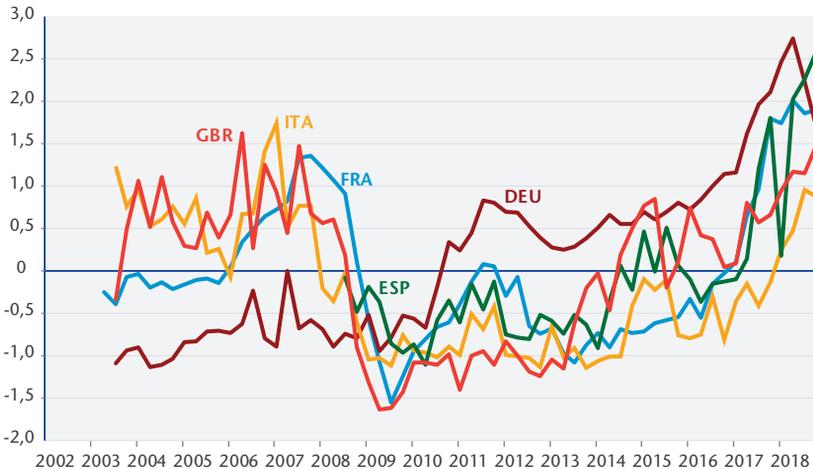
Graphique 46. Nombre d'emplois vacants pour 100 chômeurs



Sources : Eurostat, OCDE, BLS, Ministry of Health, Labour and Welfare, Ministry of Internal Affairs and Communications, calculs OFCE.

C'est également le cas des enquêtes menées auprès des chefs d'entreprises les questionnant sur les facteurs limitant leur production (graphique 47). À l'image de la proportion d'emplois vacants décrite précédemment, le manque déclaré de main-d'œuvre est orienté à la hausse depuis la fin de l'année 2016 et rejoint, voire dépasse, les pics historiques observés depuis les années 2000. Si une fois encore cet indicateur ne renseigne pas les causes de ces manques (problème de formation, rémunération, rigidité du marché du travail, ...), il illustre un renforcement des tensions sur les marchés du travail européens.

Graphique 47. Facteurs limitant la production – Manque de main-d'œuvre



Champ : secteur marchand non agricole.

Note : Les pourcentages d'entreprises déclarant leur production limitée du fait d'un manque de main-d'œuvre sont centrés-réduits, puis pondérés par les parts respectives d'emplois salariés dans l'industrie, la construction et les services marchands.

Sources : DG ECFIN, Eurostat.

Encadré 7. Taux d'activité et durée du travail : des impacts différenciés sur le taux de chômage

La plupart des pays européens ont, au cours de la crise, connu une baisse plus ou moins marquée de la durée effective de travail, *via* des dispositifs de chômage partiel, la réduction des heures supplémentaires ou le recours aux comptes épargne-temps, mais aussi *via* le développement du temps partiel (particulièrement en Italie et en Espagne). La baisse du chômage américain s'explique quant à elle en partie par une baisse importante du taux d'activité.

En supposant qu'une hausse d'un point du taux d'activité entraîne, à emploi constant, une hausse du taux de chômage (de près d'un point), il est possible de mesurer l'impact de ces ajustements (durée du travail et taux d'activité) sur le chômage, en calculant un taux de chômage à emploi constant et contrôlé de ces ajustements. Excepté aux États-Unis, les pays étudiés ont connu une augmentation de leur population active (actifs occupés + chômeurs) plus importante que celle observée dans la population générale, du fait entre autres des réformes des retraites menées. Toutes choses égales par ailleurs, ce dynamisme démographique a pour effet d'accroître le taux de chômage des pays concernés.

Sous l'hypothèse d'une stabilité du taux d'activité (et toutes choses égales par ailleurs), le taux de chômage serait inférieur de 2,6 points en France, de 3 points en Italie et de 2,3 points au Royaume-Uni (graphique 48). Par

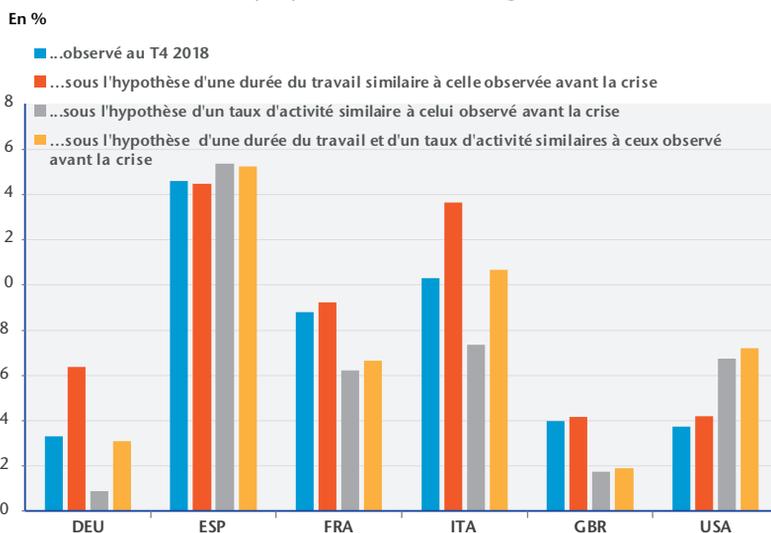
contre, sans la contraction importante de la population active américaine, le taux de chômage aurait été supérieur de plus de 3 points à celui observé fin 2018. Il apparaît également que l'Allemagne a connu depuis la crise une baisse importante de son chômage alors même que son taux d'activité croissait. À taux d'activité inchangé, le taux de chômage allemand serait de 0,9 %. Il reste que les évolutions des taux d'activité résultent aussi de facteurs démographiques structurels si bien que l'hypothèse d'un retour vers les taux de 2007 est arbitraire. Pour les États-Unis, une partie de la baisse du taux d'activité s'explique par l'évolution de la structure de la population. Aussi, le chiffre de sous-emploi – mesuré par le taux de chômage qui prévaudrait si le taux d'activité retrouvait son niveau de 2007 – peut être considéré comme un majorant de la situation réelle du marché du travail.

Concernant la durée du travail, il apparaît que si la durée du travail avait été maintenue dans l'ensemble des pays à son niveau d'avant-crise, le taux de chômage aurait été supérieur de 3,1 points en Allemagne et de 3,3 points en Italie. En France, en Espagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis, le temps de travail n'a que faiblement évolué depuis la crise.

À durée du travail identique à celle de 2007, le taux de chômage aurait été très légèrement supérieur au Royaume-Uni, aux États-Unis et en France.

Notons que les évolutions à la baisse de la durée du travail ont largement précédé la crise économique de 2007. L'évolution de la durée du travail en Allemagne a suivi une dynamique précédant la crise et celle de l'Italie s'est largement accentuée. En France, en Espagne et aux États-Unis, la durée du travail a continué à baisser mais de façon beaucoup moins marquée. Au Royaume-Uni, la baisse de la durée du travail entamée avant 2007 s'est quant à elle interrompue.

Graphique 48. Taux de chômage...



Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

8. Banques centrales – Changement de ton

La normalisation de la politique monétaire s'est poursuivie aux États-Unis et la taille du bilan de la Réserve fédérale a baissé conformément au plan qui avait été annoncé en juin 2017. L'orientation de la politique monétaire américaine est en phase avec l'évolution de la situation macroéconomique puisque l'inflation converge vers la cible de 2 % et que le taux de chômage est au plus bas. De fait, un décalage important s'est créé avec les décisions de la BCE, de la Banque d'Angleterre ou de la Banque du Japon. En zone euro comme au Japon, l'inflation reste faible, ce qui retarde les perspectives de normalisation même s'il faut noter que les achats nets d'actifs ont cessé depuis décembre 2018. Au Royaume-Uni, l'incertitude relative aux conditions du Brexit incite la banque centrale à l'attentisme dans un contexte de chômage faible et d'inflation proche de l'objectif.

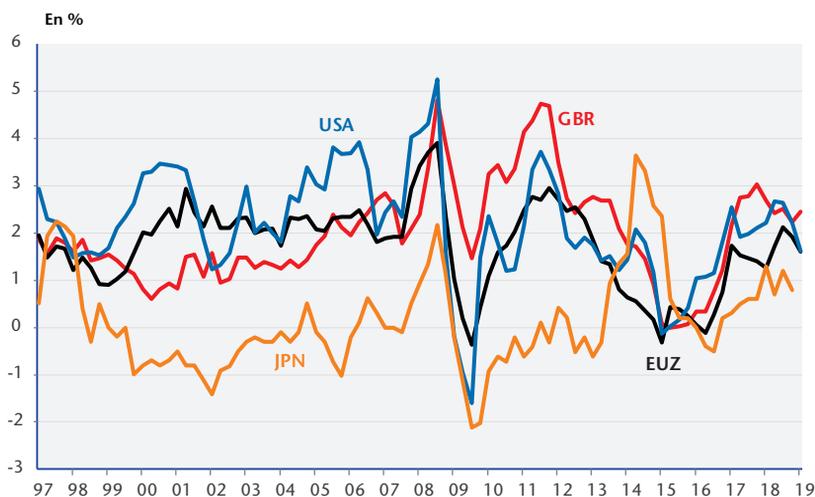
La perspective d'un ralentissement de l'activité et l'absence de tensions inflationnistes ont cependant amené les banques centrales à modifier leur communication et revoir leur stratégie de politique monétaire pour 2019 et 2020. Aux États-Unis, seule une dernière hausse des taux serait mise en œuvre en 2019 avant une stabilisation. En Europe, la BCE ne remonterait pas les taux au cours des deux prochaines années tandis que la Banque d'Angleterre amorcerait une normalisation très graduelle dès que les conditions du Brexit seront éclaircies. Le caractère relativement plus expansionniste de la politique monétaire de la BCE maintiendrait l'euro à un niveau inférieur à 1,15 dollar en début 2019. Toutefois, à moyen terme, l'excédent courant de la zone euro et le déficit du côté américain entraîneraient une appréciation de l'euro. Ce scénario – de politique monétaire et de taux de change – reste fortement conditionné à la conjoncture et les banques centrales n'hésiteraient pas à assouplir à nouveau leur politique si le ralentissement était plus fort qu'anticipé ou, au contraire, à remonter les taux plus fortement ou plus rapidement si des pressions inflationnistes apparaissaient.

Du printemps de l'économie ...

Au début du quatrième trimestre 2018, la Réserve fédérale et la BCE étaient engagées sur un sentier de normalisation de leur politique monétaire. Cette situation devait se traduire par une réduction (Réserve fédérale) ou une stabilisation (BCE) de la taille du bilan ainsi que par la poursuite de la hausse des taux (Réserve fédérale) et le début d'un cycle très graduel de remontée des taux dans le cas de la BCE. La stratégie de politique monétaire de la Banque d'Angleterre restait conditionnée par les conditions d'organisation du Brexit. Néanmoins, avec une inflation supérieure à la cible de 2 % (graphique 49) et un taux de chômage bas, il était probable que la banque centrale normalise sa politique monétaire dès que l'accord de sortie de l'Union européenne serait approuvé par le Parlement britannique.

De fait, les perspectives de croissance étaient globalement bien orientées dans les pays industrialisés. En zone euro, la reprise avait certes été plus tardive mais elle semblait enfin prendre un caractère plus soutenu – avec une croissance annuelle de 2,5 % en 2017 – et durable. Sous l'effet d'une accélération des prix de l'énergie, l'inflation¹

Graphique 49. Taux d'inflation



Note : l'inflation est ici mesurée par l'IPC (indice des prix à la consommation). Dans la zone euro, il s'agit d'un indice harmonisé (IPCH).

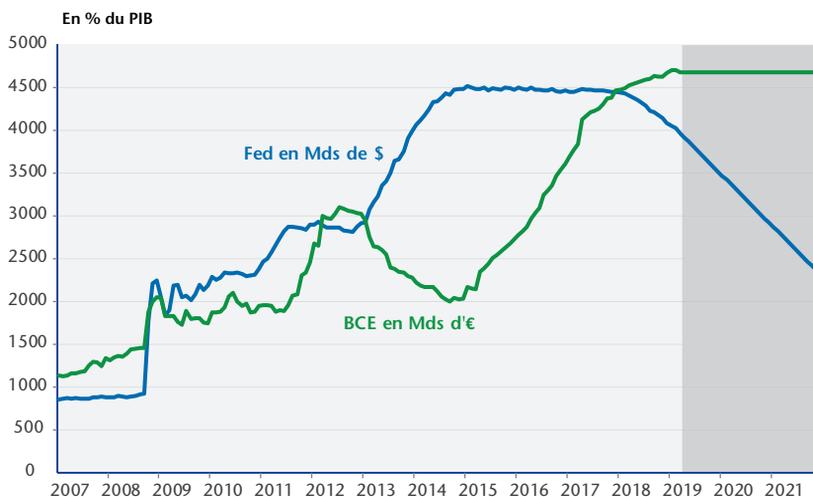
Sources : BCE, BoE, Réserve fédérale, Prévision OFCE septembre 2018.

1. Mesurée ici par l'indice des prix à la consommation. Voir l'encadré de la partie inflation dans ce dossier pour des éléments explicitant les différentes mesures de l'inflation.

dépassait même le seuil de 2 % en juillet 2018 avant de refluer en fin d'année en lien avec le prix du pétrole. Aux États-Unis, la même dynamique était observée pour les prix, avec un niveau d'inflation plus élevé qu'en zone euro. Les États-Unis et la zone euro se distinguaient de plus par des niveaux de chômage différents : 7,9 % au quatrième trimestre 2018 en zone euro et 3,8 % aux États-Unis.

Ces différences de cycle conjoncturel justifiaient une orientation divergente des politiques monétaires. La réserve fédérale avait effectivement initié la normalisation de sa politique à partir d'octobre 2014, ce qui s'est d'abord traduit par une stabilisation de la valeur nominale du bilan en milliards de dollars. La réduction de la taille *via* l'arrivée à échéance des titres a été amorcée trois ans plus tard (graphique 50). En poursuivant ce rythme – soit une baisse de l'ordre de 50 milliards par mois² – la taille du bilan atteindrait 2 300 milliards de dollars en fin d'année 2021, soit légèrement moins 10 % du PIB c'est-à-dire encore près de 4 points au-dessus du niveau d'avant-crise. Du côté des taux d'intérêt, la première hausse avait été décidée en décembre 2015. Le cycle de resserrement fut d'abord très graduel avant d'accélérer en 2018 avec 4 hausses en 2018.

Graphique 50. Perspectives d'évolution de la taille du bilan de la Réserve fédérale et de la BCE

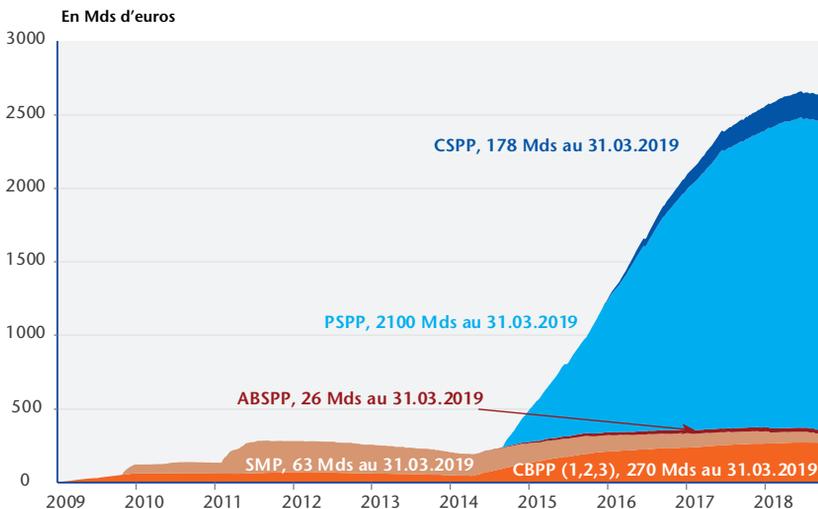


Sources : Réserve fédérale, BCE, calculs et prévision OFCE avril 2019.

2. Voir Blot, Creel et Hubert (2018).

Dans la zone euro, les achats nets de titres ont pris fin en décembre 2018. La taille du bilan devrait donc se stabiliser à compter de cette date. Jusqu'ici, Mario Draghi a indiqué que la BCE continuerait d'investir le principal et les intérêts des titres arrivant à maturité. La réduction du bilan débuterait bien après la première hausse des taux ; hausse qui ne devait initialement pas intervenir avant l'été 2019. Toutefois, les déclarations plus récentes de Mario Draghi indiquent que la date de première hausse des taux serait repoussée et, par voie de conséquence, la taille du bilan se stabiliserait autour de 4 600 milliards d'euros jusqu'en fin d'année 2021 au moins. En pourcentage du PIB, le bilan baisserait légèrement, passant de 39,5 % fin 2018 à 36,6 % fin 2021, soit encore 24 points au-dessus du niveau observé en 2007. La composition du portefeuille de titres détenus à des fins de politique monétaire dans le bilan de la BCE ne serait pas non plus fortement modifiée. Les titres public acquis dans le cadre du PSPP (*Public sector purchase programme*) représenteraient toujours l'essentiel des actifs, pour un montant supérieur à 2 000 milliards d'euros (graphique 51). Par contre, la part des titres acquis dans le cadre du programme SMP (*Securities market programme*), lancé en mai 2010, continuerait de baisser.

Graphique 51. Décomposition du stock d'actifs détenu par la BCE

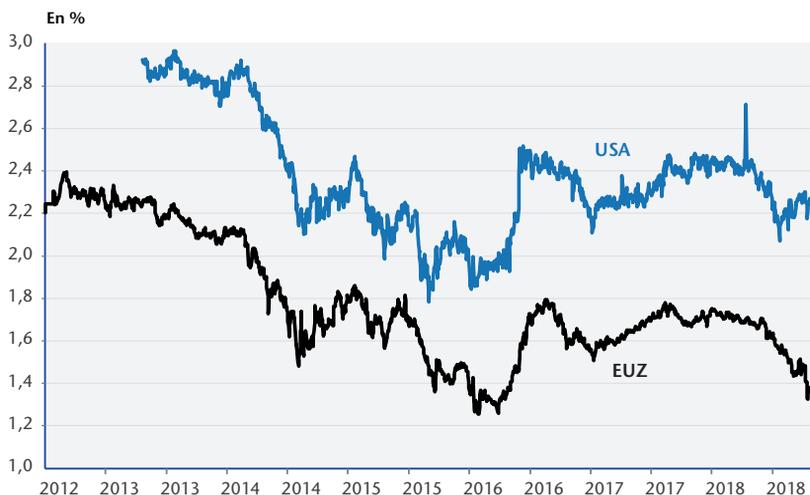


Source : BCE.

... à la grippe hivernale

Le ralentissement de l'activité plus marquée que ce qui avait été anticipé et le recul de l'inflation en fin d'année 2018 ont amené les banques centrales à modifier leur communication. Ainsi, lors de la réunion de la BCE du 7 mars 2019, Mario Draghi annonçait non seulement une nouvelle série d'opérations de refinancement ciblées (TLTRO pour *Targeted long-term refinancing operations*) et conditionnelles à l'octroi de crédits par les banques mais aussi le report de la hausse des taux qui n'interviendrait pas avant la fin de l'année 2019. Les prévisions d'inflation des économistes de la BCE ont largement donné du crédit à ce message avec une hausse de l'indice de prix dans la zone euro anticipée à 1,1 % pour 2019 puis 1,6 % en 2020 et même 1,5 % en 2021. Nos prévisions sont assez proches et suggèrent dans tous les cas que l'inflation resterait significativement inférieure à la cible de 2 %. Dans ces conditions, le taux ne serait pas relevé avant la fin de l'année 2021. Nous n'anticipons pas de réactivation des programmes d'achat d'actifs notamment parce que malgré la baisse de la croissance, le chômage poursuivrait sa décrue. La BCE se trouverait néanmoins dans une situation assez proche de celle de la Banque du Japon, confrontée à une croissance faible et une inflation qui ne revient pas vers la cible. De fait, une fois corrigée des fluctuations des prix de l'énergie et des biens alimentaires, l'inflation sous-jacente moyenne depuis 2014 est inférieure à 0,9 % et les anticipations d'inflation à long terme suggèrent l'absence d'un ancrage à la cible de 2 % (graphique 52).

Graphique 52. Anticipations d'inflation à long terme

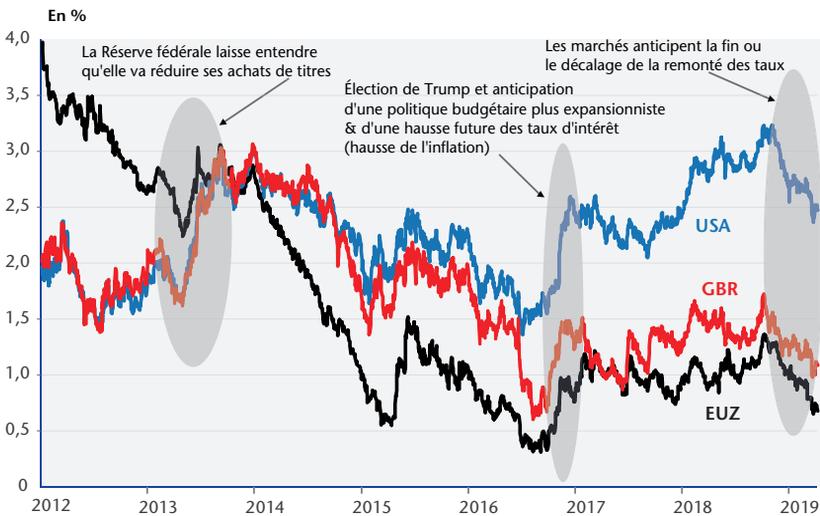


Source : Eikon Thomson Reuters.

Si la situation conjoncturelle est plus favorable aux États-Unis, il reste que la Réserve fédérale a également changé de ton indiquant non plus que le FOMC (Federal open-market committee) « s'attend à ce que de nouvelles augmentations progressives [] soient compatibles avec une expansion soutenue de l'activité économique »³, comme c'était le cas tout au long de l'année 2018, mais que « le comité serait patient... »⁴. Ce changement prononcé par Jerome Powell lors de la réunion du 30 janvier 2019 fut répété le 20 mars.

Cette communication a eu pour effet de détendre les taux longs publics américains qui sont ainsi passés de 3,2 % à 2,6 % entre novembre 2018 et mars 2019 (graphique 53). De fait, les marchés ont fortement révisé leurs anticipations sur le nombre de hausses de taux de politique monétaire pour l'année 2019, passant de 3 ou 4 hausses à 1, voire aucune hausse.

Graphique 53. Évolution des taux longs publics



Source : Eikon Thomson Reuters.

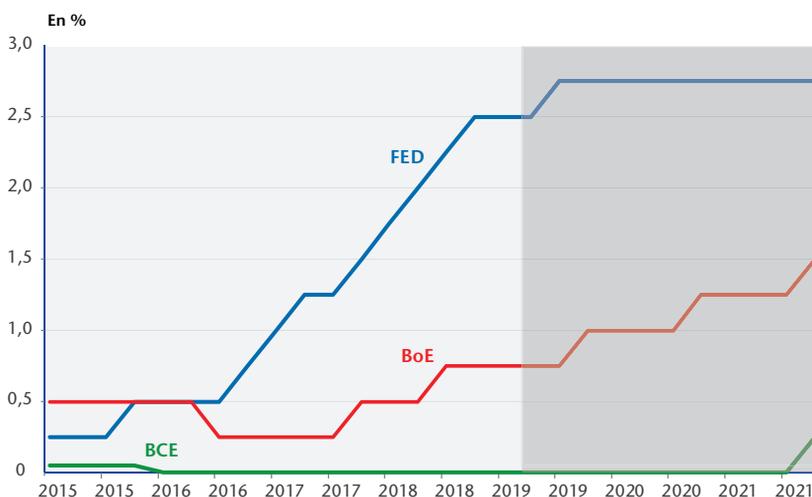
Étant donné la bonne santé de l'économie américaine, avec une croissance pour l'année 2019 prévue à 2,4 % dans notre scénario, nous anticipons une dernière hausse des taux qui porterait le taux court à 2,75 % (graphique 54), soit un niveau proche de ce qui semble être le

3. « The Committee expects that further gradual increases in the target range for the federal funds rate will be consistent with sustained expansion of economic activity ».

4. « The Committee will be patient as it determines what future adjustments to the target range ».

taux neutre pour le FOMC. Notons cependant qu'il y a une incertitude sur la mesure du taux neutre. De plus, en cas de dégradation plus rapide de l'activité, la Réserve fédérale pourrait également décider de baisser les taux. Inversement, une accélération de l'inflation se traduirait par une ou des hausses de taux supplémentaires.

Graphique 54. Taux directeur des banques centrales



Sources : BCE, BoE, Réserve fédérale, Prévission OFCE avril 2019.

Par conséquent, l'écart entre le taux aux États-Unis et dans la zone euro ne se réduirait pas d'ici la fin de l'année 2021. Néanmoins, la fin des opérations d'achat de titres en zone euro se traduirait par une hausse du taux implicite de politique monétaire. À court terme, l'effet lié à l'orientation plus expansionniste de la politique monétaire en zone euro maintiendrait le taux de change euro-dollar autour de 1,12 dollar pour un euro. Puis, l'euro s'apprécierait face au dollar, du fait du déficit courant américain et de l'excédent de la zone euro. L'euro se maintiendrait à moins de 1,15 dollar en 2019 avant de s'apprécier à partir de 2020 pour atteindre 1,30 dollar en 2021, se rapprochant ainsi de la valeur du taux d'équilibre estimé autour de 1,35 dollar⁵.

Au Royaume-Uni, les décisions de la Banque d'Angleterre seront conditionnées à l'issue et aux modalités du Brexit. Nous retenons l'hypothèse d'un accord qui serait finalement validé par le Parlement et lèverait les incertitudes économiques. À partir de ce moment, la

5. Voir Ducoudré, Timbeau et Villemot (2018).

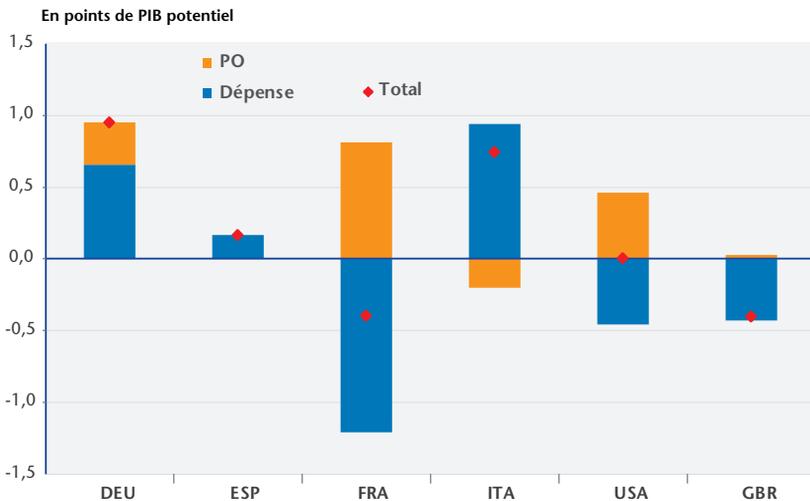
Banque d'Angleterre monterait son taux directeur de façon graduelle, à raison d'une hausse par an en 2019, 2020 et 2021. Le taux atteindrait alors 1,5 % en fin d'année 2021, soit un niveau historiquement faible au regard de l'inflation – proche de 2 % – et d'un taux de chômage bas.

9. La politique budgétaire en soutien au pouvoir d'achat

En 2018, les économies avancées ont remobilisé la politique budgétaire comme instrument de pilotage macroéconomique. Ceci est particulièrement vrai outre-Atlantique où l'application du programme économique de Donald Trump s'est traduit par une impulsion budgétaire conséquente de +1,4 point de PIB. Cette impulsion budgétaire reste tout de même bien inférieure à celle mise en œuvre pour répondre à la crise financière globale (+7 points d'impulsion cumulée en 2008 et 2009). En effet, la politique budgétaire n'est pas ici mobilisée pour répondre à un choc conjoncturel macroéconomique mais plutôt pour refléter les préférences de politique économique du président Trump. Dans la zone euro, la politique budgétaire a aussi affiché une orientation légèrement expansionniste (+0,2 point) après une consolidation moyenne de 0,6 point par an entre 2011 et 2017. Ce résultat d'ensemble est visible dans toutes les grandes économies de l'union monétaire sauf en France. Sur fond de *Brexit*, le Royaume-Uni a fait office d'exception et a maintenu une orientation restrictive (-0,3 point), même si l'ampleur de la consolidation britannique a été atténuée afin de stabiliser l'activité dans un contexte de croissance incertaine.

Le soutien budgétaire restera de mise au cours des prochaines années. Aux États-Unis, l'impulsion budgétaire sera particulièrement forte en 2019 (+0,8 point) et sera compensée en 2020 (-0,5 point) et en 2021 (-0,3 point). En zone euro, la politique budgétaire agrégée restera légèrement expansionniste en 2019 (+0,2 point) et en 2020 (+0,1 point) et retrouvera une orientation neutre en 2021. Enfin, au Royaume-Uni la politique budgétaire restera restrictive au cours des années 2019-2021 avec une restriction budgétaire cumulée de 0,4 point de PIB (graphique 55).

Graphique 55. Impulsion budgétaire cumulée (2019-2021)



Sources : comptes nationaux, documents budgétaires nationaux, calculs OFCE.

États-Unis : la « relance Trump » se poursuivra en 2019

En 2019, la politique budgétaire américaine gardera, pour la deuxième année consécutive, une orientation franchement expansionniste (+0,8 point de PIB après +1,4 point en 2018). Ce choc budgétaire est d'une ampleur historique dans un contexte où *l'output gap* est fermé. La grande réforme fiscale (*Tax cuts and Jobs Act*) induit une réduction des prélèvements obligatoires de 1,4 point de PIB (dont -0,6 point en 2019) tandis que la relance des dépenses, notamment militaires, devrait générer une impulsion supplémentaire proche de 1 point de PIB (dont 0,3 point attendu en 2019).

Un changement d'orientation budgétaire est prévu pour 2020. La baisse de la fiscalité marquera une pause en 2020 (le taux de PO augmentera de +0,1 point) et un effort conséquent de maîtrise de la dépense primaire devrait être mis en œuvre, évalué à 0,4 point de PIB. En volume, la dépense publique primaire augmentera tout de même de 1,0 %, un niveau inférieur à celui de la croissance potentielle du PIB. Cet effort masque une augmentation des dépenses en infrastructures, plus que compensée par la baisse en volume des dépenses non militaires notamment en santé. La consolidation budgétaire devrait se poursuivre en 2021 selon l'information disponible à ce jour. L'impulsion budgétaire devrait être de -0,3 point de PIB à cet horizon et serait réalisée exclusivement à travers la dépense publique.

La consolidation budgétaire attendue pour 2020 et 2021 (-0,8 point cumulé) ne suffira pas pour effacer l'importante relance des deux années précédentes (+2,2 point de PIB). Dans ce contexte, le déficit public se creusera fortement, à des niveaux inédits hors période de crise ou de guerre. Il s'établira à 5,7 % du PIB en 2019 et n'engagera qu'une lente décroissance à 5,5 % en 2020 et à 5,4 % en 2021. La dette publique pourrait ainsi atteindre 110,3 % du PIB à la fin 2021. Compte tenu des échéances électorales de 2020, les prévisions pour 2020 et 2021 sont à prendre avec prudence. En particulier, le cycle électoral peut amener à retarder l'ajustement budgétaire.

Zone euro : une politique légèrement accommodante au cours des trois prochaines années

La politique budgétaire dans la zone euro dans son ensemble sera très légèrement expansionniste en 2019 (+0,2 point de PIB d'impulsion budgétaire). L'impulsion budgétaire sera réalisée dans les plus grandes économies de l'union monétaire. Elle est visible en Allemagne (+0,3 point), en France (+0,2 point), en Italie (+0,4 point) et en Espagne (+0,4 point). *A contrario*, les plus petites économies de l'union monétaire mettront en place une politique plutôt restrictive, notamment en Autriche, Grèce et les Pays-Bas (-0,3 point dans chacun de ces pays) et dans une moindre mesure en Finlande (-0,2 point). Le soutien budgétaire français constitue la principale nouveauté par rapport à 2018. Il s'explique essentiellement par les mesures d'urgence mises en œuvre au mois de décembre pour répondre à la « crise des gilets jaunes ».

En 2020, l'impulsion budgétaire de l'ensemble de la zone euro restera légèrement positive (+0,1 point). L'Allemagne et l'Italie garderont une impulsion budgétaire positive d'une ampleur comparable à celle de 2019. Ailleurs, les Pays-Bas et la Belgique réaliseront une impulsion budgétaire positive. En revanche, la France (-0,2 point) et l'Espagne (-0,3 point) annoncent des efforts structurels plus conformes aux cibles préconisées par la gouvernance budgétaire européenne. En 2021, la politique budgétaire serait globalement neutre dans la zone euro. Ce résultat d'ensemble masque le maintien d'une politique budgétaire expansionniste en Allemagne (+0,3 point), le passage à une orientation plutôt neutre en Espagne et en Italie, et le retour de la consolidation budgétaire en France (-0,4 point). Toutefois, ces dernières prévisions sont à prendre avec prudence. Les gouvernements ont tendance à afficher des objectifs plus ambitieux dans leurs programmes de stabilité qu'au moment du vote des lois de finances.

Dans le détail, la politique budgétaire allemande restera expansionniste à horizon 2021, à un rythme proche à celui de 2018 (+0,3 point de PIB par an entre 2019 et 2021). Le soutien à la demande annoncé passerait par l'investissement public et les mesures en soutien au pouvoir d'achat des ménages – par le biais des prestations sociales ou de la fiscalité. Si le gouvernement allemand met en place une impulsion budgétaire positive cumulée de 0,9 point de PIB entre 2019 et 2021, l'orientation d'ensemble reste relativement prudente au vu de l'espace fiscal disponible. Même en tenant compte du ralentissement anticipé de la croissance et de l'impulsion budgétaire, la dette publique reste sur une dynamique de baisse rapide, qui devrait porter la dette publique à 52,5 % du PIB à horizon 2021.

La politique budgétaire sera fortement expansionniste en Italie. En 2019, l'essentiel du soutien budgétaire provient de nouvelles mesures en dépenses publiques, chiffrées à 7,6 milliards d'euros, soit 0,5 point de PIB. La baisse des prélèvements obligatoires liée à l'introduction progressive de la « *flat tax* » à 15 % pour les PME sera plus que compensée par d'autres mesures fiscales (abrogation de l'aide à la croissance économique (ACE) et du régime optionnel d'IRI). Ainsi le taux de prélèvements obligatoires pourrait augmenter légèrement en 2019 (+0,1 point). Pour 2020, l'impulsion budgétaire resterait de +0,4 point de PIB. À nouveau, la dépense publique sera mobilisée (+0,3 point) pour accroître le pouvoir d'achat des ménages avec la montée en charge des dispositifs introduits en 2019 (« *quota 100* » pour les retraites et « *revenu de citoyenneté* »). De même, la montée en charge de la « *flat tax* » aboutirait à une décruce de 0,1 point du taux de prélèvements obligatoires (PO), s'ajoutant ainsi à l'impulsion budgétaire. Enfin, la politique budgétaire serait neutre en 2021 avec une stabilité des PO et une dépense publique en volume quasiment stable. Dans ce contexte, le déficit public italien devrait augmenter à 2,5 % en 2019 du PIB (après 2,0 % en 2018) et frôler la barre des 3 % en 2020-2021 (2,8 % attendu en 2020 et 2,7 % en 2021). La dette publique augmenterait sensiblement et pourrait atteindre 135,8 % du PIB en 2021. Seule la Grèce affiche un niveau de dette publique supérieur, mais le financement de la dette transalpine est plus dépendant des marchés financiers, rendant la situation plus risquée.

En Espagne, l'impulsion budgétaire restera positive en 2019 (+0,4 point). Cette impulsion résulte du vote des mesures de soutien au pouvoir d'achat des ménages avec la hausse du salaire des fonctionnaires et la revalorisation des pensions. En revanche, le gouvernement

minoritaire de P. Sanchez n'a pas réussi à faire voter les mesures de financement qui étaient initialement prévues. Dans ce contexte, l'impulsion budgétaire sera positive dans l'attente des élections du 28 avril 2019. Pour 2020 une consolidation budgétaire plus proche de la norme de la gouvernance budgétaire européenne est attendue (-0,3 point), tandis que l'orientation de la politique budgétaire serait neutre en 2021. Ces deux dernières prévisions sont issues du Programme de stabilité de 2018, présenté par le gouvernement Rajoy. Avec la tenue de nouvelles élections, ces engagements peuvent évoluer même si un gouvernement sans majorité parlementaire peut à nouveau émerger, empêchant des changements de cap budgétaire. Malgré l'absence d'ajustement budgétaire, le déficit devrait poursuivre sa décroissance pour s'établir à 1,3 % du PIB à horizon 2021 à la faveur d'une croissance du PIB qui resterait supérieure à celle du PIB potentiel.

En France, l'année 2019 sera marquée par l'impulsion budgétaire décidée au mois de décembre pour faire face à la crise des « gilets jaunes ». Par ailleurs, les agrégats de finances publiques seront fortement impactés par les effets comptables de la transformation de 6 points de CICE en baisse de cotisations sociales employeurs. Hors double effet de la bascule CICE, une impulsion budgétaire de 0,2 point de PIB sera mise en œuvre. Cette impulsion s'explique essentiellement par les nouvelles mesures de baisse des PO qui viendront soutenir le pouvoir d'achat des ménages à hauteur de 0,4 point de PIB. En matière fiscale, les ménages bénéficieront notamment de la matérialisation des effets pleins des baisses de cotisations salariales en 2019 par rapport à 2018, la poursuite de l'exonération de taxe d'habitation, la défiscalisation des heures supplémentaires et de la baisse de la CSG pour certains retraités. Malgré la forte revalorisation de la Prime d'activité décidée au mois de décembre, un effort non négligeable sera fait sur la dépense primaire (de 0,2 point de PIB structurel). Si les ménages peuvent pâtir de certaines mesures d'économies en dépenses publiques, notamment de la sous-indexation de certaines prestations sociales, dans l'ensemble la politique budgétaire de 2019 se caractérise par son soutien franc au pouvoir d'achat des ménages à hauteur de 12 milliards d'euros (soit 0,4 point de PIB et 0,8 point de RDB).

Si des fortes incertitudes persistent sur la politique budgétaire qui sera mise en place en 2020 et 2021, un retour de l'ajustement budgétaire est attendu en France. En 2020, les baisses structurelles de PO vont se poursuivre (de 0,4 point de PIB). Toutefois, l'effort annoncé sur la dépense publique primaire est d'une ampleur historique de 0,5 point

de PIB. Ainsi une impulsion budgétaire de -0,2 point de PIB est attendue pour 2020. En 2021, les mesures en PO prévues seraient négligeables, tandis qu'un fort ajustement de la dépense primaire serait maintenu. Dans ce contexte, le déficit public français pourrait augmenter ponctuellement en 2019 (à 3,1 % du PIB) mais une fois l'effet ponctuel de la bascule CICE passé, le déficit diminuera fortement pour atteindre 1,6 % en 2021, son plus bas niveau en vingt ans. Dans ce contexte, la dette publique devrait entamer sa décline à partir de 2020. Ce scénario est compatible avec l'arrêt définitif des hausses de taxation écologique mais peut évoluer significativement selon les nouvelles annonces consécutives au « Grand Débat National ».

Royaume-Uni : poursuite de l'objectif de réduction du déficit sur fond de Brexit

La politique budgétaire britannique restera restrictive entre 2019 et 2021. Sur l'ensemble des trois années l'ajustement cumulé sera de 0,4 point de PIB. Cette restriction serait de moindre ampleur qu'au cours des trois dernières années (où elle a représenté environ 2,4 points de PIB en cumulé de 2015 à 2018). Le gouvernement garde ainsi le cap sur la maîtrise des déficits mais il en ralentit le rythme alors que les incertitudes associées au déroulement du *Brexit* sont un facteur de risque sur la croissance britannique. Au cours des trois prochaines années, l'ajustement se fera principalement par la maîtrise des dépenses, hors investissement public. Selon nos hypothèses de croissance, le déficit public resterait quasiment stable autour de 1,1 % du PIB permettant à la dette publique de diminuer à horizon 2021.

L'efficacité de la politique budgétaire dépendra essentiellement des conditions cycliques

Alors que les incertitudes mondiales pèsent sur les perspectives de croissance, en 2019 la politique budgétaire affiche une orientation franchement expansionniste dans les économies avancées. Toutefois, le soutien à la croissance mondiale serait bien moindre. L'impact de la politique budgétaire sur la croissance du PIB dépend de multiples facteurs : (i) les instruments mobilisés, (ii) la position de l'économie dans le cycle mais aussi (iii) des effets dynamiques des politiques budgétaires passées¹.

1. R. Sampognaro (2018), « Les effets de la politique budgétaire depuis 2008 dans six économies avancées », *Revue de l'OFCE*, n° 155.

Lorsque l'on tient compte de la totalité de ces éléments, on peut avoir des résultats contre-intuitifs. En particulier, en 2019, la politique budgétaire américaine aurait un impact nul sur le taux de croissance malgré une relance massive. En revanche, le soutien à la croissance serait non négligeable en France (+0,5 point), en Espagne (+0,5 point) et en Italie (+0,3 point). En 2020, seule l'Italie garderait une contribution positive de la politique budgétaire à la croissance (+0,2 point), alors que l'impact serait négatif en France (-0,2 point), en Espagne (-0,3 point) et aux États-Unis (-0,4 point) en lien avec le début d'une nouvelle phase d'ajustement. En 2021, la politique budgétaire aurait des effets plus négligeables sur la croissance mais plutôt de signe négatif.

Pour expliquer le faible soutien à la croissance de l'impulsion budgétaire mise en œuvre, il faut voir que la relance est essentiellement faite dans des pays où l'écart de production est proche de 0. Ceci réduit les multiplicateurs budgétaires de demande, dépendants du cycle. Ceci est vrai tant aux États-Unis qu'en Allemagne. Par exemple, lorsque l'on tient compte de la composition de l'impulsion budgétaire américaine, le soutien à la croissance américaine aurait été de 0,9 point en 2018 et légèrement positif en 2019. Au total, une impulsion budgétaire de 2,3 points n'aura qu'un effet proche de 1 point sur le PIB à horizon 2019, suggérant un effet multiplicateur faible. Un phénomène similaire est observé en Allemagne où une impulsion cumulée de 0,9 point augmentera le PIB de 0,1 point sur la période 2019-2021.

Une situation différente est observée en Espagne. En 2019, la forte impulsion budgétaire ibérique (0,4 point de PIB) mobilisera essentiellement des instruments qui augmentent le pouvoir d'achat des ménages. Comme les tensions sur l'appareil productif sont faibles, ceci se traduira par un surplus de croissance important (+0,5 point). De même, la forte consolidation budgétaire anticipée pour 2020 aura à nouveau un fort effet sur le PIB (-0,4 point de PIB). En Italie, la forte impulsion budgétaire de 2019, sera aussi mise en œuvre dans un contexte où *l'output gap* reste ouvert. Dans ce contexte, les mesures qui augmenteront le revenu des ménages auront un impact significatif sur le PIB. En revanche, une partie de la baisse des PO sur les entreprises aura un effet qu'à moyen terme. Ainsi, le surplus de croissance attendu est de 0,3 point, chiffre légèrement inférieur à celui de l'impulsion budgétaire (0,4 point). Pour 2020, l'impulsion budgétaire sera identique à celle de 2019 mais avec des baisses de fiscalité des entreprises plus importantes à faible impact immédiat. Au total, en 2020, la politique budgétaire aura un impact sur la croissance transalpine légèrement plus faible, de 0,2 point de PIB.

En France, la politique budgétaire aura un impact franchement positif sur l'activité en 2019. Les mesures prises depuis le début du quinquennat augmenteraient sensiblement la croissance, de 0,4 point de PIB, en particulier sous l'effet des mesures décidées à la suite de la crise des « gilets jaunes » qui amélioreraient le taux de croissance du PIB de 0,3 point en 2019. En intégrant l'effet des mesures passées, la politique budgétaire nationale contribuerait au PIB à hauteur de 0,5 point de PIB en 2019. En 2020 et en 2021, la politique budgétaire pèserait légèrement sur la croissance. Les mesures passées n'apporteront plus de soutien à l'activité tandis que les mesures contemporaines pénalisent sensiblement la demande, en lien avec un important effort sur la dépense publique primaire – notamment si le gouvernement maintient les économies sur les prestations sociales ayant un impact direct sur le pouvoir d'achat des ménages. Ainsi, en 2020 et en 2021, la croissance sera amputée de 0,2 point par an en lien avec la politique budgétaire nationale.

Tableau 6. Impulsion budgétaire et comptes publics

	Impulsion budgétaire (en pts de PIB potentiel)			Solde public (en pts de PIB)			Dettes publiques (en pts de PIB)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
DEU	0,3	0,3	0,3	1,2	0,7	0,3	57,4	54,8	52,5
ESP	0,4	-0,3	0,0	-2,2	-1,6	-1,3	96,2	94,3	92,2
FRA	0,2	-0,2	-0,4	-3,1	-2,0	-1,6	99,0	98,9	98,0
ITA	0,4	0,4	-0,1	-2,5	-2,8	-2,7	133,6	134,4	135,8
EUZ	0,2	0,1	0,0	-0,9	-0,8	-0,8	87,7	86,0	83,0
USA	0,8	-0,5	-0,3	-5,7	-5,5	-5,4	106,5	108,6	110,3
GBR	-0,1	-0,2	-0,1	-1,2	-1,1	-1,1	84,4	83,4	81,9

Sources : Commission européenne - Ameco, FMI, OCDE, et comptabilités nationales. Prévision OFCE.

Enfin au Royaume-Uni, la politique budgétaire aura un impact nul sur la croissance en 2019 mais amputera l'activité de 0,1 point en 2020 pour retrouver un effet neutre en 2021. En effet, si l'impulsion budgétaire sera négative au cours de ces trois années, elle le sera dans un contexte où l'écart de production est nul. Ainsi, les effets récessifs des économies budgétaires sur la dépense publique primaire se dissiperont rapidement : les effets des mesures passées contrecarreront les effets de la politique contemporaine.

10. ANNEXE TABLEAUX

A1. Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières

	2018				2019				2020				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
Taux de change ¹																	
1 €=...dollars	1,22	1,20	1,16	1,14	1,14	1,12	1,12	1,15	1,20	1,20	1,20	1,25	1,12	1,18	1,13	1,21	1,30
1 \$=...yens	110	108	111	113	110	110	110	110	110	110	110	110	112,6	110,6	110,1	110,0	110,0
1 £=...euros	1,13	1,14	1,12	1,13	1,14	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,13	1,15	1,15	1,15
Taux d'intérêt directeurs des banques centrales¹																	
USA	1,53	1,80	2,01	2,33	2,50	2,50	2,67	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	1,10	1,92	2,61	2,75	2,75
JPN	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
EUZ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,06
GBR	0,25	0,25	0,67	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25	0,25	0,48	0,81	1,06	1,44
Taux d'intérêt à 10 ans¹																	
USA	2,91	3,00	3,00	3,11	2,88	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	2,7	3,00	3,11	3,20	3,20
JPN	0,06	0,04	0,10	0,12	-0,04	-0,08	-0,05	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,08	-0,04	0,0	0,0
EUZ	1,16	1,22	1,30	1,42	1,17	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,2	1,27	1,22	1,40	1,40
GBR	1,42	1,51	1,40	1,42	1,32	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2	1,44	1,32	1,32	1,32
Matières premières																	
Prix du pétrole Brent, en \$ ¹	66,9	74,4	75,2	67,3	62,6	65,0	63,0	63,0	63,0	63,0	64,0	65,0	54,3	70,9	63,4	63,7	66,5
Prix du pétrole Brent, en € ¹	54,8	61,8	64,6	58,8	54,7	58,0	56,3	54,8	52,5	52,5	53,3	52,0	48,3	60,0	55,9	52,6	51,1
Matières premières industrielles ²	256,5	274,9	281,0	261,8	237,6	238	234	232	230	233	236	239	217,5	268,5	235,4	234,5	240,5

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 2019.

A2. Équilibre sur le marché pétrolier et prix des matières premières industrielles

Millions de barils/jour sauf mention contraire, cvs

	2018				2019				2020				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
Demande mondiale	99,5	99,8	100,0	100,5	100,9	101,0	101,3	101,5	101,7	102,1	102,5	102,8	98,5	99,9	101,2	102,3	103,4
En taux de croissance ¹													1,6	1,5	1,2	1,1	1,1
PIB mondial ¹													3,5	3,3	3,1	3,0	3,0
Intensité pétrolière ¹													-1,9	-1,7	-1,9	-1,9	-1,9
Production mondiale	99,5	100,1	101,0	101,4	100,5	101,1	101,6	102,0	102,0	102,2	102,4	102,6	98,0	100,5	101,3	102,3	103,5
Dont OPEP	37,5	37,1	37,1	37,4	36,2	36,2	36,2	36,2	36,1	36,1	36,0	36,0	37,3	37,3	36,2	36,1	36,4
Non OPEP	62,0	63,0	63,9	64,0	64,3	64,8	65,4	65,7	65,9	66,1	66,4	66,6	60,7	63,2	65,1	66,2	67,1
Variation de Stock	-0,1	0,3	1,0	1,0	-0,4	0,1	0,3	0,4	0,4	0,1	-0,1	-0,2	-0,4	0,6	0,1	0,0	0,1
Dont OCDE	-0,4	-0,3	0,3	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,1	0,0	0,0	0,0
Prix du pétrole Brent en \$²	66,9	74,4	75,2	67,3	62,5	65,0	63,0	63,0	63,0	63,0	64,0	65,0	54,3	70,9	63,4	63,8	67,0
Prix des matières premières industrielles ²	8,4	7,2	2,2	-6,8	-9,3	0,2	-1,7	-0,9	-0,9	1,3	1,3	1,3	20,5	23,5	-12,3	-0,4	2,6
Taux de change 1 € = ...\$	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,1	1,2	1,1	1,2	1,3
Prix du Brent en €	54,8	61,8	64,7	59,0	54,7	58,0	56,3	54,8	52,5	52,5	53,3	52,0	48,3	60,1	55,9	52,6	51,5

1. En %, variation par rapport à la période précédente.

2. En dollars, moyenne sur la période.

Sources : EIA (pétrole), indice HWWA Hambourg (matières premières industrielles), calculs et prévision OFCE avril 2019.

A3. États-Unis : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente (sauf mention contraire), en %

	2018				2019				2020				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,5	1,0	0,8	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	2,2	2,9	2,4	1,5	1,7
PIB par habitant	0,4	1,1	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	1,5	2,4	1,8	0,7	0,9
Consommation des ménages	0,1	0,9	0,9	0,7	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,5	0,6	2,5	2,6	3,0	2,0	2,3
Consommation publique	0,4	0,5	0,5	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	-0,1	1,2	0,9	0,8	1,2
FBCF totale dont :	2,1	1,7	0,3	1,1	1,0	0,8	0,7	0,5	0,5	0,4	0,3	0,2	4,9	5,6	3,5	1,8	0,7
Production privée	2,8	2,1	0,6	1,5	1,3	1,0	0,8	0,5	0,5	0,3	0,2	0,1	5,3	7,0	4,6	1,9	0,2
Logement	-0,9	-0,3	-0,9	-0,9	-0,2	0,0	0,2	0,4	0,4	0,4	0,6	0,7	3,3	-0,2	-1,2	1,6	3,0
Administrations publiques	0,4	1,3	1,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,0	2,7	1,7	1,2	1,3
Exportations de biens et services	0,9	2,2	-1,2	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,60	0,8	0,8	0,8	3,0	3,9	1,4	2,6	3,0
Importations de biens et services	0,7	-0,1	2,2	0,7	1,3	1,3	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	4,6	4,6	4,8	4,2	3,4
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,5	1,1	0,8	0,7	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	2,6	3,1	2,9	2,0	2,0
Variations de stocks	0,1	-0,4	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,0	0,0
Commerce extérieur	0,0	0,3	-0,6	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,3	-0,7	-0,4	-0,3
Prix à la consommation (IPCH) *	1,9	2,2	2,2	1,9	1,7	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	2,0	1,7	1,7	1,7
Taux de chômage	4,1	3,9	3,8	3,8	3,7	3,7	3,8	3,92	4,0	4,1	4,2	4,2	4,4	3,9	3,8	4,2	4,3
Solde courant, en % du PIB													-2,3	-2,3	-2,6	-2,6	-2,5
Solde public, en % du PIB													-4,2	-5,2	-5,7	-5,5	-5,4
Dette publique, en % du PIB													105,2	105,2	106,5	108,6	110,3
Impulsion budgétaire, en points de PIB													-0,9	1,4	0,8	-0,5	-0,3
PIB zone euro	0,4	0,4	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	2,5	1,8	1,3	1,5	1,4

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

Sources : Bureau of Economic Analysis (BEA), Bureau of Labor Statistics (BLS), prévision OFCE avril 2019.

A4. Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2018				2019				2020				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,4	0,4	0,1	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	2,5	1,8	1,3	1,5	1,4
PIB par habitant	0,3	0,3	0,1	0,1	0,3	2,1	1,5	1,0	1,2	1,1							
Consommation des ménages	0,5	0,2	0,1	0,2	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	1,8	1,3	1,4	1,4	1,3
Consommation publique	0,0	0,4	0,1	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	1,2	1,0	1,6	1,4	1,2
FBCF totale dont :	0,0	1,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	2,9	3,1	2,4	2,3	2,2
Productive hors bâtiment	-0,4	1,7	1,8	-0,4	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	2,9	3,6	1,6	1,4	0,9
Logement	0,5	1,1	0,8	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	5,0	3,6	2,5	2,5	2,6
Construction	0,6	1,2	-1,3	2,2	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	3,0	2,3	2,7	2,1	2,0
Exportations de biens et services	-0,7	1,1	0,2	1,0	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	5,5	3,0	2,0	2,0	2,5
Importations de biens et services	-0,5	1,3	1,1	0,7	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	4,1	2,9	2,6	2,4	2,7
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,3	0,5	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,8	1,5	1,6	1,6	1,4
Variations de stocks	0,2	-0,1	0,3	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0
Commerce extérieur	-0,1	0,0	-0,4	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	0,2	-0,2	-0,1	0,0
Prix à la consommation (IPCH)*	1,3	1,7	2,1	1,9	1,6	1,4	1,2	1,4	1,3	1,3	1,3	1,4	1,5	1,8	1,4	1,4	1,5
Taux de chômage	8,5	8,3	8,0	7,9	7,9	7,8	7,8	7,8	7,7	7,7	7,6	7,6	9,1	8,2	7,8	7,6	7,5
Solde public, en % du PIB													-1,0	-0,6	-0,9	-0,8	-0,8
Dette publique, en % du PIB													90,8	89,2	87,7	86,0	83,0
Impulsion budgétaire, en points de PIB													0,1	0,2	0,2	0,1	0,0
PIB États-Unis	0,5	1,0	0,8	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	2,2	2,9	2,4	1,5	1,7

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

Sources : Eurostat, prévision OFCE avril 2019.

A5. Allemagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2018				2019				2020				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,4	0,5	-0,2	0,0	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	2,5	1,5	0,9	1,3	1,3
PIB par habitant	0,3	0,4	-0,3	0,0	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	2,1	1,2	0,5	1,0	1,1
Consommation des ménages	0,4	0,2	-0,3	0,2	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	2,0	0,9	1,2	1,2	1,1
Consommation publique	-0,4	0,8	-0,3	1,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	1,6	1,0	2,8	2,3	1,8
FBCF totale dont :	1,1	0,6	0,4	0,9	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	3,6	2,7	2,2	1,9	1,5
Productive privée	0,9	0,3	-0,3	1,5	0,1	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	3,2	2,5	1,5	1,0	0,8
Logement	0,5	1,5	1,3	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	3,8	3,0	3,5	2,9	2,1
Administrations publiques	3,7	-0,1	1,8	-1,7	1,2	1,2	1,2	1,2	1,0	1,0	0,8	0,8	5,3	3,8	2,6	4,2	3,3
Exportations de biens et services	-0,2	0,8	-0,9	0,7	0,1	0,1	0,3	0,4	0,4	0,6	0,7	0,7	5,3	2,2	0,6	1,8	2,7
Importations de biens et services	-0,3	1,5	1,3	0,7	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	5,3	3,4	2,7	2,5	2,9
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,4	0,4	-0,1	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	2,1	1,2	1,6	1,5	1,3
Variations de stocks	0,0	0,3	0,9	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,1	0,0	0,0
Commerce extérieur	0,0	-0,3	-1,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,4	-0,9	-0,2	0,1
Prix à la consommation (IPCH)*	1,5	1,9	2,2	2,1	1,6	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7	1,9	1,6	1,5	1,6
Taux de chômage	3,3	3,2	3,2	3,1	3,1	3,2	3,3	3,4	3,5	3,5	3,5	3,6	3,5	3,2	3,3	3,5	3,8
Solde courant, en % du PIB													8,0	7,3	6,6	6,6	6,4
Solde public, en % du PIB													1,0	1,7	1,2	0,7	0,3
Dette publique, en % du PIB													63,9	60,1	57,4	54,8	52,5
Impulsion publique, en points de PIB													0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
PIB zone euro	0,4	0,4	0,1	0,2	0,4	2,5	1,8	1,3	1,5	1,4							

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

Sources : Bundesbank, Statistisches Bundesamt, prévision OFCE avril 2019.

A6. France : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2018				2019				2020				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	2,3	1,6	1,5	1,4	1,2
PIB par habitant	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	1,9	1,2	1,1	1,0	0,8
Consommation des ménages	0,3	-0,1	0,4	0,0	0,5	0,6	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	1,2	0,9	1,6	1,6	1,3
Consommation publique	0,1	0,3	0,2	0,4	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	1,4	1,1	1,0	0,7	0,7
FBCF totale dont :	0,1	0,8	1,0	0,3	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	4,7	2,9	2,2	1,8	1,5
<i>Entreprises non financières (SNFEI)</i>	0,1	1,3	1,7	0,3	0,6	0,7	0,7	0,5	0,5	0,4	0,3	0,2	4,4	3,9	3,0	1,9	1,1
<i>Ménages</i>	0,4	0,1	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,3	0,2	5,6	1,8	-0,2	0,6	1,1
<i>Administrations publiques</i>	0,0	0,5	0,0	1,0	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	1,6	0,9	2,7	3,2	3,2
Exportations de biens et services	-0,6	0,3	0,6	2,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	4,7	3,3	3,1	1,7	1,9
Importations de biens et services	-0,7	0,7	-0,2	1,3	0,9	0,9	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	4,1	1,3	3,1	1,9	1,8
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,2	0,2	0,5	0,2	0,4	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	2,0	1,4	1,6	1,4	1,2
Variations de stocks	0,0	0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,4	0,0	0,1	0,0
Commerce extérieur	0,0	-0,1	0,3	0,3	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,6	-0,1	-0,1	0,0
Déflateur de la consommation	0,6	0,4	0,3	0,1	0,1	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	1,3	1,5	1,1	1,3	1,5
Revenu disponible brut	0,0	1,2	0,7	1,3	1,0	0,3	0,9	0,8	0,1	0,7	0,7	1,2	2,7	2,7	3,6	2,5	2,6
Taux d'épargne des ménages (en % du RDB)	13,6	14,4	14,3	15,3	15,6	15,0	14,9	15,0	14,6	14,6	14,7	15,1	14,2	14,4	15,1	14,7	14,5
Taux de chômage (en % de la pop. active)	9,2	9,1	9,1	8,8	8,8	8,7	8,7	8,7	8,6	8,5	8,5	8,4	9,4	9,1	8,7	8,6	8,4
Taux de marge des SNF (EBE / VA, en %)	32,0	31,6	31,7	31,8	32,6	33,0	33,1	33,3	31,9	31,8	31,6	31,7	32,0	31,8	33,0	31,7	31,7
Solde public, en % du PIB													-2,8	-2,5	-3,1	-2,0	-1,6
Dettes publique, en % du PIB													98,4	98,4	99,0	98,9	98,0
Impulsion budgétaire, en points de PIB*													0,0	-0,2	0,2	-0,2	-0,4
PIB zone euro	0,4	0,4	0,1	0,2	0,4	2,5	1,8	1,3	1,5	1,4							

* Mesurée comme l'effort budgétaire structurel.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévisions OFCE, e-mod.fr, 2019-2021, avril 2019.

A7. Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2018				2019				2020				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,8	0,1	0,6	0,3	0,8
PIB par habitant	0,2	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,9	0,1	0,6	0,2	0,9
Consommation des ménages	0,3	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,6	0,7	0,8	0,4	0,6
Consommation publique	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,2	0,2
FBCF totale dont :	-1,3	2,5	-1,3	0,3	-0,5	-0,3	-0,1	0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	3,2	-0,5	0,6	0,1	3,2
productive	-1,8	2,9	-2,0	0,4	-0,7	-0,5	-0,2	0,2	0,3	0,4	0,2	0,1	3,2	-1,1	0,6	0,1	3,2
logement	0,3	1,1	0,7	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	3,4	1,2	0,7	0,5	3,4
Exportations de biens et services	-2,0	0,7	1,0	1,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,5	1,4	2,5	1,7	1,6	1,4
Importations de biens et services	-2,0	1,8	0,4	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,8	2,2	1,7	1,6	1,8
<i>Contributions :</i>																	
Demande intérieure hors stocks	-0,1	0,5	-0,2	0,1	0,0	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	1,0	0,4	0,6	0,2	1,0
Variations de stocks	0,3	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,1
Commerce extérieur	0,0	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
Prix à la consommation (IPCH) ¹	0,9	1,0	1,7	1,5	1,0	1,2	1,1	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	1,3	1,0	0,8	1,0	1,3
Taux de chômage	10,9	10,7	10,3	10,6	10,6	10,6	10,5	10,5	10,5	10,4	10,4	10,4	10,6	10,5	10,4	10,5	10,6
Solde courant, en % de PIB													1,7	1,5	1,5	1,4	1,7
Solde public, en % de PIB													-2,0	-2,5	-2,8	-2,7	-2,0
Dettes publiques, en % du PIB													132,1	133,6	134,4	135,8	132,1
Impulsion budgétaire, en points de PIB													0,2	0,4	0,4	-0,1	0,2
PIB zone euro	0,4	0,4	0,1	0,2	0,4	2,5	1,8	1,3	1,5	1,4							

1, Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

Sources : ISTAT, calculs de l'auteur, prévision OFCE avril 2019.

A8. Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2018				2019				2020				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	3,0	2,6	2,1	1,8	1,6
PIB par habitant	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	2,8	2,2	1,9	1,6	1,4						
Consommation des ménages	0,9	0,1	0,6	0,4	0,7	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	2,5	2,3	2,0	2,0	1,7
Consommation publique	0,6	0,3	0,8	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	1,9	2,1	2,0	1,8	1,6
FBCF totale¹ dont :	1,2	3,2	0,2	-0,2	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	4,8	5,3	2,4	2,6	2,4
Productive	0,5	4,3	-0,2	-0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3	3,4	4,6	1,9	1,7	1,3
Logement	3,0	0,4	1,2	-0,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	9,0	6,9	3,7	4,9	4,9
Exportations de biens et services	1,0	0,1	-0,8	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	5,2	2,3	1,1	1,8	2,0
Importations de biens et services	1,8	0,8	-0,9	0,0	0,5	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	5,6	3,5	1,2	2,8	2,8
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,9	0,8	0,5	0,2	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	2,8	2,8	2,0	2,0	1,7
Variations de stocks	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0
Commerce extérieur	-0,2	-0,2	0,0	0,3	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,0	-0,2	-0,1
Prix à la consommation (IPCH)²	1,1	1,8	2,3	1,8	0,6	1,4	1,2	1,0	1,2	1,0	1,0	1,1	2,0	1,7	1,0	1,1	1,2
Taux de chômage	16,7	15,3	14,6	14,4	14,2	14,0	13,7	13,5	13,2	12,9	12,8	12,6	17,2	15,3	13,8	12,9	12,2
Solde courant, en % de PIB													1,8	0,8	0,6	0,3	0,2
Solde public, en % de PIB													-3,1	-2,6	-2,2	-1,6	-1,3
Dette publique, en % de PIB													98,1	97,4	96,2	94,3	92,2
Impulsion budgétaire, en points de PIB													-0,2	0,6	0,4	-0,3	0,0
PIB zone euro	0,4	0,4	0,1	0,2	0,4	2,5	1,8	1,3	1,5	1,4							

1. Les comptes trimestriels espagnols ne permettent pas d'isoler l'investissement public.

2. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

Sources : INE, prévision OFCE avril 2019

A9. Royaume-Uni : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente (sauf mention contraire), en %

	2018				2019				2020				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,1	0,4	0,7	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	1,6	1,4	1,0	1,1	1,4
PIB par habitant	-0,1	0,2	0,5	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1,0	0,7	0,3	0,4	0,7
Consommation des ménages ¹	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	1,8	1,6	0,9	1,1	1,3
Consommation publique	0,1	-0,4	-0,3	1,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,0	0,8	2,2	1,4	1,8
FBCF totale ² dont :	-0,8	-0,6	0,9	-0,6	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	3,8	-1,1	-0,1	0,2	0,3
Productive privée	-0,6	-0,4	-0,6	-0,9	-1,6	-0,2	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	2,4	-2,6	-1,4	1,8	2,4
Logement	-0,4	0,1	0,6	-1,1	-0,6	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	7,2	-0,9	-0,3	0,6	0,8
Administrations publiques	-1,6	-0,9	6,3	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5	4,9	4,4	0,8	2,2	2,2
Exportations de biens et services	-1,3	-1,0	0,9	1,6	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	3,4	0,2	0,4	0,6	1,2
Importations de biens et services	-0,6	0,4	0,7	2,1	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	1,8	2,6	1,2	0,7	1,2
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,2	0,2	0,3	0,3	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,8	1,0	0,8	1,2	1,4
Variations de stocks	0,1	0,7	0,3	0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	1,1	0,4	0,0	0,0
Commerce extérieur	-0,2	-0,4	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	-0,7	-0,2	-0,1	0,0
Prix à la consommation (IPCH) ³	2,7	2,4	2,5	2,3	2,5	2,0	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	3,0	2,3	1,7	1,8	1,9
Taux de chômage ⁴	4,1	4,0	4,0	4,0	4,0	4,1	4,1	4,2	4,2	4,1	4,1	4,1	4,3	4,0	4,1	4,1	4,0
Solde courant, en % du PIB	-3,4	-3,3	-4,3	-4,4	-4,4	-4,4	-4,3	-4,3	-4,3	-4,3	-4,2	-4,2	-3,3	-3,9	-4,4	-4,2	-4,1
Solde public ⁵, en % du PIB													-1,9	-1,3	-1,2	-1,1	-1,1
Dettes publiques, en % du PIB													85,9	85,5	84,4	83,4	81,9
Impulsion budgétaire, en points de PIB													-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1
PIB zone euro	0,4	0,4	0,1	0,2	0,4	2,5	1,8	1,3	1,5	1,4							

1. Y compris ISBLSM. 2. Y compris acquisitions moins cessions d'objets de valeur. 3. Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle. 4. Au sens du BIT. 5. Au sens de Maastricht, selon la comptabilisation de l'ONS.

Sources : ONS (Quarterly National Accounts, Quarter 2 2018, 20 mars 2018), prévision OFCE avril 2019.

A10. Amérique latine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2017	2018	2019	2020	2021
PIB	1,2	1,0	1,0	1,7	2,2
Argentine	2,7	-2,5	-3,3	0,8	3,8
Brésil	1,1	1,1	1,3	2,1	2,4
Mexique	2,3	2,0	1,7	2,0	2,0
Chili	1,5	4,0	3,3	3,2	3,2

Sources : FMI, calculs et prévision OFCE avril 2019.

A11. Asie : résumé des prévisions de PIB

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2017	2018	2019	2020	2021
Corée du Sud	6,8	3,1	2,7	2,5	2,5	2,6
Asie en développement rapide	20,3	4,6	4,3	4,0	4,1	4,2
Taïwan	3,9	3,1	2,6	2,1	2,1	2,2
Hong Kong	1,5	3,8	3,0	2,4	2,5	2,5
Singapour	0,9	3,6	3,3	2,5	2,5	2,6
Thaïlande	3,6	4,0	4,1	3,7	3,7	4,0
Indonésie	6,0	5,1	5,2	5,1	5,2	5,2
Malaisie	1,7	5,9	4,7	4,4	4,5	4,5
Philippines	2,6	6,7	6,1	6,2	6,1	6,3
Chine	48,5	6,9	6,5	6,2	6,1	6,0
Inde	24,4	6,9	7,4	7,5	7,6	7,6
Asie hors Chine	51,5	5,5	5,6	5,5	5,5	5,6
Total	100,0	6,2	6,0	5,8	5,8	5,8

Sources : CEIC, calculs et prévision OFCE avril 2019.

A12. Nouveaux États membres de l'Union

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2017	2018	2019	2020	2021
Pologne	45	4,8	5,1	3,4	3,0	3,3
Roumanie	18	6,8	4,1	3,8	3,3	3,3
République Tchèque	15	4,5	3,0	2,8	2,6	2,7
Hongrie	12	4,4	5,0	3,5	3,0	3,0
Bulgarie	6	3,8	3,3	3,0	3,5	3,8
Croatie	4	2,9	2,6	2,1	1,9	1,7
NEM-6	100	4,9	4,4	3,3	3,0	3,2

Sources : Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE avril 2019.

FRANCE : CROISSANCE ÉPARGNÉE

PERSPECTIVES 2019-2021 POUR L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

Département analyse
et prévision
Sous la direction
d'Éric Heyer
et de Xavier Timbeau

* Notre prévision n'intègre pas les mesures annoncées par le président de la République lors de sa conférence de presse du 25 avril 2019 à l'issue du « Grand Débat National ».

Cette prévision a été réalisée à l'aide du modèle trimestriel de l'économie française, *e-mod.fr*, par une équipe dirigée par Mathieu Plane, composée de Bruno Ducoudré, Pierre Madec, Hervé Péléraux, Raul Sampognaro et Nicolas Yol. Cette prévision intègre les informations disponibles au 15 avril 2019.

Avec une croissance en demi-teinte, à 1,6 %, l'année 2018 a montré les fragilités de la reprise de l'économie française, que ce soit en raison de la dégradation rapide de l'environnement extérieur ou encore de facteurs propres, notamment du calendrier fiscal qui a pénalisé le pouvoir d'achat en début d'année et la crise des « gilets jaunes » qui a pesé sur la dynamique de consommation en fin d'année.

En 2019, la croissance serait soutenue par la forte augmentation du pouvoir d'achat (+2,5 %), due aux mesures socio-fiscales (près de 12 milliards d'euros*) et la hausse significative du salaire réel avec la prime exceptionnelle et le ralentissement de l'inflation. La consommation serait dynamique (+1,6 %) mais dans un contexte marqué par de nombreuses incertitudes liées à la fois la crise sociale et l'issue du Grand débat ; le taux d'épargne augmenterait à 15,1 % en 2019, soit 0,9 point de plus que la moyenne 2013-2018. Avec une rentabilité élevée, des conditions de financement favorables, un haut niveau de TUC et un rebond attendu de la consommation, l'investissement des entreprises serait bien orienté en 2019 (+3 %). Ce n'est pas le cas de l'investissement des ménages qui diminuerait légèrement (-0,2 %). Marquée par le ralentissement de la demande mondiale (qui serait amplifié en cas de *Hard Brexit* ou de tensions commerciales accrues), la croissance des exportations françaises ralentirait en 2019. La relance budgétaire ciblée sur les classes moyennes dynamiserait la consommation issue de la production domestique mais aussi les importations. À elle seule, la politique budgétaire soutiendrait la croissance à hauteur de 0,5 point de PIB, dont 0,3 point lié aux mesures de la Loi mesures d'urgence économique et sociale. Au final, tiré par une demande intérieure en accélération mais une contribution négative du commerce extérieur, le PIB augmenterait de 1,5 % en 2019.

Avec une croissance du PIB de 1,4 %, l'année 2020 serait celle du retour vers la croissance potentielle. Alors que la croissance de la consommation des ménages (+1,6 % en 2020) bénéficierait avec décalage du redressement du pouvoir d'achat, la demande extérieure resterait atone. En 2021, avec une politique budgétaire restrictive et une remontée attendue de l'euro, la croissance évoluerait comme la croissance potentielle, à 1,2 %. Ce scénario est dépendant des arbitrages à venir comme celui de la réforme complète de la taxe d'habitation ou ceux liés au Grand Débat.

Avec le ralentissement de la croissance, les créations d'emplois seraient moins nombreuses qu'en 2017-2018. Le marché du travail sera marqué par la transformation du CICE en baisse de cotisations et par la défiscalisation des heures supplémentaires. Le taux de chômage passerait de 8,8 % actuellement à 8,7 % fin 2019, 8,5 % fin 2020 et 8,4 % fin 2021. Avec la transformation du CICE, le déficit rebondirait à 3,1 % du PIB, puis 2 % en 2020 et 1,5 % en 2021. La trajectoire budgétaire dépendra aussi des décisions qui seront prises à l'issue du Grand Débat.

Perspectives 2019-2021 pour l'économie française

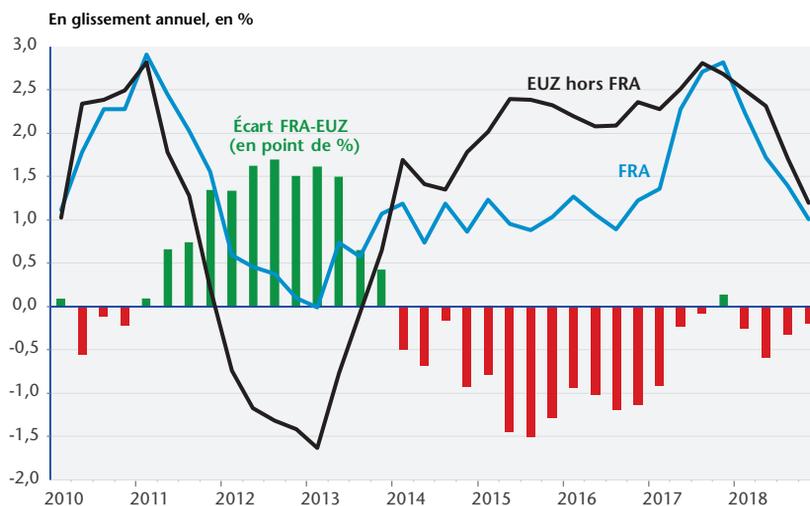
1. Croissance épargnée	169
2018, une mauvaise année pour la croissance française	169
Quelle croissance potentielle en France ?	173
La mesure du potentiel et de l'écart de production.	174
Qu'indiquent les données sur l'écart de production ?	177
Des salaires atones	180
Cadrage macroéconomique : retour vers le potentiel	182
Des indicateurs de court terme mieux orientés	184
Encadré 1. L'indicateur avancé	185
2019 : un rebond de la croissance dû aux mesures pour le pouvoir d'achat.	186
Encadré 2. Pouvoir d'achat et taux d'épargne des ménages	187
Encadré 3. Mesures de soutien au pouvoir d'achat	190
La croissance de l'investissement des entreprises est robuste	195
Encadré 4. L'enquête sur les investissements dans l'industrie	198
...alors que l'investissement des ménages stagne.	201
Encadré 5. Conjoncture dans le secteur du bâtiment	201
De nombreux risques mondiaux, une sortie brutale du Royaume-Uni en tête.	204
2. Emploi : quand la dynamique s'essouffle	207
Secteur marchand : retour à la dynamique d'avant-crise	209
Où en est le cycle de productivité ?	212
Encadré 6. La modélisation de l'emploi	212
Basculement du CICE en baisse de cotisations patronales	216
Politiques de l'emploi : place à la formation	218
Encadré 7. Le Plan d'investissement dans les compétences (PEC).	222
La lente décreuse du chômage	222
3. Du déficit public pour soutenir le pouvoir d'achat et la croissance en 2019	225
2019 : l'année du rééquilibrage de la fiscalité en faveur des ménages	228
... mais dont le pouvoir d'achat sera affecté par les efforts prévus pour réduire la dépense publique	230
La baisse de la fiscalité se poursuivra en 2020 et en 2021	232
2020-2021 : un effort budgétaire sur la dépense publique facilité par la faiblesse des taux d'intérêt.	234
Les mesures de pouvoir d'achat au soutien de l'activité en 2019	236
4. Annexe tableaux	239

1. Croissance épargnée

2018, une mauvaise année pour la croissance française

Avec une croissance en demi-teinte, à 1,6 %, l'année 2018 a montré les fragilités de la reprise de l'économie française. Alors qu'en 2017, la France a enregistré sa meilleure croissance (2,3 %) depuis dix ans, avec un investissement des entreprises et des créations d'emplois au plus haut depuis plus de dix ans, 2018 a été marqué par un net retournement conjoncturel. La croissance, en glissement annuel, est passée en l'espace d'un an de 2,8 % à la fin 2017 à seulement 1 % à la fin 2018 (graphique 1). Les raisons de ce retournement sont à la fois externes et internes.

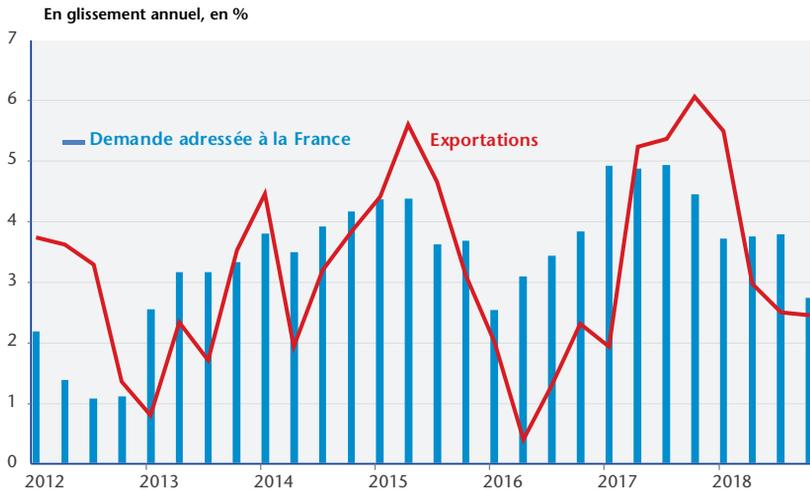
Graphique 1. Taux de croissance du PIB en France et dans la zone euro (hors France)



L'économie française a été affectée par la dégradation rapide de l'environnement extérieur, et plus particulièrement par celui de la zone euro, Allemagne et Italie en tête. La demande adressée à l'économie française a vu son rythme de croissance (en glissement annuel) perdre

plus de 2 points entre le troisième trimestre 2017 et la fin 2018 (passant de 4,9 % à 2,7 %). La croissance, en glissement, des exportations de la France a ralenti de 6,1 % fin 2017 à 2,5 % fin 2018 (graphique 2).

Graphique 2. Demande adressée à la France et exportations

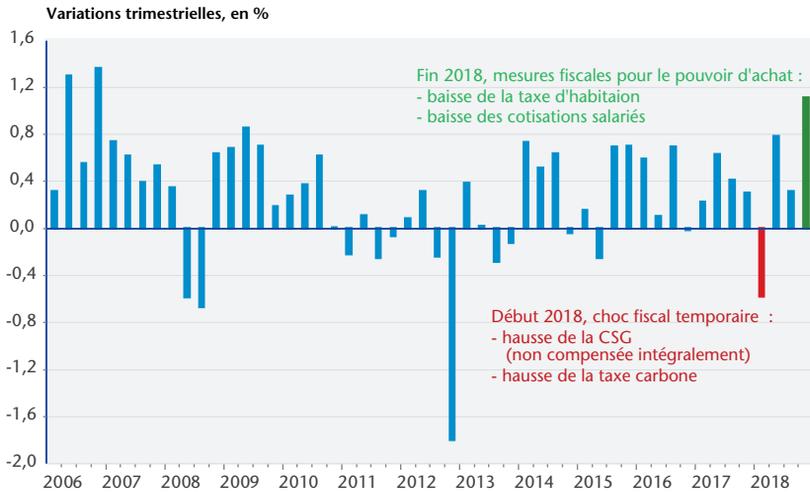


Sources : Eurostat, calculs OFCE.

Si le ralentissement de la croissance est commun aux grandes économies de la zone euro, celui de la France est cependant plus marqué que celui de la zone euro hors France (dont la croissance est passée de 2,7 % fin 2017 à 1,2 % fin 2018), et ce pour plusieurs raisons (voir le graphique 1).

Tout d'abord, un calendrier fiscal défavorable en début d'année 2018 (hausse de la taxe carbone et des taxes sur le tabac, augmentation de la CSG non intégralement compensée par les baisses de cotisations salariés) et, dans une moindre mesure, un impact des grèves au deuxième trimestre 2018 sur la consommation de transports (dont une grande partie a été rattrapée au troisième trimestre). Ces éléments ont pesé sur le pouvoir d'achat et la demande intérieure, accentuant le ralentissement de l'économie dans l'hexagone par rapport à nos voisins européens. Néanmoins, la fin d'année 2018 a été marquée par des mesures fiscales de soutien au revenu (première tranche de réduction de la taxe d'habitation, seconde baisse des cotisations sociales salariés) qui ont conduit à accroître le pouvoir d'achat des ménages de 1,1 % sur le seul dernier trimestre 2018, soit sa plus forte hausse depuis la fin 2006 (graphique 3).

Graphique 3. Taux de croissance du revenu réel des ménages



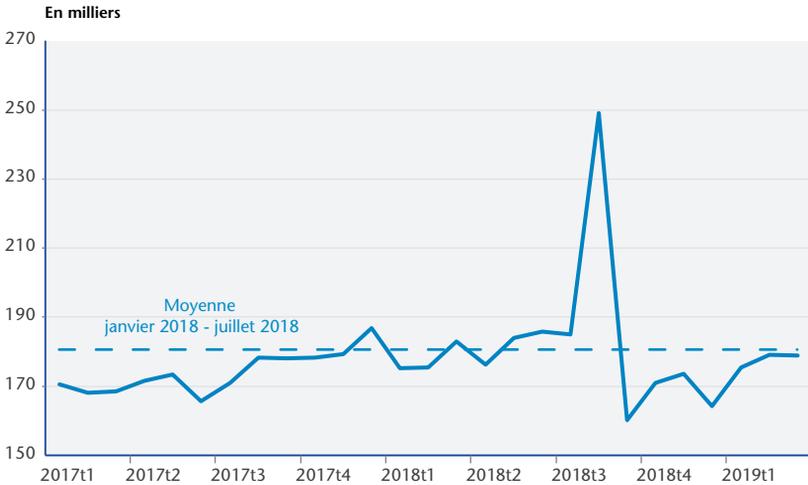
Sources : Insee, calculs OFCE.

Contrairement à ce que nous avons anticipé lors de la dernière prévision¹, ce supplément de revenu ne s'est pas traduit par une augmentation de la consommation en fin d'année mais par une forte hausse du taux d'épargne, ce dernier atteignant 15,2 %, soit son plus haut niveau depuis plus de six ans. Le contrecoup des achats d'automobiles, lié à la mise en place de nouvelles normes en septembre 2018 (voir encadré sur l'automobile dans la partie internationale), a pesé sur la consommation au quatrième trimestre. En effet, en raison de l'anticipation de ces nouvelles normes, une forte augmentation des immatriculations de véhicules a eu lieu avant le 1^{er} septembre 2018 (graphique 4). Ainsi, la consommation en matériels de transports a augmenté de 2,5 % au deuxième trimestre et 1,9 % au troisième trimestre, avant de baisser de 5 % au quatrième trimestre (contribuant pour -0,3 point à la consommation du trimestre).

Mais le mouvement des « gilets jaunes » semble être la principale source d'explication de la stagnation de la consommation au quatrième trimestre 2018, que ce soit en raison de son impact direct lié à la perturbation des transports et des commerces de centre-ville ou de son impact indirect créé par le climat de méfiance et d'inquiétude de la population, ce qui a généré une épargne de précaution de la part des ménages. La déconnexion entre le climat de confiance des ménages

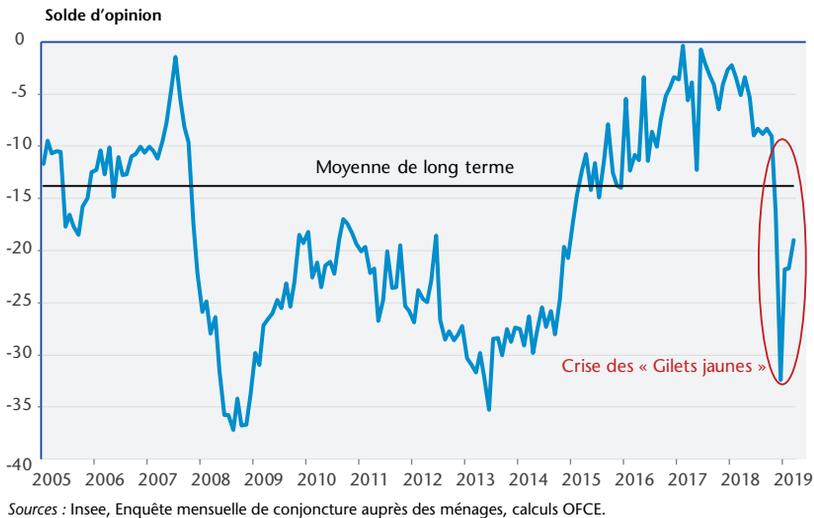
1. OFCE, Département Analyse et Prévision (2018) « France : heurts supplémentaires sur la reprise », *Revue de l'OFCE*, n° 159, octobre.

Graphique 4. Immatriculations de voitures particulières neuves en France



qui s'est fortement dégradé en novembre-décembre 2018 et la hausse du pouvoir d'achat au quatrième trimestre est sur ce point historique. À titre d'exemple, le solde d'opinions sur les « opportunités de faire des achats importants » issu de l'Enquête mensuelle de conjoncture auprès des ménages de l'Insee a connu une chute en novembre-décembre 2018 équivalente à celle des grèves de l'automne 1995 ou celle du déclenchement de la crise financière fin 2007 (graphique 5).

Graphique 5. Enquête auprès des ménages sur l'opportunité de faire des achats importants

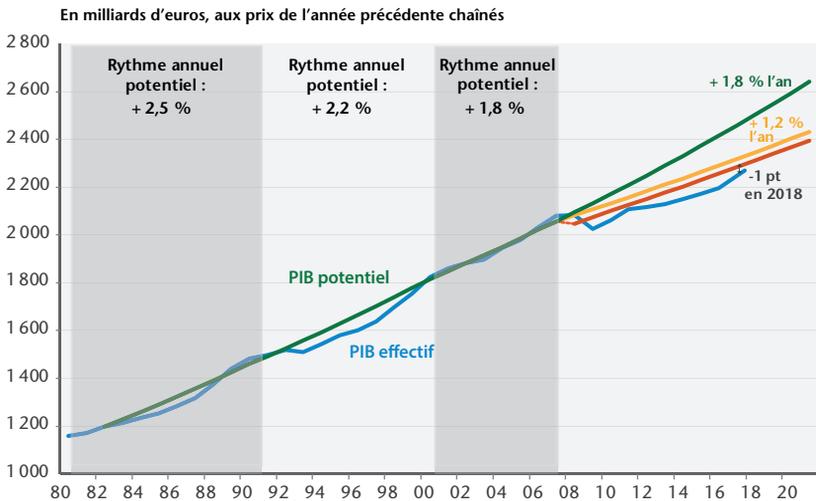


Quelle croissance potentielle en France ?

L'établissement du scénario de croissance à l'horizon 2021 nécessite d'estimer l'écart entre le PIB effectif et le PIB potentiel – qui détermine l'ampleur du rattrapage possible – ainsi que la croissance du PIB potentiel qui fait croître la cible en plus de la croissance impulsée par le rattrapage.

L'interruption de la croissance depuis plusieurs années a fait naître des interrogations quant à l'impact de la crise sur la production potentielle. En effet, l'hypothèse d'un maintien à la fois du niveau et de la croissance du potentiel d'avant la crise de 2008 offrirait une ample marge de rebond, avec un écart de production (*output gap*) négatif de plus de 8,8 % en 2018 (graphique 6) mais cela suppose que la crise n'ait eu aucune conséquence structurelle, hypothèse que l'on peut écarter. Le débat porte plutôt sur la manière dont la crise a pu affecter négativement le potentiel. Selon un premier cas de figure, la crise aurait pu n'infléchir que la trajectoire du PIB potentiel. Selon nos estimations, la croissance potentielle serait de 1,2 % l'an en 2018, ce qui marque une rupture par rapport à la décennie 2000 où elle s'élevait à 1,8 % l'an (2,5 % dans la décennie 1980 et 2,2 % dans les années 1990). Dans ce cas, l'écart du PIB par rapport à son potentiel en 2018 ne serait plus de -8,8 %, mais de -2,7 %. Le retard d'investissement

Graphique 6. PIB effectif et hypothèse de PIB potentiel



Sources : Insee, calculs OFCE.

depuis le déclenchement de la crise, qui pèse sur la productivité globale des facteurs, et la déqualification des chômeurs de longue durée avec une élévation tendancielle du taux de chômage structurel peut justifier un tel tassement de la croissance potentielle.

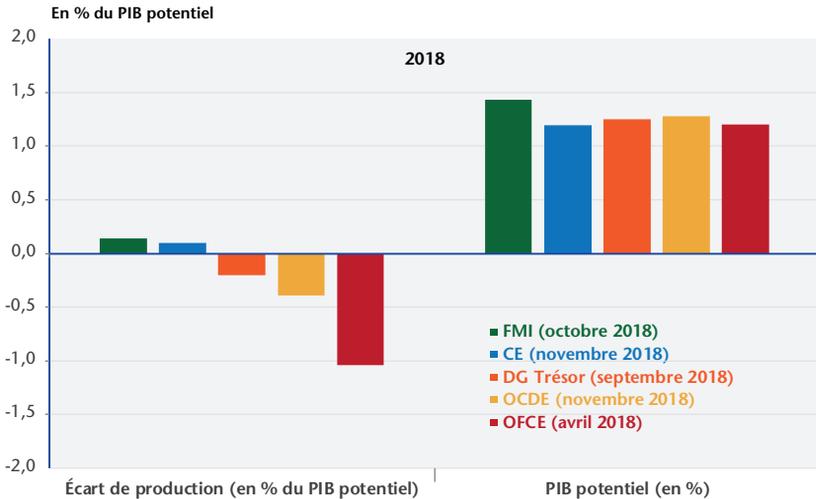
Enfin, le dernier cas de figure, que l'on retient, est celui de pertes de production irrécupérables : les faillites d'entreprises, la fermeture d'unités de production, les savoir-faire perdus, l'exclusion définitive du marché du travail de chômeurs de longue durée auraient irrémédiablement amputé les ressources productives de l'économie. La production potentielle aurait ainsi enregistré une marche d'escalier vers le bas, limitant alors davantage la capacité de rebond de l'économie. Cette hypothèse, combinée avec celle de la baisse de la croissance potentielle, offre des marges de rebond du PIB encore plus réduites par rapport à l'ancienne trajectoire. Selon nos estimations fondées sur ces hypothèses, l'écart de production serait de -1 % en 2018. Selon notre modèle, la force de rappel qui détermine la vitesse de retour de l'économie sur son sentier de long terme nous conduit à prévoir une fermeture de l'écart de production en 5 ans et la croissance annuelle imputable au rattrapage serait de 0,2 % par an. À cela s'ajoute la croissance du PIB potentiel, 1,2 % l'an, pour définir un sentier de croissance spontanée de 1,4 % par an entre 2019 et 2021.

La mesure du potentiel et de l'écart de production

Une difficulté majeure vient obscurcir l'établissement du diagnostic, celle du caractère non observable du PIB potentiel, avec à la clé des divergences de vues sur la trajectoire future de l'économie et finalement sur la soutenabilité de la reprise amorcée en 2016. L'estimation du niveau et de la croissance du PIB potentiel ne fait pas consensus parmi les économistes, les concepts et méthodes d'estimation pouvant diverger selon les institutions. Trois des quatre grandes organismes (OCDE, Commission européenne, Direction du Trésor) affichent des estimations de la croissance potentielle relativement proches des nôtres, comprises entre 1,2 et 1,3 % en 2018 (graphique 7), seul le FMI se distingue avec une croissance potentielle évaluée à 1,5 %. En ce qui concerne l'écart de production, les estimations sont plus divergentes pour 2018, avec un *output gap* encore négatif pour l'OFCE en 2018 (-1 point de PIB potentiel) et l'OCDE (-0,4) alors que les autres organismes affichent des écarts de production légèrement positifs ou proches de zéro. Cependant, selon notre analyse, la faiblesse de la

progression des salaires et de l'indice des prix sous-jacent n'appuie pas la thèse de l'existence d'un *output gap* positif, seuil à partir duquel les tensions inflationnistes se déclenchent.

Graphique 7. Écart de production et croissance potentielle en 2018

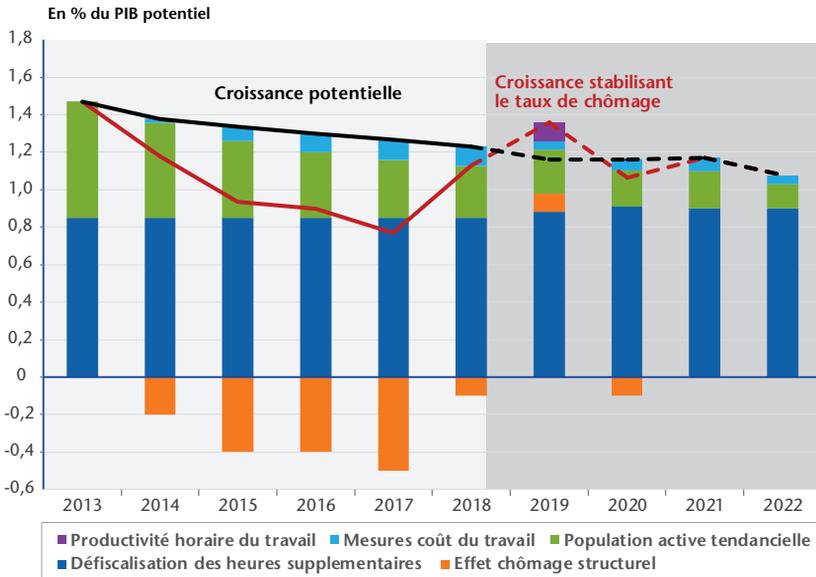


Sources : Commission européenne, Direction générale du Trésor, FMI, OCDE, OFCE.

La notion de croissance potentielle que nous retenons pour notre analyse est celle d'une croissance potentielle de long terme. Elle dépend de la tendance de long terme de la productivité apparente du travail filtrée des mesures socio-fiscales pouvant modifier la trajectoire de la productivité à court-moyen terme (mesures visant explicitement à enrichir la croissance en emplois en réduisant le coût du travail comme les allègements bas salaires, le CICE, le Pacte de responsabilité ou en réduisant le temps de travail comme les 35 heures) mais aussi de l'évolution tendancielle de la population active et de la variation du chômage structurel (dont les politiques de formation et la baisse du coin socio-fiscal visent à réduire). Ainsi la croissance potentielle peut s'écarter temporairement de la croissance qui stabilise le taux de chômage sous l'effet des politiques mises en place qui peuvent modifier la trajectoire de la productivité apparente à court-moyen terme, comme l'illustre le graphique 8. Cela a été particulièrement le cas sur la période 2014-2017 avec la montée en charge des mesures visant à réduire le coût du travail et à enrichir la croissance en emplois. En 2019, la défiscalisation des heures supplémentaires, en incitant à augmenter la durée du travail, devrait au contraire accroître temporairement les

gains de productivité par tête. À partir de 2020, la croissance potentielle et celle qui stabilise le taux de chômage devraient converger et croître au rythme de 1,2 %, le ralentissement de la croissance de la population active devant être compensé par la réduction du chômage structurel sous les effets de la montée en charge des politiques de formation et de la baisse du coin socio-fiscal.

Graphique 8. Croissance potentielle et croissance qui stabilise le taux de chômage



Sources : Commission européenne, Direction générale du Trésor, FMI, OCDE, OFCE.

Selon notre cadre d'analyse, 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 hors impulsion supplémentaire liée à des chocs éventuels pour 2019, 2020 et 2021 est donc celui d'une annulation progressive de l'écart de production – encore négatif de -1 % du PIB potentiel en 2018 – à l'horizon 2023 (à raison de 0,2 point par an) majorée de la croissance potentielle (à raison de 1,2 % par an). Les chocs que nous identifions par ailleurs ne seraient pas à même de faire diverger significativement la trajectoire de l'économie française de cette trajectoire, avec un stimulus pas plus élevé que 0,1 point en 2019, nul en 2020 et négatif en 2021 (-0,2 point) (tableau 1).

Tableau 1. Cadrage macroéconomique résumé pour la France

En points de pourcentage

	2019	2020	2021
Croissance potentielle du PIB (1)	1,2	1,2	1,2
Fermeture de l'OG (cycle) (2)	0,2	0,2	0,2
Effets des chocs sur l'économie (3)	0,2	0,0	-0,2
Croissance effective du PIB (1+2+3)	1,5	1,4	1,2

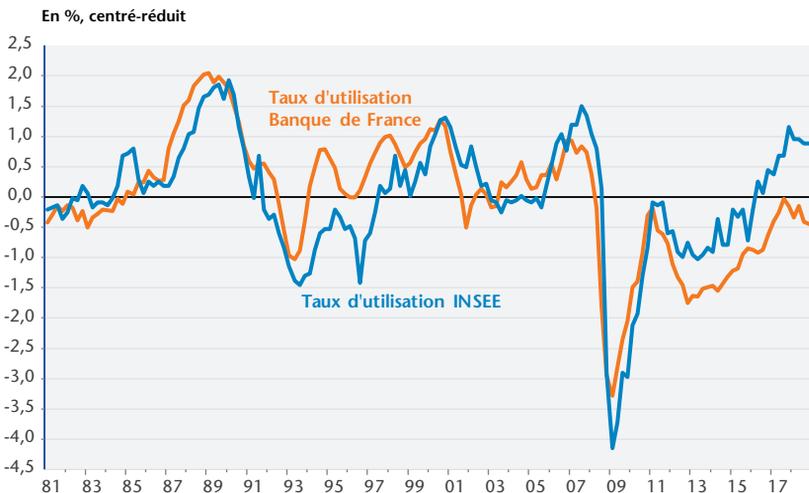
Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

Qu'indiquent les données sur l'écart de production ?

La croissance relativement forte de l'année 2017, 2,3 %, en comparaison de la croissance potentielle, 1,2 %, a rapproché le PIB effectif du PIB potentiel et réduit le sous-emploi des ressources productives. L'analyse des données issues des enquêtes de conjoncture en témoigne, bien qu'elle mériterait d'être nuancée.

Un des indicateurs 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 9). 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 au quatrième trimestre 2017,

Graphique 9. Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie

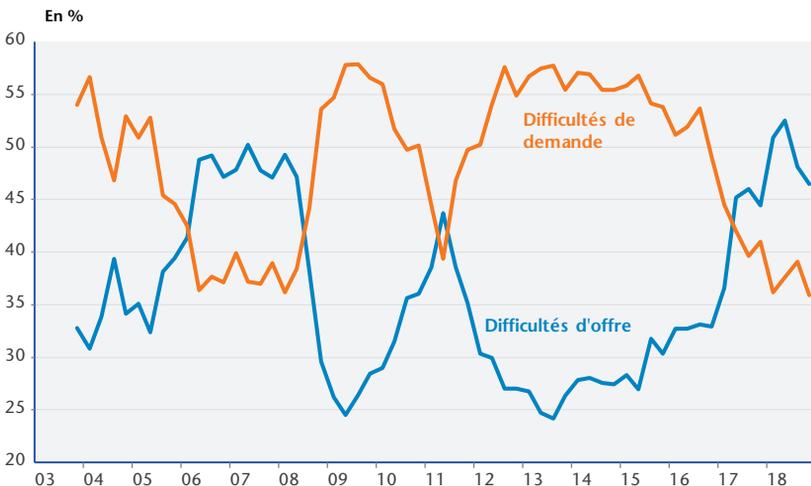


Sources : Banque de France, Insee.

témoignant d'une situation où les marges de manœuvre pour accroître la production industrielle grâce aux 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 à la fin 2017 et se situe encore nettement en dessous de ses pics conjoncturels précédents, laissant 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 capacités de production dans l'industrie.

Les autres indicateurs de tension, mesurés par l'Insee, confirment les signaux envoyés par le taux d'utilisation de l'Insee. Les goulots de production dans l'industrie, c'est-à-dire le pourcentage d'entreprises déclarant ne pouvant produire davantage, a rejoint ses pics historiques à la fin 2017 et ne s'est pas desserré en 2018 sous l'effet du ralentissement de l'activité. En outre, le pourcentage d'entreprises, tant dans l'industrie que dans les services, déclarant des difficultés d'offre a dépassé celui des entreprises déclarant des difficultés de demande, ce qui n'est arrivé dans le passé qu'au moment des pics cycliques (graphique 10). On ne saurait toutefois voir dans ce type de configuration la cause des retournements conjoncturels : que davantage d'entreprises 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

Graphique 10. Difficultés d'offre et de demande dans les services

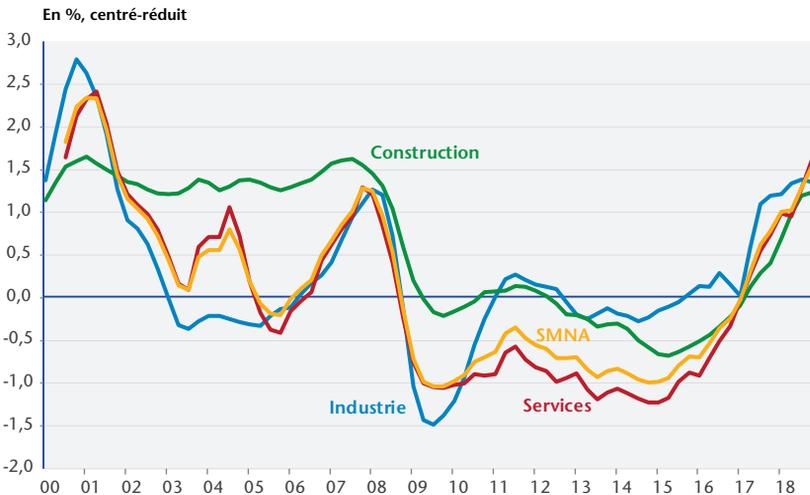


Source : Insee.

française observés à l'époque sont dus principalement à l'éclatement de la bulle Internet en 2000 et à la crise financière de 2007/2008, et peu semble-t-il à l'existence de tensions en elles-mêmes auxquelles les entreprises n'auraient pas pu faire face à court terme. Dans les services, cette situation d'excès des difficultés d'offre sur les difficultés de demande a d'ailleurs perduré pendant deux années, entre le deuxième trimestre 2006 et le deuxième trimestre 2008, sans remettre en cause la reprise d'alors.

Les difficultés de recrutement témoignent également de la résurgence des tensions depuis plusieurs trimestres. Elles ont retrouvé leur niveau d'avant-crise même si elles restent en-deçà de celui observé en 2000/01 (graphique 11). 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'emplois. Avec un niveau de chômage encore élevé, ces difficultés de recrutement déclarées ne se traduisent pas pour l'instant par un accroissement des tensions salariales. En revanche, la part des recrutements en CDI dans les embauches continue de croître, signe que la hausse des difficultés de recrutement peut passer, au-delà même des politiques de formation, par une plus grande attractivité des contrats proposés.

Graphique 11. Difficultés de recrutement

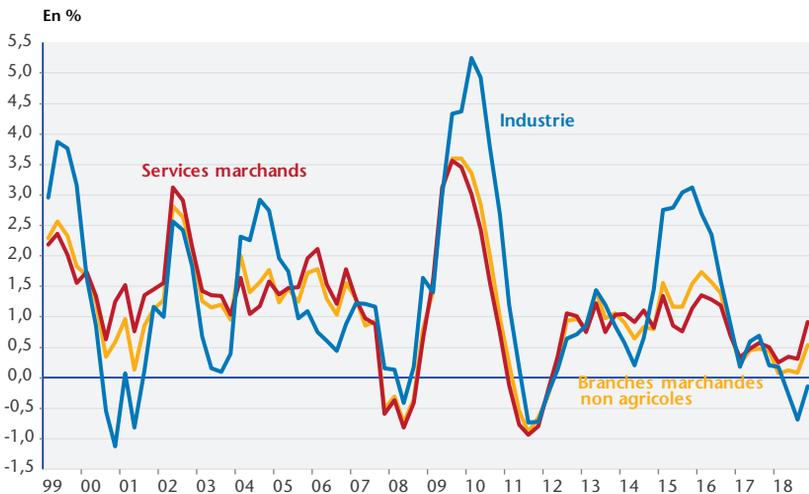


Sources : Insee, calculs OFCE.

Des salaires atones

Si les tensions observées dans l'économie française, et en particulier les difficultés de recrutement, étaient le signe d'un franchissement à la baisse du taux de chômage structurel, les salaires devraient augmenter, pour être conforme au cadre théorique. Or la réaction des salaires aux tensions ou aux difficultés de recrutement est demeurée jusqu'à présent inobservable, au moins au niveau agrégé. L'évolution du salaire réel moyen par tête² (SMPT, mesuré par les comptes nationaux et corrigé par le déflateur de la consommation des ménages) est restée peu dynamique sur l'ensemble de l'année 2018 (+0,2 %), et est même passée en territoire négatif dans l'industrie (graphique 12). Moins rapides que celles observées entre la mi-2012 et la fin 2016, les évolutions récentes des salaires réels sont aussi très en deçà de celles de la période 2004-2007 (+1,5 % dans l'ensemble des branches en moyenne).

Graphique 12. Évolution du salaire réel moyen par tête*



* Évolutions réelles calculées avec le déflateur de la consommation des ménages
Sources : Insee, calculs OFCE.

Une explication à cette inertie des salaires pourrait être trouvée dans le relâchement du lien entre salaires et chômage, à savoir l'affaiblissement de la courbe de Phillips traditionnelle selon laquelle la baisse du chômage se traduit par une hausse des salaires. Nos estimations montrent cependant que la courbe de Phillips reste valide, c'est-à-dire

2. Le SMPT correspond à la masse salariale brute versée par les employeurs (incluant les primes, l'intéressement et les heures supplémentaires) divisée par le nombre de salariés.

que le taux de chômage demeure un facteur explicatif de l'évolution des salaires, mais que la relation s'est modifiée depuis la crise, avec une diminution de la sensibilité des salaires au taux de chômage³.

Cette altération du lien entre salaire et chômage pourrait s'expliquer par des évolutions plus profondes du marché du travail que ce que l'examen du seul taux de chômage révèle. En effet, un niveau bas du chômage peut masquer la persistance d'un sous-emploi, incluant les chômeurs découragés en dehors du marché du travail mais prêts à y revenir ou les travailleurs à temps partiel subi, à même de peser sur la dynamique des salaires. De plus, les effets de composition du marché du travail peuvent aussi expliquer l'apparente perte de sensibilité des salaires au chômage : les emplois détruits sont des emplois intermédiaires, ceux créés sont des emplois à basse qualification, donc moins bien payés que les premiers, ce qui, à chômage donné, pèse sur les salaires⁴. Corrigé de cet effet, les salaires retrouveraient une plus grande sensibilité au chômage.

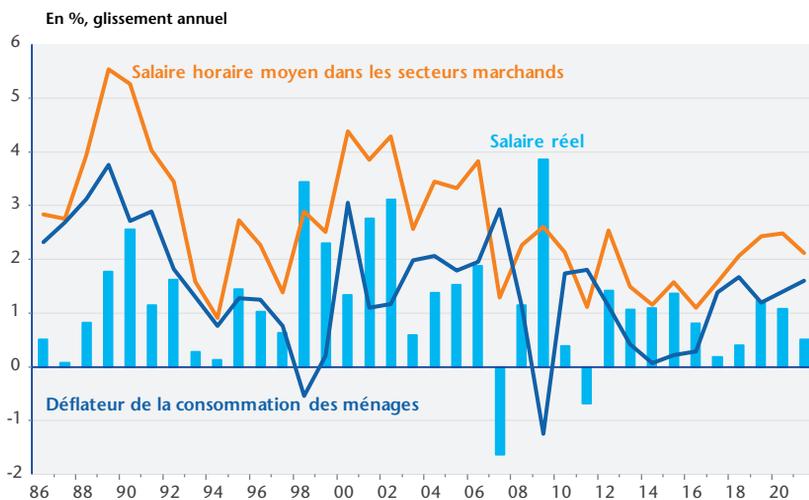
La lente amélioration du marché du travail attendue sur la période 2019-2021, marquée par une baisse du taux de chômage de 8,8 % à la fin 2018 à 8,4 % à la fin 2021 et la réponse retardée des salaires à l'accélération des prix en 2017 et 2018 pourraient mettre fin à l'anomalie de 2017 et 2018. De plus, la prime exceptionnelle défiscalisée versée au premier trimestre 2019 contribuerait, selon nos hypothèses, à l'accélération des salaires. Nous avons retenu l'hypothèse d'un versement de 2 milliards, dont la moitié serait rattrapée sur les versements futurs de salaires ou de primes. La progression du salaire horaire réel moyen en glissement annuel remonterait au-dessus de 1 % (respectivement 1,2 % et 1,1 % en 2019 et 2020) (graphique 13).

L'inflation, mesurée par le déflateur de la consommation des ménages, aurait quant à elle atteint un point haut depuis 2010/11. Sous l'effet du recul des prix du baril de pétrole en moyenne annuelle (de 71 \$ en 2018 à 63 \$ en 2019) et de l'annulation de la hausse de la taxe carbone en 2019, l'inflation refluerait, de 1,7 % en 2018 à 1,1 % en 2019, avant de remonter à 1,6 % à l'horizon 2021, en lien notamment avec la légère remontée du prix du baril (67 \$ en 2021) et la baisse progressive du taux de chômage.

3. Blot C., H. Péléraux, R. Sampognaro et S. Villemot, 2015, « Comprendre la dynamique salariale par temps de crise », *Revue de l'OFCE*, 144, pp. 219-255.

4. Verdugo G., 2016, « Real wage cyclicality in the Eurozone before and during the Great Recession: Evidence from micro data », *European Economic Review*, 82, pp. 46-69.

Graphique 13. Évolution des salaires et des prix



Cadrement macroéconomique : retour vers le potentiel

Hors acquis de croissance, le cumul des chocs sur l'économie française serait positif en 2019 (+0,4 point en dehors de l'acquis de croissance fortement négatif en 2019), et négatif en 2020 et 2021. Sous l'effet de l'inversion des politiques budgétaires positives de 2019, la croissance effective du PIB devrait donc revenir vers la croissance potentielle à l'horizon 2021 (tableau 2).

En 2019, la croissance serait soutenue par la forte augmentation du pouvoir d'achat (+2,5 %), due aux mesures socio-fiscales, redistribuant aux ménages près de 12 milliards d'euros sur l'année (+0,8 point de revenu disponible brut) et la hausse significative du salaire réel liée notamment à la prime exceptionnelle défisalisée versée aux salariés et au ralentissement de l'inflation. La politique budgétaire nationale, par laquelle transite une grande partie de la hausse du pouvoir d'achat aux ménages, aura un impact significativement positif de +0,5 point sur la croissance du PIB en 2019. La Loi des mesures d'urgence économique et sociale de décembre 2018 devrait à elle seule contribuer à hauteur de +0,3 point de croissance, le reste du soutien provenant de l'effet décalé d'autres mesures fiscales prises antérieurement.

Avec une croissance du PIB de 1,4 %, l'année 2020 serait celle du retour vers la croissance potentielle. Contrairement à 2018 et 2019,

Tableau 2. Cadrage macroéconomique pour la France

En points de pourcentage

	2018	2019	2020	2021
Croissance du PIB	1,6	1,5	1,4	1,2
Impact sur croissance du PIB dû...				
... aux évolutions du pétrole	-0,3	0,0	0,1	0,0
... à la compétitivité-prix	-0,2	0,0	-0,1	-0,1
... à la politique monétaire	0,1	0,0	0,0	-0,1
... aux politiques budgétaires	0,0	0,5	-0,2	-0,2
... au cycle mondial	0,1	-0,1	0,0	0,1
Acquis (profil trimestriel)	0,3	-0,3	0,1	0,0
Total des chocs	0,0	0,1	0,0	-0,2
Croissance spontanée hors chocs	1,5	1,4	1,4	1,4
Croissance potentielle de long terme	1,2	1,2	1,2	1,2
Output gap (OG)	-1,0	-0,7	-0,5	-0,5
Vitesse de fermeture de l'OG	0,3	0,3	0,2	0,2

Sources : Insee, calculs et prévisions OFCE.

l'impact global de la politique budgétaire sur l'économie française serait négatif en 2020 et en 2021 (-0,2 point de PIB à chaque fois). À partir de 2020, la trajectoire budgétaire sera soumise à de fortes incertitudes dépendant des décisions qui seront prises à l'issue du « Grand Débat National ». Si les annonces sont respectées, notamment celle sur la réduction structurelle de la dépense publique, le solde structurel s'améliorerait de 0,6 point de PIB sur la période 2020-2021. Dans ces conditions, le déficit devrait atteindre 2,0 points de PIB en 2020 et 1,6 point en 2021, soit son plus bas niveau depuis vingt ans. Ce scénario est bien sûr dépendant de la politique budgétaire à venir dont certains arbitrages sont pour le moment inconnus, notamment les modalités de suppression de la taxe d'habitation pour tous et de son potentiel financement, ou les mesures pouvant émerger du Grand débat qui ne sont pas intégrées dans notre prévision.

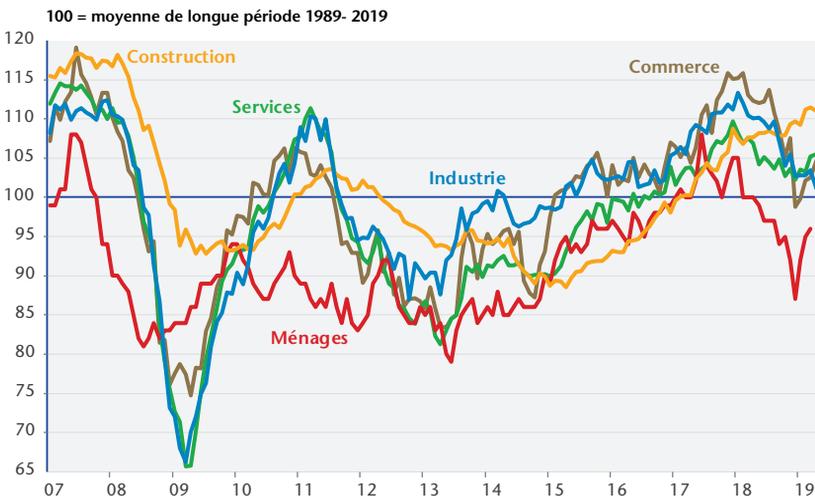
Du côté de l'environnement international, l'appréciation de l'euro face au dollar (à 1,3 dollar pour un euro fin 2021, ce qui correspond à notre évaluation du taux de change d'équilibre) amputerait la croissance de -0,1 et -0,2 point respectivement en 2020 et 2021, tandis qu'un effet légèrement positif dû au repli du prix du pétrole de près de 10 dollars en 2019 est attendu en 2020. Le fort ralentissement du

commerce mondial va peser sur la demande adressée à la France et par le canal du commerce extérieur, imprimer une perte de croissance de -0,1 point en 2019 (contre +0,2 en moyenne sur la période 2015-2017).

Des indicateurs de court terme mieux orientés

Après avoir atteint de nouveaux pics cycliques fin 2017-début 2018, les climats des affaires se sont clairement retournés durant l'année 2018 (graphique 14). En contraste avec les autres branches productives, seul le secteur de la construction, paradoxalement, échappe à la morosité ambiante avec une poursuite de sa hausse. L'indicateur de confiance des consommateurs a suivi un chemin similaire à celui de l'industrie, des services et du commerce de détail, avant de plonger en novembre-décembre à la suite de la crise des « gilets jaunes ». Bien que son niveau reste inférieur à sa moyenne de long terme, l'effondrement de la confiance des ménages de fin d'année 2018 avait été, en mars 2019, effacé à la suite de l'atténuation de la crise après les annonces d'urgence du Président de la République et de l'engagement du Grand Débat.

Graphique 14. Climats de confiance



Au début 2019, les indicateurs de confiance se sont redressés à l'exception de celui de l'industrie, interrompant 12 mois de recul. Cette embellie profite au commerce de détail et aux services, secteurs abrités répondant structurellement aux stimulations de la consommation, ce

qui étaye le scénario d'un redémarrage de l'économie française par la demande intérieure qui devrait bénéficier des gains de pouvoir d'achat pour le moment thésaurisés sous forme d'épargne par les ménages. En revanche l'industrie, davantage dépendante du cycle européen, a poursuivi sa baisse sous l'effet du retournement de l'activité, notamment en Allemagne et en Italie.

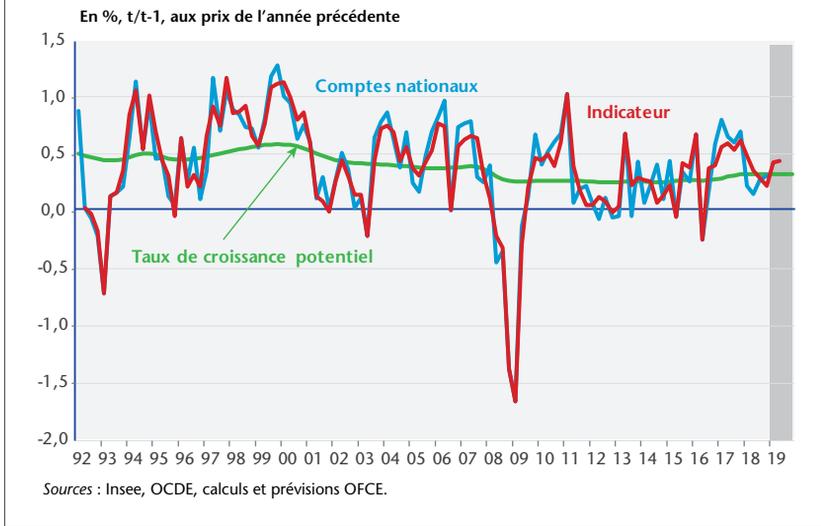
La mauvaise performance de l'économie française au premier semestre 2018, qui affiche une croissance de 0,2 % chaque trimestre (après 0,7 % en moyenne depuis la fin 2016), a été supérieure à ce que pouvaient laisser attendre les enquêtes de conjoncture (encadré 1). Le point bas de l'indicateur est daté du quatrième trimestre 2018 et l'embellie dans les secteurs abrités, décrite ci-dessus, augure d'un redémarrage de l'activité à un rythme de 0,4/0,5 % au premier semestre 2019.

Encadré 1. L'indicateur avancé : point bas de l'activité au quatrième trimestre 2018

Délivrant une information qualitative sous forme de soldes d'opinions relatifs 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 une prédiction au sens strict de la croissance (graphique 15). 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 au taux de croissance potentielle, introduit dans l'estimation. De ce fait, l'indicateur peut être vu comme décrivant les phases d'ouverture ou de fermeture de l'*output gap*, en plus de proposer une lecture quantitative des enquêtes.

Le retournement de l'activité au premier semestre 2018 a été plus fort que celui dépeint par l'indicateur, sous l'effet du calendrier fiscal et des grèves de juin dans les transports qui ont pesé sur la consommation. Pour le premier semestre 2019, l'information conjoncturelle contenue dans les enquêtes laisse attendre un rebond de la croissance au-dessus du potentiel, portée par les secteurs abrités, malgré l'impact négatif du cycle européen sur l'activité industrielle.

Graphique 15. Le taux de croissance du PIB observé et estimé



2019 : un rebond de la croissance dû aux mesures pour le pouvoir d'achat

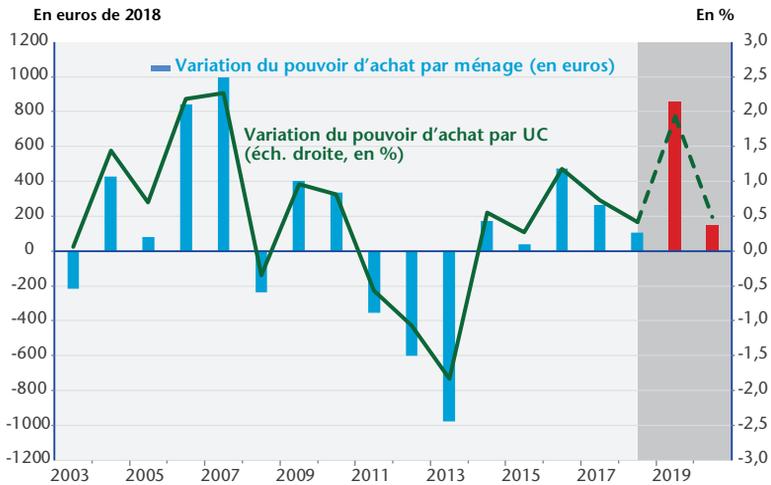
En 2019, la croissance serait tirée par la forte augmentation du pouvoir d'achat (+2,5 %), soutenue par les mesures socio-fiscales redistribuant aux ménages près de 12 milliards d'euros sur l'année (+0,8 point de revenu disponible brut) et la hausse significative du salaire réel (1,5 % en 2019 après 0,3 % en moyenne sur la période 2017-2018) liée notamment à la prime exceptionnelle défiscalisée pour les salariés et au ralentissement de l'inflation. Sous l'effet de la baisse des prix du pétrole de près de 10 dollars en moyenne entre 2018 et 2019 et de l'annulation de la hausse de la taxe carbone, la croissance de l'indice des prix à la consommation (IPC) passerait de 1,9 % en 2018 à 1,3 % en 2019 et le déflateur des prix à la consommation de 1,7 % à 1,1 % (tableau 2). Le salaire moyen par tête (SMPT) augmenterait de 2,6 % en 2019 contre 2 % en 2018.

Dans ce contexte, la consommation des ménages serait dynamique (+1,6 %) mais augmenterait proportionnellement moins que le revenu, dans un contexte toujours marqué par de nombreuses incertitudes entourant à la fois la crise sociale et l'issue du Grand débat. Le taux d'épargne s'établirait à 15,1 % en moyenne sur l'année 2019, soit 0,9 point de plus que la moyenne observée sur la période 2013-2018 (encadré 2).

Encadré 2. Pouvoir d'achat et taux d'épargne des ménages

Soutenue par les mesures socio-fiscales de la Loi d'urgence (prime d'activité, défiscalisation des heures supplémentaires, baisse de la CSG pour certains retraités, annulation de la hausse de la taxe carbone) ainsi que les mesures initialement prévues⁵ (deuxième tranche de réduction de la taxe d'habitation, baisse des cotisations salariés en année pleine, ...), le pouvoir d'achat devrait croître franchement en 2019 (+1,9 % par unité de consommation), et ce malgré la désindexation de certaines prestations sociales. Ajoutée à cela la prime exceptionnelle défiscalisée⁶ pour les salariés au premier trimestre 2019 et le ralentissement de l'inflation, l'augmentation du pouvoir d'achat en 2019 représenterait en moyenne 850 euros par ménage (graphique 16), dont 440 euros seraient uniquement liés aux mesures socio-fiscales⁷. La hausse attendue du pouvoir d'achat correspond à la plus forte augmentation depuis 2007, période de forte croissance et de mise en place de la loi TEPA sous Nicolas Sarkozy.

Graphique 16. Variation du pouvoir d'achat par ménage et par unité de consommation



Sources : Insee, prévisions OFCE.

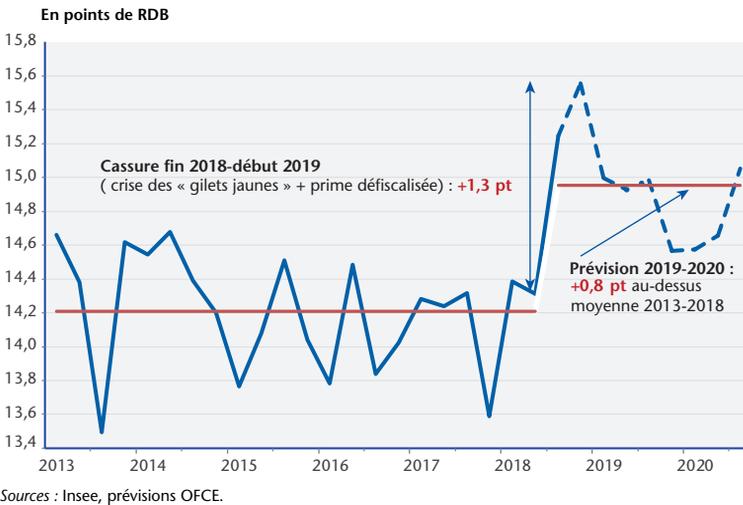
5. Au total, ce sont près de 12 milliards de mesures socio-fiscales à destination du pouvoir d'achat des ménages en 2019 (0,8 point de revenu disponible brut), dont 10,3 uniquement liés aux mesures d'urgence économique et sociale.

6. Sur la base des informations connues (1 milliard d'euros de primes distribuées à 2 millions de salariés en janvier), nous avons retenu une prime versée de 2 milliards sur l'ensemble du trimestre. Nous avons retenu également l'hypothèse que la moitié de la prime versée se substituerait à des versements futurs (hausse de salaires ou autres primes à venir).

7. Pour plus de détails, voir P. Madec, M. Plane et R. Sampognaro, 2019, « Budget 2019 : du pouvoir d'achat mais du déficit », *OFCE Policy brief*, n° 46, 29 janvier.

Dans un contexte d'accroissement de l'incertitude depuis novembre 2018 et de complexité des mesures fiscales, l'augmentation du pouvoir d'achat à la fin 2018 et celle attendue en 2019, notamment en début d'année, conduiraient à une hausse significative du taux d'épargne des ménages. En effet, il augmenterait de 1,3 point de RDB en deux trimestres, ce qui correspond à la plus forte hausse semestrielle depuis dix ans (graphique 17). Si le taux d'épargne doit baisser à partir du deuxième trimestre 2019, en raison notamment du contrecoup de l'effet de la prime défiscalisée, il devrait cependant rester à un niveau élevé. Il serait en moyenne de 15,1 % en 2019 et de 14,7 % en 2020 alors qu'il était en moyenne de 14,2 % sur la période 2013-2018. Cette hausse n'est pas en lien avec les fondamentaux de long terme expliquant les comportements d'épargne (niveau du taux de chômage, effet de richesse patrimonial) ; il reflète une hausse durable du climat d'incertitude générant une épargne de précaution autre que celle liée au risque de chômage. Un retour plus rapide à des comportements conformes à ceux de long terme conduirait à une baisse plus marquée du taux d'épargne dès 2019 et plus forte hausse de la consommation.

Graphique 17. Taux d'épargne des ménages



Avec un niveau de rentabilité du capital élevé, des conditions de financement qui resteront favorables, un haut niveau de taux d'utilisation des capacités de production et un rebond attendu de la consommation, l'investissement des entreprises resterait bien orienté en 2019 (+3 %). Ce n'est pas le cas de l'investissement des ménages qui diminuerait légèrement sur cette même période (-0,2 %), comme l'indique le nombre d'autorisations de mises en chantier et de permis de construire.

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

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2018				2019				2020				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	2,3	1,6	1,5	1,4	1,2
PIB par habitant	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	1,9	1,2	1,1	1,0	0,8
Consommation des ménages	0,3	-0,1	0,4	0,0	0,5	0,6	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	1,2	0,9	1,6	1,6	1,3
Consommation publique	0,1	0,3	0,2	0,4	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	1,4	1,1	1,0	0,7	0,7
FBCF totale dont :	0,1	0,8	1,0	0,3	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	4,7	2,9	2,2	1,8	1,5
<i>Entreprises non financières (SNFEI)</i>	0,1	1,3	1,7	0,3	0,6	0,7	0,7	0,5	0,5	0,4	0,3	0,2	4,4	3,9	3,0	1,9	1,1
<i>Ménages</i>	0,4	0,1	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,3	0,2	5,6	1,8	-0,2	0,6	1,1
<i>Administrations publiques</i>	0,0	0,5	0,0	1,0	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	1,6	0,9	2,7	3,2	3,2
Exportations de biens et services	-0,6	0,3	0,6	2,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	4,7	3,3	3,1	1,7	1,9
Importations de biens et services	-0,7	0,7	-0,2	1,3	0,9	0,9	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	4,1	1,3	3,1	1,9	1,8
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,2	0,2	0,5	0,2	0,4	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	2,0	1,4	1,6	1,4	1,2
Variations de stocks	0,0	0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,4	0,0	0,1	0,0
Commerce extérieur	0,0	-0,1	0,3	0,3	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,6	-0,1	-0,1	0,0
Déflateur de la consommation	0,6	0,4	0,3	0,1	0,1	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	1,3	1,5	1,1	1,3	1,5
Revenu disponible brut	0,0	1,2	0,7	1,3	1,0	0,3	0,9	0,8	0,1	0,7	0,7	1,2	2,7	2,7	3,6	2,5	2,6
Taux d'épargne des ménages (en % du RDB)	13,6	14,4	14,3	15,3	15,6	15,0	14,9	15,0	14,6	14,6	14,7	15,1	14,2	14,4	15,1	14,7	14,5
Taux de chômage (en % de la pop. active)	9,2	9,1	9,1	8,8	8,8	8,7	8,7	8,7	8,6	8,5	8,5	8,4	9,4	9,1	8,7	8,6	8,4
Taux de marge des SNF (EBE / VA, en %)	32,0	31,6	31,7	31,8	32,6	33,0	33,1	33,3	31,9	31,8	31,6	31,7	32,0	31,8	33,0	31,7	31,7
Solde public, en % du PIB													-2,8	-2,5	-3,1	-2,0	-1,6
Dette publique, en % du PIB													98,4	98,4	99,0	98,9	98,0
Impulsion budgétaire, en points de PIB*													0,0	-0,2	0,2	-0,2	-0,4
PIB zone euro	0,4	0,4	0,1	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	2,5	1,8	1,4	1,5	1,4

* Mesurée comme l'effort budgétaire structurel.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévisions OFCE, e-mod.fr, 2019-2021, avril 2019.

En revanche, marquée par le ralentissement de la demande mondiale⁸ (qui pourrait être amplifié en cas de *Hard Brexit* ou de remontée des tensions commerciales) et de légères pertes de parts de marché, la croissance des exportations françaises continuerait de ralentir en 2019 (1,7 % contre 3,1 % en 2018). La relance budgétaire ciblée sur le pouvoir d'achat des classes moyennes conduirait à soutenir la consommation domestique mais également les importations, environ 30 % du supplément de revenu lié aux mesures socio-fiscales bénéficiant à la production de nos partenaires commerciaux (encadré 3). Ainsi, le commerce extérieur contribuerait négativement à la croissance en 2019, les effets étant concentrés sur les trois premiers trimestres de 2019.

Au final, soutenu par une demande intérieure en accélération mais une contribution négative du commerce extérieur, le PIB augmenterait en moyenne de 1,5 % en 2019 (tableau 3). La baisse de la croissance annuelle (de 1,6 % en 2018 à 1,5 % en 2019) masque cependant une hausse de la croissance en glissement annuel⁹ (de 1 % fin 2018 à 1,8 % fin 2019).

Encadré 3. Mesures de soutien au pouvoir d'achat : une faible fuite vers les importations est anticipée

Les mesures budgétaires mises en œuvre en 2019 soutiendront le pouvoir d'achat des ménages à hauteur de 12 milliards d'euros, soit 0,8 point de RDB ou encore 0,5 point de PIB. L'impact sur l'activité de ces mesures dépendra pour une large mesure de la part de la nouvelle demande qui sera servie par la production domestique. La crainte existe que la relance soit inefficace car elle pourrait se traduire par un surplus d'importations, creusant la balance commerciale et exportant la reprise ailleurs¹⁰. Notre travail vise à évaluer l'impact des mesures budgétaires à destination des ménages sur la consommation et les importations. Pour ceci nous analysons particulièrement quelle est la réaction à attendre du comportement des ménages en termes d'épargne et de composition du panier de consommation.

Nous commençons par calculer le contenu en importations des différents produits en incluant les consommations intermédiaires nécessaires à leur

8. Notre prévision n'intègre pas dans le scénario central de *Hard Brexit* ni l'accroissement des tensions commerciales entre les États-Unis et le reste du monde.

9. L'écart sur l'acquis de croissance explique en partie cette différence. À la fin de l'année 2017, l'acquis de croissance pour 2018 était de 1 % alors qu'à la fin de l'année 2018 l'acquis de croissance pour 2019 n'est que de 0,4 %.

10. Voir par exemple, Artus (2017), « Que va-t-il se passer en France si une politique keynésienne est mise en place ? », *Flash Économie*, NATIXIS, n° 336 du 15 mars 2017.

fabrication. Ensuite, nous évaluons le contenu en importations du surplus de demande généré par les mesures socio-fiscales de 2019. Il faut remarquer que ces calculs n'épuisent pas l'ensemble des effets de l'impulsion budgétaire sur l'activité. En particulier les effets de second tour ne sont pas intégrés ici, comme par exemple l'effet accélérateur sur l'investissement des entreprises ou le surplus d'embauches pour répondre à l'activité supplémentaire. De même, nous ne prévoyons pas quelle peut être la réaction des entreprises face au surplus de demande suscité par les mesures socio-fiscales, en particulier ce qui réfère à la fixation des prix des différents produits. Ainsi, le surplus de production calculé ici, afin de répondre au surplus de consommation des ménages, n'est qu'une mesure partielle du multiplicateur budgétaire associé aux mesures socio-fiscales en soutien au pouvoir d'achat des ménages.

Le contenu en importations des différents produits varie fortement

Le contenu en importations se définit comme la valeur des importations nécessaires à la satisfaction de la demande finale d'un produit. Ce contenu correspond aux produits directement importés afin de satisfaire la demande finale et à la part de la valeur ajoutée d'origine étrangère dans les consommations intermédiaires. Si on empile l'équilibre emplois-ressources des différents produits on obtient la relation matricielle suivante :

$$P + M = EI + C + FBCF + X$$

P correspond au vecteur colonne de la production de chaque bien (nous travaillons au niveau 38 de la nomenclature de la comptabilité nationale), M aux importations, EI aux emplois intermédiaires, C à la consommation finale, $FBCF_i$ aux produits utilisés pour investir et X_i aux exportations.

Les emplois intermédiaires de chaque produit dépendront de la production des branches et de la technologie employée synthétisée par la matrice des coefficients techniques (A) :

$$EI = A \times P$$

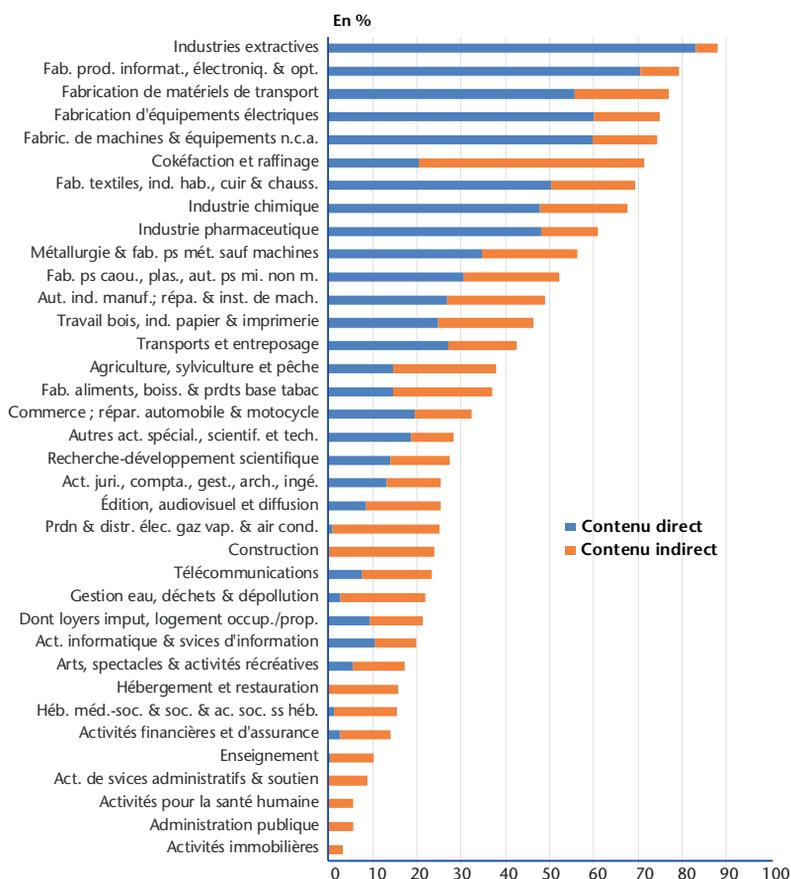
En notant D la matrice diagonale des taux de pénétration – défini comme le rapport entre les importations et la demande domestique ($EI + C + FBCF = P + M - X$) – on peut écrire :

$$M = D [I - A(I - D)]^{-1} \times [AX + C + FBCF]$$

Le terme $D [I - A(I - D)]^{-1} \times C$ est le vecteur colonne des importations destinées directement ou indirectement à la consommation finale des ménages.

À l'aide du tableau en entrées-sorties de la comptabilité nationale, il est possible d'estimer le contenu en importations de chaque produit. Ce contenu varie grandement selon les produits (graphique 18) : il est maximal pour les produits issus des industries extractives (89 %) et minimal pour les activités immobilières (2 %). En moyenne (non pondérée), les biens industriels ont un contenu en importations de 63 % (dont 21 % de contenu indirect), les services ont un contenu en importations moyen de 19 % (dont 11 % de contenu indirect) et la construction de 24 % (uniquement par le contenu indirect).

Graphique 18. Contenu en importations par produit



Sources : Insee (comptabilité nationale), calculs OFCE.

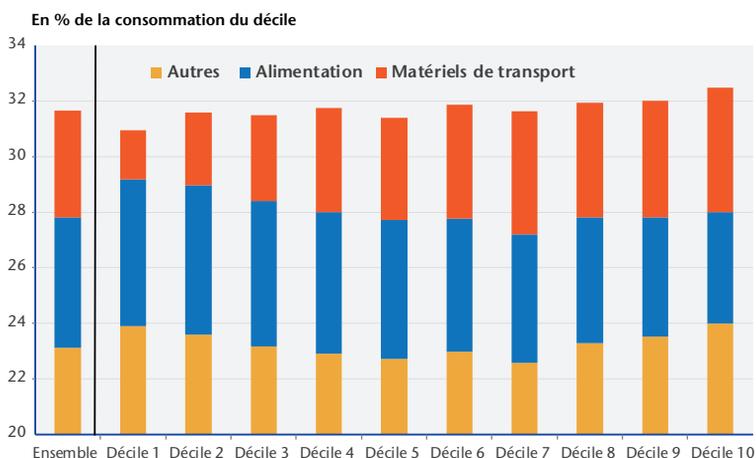
En moyenne, sur 100 euros de consommation, moins de 32 euros sont d'origine étrangère

La comptabilité nationale fournit le panier de consommation des ménages. En combinant la structure du panier de biens et du contenu en importations de chaque produit il est possible d'estimer le contenu en importations du panier moyen de consommation des ménages. Sur 100 euros de consommation 31,7 sont d'origine étrangère. Ce chiffre est relativement proche à celui de Gaulier et Ouvrard (2017)¹¹ qui porte sur la totalité de la demande intérieure et suggère que les fuites de la relance vers les importations seraient limitées.

11. Gaulier et Ouvrard, 2017, « Le dynamisme récent des importations est-il surprenant ? », *Bloc-notes Eco* du 6 novembre 2017, Banque de France.

L'Enquête budget des familles (EBF) fournit de l'information détaillée sur la composition du panier de consommation moyen pour chacun des déciles des ménages de l'échelle des niveaux de vie. Selon nos calculs, les déciles se distinguent peu par le contenu en importations de leur consommation (graphique 19). Pour 100 euros d'achats, les ménages appartenant au 10 % de niveau de vie inférieur consomment 30,9 euros en produits importés, tandis que le 10 % les plus aisés consommeront 32,5 euros en produits importés. L'essentiel de cette différence s'explique par les achats en matériels de transport.

Graphique 19. Contenu en importations de la consommation par décile de niveau de vie



Sources : Insee (comptabilité nationale, EBF), calculs OFCE.

Un surplus de 0,4 point de PIB de consommation dont 0,1 point importé

Le contenu en importations de la demande générée directement par les mesures de soutien au pouvoir d'achat dépend de deux paramètres liés au comportement des ménages : (i) la part du surplus de revenu qui sera dépensée et (ii) la composition par produit des nouveaux achats. En partant du niveau du taux d'épargne observé dernièrement¹², on peut tabler sur un surplus de consommation de l'ordre de +0,4 point de PIB. Si cette demande supplémentaire est répartie de façon à préserver la structure du panier des ménages, avec un contenu en importations de 31,7 %, ceci se traduirait par 0,1 point de PIB supplémentaire d'importations.

Le comportement moyen évalué ci-dessus peut s'avérer insuffisant pour mesurer la réaction des ménages au surplus de revenu généré par les mesures socio-fiscales du budget 2019. Madec *et al.* (2019)¹³ ont évalué la

12. Entre 2017 et 2018 le taux d'épargne moyen s'est établi autour de 14,3 % du RDB des ménages. La dernière observation du T4 2018 s'établit quant à elle à 15,2 %.

distribution des gains de pouvoir d'achat selon la position dans l'échelle des niveaux de vie à l'aide du modèle de micro-simulation *Ines*. Si les gains de pouvoir d'achat sont visibles dans toute la distribution, les ménages du milieu de la distribution sont particulièrement ciblés par les mesures budgétaires. Ils bénéficieront notamment de la baisse de la taxe d'habitation, des cotisations salariales, de la défiscalisation des heures supplémentaires et de la baisse de CSG pour certains retraités. En appliquant le taux d'épargne observé dans l'Enquête budget des familles 2011 au supplément de revenu ainsi mesuré, on peut estimer le surplus attendu de consommation par décile. Les ménages du milieu de la distribution épargnent en moyenne entre 8 et 13 % de leur revenu, ce qui suggère une hausse de la consommation importante grâce au supplément de revenu. Toutefois, leur panier de consommation présente un contenu en importations supérieur à celui des ménages les plus modestes, limitant partiellement l'efficacité de la relance.

Toutefois, ce chiffrage repose sur l'hypothèse d'une absence de modification de comportement. Or, le supplément de revenu peut être utilisé de façon différente. En particulier, certaines dépenses peuvent évoluer faiblement avec un euro supplémentaire de revenu. Lelièvre et Rémila (2018) présentent des données déclaratives sur le type de dépense auquel serait affecté un hypothétique surplus de ressources. Si les dépenses en logement représentent 20 % du panier moyen de consommation, seulement 9 % des ménages utiliseraient un hypothétique revenu supplémentaire pour augmenter leurs dépenses en logement. En outre, le taux d'épargne déclaré sur le revenu supplémentaire hypothétique est plus important (30 %) que celui observé actuellement dans la comptabilité nationale.

La prise en compte de ces données déclaratives conduit à revoir légèrement à la baisse l'impact sur la consommation, même si l'effet direct resterait significatif, de l'ordre de 0,35 point de PIB. Le contenu en importations du surplus de consommation resterait quasiment identique à 31,8 % (contre 31,7 % pour le panier moyen). Si l'augmentation des dépenses en logement – peu intensives en importations – serait faible, le surplus de revenu serait utilisé pour augmenter la consommation de services de loisirs, contenant eux aussi peu de produits importés. Ainsi, le surplus de consommation direct aurait un contenu en importations toujours de l'ordre de 0,1 point de PIB.

La hausse du pouvoir d'achat à travers les mesures socio-fiscales devrait se traduire par un surplus de consommation de 0,4 point de PIB. De façon robuste, on peut penser que ce surplus de demande devrait soutenir l'activité domestique (autour de 0,3 point de PIB) et qu'environ 30 % de la demande sera satisfaite par une production étrangère, y compris lorsqu'on inclut les besoins en consommations intermédiaires étrangères. Ce chiffrage n'intègre pas d'effet de bouclage, notamment sur les prix et les revenus, empêchant d'estimer l'effet multiplicateur total. Toutefois, compte tenu des

13. Pierre Madec, Mathieu Plane et Raul Sampognaro, 2019, « Budget 2019 : du pouvoir d'achat mais du déficit », *OFCE Policy brief*, 46, 29 janvier.

calculs de Gaulier et Ouvrard (2017) sur le contenu en importations portant sur l'ensemble de la demande intérieure, très proches de notre évaluation du contenu en importations du panier de consommation, ces effets de bouclage n'ont pas de raison d'être très différents dans leur contenu en importations que les effets *ex ante* évalués ici.

Tableau 4. Contenu en importations des mesures de soutien au pouvoir d'achat des ménages

	Sans modification de distribution des gains	Sans modification de comportement et prise en compte de la distribution des gains des mesures socio-fiscales...	Avec modification de comportement et prise en compte de la distribution des gains des mesures socio-fiscales...
Supplément de revenu (pt de PIB)	0,51	0,51	0,51
Taux d'épargne (en %)	15,2	16,5	31,2
Supplément de consommation (pt de PIB)	0,43	0,43	0,35
Contenu en importations (en %)	31,7	31,8	31,8
Supplément d'importations (pt de PIB)	0,14	0,14	0,11
Supplément de production domestique (pt de PIB)	0,30	0,29	0,24

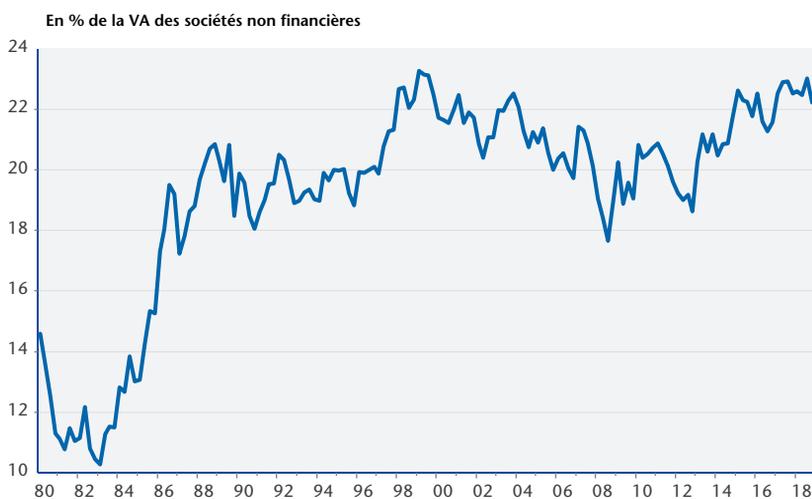
Note : les mesures analysées ici n'incluent pas les effets de la réforme de l'Agirc-Arrco.
Sources : Insee (comptabilité nationale, EBF, Ines), Madec *et al.* (2019) ; calculs OFCE.

La croissance de l'investissement des entreprises est robuste...

Avec une croissance à 3,9 %, l'investissement des entreprises est resté dynamique en 2018 malgré le ralentissement de l'activité et le haut niveau d'endettement brut des sociétés non financières. Les entreprises continuent à profiter en 2019 d'un contexte financier porteur, et ce malgré les incertitudes entourant le ralentissement mondial et celles propres à la France avec la crise des « gilets jaunes » ou l'issue de « Grand débat ».

En effet, les entreprises présentent actuellement des capacités financières très favorables, visibles à travers le niveau élevé de leur taux d'épargne (graphique 20), supérieur à 22 % de la valeur ajoutée en 2018, ce qui correspond aux plus hauts niveaux observés depuis la fin des années 1990. En 2019, avec la transformation du CICE en baisse de cotisations sociales patronales, les entreprises vont bénéficier d'une rentrée exceptionnelle de près de 20 milliards d'euros (1,5 point de valeur ajoutée des sociétés non financières), ce qui va d'autant plus renforcer leurs capacités financières et leur trésorerie.

Graphique 20. Taux d'épargne des sociétés non financières



Source : Insee.

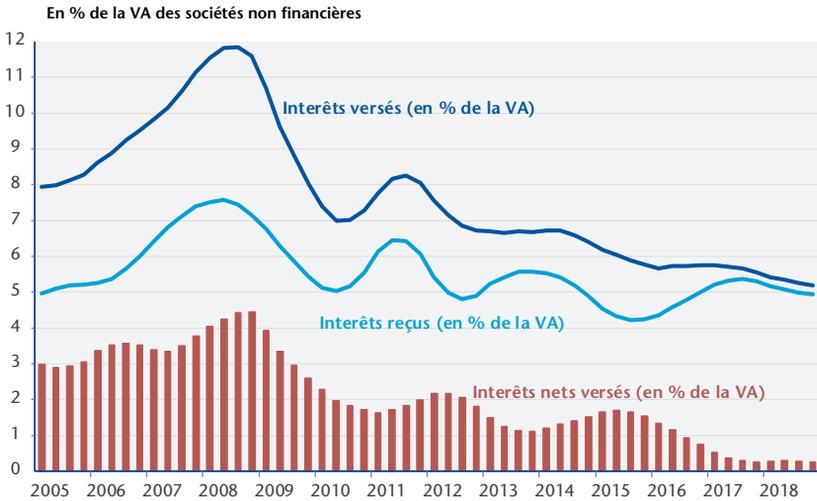
De plus, les conditions de financement des entreprises vont rester favorables, confirmées par les annonces par M. Draghi fin mars du report de la hausse des taux et des nouvelles opérations d'injections de TLTRO (voir partie « politique monétaire »), et ce malgré la décision du Haut Conseil de Stabilité Financière de mars 2019 de relever leurs exigences de fonds propres des banques françaises pour limiter la croissance du crédit bancaire.

Malgré le niveau record de la dette brute des sociétés non financières (133 % de la valeur ajoutée au troisième trimestre 2018 contre 103 % dix ans plus tôt selon la Banque de France), les entreprises n'ont jamais payé aussi peu de charges d'intérêts (5,2 points de VA fin 2018 contre 11,6 points dix fin 2008) (graphique 21). Et dans le même temps, les charges d'intérêts reçues par les entreprises représentent 4,9 points de VA fin 2018, soit une baisse de « seulement » 2,3 points de VA en dix ans, ce qui confirme l'idée qu'une part de l'accroissement de la dette brute des entreprises a servi à accumuler des liquidités¹⁴ qui ont fortement augmenté sur cette période, les intérêts reçus ayant bien

14. Comme le précise l'INSEE (décembre 2017) dans « Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France » de Marie-Baïanne Khder et Clément Rousset, l'endettement des sociétés non financières s'est accompagné d'une forte hausse des détentions de liquidités. Il s'agit plutôt de grandes entreprises, situées dans le secteur manufacturier et représentant des têtes de groupe.

moins diminué que ceux versés. Au final, la charge d'intérêt net n'a jamais été aussi faible et ne représente que 0,3 point de VA actuellement contre 4,4 points dix ans plus tôt.

Graphique 21. Intérêts versés et reçus par les sociétés non financières



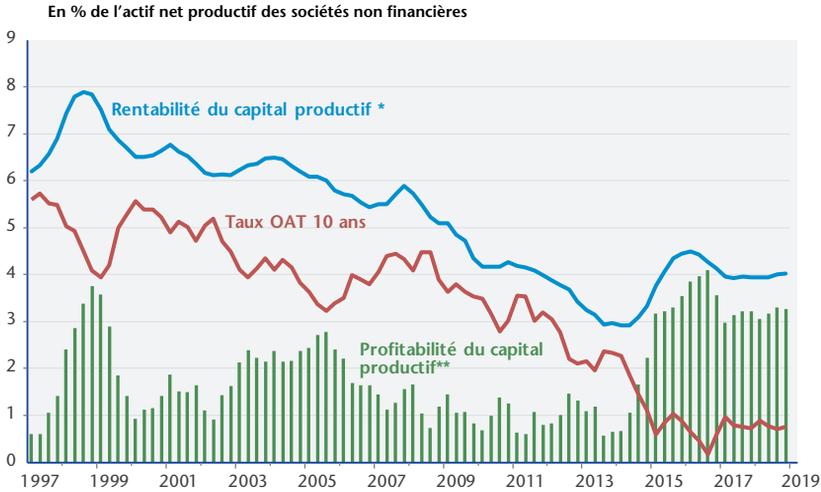
Sources : Insee, calculs OFCE.

Enfin, toujours du côté de l'offre, la rentabilité du capital productif¹⁵ se situe à des niveaux élevés pour la quatrième année consécutive, à un niveau comparable à celui de la fin des années 1990 (graphique 22). Cela s'explique à la fois, à partir de 2014, par le redressement de la rentabilité du capital productif, soutenue par les mesures fiscales en direction des entreprises (CICE, Pacte de responsabilité, baisse de la C3S et de l'IS, suramortissement fiscal pour les biens industriels, prime à l'embauche) et la baisse tendancielle des taux à 10 ans sur les OAT (considéré comme un actif sans risque) qui ont atteint des niveaux historiquement bas depuis 2015.

Au final, le niveau historiquement haut de l'épargne des entreprises, couplé à une rentabilité élevée du capital productif et des taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie supérieurs à leur

15. La rentabilité du capital productif des sociétés non financières est calculée comme la rentabilité de ce capital (elle-même calculée comme l'excédent brut d'exploitation moins la consommation de capital fixe liée à la dépréciation du capital moins l'impôt sur les sociétés, rapporté à l'actif fixe net des sociétés non financières) moins le taux d'intérêt des OAT à 10 ans (considéré comme un actif sans risque).

Graphique 22. Rentabilité et profitabilité du capital productif des sociétés non financières



* Calculée comme l'EBE-CCF-IS rapporté à l'actif net productif des SNF (sur la base des comptes nationaux) (en %).

** Calculée comme l'écart entre la rentabilité du capital productif des SNF et le taux OAT à 10 ans (en pts de %).

Sources : Insee, calculs OFCE.

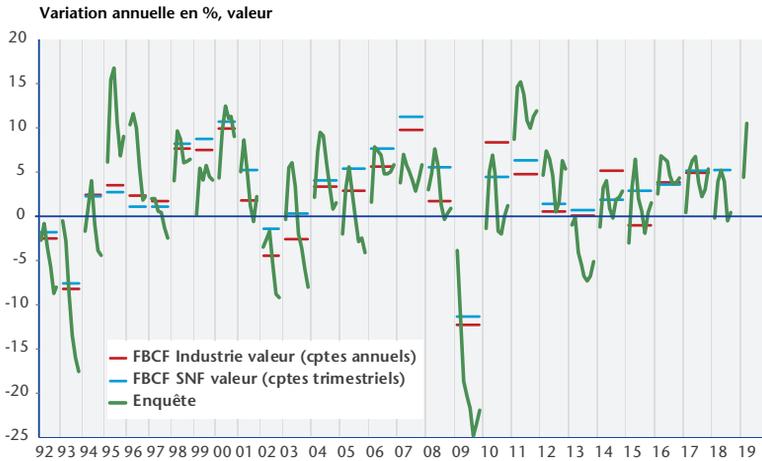
moyenne de long terme expliquent la robustesse de la croissance de l'investissement qui se prolongerait en 2019 (+3 %). Les incertitudes mondiales, mais aussi au sein du territoire, celles de la crise des « gilets jaunes » et celles de l'issue du Grand débat, pèsent sur la dynamique de l'investissement. Mais le rebond attendu de la consommation et le versement exceptionnel de 20 milliards d'euros aux entreprises avec la transformation du CICE, pourraient contrebalancer les effets négatifs liés à ces incertitudes. À partir de 2020, le ralentissement de la croissance, couplé à la normalisation progressive de la politique monétaire et le rapprochement du PIB de son potentiel conduiraient à un ralentissement progressif de l'investissement (1,9 % en 2020 et 1,1 % en 2021).

Encadré 4. L'enquête sur les investissements dans l'industrie

L'information fournie par cette enquête auprès des entreprises est une prévision périodique du taux de croissance en valeur de l'investissement dans l'industrie. Pour une même année, on dispose de 8 évaluations : une première en octobre de l'année précédente, puis en janvier, en avril, en juillet et en octobre de l'année en cours, puis enfin des réalisations constatées en janvier, en avril et en juillet de l'année suivante. Les entreprises ne sont questionnées en juillet que depuis 2003.

Le graphique 23 présente la chronologie, depuis 1992, de ces évaluations périodiques pour une même année, avec en parallèle les données de comptabilité nationale sur le champ spécifique « industrie » et sur le champ « sociétés non financières » (SNF). D'une manière générale, ces évaluations sont assez instables, avec presque toujours des révisions en hausse entre octobre de l'année précédente et janvier de l'année en cours (25 années sur 28) : les seules années de révision en baisse sont les années de récession, 1993 (-2,3 points), et 2009 (-7,1 points), ce qui pouvait déjà révéler la sévérité de la dégradation des projets d'investissement. Par la suite, les révisions ont toujours lieu à la baisse entre l'enquête de janvier de l'année en cours et la réalisation constatée en avril de l'année suivante (26 années sur 26).

Graphique 23. L'enquête sur les investissements dans l'industrie



Source : Insee.

On peut déduire de ces observations que les industriels sous-estiment leur investissement en octobre de l'année précédente, le surestiment en janvier de l'année en cours et corrigent par la suite ce biais de surestimation jusqu'à la réalisation constatée en avril de l'année suivante (et en juillet depuis 2003). Derrière ces comportements de réponse instables se pose la question de savoir à quel stade des évaluations est atteint un niveau d'information satisfaisant sur l'évolution de l'investissement. Le calcul des corrélations entre les évaluations issues de l'enquête selon le degré d'avancement dans l'année et les estimations faites par la comptabilité nationale montre que la première évaluation faite en octobre de l'année précédente est pauvre en information (corrélation de 0,43), que l'enquête de janvier fait faire un saut qualitatif important (corrélation de 0,71), l'enquête d'avril un saut marginal et que l'information maximale est obtenue à l'enquête de juillet (corrélation de 0,84) et n'évolue quasiment plus par la suite (tableau 5). Appliqué au champ SNF, plus large que le champ industriel, les résultats sont similaires.

Il semble malgré tout que ces corrélations, satisfaisantes au premier abord, ne fasse pas de l'enquête sur les investissements dans l'industrie un

outil de prévision sans défaillance de la FBCF mesurée par les comptes nationaux. En effet, le faible nombre de points de l'échantillon dans lequel s'insèrent des événements conjoncturels hors norme (les récessions de 1993 et 2009), crée des corrélations trompeuses entre l'enquête et les données de comptabilité nationale. En excluant du calcul les années 1993 et 2009, les corrélations ne dépassent plus 0,5 jusqu'à la prévision de juillet de l'année en cours, avant de plafonner à 0,7 à partir de la prévision d'octobre de l'année en cours, ce qui présente un intérêt prévisionnel limité par la médiocrité de la corrélation et par la date de publication des résultats de l'enquête d'octobre (début novembre). L'annonce d'une croissance de l'investissement manufacturier en valeur de 10,2 % en 2019 à l'enquête de janvier 2019, bien que confirmant une croissance robuste de l'investissement, doit donc être relativisée au regard de la faible capacité prédictive de l'enquête.

Tableau 5. **Corrélations entre l'enquête et la FBCF industrielle des comptes nationaux**

Industrie	Ensemble de la période 1992-2017	Hors récessions 1993 et 2008
Prévision en octobre de l'année précédente	0,43	0,33
Prévision en janvier de l'année en cours	0,71	0,49
Prévision en avril de l'année en cours	0,77	0,49
Prévision en juillet de l'année en cours*	0,84	0,36
Prévision en octobre de l'année en cours	0,84	0,65
Estimation en janvier de l'année suivante	0,87	0,73
Réalisation constatée en avril de l'année suivante	0,85	0,69
Réalisation constatée en juillet de l'année suivante*	0,83	0,56

* ???

Sources : Insee, calculs OFCE.

Graphique 24. **Révision des prévisions et FBCF industrielle**



Source : Insee.

On pourrait aussi voir dans l'ampleur des révisions entre octobre de l'année précédente et janvier de l'année en cours un indicateur précurseur de l'évolution de l'investissement industriel de l'année (graphique 24). Mais là aussi, l'enquête n'apporte guère d'information : la corrélation tombe de 0,72 sur l'ensemble de l'échantillon (1992-2017) à 0,41 en ôtant les années 1993 et 2009. La révision entre octobre 2018 et janvier 2019 des prévisions pour 2019, +6,5 points, ne doit donc pas susciter une vision exagérément optimiste de l'évolution des dépenses d'investissement cette année.

...alors que l'investissement des ménages stagne

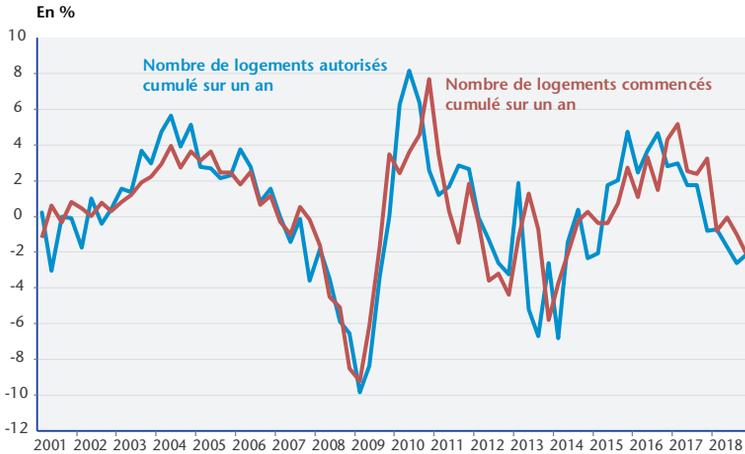
Après avoir entamé un fort ralentissement en 2018, l'investissement des ménages baisserait en 2019 (-0,2 % en 2019 après 1,9 % en 2018 et 5,6 % en 2017). Entre la fin 2017 et la fin 2018, le nombre de logements autorisés à la construction s'est contracté de 6,9 % et le nombre de logements commencés a baissé de 4 %. Ces mauvais chiffres s'expliquent principalement par le recul de la production de logements collectifs (-20 000 unités autorisées entre fin 2017 et fin 2018). Le resserrement des aides publiques adressées au secteur privé (Pinel et PTZ) mais surtout les coupes budgétaires opérées sur les budgets des bailleurs sociaux (levier d'investissement important dans les opérations de production de logements collectifs) peuvent expliquer en partie ces évolutions. Pour 2019, les enquêtes sur la demande en logements neufs et sur les perspectives de mises en chantier menées auprès des promoteurs ne poussent guère à une reprise de l'investissement en logements (encadré 5). En 2020, l'investissement des ménages commencerait à se redresser (+1,1 %) sous l'effet de la dynamique favorable du pouvoir d'achat et sous l'hypothèse de conditions de crédit qui restent favorables.

Encadré 5. Conjoncture dans le secteur du bâtiment : un indicateur peut en cacher un autre

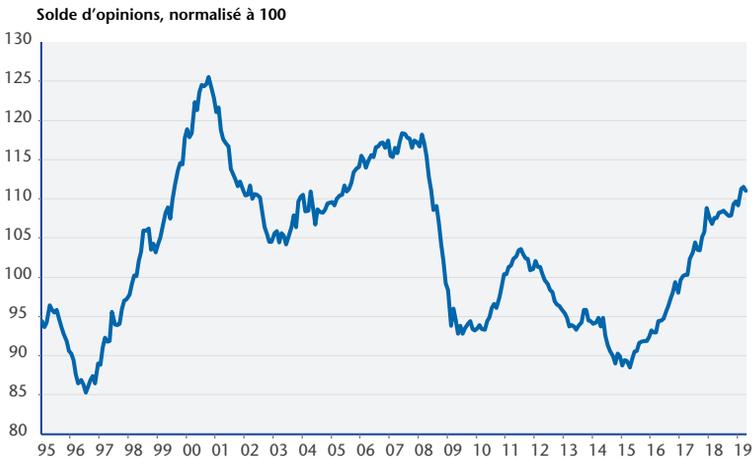
Au quatrième trimestre 2018, le nombre de logements autorisés sur un an a atteint 455 600 unités. Le nombre de logements commencés s'est lui établi à 419 000. Ces chiffres sont respectivement 6,9 % et 4 % inférieurs à ceux observés un an plus tôt. Orientés à la hausse depuis début 2015, les mises en chantiers et les permis de construire se sont largement repliés en 2018 (graphique 25). Néanmoins, dans le même temps, l'opinion des professionnels du bâtiment continuait de s'améliorer. Ainsi, l'indicateur synthétique du climat des affaires dans le bâtiment s'établissait en 2018 à un niveau qui n'avait plus été atteint depuis le début de la grande crise

économique (graphique 26). On peut dès lors s'interroger sur l'apparente déconnexion entre les chiffres de la construction et l'opinion des professionnels.

Graphique 25. Évolution du nombre de logements autorisés et mis en chantier cumulé sur 12 mois



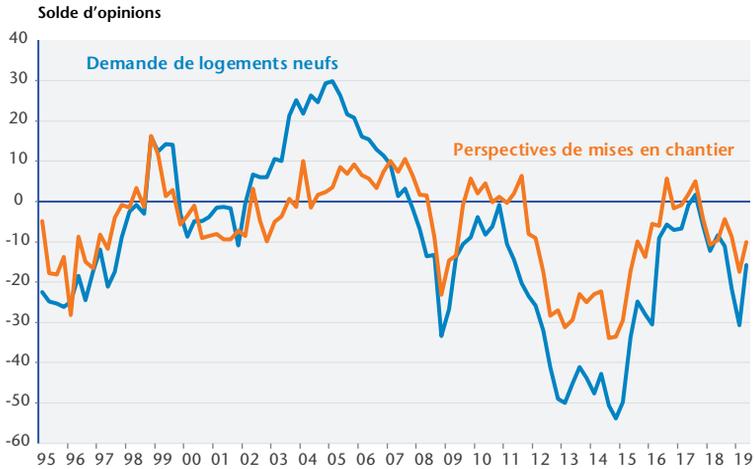
Graphique 26. Indicateur synthétique du climat des affaires dans l'industrie du bâtiment



Les enquêtes menées auprès des promoteurs immobiliers reflètent bien le net ralentissement observé des mises en chantiers. Alors qu'elles avaient atteint un point bas historique à la fin 2014, les perspectives de mises en chantier et le jugement sur la demande de logements neufs des promoteurs

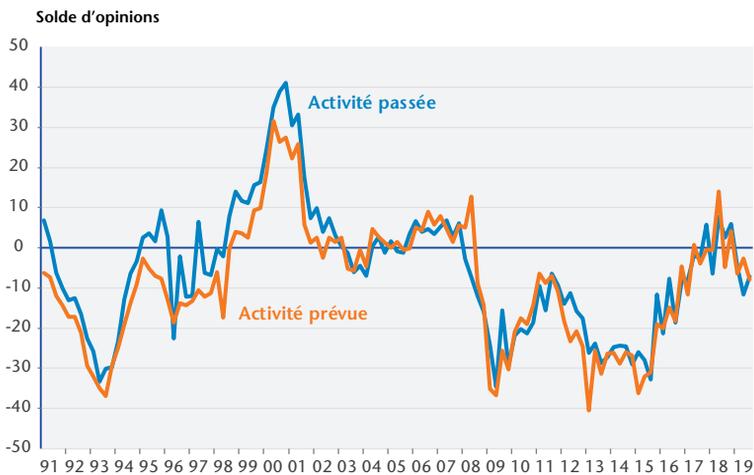
entamaient leur redressement dès les premiers mois de 2015, soit légèrement avant le redressement des chiffres de la construction. Depuis mi-2017, l'opinion des promoteurs se dégrade fortement (graphique 27). Bien que moins marqué, le ralentissement de l'activité dans l'artisanat du bâtiment est également patent dans les enquêtes menées auprès des professionnels. Alors qu'en 2017, ces derniers déclaraient une opinion vis-à-vis de leur activité passée et prévue proche de celle observée avant la crise économique, celle-ci s'est largement dégradée depuis le début de l'année 2018 (graphique 28).

Graphique 27. Enquête de conjoncture dans la promotion immobilière



Source : Insee.

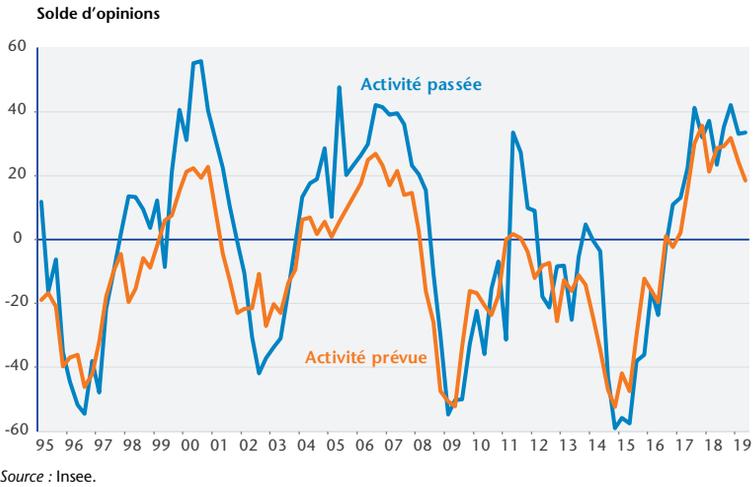
Graphique 28. Enquête de conjoncture dans l'artisanat du bâtiment



Source : Insee.

En réalité, l'indicateur synthétique du climat des affaires dans le bâtiment semble quasi exclusivement soutenu par la conjoncture dans le secteur des travaux publics, seul sous-secteur du bâtiment à ne pas connaître une dégradation de la conjoncture ces derniers trimestres (graphique 29). En nette amélioration depuis le début du deuxième trimestre 2015, l'activité passée et prévue dans le secteur des travaux publics a atteint deux ans plus tard un point haut et ne s'est pas dégradée depuis.

Graphique 29. Enquête de conjoncture dans les travaux publics



De nombreux risques mondiaux, une sortie brutale du Royaume-Uni en tête

En dehors du risque de retournement brutal des marchés financiers qui provoquerait un choc négatif, notre prévision à l'horizon 2021 reste sujette à des aléas. Nous distinguons les aléas positifs, principalement internes à la France, des aléas négatifs issus du contexte international. Tout d'abord, notre prévision n'intègre pas de *hard-brex*. De par les liens commerciaux entre la France et le Royaume-Uni¹⁶, un *hard-brex* pourrait, par le seul jeu de la hausse des droits de douane et des barrières non tarifaires, amputer le PIB de 0,6 point, selon l'Insee¹⁷. Notre scénario n'intègre pas non plus d'escalade dans

16. Le Royaume-Uni est le sixième pays de destination des exportations françaises qui représentent plus de 2 % du PIB de la France. La balance bilatérale de la France vis-à-vis du Royaume-Uni est celle dégageant le plus fort excédent commercial. Par ailleurs, le France est le troisième pays d'accueil des exportations britanniques.

les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine ou entre les États-Unis et l'Union européenne. L'intensification des tensions conduirait à un ralentissement encore plus marqué du commerce mondial et des exportations françaises. Par ailleurs, en lien avec l'hypothèse retenue sur les relations commerciales, le ralentissement chinois resterait modéré. Un ralentissement plus marqué de la croissance chinoise pèserait sur les flux d'échanges commerciaux et donc le commerce extérieur français. Par ailleurs, si l'inversion de la courbe des taux aux États-Unis est souvent interprétée comme un signal préoccupant pour la croissance américaine, nous n'inscrivons pas de récession aux États-Unis. Enfin, nous tablons sur une relative stabilité du prix du pétrole en dollars (63 \$ en 2019, 64 \$ en 2020 et 66 \$ en 2021) et une légère baisse en euros (60 € en 2019, 56 € en 2020 et 53 € en 2021) en raison de la remontée progressive attendue du taux de change euro/dollar (1,13 en 2019, 1,21 en 2020 et 1,30 en 2021).

Du côté des aléas internes à la France, le premier est positif et concerne le comportement d'épargne des ménages. En raison du climat d'incertitude, nous prévoyons pour 2019 et 2020 un taux d'épargne supérieur à son niveau de long terme. Cependant, si les éléments d'incertitudes étaient levés, l'épargne liée à ce climat de méfiance se réduirait, ce qui soutiendrait davantage la consommation que ce qui est inscrit dans notre prévision.

Un autre aléa positif concerne le CICE pour lequel nous retenons un impact faible de la transformation en cotisations sociales et du versement exceptionnel de 20 milliards en 2019 en raison du faible nombre d'entreprises contraintes par leur liquidité¹⁷. Or, si une part du versement exceptionnel de 20 milliards est utilisée pour verser des primes aux salariés ou des dividendes aux actionnaires, alors les effets macroéconomiques, à travers la hausse du revenu des ménages, pourrait être supérieurs à notre prévision. Parallèlement, les effets « emplois » liés à la transformation du CICE en baisse de cotisations pourraient être plus forts que ce que nous avons retenu si certaines entreprises ajustaient leurs comportements à un versement contemporain du CICE plutôt qu'à un crédit d'impôt. Un autre aléa positif pourrait être lié à une stabilité, voir une hausse des parts de marché des exportations françaises tirées par les effets positifs mais retardés de la nette amélioration

17. Pour plus de détails, voir *Note de conjoncture de l'Insee*, mars 2019.

18. Pour plus de détails, voir B. Ducoudré et É. Heyer sur la « Transformation du CICE », *OFCE Policy brief*, n° 40, octobre 2018.

des marges du secteur exportateur et de la mise en place de réformes structurelles, notamment autour du marché du travail, visant à améliorer la compétitivité de l'économie française.

Le dernier aléa concerne l'issue de la crise sociale avec le mouvement des « gilets jaunes » ainsi que les mesures à venir à la suite du Grand débat et leur financement. Sur ces deux points, les aléas positifs et négatifs sont partagés.

2. Emploi : quand la dynamique s'essouffle

En 2018, pour la troisième année consécutive, l'économie française a connu une croissance de l'emploi marchand (+214 000 emplois) suffisante pour faire baisser le chômage. La reprise des créations d'emplois, secteur non-marchand inclus, s'est timidement amorcée en 2015 (+104 000 emplois), puis a accéléré en 2016 (+242 000 emplois) pour atteindre un pic en 2017 (+357 000 emplois). Les créations d'emplois ont été soutenues dans un premier temps par les mesures de baisse de coût du travail (CICE, Pacte de responsabilité, puis Prime à l'embauche à partir de janvier 2016) et les emplois aidés, puis dans un second temps, à partir de la fin 2016, par l'accélération de la croissance. Les créations nettes d'emplois étant supérieures à l'évolution de la population active, le nombre de chômeurs a diminué (-440 000 depuis fin 2014), portant en France le taux de chômage au sens du BIT à 8,8 % de la population active au quatrième trimestre 2018, contre 10,4 % fin 2014 (tableau 8).

À l'horizon 2021, les créations d'emplois salariés dans le secteur marchand se poursuivraient, mais leur rythme diminuerait fortement par rapport à la période 2017-2018, en lien avec une croissance de la valeur ajoutée marchande moins soutenue et l'épuisement des effets d'enrichissement de la croissance en emplois issus du CICE, du Pacte de responsabilité et de la prime à l'embauche. Toutefois, dès 2020, le renforcement des allègements de cotisations sociales patronales au niveau du Smic soutiendrait les créations d'emplois. Les tensions observées sur le recrutement des entreprises, tensions qui se situent au niveau du pic observé en 2007 mais en deçà de celui observé au début des années 2000 (graphique 11), ne se sont pas encore traduites par une accélération des salaires et ne constitueraient pas un véritable frein aux créations d'emplois à l'horizon de notre prévision¹⁹. Au total, et compte

19. Cela peut aussi provenir pour partie d'un effet de composition de la main-d'œuvre. cf. G. Verdugo, 2016, « Real wage cyclicality in the Eurozone before and during the Great Recession: Evidence from micro data », *European Economic Review*, 82, pp. 46-69.

tenu des non-salariés et du secteur non-marchand, 85 000 emplois seraient créés en 2019, puis 133 000 en 2020 et 88 000 en 2021.

Tableau 6. Emploi et chômage

Variation annuelle en milliers, au dernier trimestre

	2016	2017	2018	2019*	2020*	2021*
Population active observée	193	58	158	64	68	65
Emploi total	242	357	196	85	133	88
– Secteur marchand	185	349	214	123	172	126
Salariés	202	349	204	107	156	110
Non-salariés	-17	0	10	16	16	16
– Secteur non marchand	57	8	-18	-39	-39	-38
Effet des contrats aidés sur l'emploi non marchand	0	-59	-68	-35	0	0
Chômage	-49	-299	-38	-20	-65	-23
Taux de chômage au T4 (en %)	10,0	9,0	8,8	8,7	8,5	8,4

* prévision OFCE.

Sources : INSEE et ministère du Travail, prévisions OFCE, *e-mod.fr* 2019-2021, avril 2019.

En 2019-2021, la politique de l'emploi, hors mesures fiscales sur le coût du travail, ne soutiendrait pas les créations d'emplois, en raison d'un nombre prévu de contrats aidés insuffisant pour maintenir le stock existant. 100 000 nouveaux contrats aidés sont prévus dans le Projet de loi de finances 2019, ce qui conduit à poursuivre la baisse du stock de contrats aidés en 2019. Pour 2020 et 2021, nous avons retenu l'hypothèse d'une stabilisation du stock de contrats aidés non marchands. L'emploi public hors emplois aidés diminuerait de 4 200 postes en 2019, puis de 38 000 chaque année entre 2020 et 2022, ce qui correspond à l'annonce de la suppression de 120 000 emplois publics sur l'ensemble du quinquennat²⁰. En revanche, le Plan d'investissement des compétences (PIC : 2 millions de formations supplémentaires annoncées pour 2018-2022 dans le cadre du Grand plan d'investissement), débuté en 2018, monterait en charge progressivement. Cela freinerait légèrement la hausse de la population active, en transférant temporairement des chômeurs de longue durée vers l'inactivité sans toutefois modifier significativement la trajectoire prévue du taux de chômage. Le PIC aurait en retour un effet positif sur l'emploi (+70 000 emplois sur la période 2019-2021) en réduisant le stock d'emplois non pourvus et le nombre de chômeurs éloignés de l'emploi.

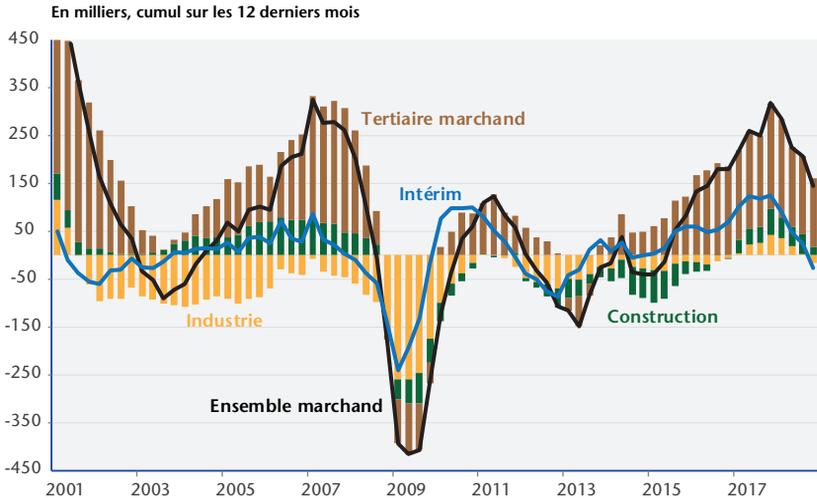
20. Notre prévision n'intègre pas les mesures prises à l'issue du Grand débat.

Au total, la poursuite des créations d'emplois conduirait à une baisse du taux de chômage. Celui-ci atteindrait 8,7 % fin 2019 et 8,5 % de la population active fin 2020 pour la France entière. Il baisserait encore légèrement, de 0,1 point, au cours de l'année 2021.

Secteur marchand : retour à la dynamique d'avant-crise

Ces quatre dernières années, l'emploi salarié dans le secteur marchand non agricole a retrouvé le chemin de la croissance. Depuis le quatrième trimestre 2014, les créations d'emplois avaient progressivement accéléré, pour atteindre un pic de 320 000 créations en cumul annuel au quatrième trimestre 2017 (graphique 30) retrouvant ainsi temporairement un rythme qui n'avait plus été observé depuis la crise. Les créations d'emplois ont depuis lors été moins dynamiques (145 000 créations en glissement annuel au quatrième trimestre 2018), à la suite du ralentissement de la croissance.

Graphique 30. Évolution de l'emploi salarié marchand non agricole corrigé de l'intérim



Champs : Secteur marchand non agricole.

Note : L'emploi intérimaire, initialement comptabilisé dans les services, est ventilé par secteur utilisateur.

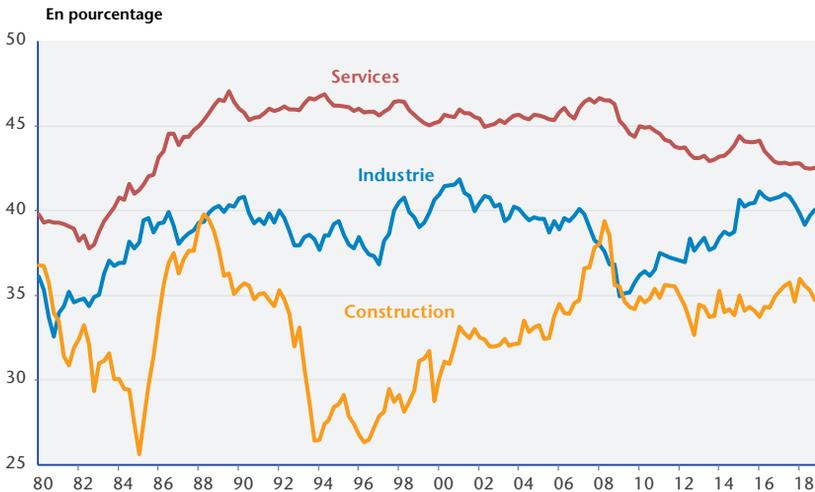
Sources : Insee, DARES.

C'est d'abord dans le secteur des services que se sont concentrées les créations d'emplois après le creux de 2012. Ce secteur, où les gains de productivité tendanciels sont plus faibles que dans l'industrie, peut connaître des créations d'emplois même en période de faible crois-

sance, comme ce fut le cas à partir du deuxième semestre 2013. Depuis 2000, les créations d'emplois corrigées de l'intérim se sont d'ailleurs concentrées dans les services marchands, avec plus de 2,2 millions d'emplois créés, dont 860 000 depuis 2008.

Dans l'industrie les gains de productivité sont plus élevés et le secteur industriel est généralement un secteur dans lequel s'observent des destructions d'emplois. Depuis 2000, le secteur industriel a enregistré près de 900 000 destructions d'emplois, dont 500 000 depuis 2008 (après réaffectation de l'emploi intérimaire par secteur utilisateur). Les destructions ont toutefois fortement ralenti depuis 2015, et le secteur a même créé des emplois chaque trimestre entre le deuxième trimestre 2016 et le quatrième trimestre 2017, ce qui n'était plus arrivé depuis 2001. Ces créations s'observent d'ailleurs au moment où le taux de marge des branches industrielles avait atteint des niveaux historiquement élevés (graphique 31). Les destructions d'emplois industriels ont repris en 2018 (-17 000 emplois), en lien avec le ralentissement de l'activité.

Graphique 31. Taux de marge par branche

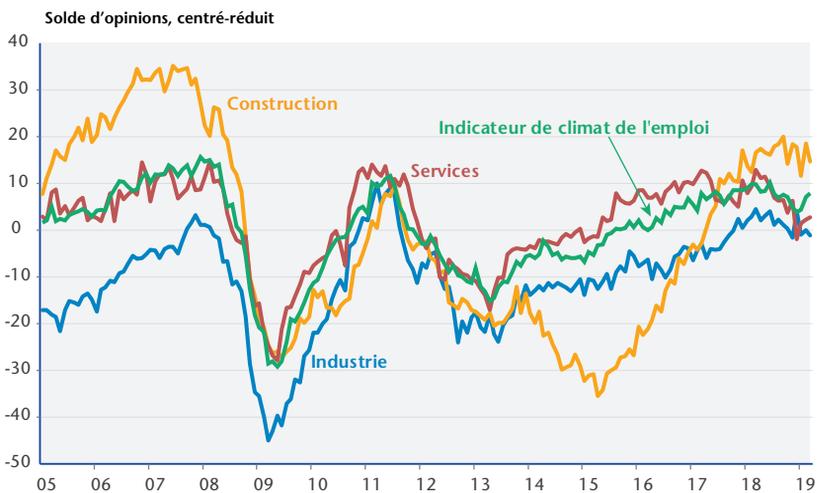


Le secteur de la construction, durablement affecté par la crise, a pour sa part enregistré 136 000 destructions d'emplois depuis 2008 (après 318 000 créations entre 2000 et 2007). Le taux de marge s'est progressivement redressé depuis le creux observé en 2012, et le secteur a créé des emplois continûment entre le deuxième trimestre

2016 et le troisième trimestre 2018. Les créations d'emplois ont été de moins en moins soutenues en 2018, le secteur n'ayant créé que 1 500 emplois au dernier trimestre contre 23 000 créations au dernier trimestre 2017, en lien avec le ralentissement de la croissance et les difficultés spécifiques au secteur immobilier (voir encadré sur la conjoncture dans le bâtiment).

À court terme, les indicateurs d'intentions d'embauches se sont repliés après le pic atteint fin 2017, avant de se redresser début 2019, et indiquent une poursuite des embauches dans les services et la construction (graphique 32). Les difficultés de recrutement rapportées par les entreprises se sont accrues en 2018, tirées par les services, tandis que celles rapportées dans l'industrie et la construction ont atteint un plateau (voir graphique 11). Les intentions d'embauches ont dépassé leur niveau d'avant-crise de 2008 dans l'industrie et les services, mais restent encore en-dessous dans la construction. L'accélération franche de l'activité économique en 2017 a pu constituer une surprise pour les entreprises, notamment dans l'industrie, après plusieurs années de réduction des effectifs. Le soudain besoin de main-d'œuvre industrielle a également pu buter à court terme sur la limite que constitue le temps des procédures de recrutement. Cela accentuerait le sentiment de tension sur les recrutements, sans toutefois constituer une contrainte dure à moyen terme, compte tenu du niveau encore élevé du chômage et de la possibilité pour les entreprises de faire de la formation au poste

Graphique 32. Intentions d'embauche et climat de l'emploi



à pourvoir en cas d'insuffisance de main-d'œuvre qualifiée. Ces tensions n'ont pas non plus débouché jusqu'à présent sur des tensions salariales ou une hausse marquée de la durée du travail. En revanche, après avoir atteint un creux à la mi-2017, la part des CDI dans l'emploi total augmente depuis. Par ailleurs les difficultés de recrutement sont encore inférieures à celles que les entreprises ont connu en 2001, et ce quel que soit le secteur d'activité considéré. En ce sens, les difficultés de recrutement ne semblent pas avoir atteint un niveau tel qu'elles constitueraient un frein significatif à la poursuite des créations d'emplois : les intentions d'embauches restent élevées, indiquant que les entreprises n'ont pas renoncé à l'idée d'embaucher. Et ce sont ces fortes intentions d'embauche qui pourraient expliquer la hausse des tensions sur le recrutement.

Où en est le cycle de productivité ?

Notre analyse de l'emploi marchand repose sur celle du cycle de productivité (encadré 6) : en période de ralentissement conjoncturel (et symétriquement en période de reprise), les entreprises attendent généralement la confirmation de la baisse de l'activité (et symétriquement le redressement) avant de procéder à des réductions d'effectifs (et symétriquement des embauches), ce qui se traduit dans un premier temps par une dégradation des gains de productivité (et symétriquement une amélioration). Ce n'est que dans un second temps, quand la baisse (hausse) d'activité se confirme, qu'elles procèdent à des suppressions (créations) de postes ou à moins (plus) d'embauches. Le ralentissement de l'activité se traduit d'abord par des pertes de productivité par rapport à la tendance de long terme, donc par le creusement du cycle de productivité, qui se rétablit progressivement, une fois passé le creux d'activité.

Encadré 6. La modélisation de l'emploi

Le cycle de productivité est calculé à l'aide d'une équation d'emploi, issue d'une fonction de production de type CES (*Constant Elasticity of Substitution*) et écrite sous la forme d'un modèle à correction d'erreur. Nous avons estimé cette équation pour l'ensemble du secteur marchand²¹. Elle est

21. cf. étude spéciale de la prévision OFCE d'octobre 2017 : [Quel nouveau sentier de croissance de la productivité du travail ? Une analyse pour 6 grands pays développés.](#)

estimée sur la période 1980-2015, avec une fréquence trimestrielle. Ce type de modèle permet d'estimer une relation de cointégration – ou relation de long terme – et une dynamique de court terme de la variable expliquée. À long terme, la productivité dépend d'une tendance qui se modifie lentement au court du temps, de la durée du travail et du coût du travail. La dynamique de court terme de l'emploi intègre la variation présente de ces mêmes variables et de la valeur ajoutée marchande ainsi que la variation passée de l'emploi.

$$(1) \text{dlog } L_t = \alpha_1 \times \text{dlog } L_{t-1} + \alpha_2 \times \text{dlog } Q_t + \alpha_3 \times \text{dlog } HL_t + \alpha_4 \times \text{dlog } C_{L,t} - \lambda \left(\underbrace{\log \left(\frac{Q_{t-1}}{L_{t-1}} \right) - \beta_1 \log \left(\frac{C_{L,t-1}}{P_{t-1}} \right) - \beta_2 \log HL_{t-1} - \log \tilde{\Pi}_{t-1} - c}_{\text{relation de long terme}} \right) + \varepsilon_t$$

Avec

- L représentant l'emploi salarié du secteur marchand ;
- Q représentant la valeur ajoutée du secteur marchand ;
- HL représentant la durée du travail trimestrielle moyenne par salarié du secteur marchand ;
- C_L représentant le salaire horaire super-brut dans le secteur marchand ;
- P représentant l'indice de prix de la valeur ajoutée marchande ;
- t représentant l'indice de temps ;
- c représentant la constante ;
- $\tilde{\Pi}$ représentant la tendance de productivité hors effets coût et durée du travail.

L'équation d'emploi et la tendance de productivité sont estimées simultanément par un filtre de Kalman. L'équation d'emploi constitue l'équation de signal et les équations d'état s'écrivent :

- (2) État(1) : $\log \tilde{\Pi}_t = \log \tilde{\Pi}_{t-1} + Z_{t-1} + v_{1,t}$ (tendance de productivité)
- (3) État(2) : $Z = Z_{t-1} + v_{1,t}$ (taux de croissance tendanciel de la productivité), avec Z représentant le taux de croissance tendanciel de la productivité $\tilde{\Pi}$.

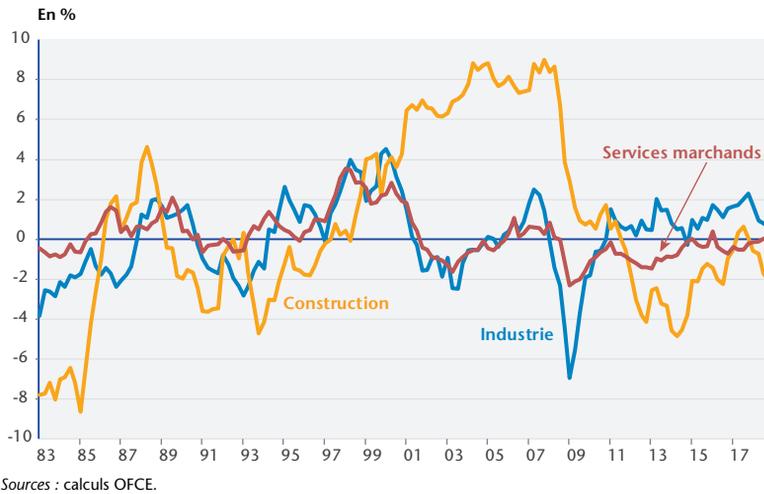
Les équations d'état représentent la productivité tendancielle hors effets du coût du travail et de la durée du travail en niveau (équation (2)) et en taux de croissance (équation (3)). On suppose que des chocs de natures différentes affectent $\tilde{\Pi}$ et Z . $v_{1,t}$ représente tout ce qui affecte de manière permanente le niveau de la productivité tendancielle. v_2 représente tout ce qui affecte de manière permanente le taux de croissance de la productivité tendancielle

Les variables ont toutes un coefficient significativement différent de 0, et avec le signe attendu. La statistique de *Student* associée au coefficient de la relation de long terme valide l'hypothèse d'une relation de cointégration entre ces variables. Cette équation estime la tendance de productivité de long terme à 1,3 % par an en moyenne sur la période 1990-1999, 1,1 % par an en moyenne sur la période 2000-2009 et à 0,9 % fin 2015. Le coefficient associé au coût du travail s'élève à 0,3 (une hausse du coût du travail accroît la productivité horaire et diminue l'emploi) et celui sur la durée du travail à

0,5 (une hausse de la durée du travail diminue la productivité horaire, mais augmente la productivité par salarié et diminue l'emploi). Le cycle de productivité est le résidu de la relation de long terme.

Nous avons également estimé un cycle de productivité par grande branche de l'économie française : industrie, construction, services marchands (graphique 33). Ces cycles sectoriels permettent de prendre en compte la spécificité des branches en termes de gains tendanciels de productivité, de sensibilité de l'emploi à son coût, et des délais d'ajustement de la main-d'œuvre à l'activité. Sur longue période, la construction est ainsi caractérisée par un cycle de productivité d'une plus grande amplitude et d'une durée plus longue que les cycles dans l'industrie et les services. Sur la période récente la fermeture du cycle de productivité marchand (graphique 34) s'est opéré par deux mouvements opposés : résorption des sureffectifs dans les services d'un côté, résorption des sous-effectifs dans l'industrie et creusement du cycle de productivité dans la construction de l'autre côté.

Graphique 33. Prédiction – cycle de productivité par branche



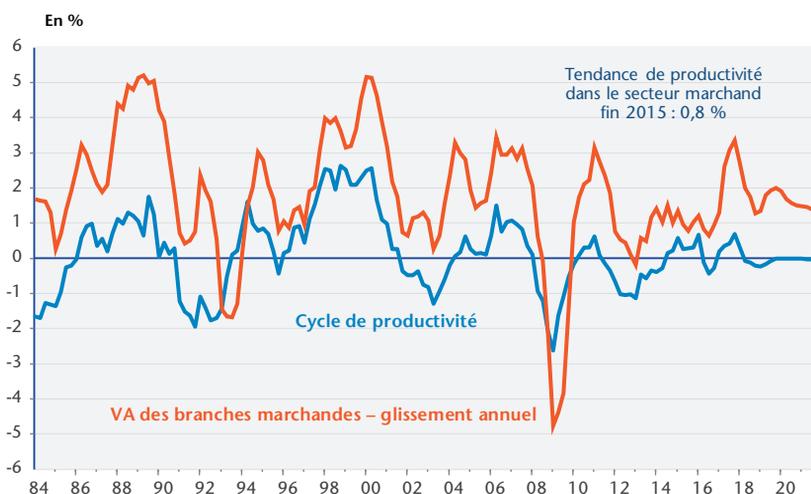
Selon notre équation d'emploi, il apparaît qu'après un redressement du cycle de productivité entre le premier trimestre 2009 et la fin 2010, la rechute de l'activité a conduit à nouveau à une baisse des gains de productivité à partir du deuxième trimestre 2011 (graphique 35), ceux-ci s'écartant de leur tendance de long terme, estimée à 0,9 % par an fin 2015. Le cycle a atteint un point bas entre le deuxième trimestre 2012 et le premier trimestre 2013, s'expliquant par l'absence de croissance à ce moment-là, avant de débiter son redressement au deuxième trimestre 2013.

Le cycle de productivité s'est refermé au troisième semestre 2014 sous l'effet de la timide accélération de la croissance. La montée progressive des effets du CICE s'est en même temps traduite par un enrichissement de la croissance en emplois. La mise en œuvre en 2015-2016 d'allègements supplémentaires de cotisations sociales patronales (Pacte de responsabilité et dispositif embauche PME) a infléchi à nouveau transitoirement la tendance de productivité²² alors que les entreprises se trouvaient en situation de légers sous-effectifs par rapport à leur niveau d'activité. Malgré une croissance de l'activité comparable en 2016 et 2015 (1,1 % de croissance contre 1 % en 2015), les créations d'emplois salariés ont donc été 2,7 fois plus nombreuses en 2016 qu'en 2015, traduisant les embauches des entreprises pour réduire le déficit d'emplois de 2015. L'accélération de l'activité en 2017 s'est traduite à la fois par une forte hausse des créations d'emplois et un cycle qui est devenu largement positif au quatrième trimestre 2017 (+0,7 %), cycle qui est redevenu négatif fin 2018 sous l'effet du ralentissement de l'activité économique cette année-là.

Au regard du cycle de productivité (-0,2 % par rapport à la tendance de long terme au quatrième trimestre 2018), et d'une croissance moins soutenue de la valeur ajoutée marchande (+1,6 % en moyenne chaque année entre 2019 et 2021 contre +2,3 % en moyenne en 2017 et 2018), les entreprises continueraient à embaucher en 2019-2021, mais à un rythme inférieur à celui observé en 2017-2018. En 2019, la tendance de productivité croîtrait plus rapidement, sous le double effet de la transformation du CICE et de la défiscalisation-désocialisation des heures supplémentaires, avant de ralentir en 2020 et 2021 avec la montée en charge des effets du renforcement des allègements de cotisations sociales patronales entre 1 et 1,6 smic. La croissance de la valeur ajoutée marchande se maintenant à un niveau supérieur au taux de croissance potentielle à l'horizon de notre prévision, le cycle de productivité resterait globalement fermé à cet horizon (graphique 34). L'emploi salarié dans le secteur marchand augmenterait de 0,8 % en 2019 puis 0,7 % en 2020 et 2021, après 1,6 % en 2018.

22. Les politiques de baisse du coût du travail (le CICE, puis le premier volet du Pacte de responsabilité qui porte sur les « bas salaires »), qui enrichissent la croissance en emplois, ont abaissé temporairement la tendance de productivité, de l'ordre de 0,2 point en 2014, 0,4 point en 2015 et 2016 puis 0,5 point en 2017 et 0,1 point en 2018. En 2019, la transformation du CICE en baisse de cotisations sociales augmenterait temporairement la tendance de productivité de 0,1 point, du fait des effets retardés du passage de 7 à 6 % du taux de CICE en 2018. À cela s'ajoute l'effet de la défiscalisation et de la désocialisation des heures supplémentaires, qui augmenterait aussi temporairement de 0,1 point la tendance de productivité en 2019. Les allègements supplémentaires de cotisations sociales entre 1 et 1,6 smic abaisseraient de 0,1 point la tendance de productivité en 2020 et de 0,2 point en 2021.

Graphique 34. Prédiction – cycle de productivité



Sources : Insee, calculs OFCE.

Basculement du CICE en baisse de cotisations patronales : des effets positifs sur l'emploi à moyen terme mais négatifs à court terme avec la transformation en deux temps du dispositif

Héritées du précédent quinquennat, plusieurs mesures fiscales (CICE, Pacte de responsabilité, prime à l'embauche²³) réduisant le coût du travail, ont permis d'enrichir la croissance en emplois mais ont vu leurs effets positifs sur l'emploi s'estomper en 2018.

Le dispositif de la prime à l'embauche²⁴ a pris fin au 30 juin 2017. Il sera remplacé par un allègement de cotisations sociales patronales supplémentaire de 4,05 points au niveau du SMIC à partir du 1^{er} octobre 2019 pour les salariés dont les salaires sont compris entre 1 et 1,6 SMIC. Par ailleurs, le taux de CICE, qui avait été augmenté à 7 % pour les salaires versés en 2017, a été abaissé à 6 % en 2018, avant sa transformation en allègement pérenne de cotisations sociales patronales de 6 % pour les salaires compris entre 1 et 2,5 SMIC.

23. La mesure, décidée par le gouvernement précédent dans le cadre du Plan d'urgence pour l'emploi, consistait en une prime temporaire versée à l'employeur pour les embauches de salariés dont les salaires sont compris entre 1 et 1,3 SMIC, là où l'élasticité du coût du travail à l'emploi est supposée la plus forte. La prime à l'embauche concernait toute embauche de plus de 6 mois ayant lieu en 2016 et jusqu'au 30 juin 2017 dans les entreprises de moins de 250 salariés. Durant les deux premières années du contrat, l'embauche donne droit à une prime trimestrielle de 500 euros, soit 4 000 euros au maximum.

24. Pour près de 30 000 emplois.

Le passage du taux de CICE de 7 % à 6 % aurait un impact négatif sur l'emploi en 2018-2019 (tableau 9). En 2019, le renforcement des allègements au niveau du SMIC à partir du quatrième trimestre atténuerait les effets de la baisse du taux de CICE, et l'effet net du financement redeviendrait positif sur les créations d'emplois en 2020 et 2021 (+17 000 puis +36 000 emplois respectivement).

Concernant le Pacte de responsabilité, nous avons distingué deux éléments : (1) l'allègement portant sur les bas salaires (entre 1 et 1,6 SMIC) dont on attend un effet plus fort sur l'emploi *via* une élasticité de l'emploi à son coût plus élevée aux abords du SMIC puis décroissante avec le niveau de salaire²⁵ et (2) l'allègement uniforme entre 1,6 et 3,5 SMIC. Les effets du Pacte de responsabilité sur la dynamique de l'emploi s'estomperaient progressivement en 2018 (+26 000 emplois) et seraient quasi nuls en 2019 (+ 6 000 emplois).

Les effets cumulés du CICE, de sa transformation, du Pacte de responsabilité et de l'impact dynamique de son financement auraient un effet négatif sur l'emploi en 2019²⁶ (-20 000 emplois). L'effet total redeviendrait positif en 2020 et 2021 (+17 000 emplois puis +36 000 emplois) sous l'effet de l'augmentation des allègements généraux entre 1 et 1,6 smic à partir du quatrième trimestre 2019 (tableau 7).

Le gouvernement a également annoncé le rétablissement de la défiscalisation et des exonérations de cotisations sociales salariales sur les heures supplémentaires effectuées par l'ensemble des salariés dès le premier trimestre 2019. Celles-ci augmenteraient le nombre de recours aux heures supplémentaires, ce qui aurait un effet négatif sur l'emploi salarié marchand en 2019 de près de -0,1 %, soit environ -17 000 emplois.

25. Le calcul de l'élasticité macroéconomique de la mesure s'appuie sur une élasticité moyenne de l'emploi au coût du travail de 0,3 (cf. B. Ducoudré et M. Plane, 2015, « Les demandes de facteurs de production en France. Estimation et analyse des effets de la crise », *Revue de l'OFCE*, n° 142) et intègre les effets d'assiette liés au profil d'allègement des mesures incluses dans le Pacte de responsabilité (cf. Bock, Lissot et Ozil, 2015, « Matis : une maquette d'évaluation des effets sur l'emploi de variations du coût du travail », *Documents de travail de la DG Trésor*, n° 2015/02).

26. Pour mémoire, l'État a reversé aux entreprises 18,9 milliards d'euros par an en moyenne pour le CICE sur la période 2016-2017, 4,5 milliards par an pour les allègements sur les bas salaires sur la période 2016-2017 et 3,4 puis 4,5 milliards d'euros sur la période 2016-2017 pour l'allègement uniforme entre 1,6 et 3,5 SMIC. Ces transferts sont financés aux deux tiers par des économies sur la dépense publique et pour un tiers par une hausse des prélèvements fiscaux.

Tableau 7. Effets du CICE et du Pacte de responsabilité sur la dynamique de l'emploi

Variations en moyenne annuelle en milliers

	2018	2019	2020	2021	2013-2021
Effet brut du Pacte de responsabilité	26	6	0	0	193
<i>Allègement bas salaires</i>	11	0	0	0	125
<i>Allègement uniforme</i>	14	6	0	0	68
Effet brut du CICE	0	0	0	0	340
Transformation CICE	-17	-22	17	36	15
Effet brut du Pacte + CICE + Transformation	9	-16	17	36	548
Financement (mds €)	0	0	0	0	29
Effet du financement sur l'emploi	-30	-4	-0	0	-273
Effet net du Pacte, du CICE et du financement	-21	-20	17	36	276

Source : calculs et prévision OFCE e-mod.fr 2019-2021, avril 2019.

Politiques de l'emploi : place à la formation

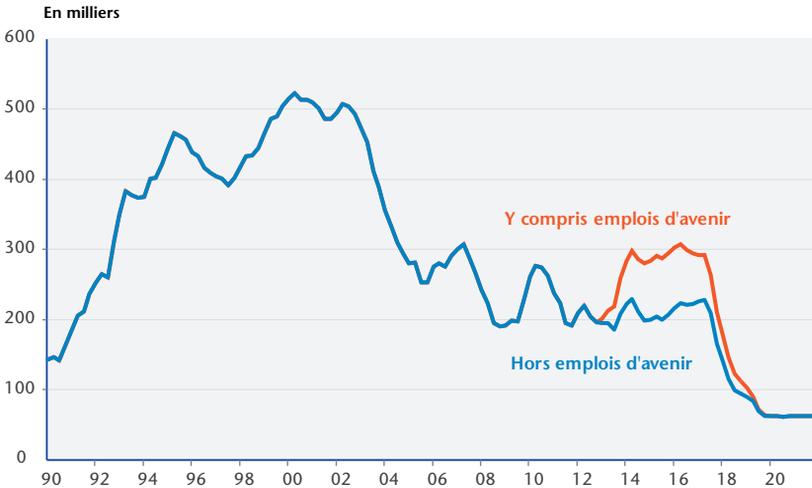
Le quinquennat précédent a été marqué par une progression des contrats aidés, avec notamment la création des emplois d'avenir et l'allongement de la durée des CUI-CAE (graphique 35). En 2013-2014, face à la dégradation du marché du travail, 380 000 contrats aidés dans le secteur non-marchand avaient ainsi été signés en moyenne chaque année (360 000 en moyenne sur 2012-2016). Le pic des contrats aidés a été atteint au deuxième trimestre 2016, que l'on considère les contrats aidés dans le non-marchand seuls (307 000 en stock) ou que l'on inclut l'insertion par l'activité économique (IAE) et les contrats aidés du secteur marchand (535 000 en stock).

Par la suite, le nombre d'emplois en contrat aidé a diminué de 57 000 au deuxième semestre 2016, avec la baisse entamée du stock des emplois d'avenir pour le secteur non-marchand et des CUI-CIE dans le secteur marchand. Cette baisse s'est amplifiée en 2017 (-122 000 contrats aidés dont -93 000 dans le secteur non marchand et -34 000 dans le secteur marchand) et s'est poursuivie en 2018 (-107 000 contrats aidés dont -87 000 dans le secteur non-marchand).

La baisse à partir de 2017 intervient à la suite de la décision du gouvernement de réorienter les politiques de l'emploi vers la formation des demandeurs d'emplois et des jeunes éloignés du marché du travail. Cette réorientation passe par le Plan d'Investissement dans les Compétences (PIC) et par une réforme en cours de la formation professionnelle et de l'apprentissage. Les emplois d'avenir et les CUI-CIE

disparaissent et les CUI-CAE sont transformés en Parcours Emploi Compétences²⁷ (PEC). De fait, la montée en charge plus lente que prévu du remplacement des CUI-CAE par les PEC a contribué à la baisse rapide du stock de contrats aidés dans le secteur non-marchand en 2018. Au quatrième trimestre 2018, on comptait ainsi 250 000 contrats aidés en France métropolitaine, dont 112 000 dans le secteur non-marchand, 131 000 dans l'IAE et 7 000 dans le secteur marchand.

Graphique 35. Contrats aidés dans le secteur non-marchand



Champ : France métropolitaine.

Sources : DARES, PoEm, Calculs et prévision OFCE *e-mod.fr* 2019-2021, avril 2019.

Pour 2019, le gouvernement prévoit 100 000 entrées en PEC exclusivement dans le secteur non-marchand (tableau 8). La durée des contrats serait de 10,2 mois en moyenne, avec un taux de prise en charge par l'État moyen de 50 %. Pour 2020 et 2021, nous avons fait l'hypothèse de maintien du stock de PEC à son niveau prévu fin 2019. Les dispositifs d'IAE bénéficieraient d'une rallonge de 5 000 contrats en 2019, soit une cible de 136 000 emplois que nous avons maintenue les années suivantes.

Compte tenu de ces éléments, le stock de contrats aidés poursuivrait sa baisse entre la fin d'année 2018 et la fin 2020 (graphique 36 et tableau 8 : -32 000 contrats aidés non-marchands, -53 000 contrats

27. Cf. circulaire N° DGEFP/SDPAE/MIP/MPP/2018/11 du 11 janvier 2018. Les PEC ciblent les « personnes sans emploi rencontrant des difficultés sociales et professionnelles particulières d'accès à l'emploi ». Ils doivent faire l'objet d'un accompagnement renforcé, de l'acquisition de compétences et d'expérience professionnelle avec un objectif d'insertion professionnelle.

aidés y compris secteur marchand et IAE). L'effet cumulé sur 2019-2021 de la baisse du stock de contrats aidés conduirait à réduire le nombre d'emplois de 35 000. Cet effet négatif s'explique principalement par le faible effet d'aubaine des contrats aidés non-marchands contrairement au secteur marchand. Concernant le secteur non-marchand, on retient 0,3 pour les CUI-CAE et 0,4 pour les emplois d'avenir. Concernant le secteur marchand on retient 0,84 pour les CUI-CIE et 0,75 pour les emplois d'avenir²⁸.

Tableau 8. Entrées et effectifs des bénéficiaires des dispositifs spécifiques de politique de l'emploi

En milliers	Entrées			Effectifs en fin d'année (T4)				Effet cumulé sur l'emploi net de l'effet d'aubaine 2018-2021
	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021	
Emploi aidé (hors ACCRE-ACRE)	882	882	882	876	815	813	813	-37
Contrat aidé	332	332	332	251	199	198	198	-35
CUI-CAE puis PEC (1)	74	74	74	94	62	62	62	-23
CUI-CIE	0	0	0	1	0	0	0	0
Emploi d'avenir	0	0	0	24	1	0	0	-12
<i>dont non marchand</i>	0	0	0	18	1	0	0	-11
<i>marchand</i>	0	0	0	6	0	0	0	-2
Insertion par l'activité économique	258	258	258	131	136	136	136	0
Contrat en alternance	541	541	541	575	575	575	575	0
Apprentissage	312	312	312	414	414	414	414	0
Contrat de professionnalisation	228	228	228	161	161	161	161	0
Autre emploi aidé (y.c. ACCRE-ACRE)	409	409	409	285	476	475	475	-2
Contrat de génération	0	0	0	10	1	0	0	-2
ACCRE- ACRE	399	399	399	235	435	435	435	nc
Formation des personnes en recherche d'emploi (2)	759	850	850	242	308	310	313	45
Garantie jeunes (3)	92	93	93	75	85	85	85	25
Total								32

Champ : France métropolitaine.

(1) Hors accompagnement des élèves en situation de handicap.

(2) L'effet de la formation sur l'emploi est calculé en appliquant une élasticité de retour à l'emploi de 0,07 sur le différentiel d'entrées en formation par rapport aux entrées constatées en 2015 (660 000 entrées), l'année 2016 étant marquée par le Plan « 500 000 formations ». Cet effet ne tient pas compte d'un possible effet de changement dans la file d'attente, qui atténuerait l'impact du dispositif sur le retour à l'emploi.

(3) L'effet sur l'emploi est calculé en retenant un impact de 9 % sur le taux d'emploi durable (CDI et CDD de 6 mois et plus hors emplois aidés) sur le nombre de jeunes entrant dans le dispositif chaque année³. Cet effet ne tient pas compte d'un possible effet de changement dans la file d'attente, qui atténuerait l'impact du dispositif sur la probabilité d'être en emploi durable.

a. Cf. tableau 2.2, p. 22 dans Dares, 2016 : « Premiers résultats d'évaluation statistique de l'impact de la Garantie jeunes – Annexe 5 », novembre.

Source : Insee, Dares, PoEm, calculs et prévision OFCE 2019-2021, avril 2019.

28. Pour plus de détails, voir « Les contrats aidés : quels objectifs, quel bilan ? », *Dares Analyses*, n° 21, mars 2017.

Concernant l'alternance, la réforme contenue dans le Projet de loi sur la liberté de choisir son avenir professionnel adopté le 1^{er} août 2018 introduit des modifications substantielles du dispositif, notamment pour l'apprentissage (suppression de la procédure d'enregistrement, élargissement du public éligible, report de la limite d'âge, durée minimale ramenée à 6 mois...). Nous avons retenu une hypothèse de stabilisation du stock de contrats en alternance pour 2019-2021.

Les autres dispositifs d'emplois aidés ont vu la suppression du contrat de génération en 2018. L'aide aux chômeurs créateurs d'entreprise (Accre) devient l'aide aux créateurs ou repreneurs d'entreprise (Acre) en 2019²⁹. Nous avons inscrit 200 000 bénéficiaires supplémentaires en 2019.

Au total, les politiques de l'emploi, *via* les contrats aidés et les autres dispositifs d'emplois aidés, contribueraient négativement à l'évolution de l'emploi total pour -37 000 emplois sur la période 2019-2021. Ce chiffrage propre au périmètre des emplois aidés ne tient pas compte d'un possible effet de l'extension de l'Acre sur l'emploi³⁰. Compte tenu de la montée en charge des formations et de la Garantie jeunes, et de l'effet attendu sur le retour à l'emploi de ces dispositifs³¹ *via* l'amélioration de l'employabilité des jeunes et des chômeurs de longue durée, le PIC (encadré 7) contribuerait positivement à améliorer l'emploi de 45 000 en 2019-2021 et la Garantie Jeune de 25 000 sur la même période.

29. Suivant le PLF 2019, au 1^{er} janvier 2019, l'ensemble des cotisations de Sécurité sociale dont sont redevables les créateurs et repreneurs d'entreprise au titre de leur début d'activité sera exonéré, selon les modalités de l'ACCRES. Le créateur ou repreneur d'entreprise bénéficie d'une exonération de cotisations sociales pour la fraction de son revenu n'excédant pas 1,2 SMIC au titre de sa nouvelle activité. Cette exonération concerne les cotisations patronales et salariales d'assurance maladie, maternité, vieillesse, invalidité, décès et d'allocations familiales. Ce dispositif bénéficiera à tous les travailleurs indépendants déclarant leur revenu au réel et ayant un revenu annuel net inférieur à 40 000 euros au titre de la première année d'activité.

30. Cet effet pourrait toutefois être négligeable. Cf. Redor, D., « L'aide à la création d'entreprises a-t-elle un impact sur leur survie ? Une évaluation pour quatre cohortes d'entreprises créées par des chômeurs en France », *Économie et Statistique*, n° 493, 2017.

31. L'effet de la formation sur l'emploi est calculé en appliquant une élasticité de retour à l'emploi de 0,07 sur le différentiel d'entrées en formation par rapport aux entrées constatées en 2015 (660 000 entrées). Cf. Card, D., J. Kluge, & A. Weber, 2018, « What works? A meta analysis of recent active labor market program evaluations », *Journal of the European Economic Association*, vol. 16, n° 3. L'effet de la Garantie jeunes sur l'emploi est calculé en retenant un impact de 9 % sur le taux d'emploi durable (CDI et CDD de 6 mois et plus hors emplois aidés) sur le nombre de jeunes entrant dans le dispositif chaque année. Cf. Tableau 2.2, p. 22 dans Dares, 2016, « Premiers résultats d'évaluation statistique de l'impact de la Garantie jeunes – Annexe 5 », novembre.

Encadré 7. Le Plan d'investissement dans les compétences (PIC)

Le 25 septembre 2017, le gouvernement a dévoilé son grand plan d'investissement pour le quinquennat. Deuxième axe de ce plan, le Plan d'investissement dans les compétences se donne pour objectif de rendre l'accès à l'emploi à 2 millions de personnes.

Sur l'ensemble du quinquennat, il s'agit, en complément de la réforme de l'apprentissage et de la formation professionnelle, de financer 2 millions de formations supplémentaires se décomposant en :

- 1 million de formations pour les demandeurs d'emploi peu qualifiés. Les formations longues, d'une durée de 6 à 9 mois, les formations certifiantes seraient privilégiées ;
- 470 000 formations qualifiantes et certifiantes pour les jeunes ;
- 330 000 préparations aux dispositifs d'apprentissage et d'alternance ;
- 200 000 jeunes supplémentaires accompagnés dans le cadre de la Garantie jeunes.

Le montant total des investissements s'élèverait à 14,6 milliards d'euros sur cinq ans, dont 13,7 milliards pour la formation des demandeurs d'emploi et l'accompagnement des jeunes décrocheurs.

Pour 2019, la Loi de finances inclut 496 millions d'euros d'autorisations d'engagement au titre de l'accompagnement de 100 000 jeunes *via* le dispositif de la Garantie jeunes et 48 millions d'euros au titre de l'allocation PACEA, financé sur l'enveloppe des crédits du PIC sur le périmètre de la mission « Travail et emploi ». Le volant Formations inclut une enveloppe de 848 millions d'euros à laquelle s'ajoute 1,5 milliard d'euros en provenance de France Compétences. L'enveloppe financière du PIC prévue pour 2019 s'élève ainsi à 3 milliards d'euros en autorisations d'engagements.

En 2014, le coût d'une formation s'élevait à environ 8 800 euros dont 4 600 euros de coût pédagogique, et la durée moyenne des formations s'établissait à environ 4,7 mois. Compte tenu de ces montants, nous avons retenu une durée moyenne des formations additionnelles de 7,5 mois en 2019-2021 en supposant la poursuite de la montée en charge du Plan. Concernant la Garantie jeunes, nous avons retenu 100 000 entrées annuelles dans le dispositif, conformément à l'objectif du gouvernement.

La lente décroissance du chômage

Après sept années marquées par des épisodes de hausse du taux de chômage (2008-2009, 2011-2012, 2014) et ponctuées de courtes périodes de baisse (en 2010 puis en 2013), la courbe du chômage s'est durablement inversée en 2015 (graphique 36). Le dynamisme des créations d'emplois salariés dans le secteur marchand (831 000 entre la fin d'année 2014 et le quatrième trimestre 2018) explique une part importante de cette baisse. La population active observée est aussi

moins dynamique depuis 2015 (+115 000 actifs par an en moyenne sur la période 2015-2018) qu'entre 2008 et 2014 (+170 000 actifs par an en moyenne).

Graphique 36. Taux de chômage en France au sens du BIT



Sources : Insee, Calculs et prévision OFCE *e-mod.fr* 2018-2020, octobre 2018.

En prévision et sur la base des dernières projections de population active de l'Insee³², la population active tendancielle croîtrait ainsi de 63 000 personnes en moyenne sur la période 2019-2021 (tableau 11), contre 146 000 personnes en moyenne chaque année sur la période 2008-2018. Le dynamisme des créations d'emplois aurait un effet positif sur la population active. En période de ralentissement, des actifs au chômage quittent le marché du travail – c'est l'effet de flexion. Ces personnes peuvent ensuite revenir sur le marché du travail en cas d'amélioration des conditions économiques.

La montée en charge du PIC prévoyant 2 millions de formations supplémentaires pour les demandeurs d'emplois et les jeunes éloignés du marché du travail (encadré 7) se traduirait par une hausse de 200 000 des entrées en formation en 2019 et une stabilisation des entrées en Garantie Jeunes. Les chômeurs de longue durée entrés en formation entre 2018 et 2021 sortiraient provisoirement de la population active. L'effet serait assez faible sur la population active : -11 000

32. Cf. Koubi, M. et Marrakchi, A., 2017, Projections de la population active à l'horizon 2070, *Insee Document de travail*, n° F1702.

personnes cumulées sur la période 2019-2021, la majorité des sorties ayant lieu en 2019. Notons qu'une montée en charge différente des entrées en formation des demandeurs d'emploi modifierait légèrement le profil du taux de chômage. Par ailleurs, ces dispositifs auraient pour effet de faire baisser le chômage structurel, en améliorant l'adéquation entre les besoins de main-d'œuvre des entreprises d'une part et les qualifications des chômeurs d'autre part.

Les créations d'emploi seraient près de quatre fois moins élevées en 2019 (+85 000 emplois) qu'en 2017. Elles augmenteraient en 2020 (+133 000 emplois) avec la montée en charge des effets des allègements de cotisations sociales patronales supplémentaires au niveau du smic. En 2021, la dynamique retomberait (+78 000), sous l'effet d'une croissance de l'activité dans les branches marchandes moins dynamique. Le rythme des créations d'emplois resterait toutefois suffisant pour faire baisser le chômage. Ce dernier diminuerait de 0,1 point en 2019. La baisse des contrats aidés dans le secteur non-marchand et le moindre enrichissement de la croissance en emplois freineraient la baisse du chômage en 2019 par rapport à 2018 (-20 000 personnes en 2019 contre -38 000 personnes en 2018, en glissement annuel).

En 2020, le taux de chômage en France entière poursuivrait sa lente baisse pour atteindre 8,5 % de la population active en fin d'année, puis 8,4 % fin 2020 (tableau 9), sans toutefois retrouver ses niveaux d'avant-crise (le taux de chômage moyen en 2008 s'élevait à 7,4 % de la population active).

Tableau 9. Projections de population active

En milliers, en glissement annuel

	2016	2017	2018	2019*	2020*	2021*
Population active potentielle	121	128	96	64	68	65
- Projection tendancielle au sens du BIT	103	91	83	70	58	60
- Effet de flexion	12	13	5	1	7	3
- Entrées en formation	-15	11	2	-10	0	0
- Effet retraits d'activité CTP/CRP/CSP	20	13	6	3	3	3
Population active observée	193	58	158	64	68	65
Défaut de bouclage	72	-70	62	0	0	0

* Prévisions OFCE

Sources : INSEE et Dares, calculs et prévision OFCE 2019-2021, avril 2019.

3. Du déficit public pour soutenir le pouvoir d'achat et la croissance en 2019

La baisse du déficit public français n'a pas connu de pause entre 2010 et 2017 : il est ainsi passé de 7,2 points de PIB en 2009 à 2,5 points en 2018. Cette réduction s'explique en partie par la relative amélioration de l'activité mais surtout par un ajustement structurel conséquent, proche de 4 points de PIB sur la période. La baisse du déficit sera interrompue en 2019, le faisant repasser au-dessus du seuil des 3 % pour atteindre 3,1 % de PIB (après 2,5 % en 2018). La hausse ne serait que temporaire et essentiellement liée au double effet comptable de la transformation du CICE en baisse de cotisations sociales employeurs. Le retour de la consolidation budgétaire et la dissipation des effets ponctuels de la bascule du CICE feront baisser fortement le déficit à partir de 2020. Il devrait s'établir à 2,0 % de PIB en 2020 et à 1,6 % en 2021, son niveau le plus bas depuis vingt ans. Dans ce contexte, la dette publique au sens de Maastricht devrait engager sa décrue à partir de 2020 (tableau 10). Compte tenu de nos hypothèses macroéconomiques, la dette publique s'établirait à 99,0 % du PIB en 2019 (après 98,4 % de PIB en 2018), 98,9 % en 2020 et 98 % en 2021.

Les agrégats de finances publiques de 2019 seront marqués par la transformation de 6 points de CICE en baisse de cotisations sociales employeurs. En raison des règles de la comptabilité nationale, les créances de CICE générées en 2018 seront intégrées dans le déficit de l'année 2019, tout comme les baisses immédiates de cotisations sociales. Le double effet comptable de la bascule CICE a un impact de 0,9 point de PIB, expliquant l'essentiel de la hausse du déficit. *A contrario*, la fin des remboursements de la taxe sur les dividendes de 3 % – invalidée par le Conseil constitutionnel – permettra de limiter la dépense publique ponctuellement en 2019 de 0,2 point de PIB. Au total, les *one-off* dégraderont le solde public de 0,7 point. Au-delà de ces effets temporaires, l'impulsion budgétaire sera positive (de

Tableau 10. Principaux agrégats de finances publiques

En % du PIB

	2018	2019	2020	2021
Solde public	-2,5	-3,1	-2,0	-1,6
Dépenses publiques (DP, en % du PIB)	56,0	55,4	54,1	53,6
Dépenses publiques hors crédits d'impôts restituables (en % du PIB)	54,3	53,9	53,4	52,9
Taux de croissance de la DP hors crédits d'impôts restituables (en %, en euros courants)	1,3	1,7	1,6	1,7
Taux de croissance de la DP hors crédits d'impôts restituables (en %, en euros constants)	0,4	0,7	0,5	0,2
Taux de prélèvements obligatoires (en % du PIB)	45,0	44,0	44,4	44,1
Dettes publiques au sens de Maastricht (en % du PIB)	98,4	99,0	98,9	98,0

Sources : Insee, LFI 2019 ; prévisions OFCE 2019-2021.

+0,2 point de PIB). Ceci s'explique essentiellement par les mesures de pouvoir d'achat décidées au mois de décembre pour répondre à la crise des « gilets jaunes ». Avec une croissance attendue supérieure à celle du PIB potentiel, la hausse du déficit sera limitée par l'amélioration de la composante conjoncturelle du solde (de +0,2 point de PIB). Enfin, les composantes non discrétionnaires, incluant notamment la charge d'intérêts, vont contribuer à l'amélioration du solde à hauteur de 0,1 point de PIB³³ (tableau 11).

Le déficit public diminuera fortement en 2020 pour atteindre 2 % du PIB. Une part conséquente de la baisse s'explique par la dissipation progressive des *one-off* liés à la transformation du CICE (+0,4 point de PIB) mais d'autres facteurs seront aussi à l'œuvre. D'une part, une consolidation budgétaire de 0,2 point de PIB est attendue et d'autre part, le solde conjoncturel devrait s'améliorer de 0,1 point. Enfin, les composantes non discrétionnaires devraient aussi contribuer à la baisse du déficit (0,4 point) en lien avec la baisse de la charge d'intérêts et la dynamique anticipée de paiement des créances de CICE passées. En 2021, la baisse attendue du déficit de 0,4 point s'explique uniquement par un ajustement budgétaire de 0,4 point.

Au cours des trois prochaines années la consolidation budgétaire sera modeste en France (0,4 point de PIB cumulé), alors que le respect

33. Ces composantes intègrent notamment le décalage temporel existant entre le décaissement par l'État du CICE et le moment où la créance est déclarée par les entreprises et la fin des remboursements de la taxe de 3 % sur les dividendes.

strict des règles du volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance impliquerait plutôt un ajustement structurel de plus de 0,5 point de PIB structurel par an. En outre, la mise en place d'une impulsion budgétaire positive (c'est-à-dire un ajustement structurel négatif) en 2019, bien que faible, peut s'avérer en décalage significatif avec les règles de la gouvernance budgétaire européenne. Toutefois, il ne semble pas probable que la France soit contrainte de modifier sa politique budgétaire à court terme. En tout cas il ne pourra pas y avoir de déclenchement d'une nouvelle procédure jusqu'à la notification du déficit de l'année 2019 qui aura lieu au printemps 2020. La trajectoire de politique budgétaire ici présentée ne tient pas compte d'aucune décision ou annonce faite pour répondre à l'issue du « Grand Débat National ».

Tableau 11. Décomposition de la variation du solde public

En points de PIB	2018	2019	2020	2021
Solde public	-2,5	-3,1	-2,0	-1,6
Variation du solde public (A+B+C+D+E)	0,3	-0,6	1,1	0,4
Variation du taux de PO (A)	-0,2	-1,0	0,3	-0,1
<i>dont mesures nouvelles sur les PO (A1)</i>	-0,2	-0,3	-0,1	-0,2
<i>dont impact ponctuel des one-off (contribution exceptionnelle à l'IS, bascule du CICE et contentieux) (A2)</i>	-0,2	-0,9	0,4	
<i>dont modification de champ (France Compétences)</i>		0,2		
<i>dont élasticité spontanée des recettes fiscales au PIB (A3)</i>	0,2	0,0	0,0	0,0
Gains dus à l'écart entre croissance dépenses publiques hors crédits d'impôts et PIB potentiel (B)	0,4	0,2	0,4	0,5
<i>dont dépenses publiques primaires hors crédits d'impôts non recouvrables (B1)</i>	0,4	0,1	0,3	0,5
<i>dont effet des one-off (recapitalisation AREVA SA et remboursement taxe sur les dividendes) (B2)</i>		0,2		
<i>dont modification de champ (France Compétences)</i>		-0,2		
<i>dont charges d'intérêts sur la dette publique (B3)</i>	0,0	0,0	0,1	0,0
Variation solde conjoncturel (C)	0,2	0,2	0,1	0,0
Impact des recettes non fiscales sur le PIB (D)	0,1	-0,1	0,0	0,0
Clé de répartition crédits d'impôts recouvrables (E)	-0,3	0,1	0,3	0,0
Variation solde structurel (F=A1+A3+B1+B3+D+E)	0,2	-0,3	0,5	0,4
Variation solde structurel primaire (G=F-B3)	0,2	-0,2	0,4	0,4
Effort structurel (H=A1+B1)	0,2	-0,2	0,2	0,4

Sources : Insee, PLF 2019, prévisions OFCE 2019-2021.

2019 : l'année du rééquilibrage de la fiscalité en faveur des ménages...

Les choix fiscaux du budget 2018 ont été marqués par la réduction de la fiscalité du capital et la baisse de la fiscalité sur les entreprises entamée sous François Hollande. Hors fiscalité du capital, les autres prélèvements nets sur les ménages se sont accrus. En particulier, les mesures fiscales visant à redonner du pouvoir d'achat aux ménages n'ont pas suffi à compenser la hausse de la fiscalité indirecte et de la CSG³⁴. Le budget 2019 permettra de rééquilibrer la situation. En 2019, le taux de prélèvements obligatoires (PO) diminuera de 1 point de PIB.

La transformation du CICE en baisse de cotisations sociales patronales contribue grandement à cette évolution. Si l'on suit les règles de la comptabilité nationale, les créances de CICE générées en 2018 diminueront les PO de l'année 2019, tout comme les baisses immédiates décidées de cotisations. Cette mesure aura un donc impact ponctuel de 0,9 point de PIB sur le taux de PO. A contrario, la création de France Compétences³⁵ augmentera le périmètre des administrations publiques (APU). Si cette opération est neutre sur les obligations des entreprises et sur le solde public, elle augmentera de 4,8 milliards d'euros à la fois les recettes et les dépenses des APU. Hors ces deux effets ponctuels, une baisse de la fiscalité est attendue pour 2019 de 9,0 milliards d'euros, soit 0,4 point de PIB.

En 2019, les ménages bénéficieront notamment de la matérialisation des effets pleins des baisses de cotisations salariales en 2019 par rapport à 2018 pour 4,0 milliards d'euros (-0,2 point de PIB), la poursuite de l'exonération de taxe d'habitation pour 3,8 milliards (-0,2 point) et des exonérations de cotisations sociales salariées et de fiscalité sur les heures supplémentaires pour 3,0 milliards (-0,2 point). Le rétablissement de la CSG à 6,6 % pour certains titulaires de revenus de remplacement diminuerait les PO des ménages de 1,6 milliard (-0,1 pt de PIB). En outre, les ménages bénéficieront de la montée en charge du Prélèvement forfaitaire unique (PFU) pour un montant de 0,8 milliard d'euros pour chacune de ces deux mesures. Ces baisses seront partiellement compensées par la transformation du Crédit d'impôt pour la transition énergétique (CITE) en prime et son recen-

34. Pour plus de détails, voir Pierre Madec, Mathieu Plane et Raul Sampognaro, « Budget 2018 : pas d'austérité mais des inégalités », *OFCE Policy brief*, 30, 15 janvier 2018.

35. Institution publique créée par la Loi pour la liberté de choisir son avenir professionnel. France compétences se substitue au Fonds paritaire de sécurisation des parcours professionnels.

trage vers les ménages modestes (1,1 milliard) et de l'augmentation du taux d'appel et du taux de cotisation de l'Agirc-Arcco (1,1 milliard). Au total, les PO directs des ménages diminueront de 11 milliards d'euros (tableau 12). La baisse de la fiscalité directe sera partiellement compensée par la hausse de la fiscalité du tabac pour 0,5 milliard.

Tableau 12. Détail des mesures de prélèvements obligatoires en 2019

	Milliards d'euros	En pts de PIB
Mesures de fiscalité directe affectant le pouvoir d'achat des ménages	-11,0	-0,5
Bascule complète CS/CSG	-4,0	-0,2
Taxe d'habitation	-3,8	-0,2
Exonération de cotisations sociales des heures supplémentaires	-3,0	-0,1
Rétablissement de la CSG à 6,6 % pour certains retraités modestes	-1,6	-0,1
Prélèvement forfaitaire unique	-0,8	0,0
Prolongation et recentrage du CITE	1,1	0,0
Agirc-Arcco : augmentation du taux d'appel et du taux de cotisation	1,1	0,0
Mesures fiscales entreprises	-18,4	-0,8
Bascule CICE / cotisations sociales	-20,0	-0,8
Baisse du taux d'IS	-0,8	0,0
CICE (montée en charge, baisse du taux)	-0,4	0,0
Mesures d'intégration fiscale (dont niche Copé)	0,4	0,0
Taxe GAFA	0,4	0,0
Augmentation des taux Agirc-Arcco	0,7	0,0
Financement du Plan d'investissement sur les compétences	1,3	0,1
Fiscalité sur le tabac	0,5	0,0
Autres	0,8	0,0
Contentieux	-0,9	0,0
Total – hors mesure de périmètre France Compétences	-29,0	-1,2
Total – hors mesure de périmètre France Compétences ni bascule CICE	-9,0	-0,4
Total – y compris mesure de périmètre France Compétences	-24,2	-1,0

Sources : PStab 2019-2022, calculs OFCE.

En écartant l'effet du *one-off* de la transformation du CICE, la fiscalité reposant sur les entreprises augmentera en 2019 de 1,6 milliard euros. Les entreprises bénéficieront de la baisse du taux d'IS pour 0,8 milliard, de la montée en charge du CICE (0,4 milliard) et d'autres mesures pour un montant de 0,2 milliard (dont notamment l'amortissement accéléré des logiciels). En revanche, les mesures du financement du PIC augmenteront les prélèvements des entreprises

(+1,3 milliard), tout comme la montée des taux de cotisation Agirc-Arrco (+0,7 milliard) et la taxe GAFA et les mesures d'intégration fiscale – incluant la « niche Copé » – augmenteront chacune les PO de 0,4 milliard. Au final, sans compter l'impact double ponctuel de la transformation du CICE, l'année 2019 constituera une pause dans la baisse de la fiscalité des entreprises engagée en 2014. En revanche, si on intègre l'effet double de la transformation du CICE en cotisations sociales, les nouvelles mesures en PO diminuent la fiscalité des entreprises de 18,4 milliards d'euros en 2019.

... mais dont le pouvoir d'achat sera affecté par les efforts prévus pour réduire la dépense publique

En 2019, la dépense publique primaire hors crédits d'impôts augmentera de 1,9 % en valeur et de 1,0 % en volume déflaté par le prix du PIB (après 0,4 % en 2018). Malgré les nouvelles dépenses décidées pour faire face à la crise des « gilets jaunes », les efforts structurels sur la dépense publique primaire de 2019 seront toujours présents mais à un rythme moindre qu'en 2018 (0,1 point de PIB en 2019 après 0,4 point en 2018). Si l'effort sur la dépense primaire sera limité, la charge d'intérêts payés par les administrations publiques devrait diminuer, à la faveur de taux d'intérêts à un niveau historiquement bas (au 29 mars 2019 le rendement des obligations d'Etat à 10 ans s'établissait à 0,3 %), et contribuer à la réduction de la dépense publique. Dans ce contexte, le ratio de la dépense publique au PIB poursuivra sa baisse pour atteindre 55,4 % (53,9 % hors crédits d'impôts restituables³⁶), un niveau plus faible que celui de 2009 mais toujours supérieur à celui de l'avant-crise, en 2008.

La dépense en valeur des administrations centrales (hors transferts entre APU) sera particulièrement sollicitée pour participer à l'effort de maîtrise de la dépense publique. Selon le Programme de stabilité 2018-2022 la dépense de l'État devrait progresser de 1 % en valeur en 2019 (soit 0,1 % en volume), bien en dessous de la croissance du PIB potentiel nominal. En valeur absolue, la dépense de l'État augmentera pour certaines missions : les dépenses régaliennes telles que la Défense », la Sécurité intérieure et la Justice, les missions de l'Éducation nationale et l'Enseignement supérieur et la recherche et celles en lien avec les revalorisations de l'AAH et de la prime d'activité ; la mission « Solidarités,

36. En excluant la création de France Compétences, la dépense publique attendrait 55,2 % du PIB.

insertion et égalité des chances » va voir ses crédits fortement relevés. En revanche, les dépenses de l'État seront amputées fortement dans les missions « Cohésion des territoires » et « Travail et emploi ». Ceci traduit les effets budgétaires des réformes de la politique du logement et la forte baisse du stock de contrats aidés. La modération de l'évolution de l'ensemble des missions s'explique par les efforts réalisés sur la masse salariale de l'État. D'une part, 4 164 postes seraient supprimés dans le champ des administrations centrales et d'autre part, les évolutions salariales seront modérées par le gel du point d'indice de la fonction publique.

Les administrations de Sécurité sociale seront peu sollicitées pour participer aux économies de dépenses en 2019. Selon le Programme de stabilité, leurs dépenses en valeur devraient augmenter de +2,0 %, soit +1,1 % en volume (déflaté par le prix du PIB), un rythme quasi-identique à celui du PIB potentiel. La revalorisation de certaines prestations sociales, en particulier des pensions de retraite, en-dessous de l'inflation, permettront de contenir leurs dépenses. L'essentiel des prestations sociales (retraite, allocations familiales, prestations d'invalidité, prestations AT-MP, APL) seront revalorisées de 0,3 % alors que le gouvernement prévoyait dans le PLF 2019 une inflation hors tabac de 1,6 %. Sous cette hypothèse, les administrations de Sécurité sociale économiseraient de l'ordre de 2,4 milliards en 2019. Par ailleurs, le gouvernement a fixé un Ondam (Objectif national de dépenses d'assurance maladie) à 2,5 % pour l'année 2019. Par rapport au tendanciel en valeur de +4,5 %, ceci permettrait de réaliser 3,8 milliards d'euros d'économies en 2019³⁷. Toutefois, cette évolution implique une légère hausse de la part de ces dépenses dans le PIB structurel, suggérant plutôt l'absence d'économies sur ce champ selon le mode de calcul se référant à la trajectoire du PIB potentiel.

Enfin, la dépense des collectivités territoriales serait moins contrainte en 2019. Selon le Programme de stabilité, la dépense des collectivités territoriales augmentera en 2019, à un rythme légèrement supérieur à celui observé en 2018 (+2,7 % après +2,4 % en 2018). Ce chiffre global masque des différences de dynamique entre les dépenses en fonction de leur finalité. Comme en 2018, les administrations

37. Ces économies proviendraient d'une réforme de la structuration des soins (0,9 milliard d'économies), de l'amélioration de la pertinence des soins (0,9 milliard) et de la baisse des tarifs des produits de santé – notamment des médicaments – (1,4 milliard) et d'autres mesures pour 0,6 milliard supplémentaire.

locales feront un important effort sur leur dépense de fonctionnement. Hors investissement local, la dépense locale devrait augmenter de +1,2 % en 2019 après +0,9 % en 2018. Ces progressions, inférieures à l'inflation, suggèrent que la démarche de contractualisation des dépenses entre les plus grandes collectivités locales et l'État aurait réussi à contenir la dépense courante locale. A contrario, l'investissement local sera dynamique en 2019 (+4,9 % après +6,4 % selon le PStab 2019) expliquant l'absence d'effort budgétaire sur ce secteur en lien avec le cycle électoral communal. La faible progression de la dépense locale courante peut aussi s'expliquer par un contexte où les finances publiques locales risquent de perdre en autonomie avec la réforme de la taxe d'habitation qui devrait aboutir à sa suppression totale d'ici la fin de la législature.

Au total, malgré des nouvelles dépenses pour un montant de 2,3 milliards d'euros, annoncées pour faire face à la crise des « gilets jaunes », un effort d'économies sera réalisé en 2019 sur la dépense publique. L'essentiel des économies réalisées seront faites sur des postes affectant directement le pouvoir d'achat des ménages : désindexation d'un certain nombre de prestations sociales (-3,5 milliards), réforme du mode de calcul des APL et leur sous-indexation (-1,2 milliard) ou indirectement : baisse des contrats aidés ou la maîtrise de la masse salariale publique. Les dernières annonces de revalorisation de la Prime d'activité de 90 euros au niveau du SMIC (+2,6 milliards) et les nouvelles mesures d'accompagnement pour la transition écologique (+0,7 milliard) atténuent l'impact sur le pouvoir d'achat des ménages. Ainsi, si la politique fiscale opérera un rééquilibrage en faveur des ménages, les économies réalisées sur les dépenses ne sont pas sans conséquence sur leur pouvoir d'achat.

La baisse de la fiscalité se poursuivra en 2020 et en 2021

Il reste difficile de se projeter au-delà du budget 2019. Les incertitudes sont nombreuses en ce qui concerne certaines mesures fiscales phares du programme de la majorité. En particulier, les mesures prises à l'issue du « Grand Débat National » peuvent modifier la trajectoire de finances publiques. Le scénario 2020-2021 ici présenté inclut une trajectoire de suppression de la taxe d'habitation à horizon 2022 et l'arrêt définitif des hausses de la taxe carbone. Malgré ces incertitudes, dans l'ensemble, la politique budgétaire annoncée pour 2020-2021 devrait être dans la continuité de celle mise en œuvre depuis 2014. Des

baisses de PO seront mises en œuvre (-0,1 point de PIB en 2020 et -0,2 point en 2021) qui devraient être plus que compensées par un effort sur les dépenses publiques (de 0,3 point de PIB en 2020 et de 0,5 point de PIB en 2021). Cette politique permettrait ainsi de réduire le déficit public structurel et d'alléger le poids de la fiscalité.

En 2020, comme en 2019, la politique de baisse de fiscalité devrait rester orientée en faveur des ménages. Au total, les PO reposant sur les ménages diminueraient de 3,1 milliards d'euros. En particulier, ils devraient bénéficier de la troisième tranche de baisse de la taxe d'habitation (TH) pour aboutir à l'exonération de TH pour 80 % des foyers, engagée lors de la campagne électorale (-3,1 milliards d'euros) et des effets pleins de la défiscalisation des heures supplémentaires (-0,8 milliard). Dans la continuité des mesures prises au cours des deux premières années de la législature, les baisses des impôts directs pesant sur les ménages seront partiellement compensées par des hausses de fiscalité indirecte. Nous attendons une hausse de la fiscalité sur le tabac de 0,6 milliard. En outre, la fiscalité des entreprises sera elle aussi

Tableau 13. Détail des mesures de prélèvements obligatoires en 2020

	Milliards d'euros	En pts de PIB
Mesures de fiscalité directe affectant le pouvoir d'achat des ménages	-3,7	-0,1
Taxe d'habitation	-3,1	-0,1
Exonération fiscale et de cotisations sociales des heures supplémentaires	-0,8	0,0
Bascule complète CS/CSG	-0,3	0,0
Agirc-arrco : augmentation du taux d'appel et du taux de cotisation	-0,1	0,0
Rétablissement de la CSG à 6,6 % pour certains retraités modestes	0,1	0,0
Prolongation et recentrage du CITE	0,1	0,0
Prélèvement forfaitaire unique	0,4	0,0
Mesures fiscales entreprises	-2,3	-0,1
Baisse du taux d'IS	-3,2	-0,1
Taxe GAFA	0,1	0,0
Mesures d'intégration fiscale (dont niche Copé)	0,2	0,0
Création d'un crédit d'impôt sur la taxe sur les salaires	0,6	0,0
Fiscalité sur le tabac	0,6	0,0
Autres	-0,2	0,0
Total	-5,6	-0,2
Effet temporaire de la bascule CICE	13,1	0,5
Total - y compris effet temporaire de la bascule CICE	7,5	0,3

Sources : PStab 2019-2022, calculs OFCE.

allégée en 2020 – reprenant la dynamique engagée depuis le lancement de la politique de l'offre en 2014 – de 2,4 milliards d'euros (0,1 point de PIB) en lien notamment avec la poursuite de la baisse du taux d'IS (tableau 13).

Dans l'attente des conclusions du « Grand Débat National », peu d'informations sont disponibles sur la politique fiscale qui sera mise en œuvre en 2021. Néanmoins, l'orientation resterait celle de la poursuite de la baisse des PO, pour un montant prévu de l'ordre de 4,3 milliards d'euros (-0,2 point de PIB). Parmi les deux grandes mesures annoncées, l'une bénéficie aux ménages et l'autre aux entreprises. Le pouvoir d'achat des ménages sera soutenu par la suppression progressive de la taxe d'habitation (0,1 point de PIB) tandis que les marges des entreprises seraient soutenues par la poursuite de la baisse du taux normal d'IS vers 25 % (0,1 point de PIB).

2020-2021 : un effort budgétaire sur la dépense publique facilité par la faiblesse des taux d'intérêt

Pour atteindre les objectifs affichés d'ajustement structurel tout en poursuivant la baisse de la fiscalité, le gouvernement doit réaliser des économies budgétaires sur la dépense publique conséquentes (graphique 37). En volume, la dépense publique primaire hors crédits d'impôts augmentera de +0,6 % en 2020 et restera quasiment stable en 2021 (+0,2 % prévu). Ceci constitue un effort d'économie en dépenses primaires de 0,3 point de PIB en 2020 et de 0,5 point en 2021. La quasi-stabilité en volume prévue pour 2021 constitue un effort d'économies d'une ampleur historique et représenterait la deuxième plus faible progression en volume de la dépense primaire des APU depuis 1960.

Certaines mesures d'économies de dépenses publiques primaires pour 2020 sont à présent connues. La sous-indexation de certaines prestations sociales devrait générer 3,4 milliards d'économies supplémentaires. Par ailleurs, un Ondam en valeur à 2,3 %, soit +1,2 % en volume déflaté par le prix du PIB, devrait se traduire par 0,4 milliard d'économies. La dépense de fonctionnement locale en valeur devrait toujours évoluer à un rythme de +1,2 % en valeur (+0,1 % en volume), ce qui constitue un effort structurel conséquent de l'ordre de 2,3 milliards. Le total des mesures d'économies connues pour 2020 sont proches de l'objectif affiché de 0,3 point de PIB affiché par le

gouvernement. Toutefois, il est vraisemblable que le quasi-gel de certaines prestations sociales soit abandonné ou atténué pour 2020 à l'issue du « Grand Débat National ». En outre, certaines hausses de dépenses sont aussi déjà engagées : elles concernent notamment la poursuite de la hausse de l'AAH et la hausse de certaines dépenses régaliennes notamment dans la défense.

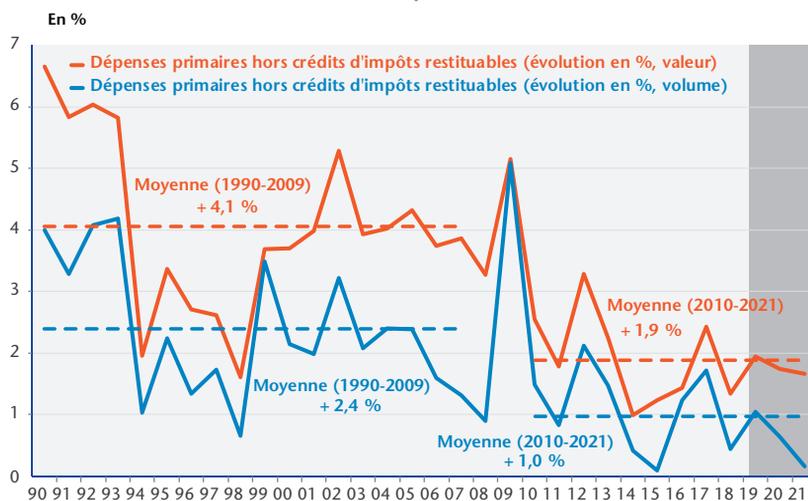
À ce jour il y a très peu d'informations concernant la composition des économies en dépenses publiques primaires pour 2021, annoncées d'une ampleur historique. Ainsi, un important montant d'économies budgétaires reste à trouver pour 2020-2021. La masse salariale publique sera certainement un levier important. Elle devrait rester contenue en 2020 avec le maintien du gel du point d'indice de la fonction publique, mais l'ampleur exacte de l'effort sur ce poste de dépense reste inconnue. En outre, si les objectifs de réduction du nombre de fonctionnaires engagés pendant la campagne électorale sont tenus, 38 000 postes seraient supprimés par an entre 2020 et 2022. Enfin, l'investissement des collectivités locales pourrait aussi contribuer aux économies budgétaires. Celui-ci devrait ralentir, voire diminuer, contrastant avec le dynamisme de 2018-2019, en lien avec le cycle électoral communal.

Néanmoins, les perspectives de taux d'intérêt durablement bas faciliteront le mouvement de réduction des déficits, en limitant le montant d'économies en dépenses primaires. Le rendement des obligations souveraines françaises à 10 ans s'établit fin-mars 2019 à 0,3 %. Le gouvernement, de façon prudente, attend une montée progressive de ce taux et anticipe un taux des OAT à 10 ans de 1,25 % en décembre 2019, puis 2 % en décembre 2020 et 2,75 % en décembre 2021, sur la base d'une hypothèse de relèvement des taux directeurs de la BCE à partir de 2020. Dans ce contexte, la charge d'intérêts diminuerait de 0,2 point de PIB à horizon 2020 pour ensuite reprendre 0,1 point en 2021, sans retrouver son niveau de 2018. Au regard des taux longs durablement bas, l'impact sur les comptes publics peut être plus important, d'autant plus si la BCE retarde la normalisation de sa politique monétaire dans un contexte où l'inflation tarde à retrouver sa valeur cible.

Si les objectifs sur la dépense publique sont tenus, l'ajustement structurel attendu pour 2020 et 2021 sera plus proche de ce que la gouvernance budgétaire européenne préconise comme référence : il serait proche de 0,2 point de PIB en 2020 (0,4 point si l'on intègre la baisse de la charge d'intérêts) et de 0,4 point de PIB en 2021 (0,3 point

si l'on intègre la faible augmentation de la charge d'intérêt anticipée). Toutefois, un ajustement cumulé de 0,7 point reste sensiblement inférieur à l'ajustement annuel requis dans le cadre du volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance (qui serait de 0,6 point de PIB par an).

Graphique 37. Évolution annuelle de la dépense publique primaire hors crédits d'impôts



Sources : Insee, prévisions OFCE.

Les mesures de pouvoir d'achat au soutien de l'activité en 2019

Pour évaluer l'impact de la politique budgétaire sur la croissance, il est nécessaire d'entrer dans le détail des mesures³⁸. L'hétérogénéité des effets de multiplicateurs de chaque mesure et la dynamique propre des effets de chaque type de mesure³⁹ font que la composition et la temporalité de la politique budgétaire mise en œuvre jouent un rôle premier pour expliquer son impact sur la croissance.

En 2019, la totalité des mesures en prélèvements obligatoires (PO) augmenterait la croissance du PIB de +0,5 point en 2019. Ceci s'explique essentiellement par les mesures touchant au pouvoir d'achat des ménages. Avec la mise en place des mesures issues de la Loi des

38. R. Sampognaro, 2018, « Les effets de la politique budgétaire depuis 2008 dans six économies avancées », *Revue de l'OFCE*, 155.

39. Voir J. Creel, É. Heyer et M. Plane, 2011, « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps : les multiplicateurs budgétaires au cours du cycle », *Revue de l'OFCE*, n° 176, pages 61-88.

mesures d'urgence économique et sociale, les mesures en direction des ménages, y compris la fiscalité écologique, soutiendraient la croissance à hauteur de 0,5 point de PIB en 2019, et ce malgré la hausse des prix du tabac. Les baisses de fiscalité décidées pour répondre à la crise des « gilets jaunes » conduiraient à elles seules à améliorer la croissance de 0,3 point de PIB en 2019. A contrario, l'effort structurel sur la dépense publique réduirait la croissance de 0,1 point de PIB, principalement sous l'effet des économies sur la masse salariale non marchande, la réduction du budget du logement social et de la désindexation de la plupart des prestations. La forte revalorisation de la Prime d'activité à la suite de la crise des « gilets jaunes » ne suffira pas à inverser ce résultat. Enfin, la montée en charge des mesures passées contribuerait encore favorablement à la croissance du PIB en 2019 (+0,1 point). Au total, la politique budgétaire nationale contribuerait au PIB à hauteur de 0,5 point de PIB en 2019 (tableau 14), expliquant en grande partie la résilience de l'activité française.

En 2020 et en 2021, la politique budgétaire cesserait de soutenir la croissance du PIB. Les mesures passées n'apporteraient plus de soutien à l'activité à partir de 2020 tandis que les mesures contemporaines pénaliseraient la demande, en lien avec un important effort sur la dépense publique primaire, avec une part non négligeable attendue sur des prestations sociales ayant un impact direct sur le pouvoir d'achat des ménages, même si cela peut changer à l'issue du « Grand Débat National ». Ainsi, en 2020 et en 2021, la croissance serait amputée de 0,2 point en lien avec la politique budgétaire.

Tableau 14. Impact de l'ensemble des mesures fiscales et budgétaires sur la croissance du PIB

En points de PIB		
	Milliards d'euros	En pts de PIB
Mesures en PO (loi de finances 2018 et 2019, loi d'urgence économiques et sociales)	-0,1	+0,5
Dépenses publiques structurelles	-0,2	-0,1
Mesures passées (avant loi de finances 2018)	+0,2	+0,1
TOTAL	+0,0	+0,5
<i>dont mesures d'urgence</i>	<i>+0,0</i>	<i>+0,3</i>

Sources : Loi de finances 2018-2019, Loi d'urgence économiques et sociales, PStab 2018-2022, calculs OFCE.

4. ANNEXE TABLEAUX

I. Résumé des prévisions pour l'économie française

Moyenne annuelle, en %

	2018	2019	2020	2021
En % de variation aux prix chaînés :				
PIB	1,6	1,5	1,4	1,2
Importations	1,3	3,1	1,9	1,8
Dépenses de consommation des ménages	0,8	1,6	1,6	1,3
FBCF totale, dont :	2,9	2,2	1,8	1,5
Sociétés non-financières	3,9	3,0	1,9	1,1
Ménages	1,8	-0,2	0,6	1,1
Administrations publiques	0,9	2,7	3,2	3,2
Exportations	3,3	3,1	1,7	1,9
Contribution des stocks à la croissance, en %	-0,4	0,0	0,1	0,0
Demande intérieure hors stocks	1,4	1,6	1,4	1,2
Compte des ménages, en termes réels %				
Salaires bruts	1,3	1,6	1,1	1,2
Salaires nets	3,0	2,2	1,2	1,2
Prestations sociales	1,9	2,6	1,3	1,3
Prélèvements sociaux et fiscaux	9,6	-0,8	0,2	0,4
Revenu disponible	1,0	2,5	1,1	1,1
Taux d'épargne, en % du RDB	14,4	15,1	14,7	14,5
Déflateur de la consommation				
<i>En glissement %</i>	1,7	1,2	1,4	1,6
<i>En moyenne %</i>	1,7	1,1	1,3	1,5
Compte des sociétés non-financières, en %				
Taux de marge	31,8	33,0	31,7	31,7
Taux d'épargne	22,6	23,2	21,7	21,4
Taux d'investissement (en volume)	22,8	23,1	23,2	23,2
Taux d'autofinancement (hors stock)	94,4	96,3	91,0	89,8
Compte des administrations				
Taux de prélèvement obligatoire, en % du PIB	45,0	43,9	44,3	44,1
Solde public au sens de Maastricht, % du PIB	-2,5	-3,1	-2,0	-1,6
Emploi salarié, en moyenne annuelle, en %	1,0	0,4	0,4	0,3
Emploi total, en moyenne annuelle, en %	1,0	0,4	0,4	0,4
Chômage BIT, en millions	2,702	2,614	2,567	2,530
Taux de chômage BIT moyen, en %	9,1	8,7	8,6	8,4
Taux de change \$/€	1,2	1,1	1,2	1,3
Taux d'intérêt à court terme¹	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2
Taux d'intérêt à long terme²	0,8	0,6	0,8	0,8

1. Taux PIBOR puis EURIBOR à trois mois.

3. Taux des OAT à 10 ans.

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE e-mod.fr 2019-2021, avril 2019.

II. France. Ressources et emplois en biens et services, aux prix chaînés

	Niveau (prix chaînés)	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %					
		2014	2018				2019				2020				2017	2018	2019	2020	2021
			T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	2151	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	2,3	1,6	1,5	1,4	1,2	
Importations	663	-0,7	0,7	-0,2	1,3	0,9	0,9	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	4,1	1,3	3,1	1,9	1,8	
Dépenses de consommation des ménages	1124	0,3	-0,1	0,4	0,0	0,5	0,6	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	1,1	0,8	1,6	1,6	1,3	
Dépenses de conso; des administrations	409	0,1	0,3	0,2	0,4	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	1,4	1,1	1,0	0,7	0,7	
FBCF totale, dont :	470	0,1	0,8	1,0	0,3	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	4,7	2,9	2,2	1,8	1,5	
sociétés non financières	258	0,1	1,3	1,7	0,3	0,6	0,7	0,7	0,5	0,5	0,4	0,3	0,2	4,4	3,9	3,0	1,9	1,1	
sociétés financières	18	0,0	0,3	0,9	0,6	0,4	0,4	0,5	0,3	0,5	0,4	0,4	0,5	16,3	3,8	2,0	1,8	1,5	
ménages	110	0,4	0,1	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,3	0,2	5,6	1,8	-0,2	0,6	1,1	
administrations publiques	80	0,0	0,5	0,0	1,0	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	1,6	0,9	2,7	3,2	3,2	
ISBLSM	4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,2	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	1,3	1,8	1,9	1,5	1,5	
Exportations	639	-0,6	0,3	0,6	2,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	4,7	3,3	3,1	1,7	1,9	
Contribution :																			
demande intérieure hors stocks		0,2	0,2	0,5	0,2	0,4	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	2,0	1,4	1,6	1,4	1,2	
variations de stocks		0,0	0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,4	0,0	0,1	0,0	
solde extérieur		0,0	-0,1	0,3	0,3	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,6	-0,1	-0,1	0,0	

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévision OFCE e-mod.fr 2019-2021, avril 2019.

III. Déflateur de la consommation et taux de salaire horaire

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %				
	2018				2019				2020				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
Déflateur de la consommation	0,6	0,4	0,4	0,2	0,1	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	1,3	1,7	1,1	1,3	1,5
Salaire horaire moyen brut	0,5	0,6	0,4	0,5	1,5	-0,3	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	1,4	1,8	2,5	2,2	2,3

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2019-2021, avril 2019.

IV. Emploi et productivité par salarié

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %				
	2018				2019				2020				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
Branches principalement marchandes																	
Effectifs	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	1,8	1,6	0,8	0,7	0,7
Productivité par salarié	-0,2	-0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,8	0,3	1,0	0,9	0,6

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévision OFCE *e-mod.fr* 2019-2021, avril 2019.

V. Éléments du compte des ménages

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %				
	2018				2019				2020				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
Masse salariale brute (1)	0,3	0,3	0,2	0,4	1,2	-0,3	0,2	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	1,8	1,3	1,6	1,1	1,2
Masse salariale nette (1)	1,6	0,5	0,2	0,9	1,2	-0,3	0,2	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	1,8	3,0	2,2	1,2	1,2
Prestations sociales (1)	0,4	0,5	0,5	0,8	1,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	1,9	1,9	2,6	1,3	1,3
Revenu disponible réel (1)	-0,6	0,8	0,3	1,1	0,9	0,0	0,5	0,5	-0,2	0,3	0,4	0,8	1,4	1,0	2,5	1,1	1,1
Taux d'épargne en % du RDB	13,6	14,4	14,3	15,2	15,5	15,0	14,9	15,0	14,6	14,6	14,6	15,0	14,2	14,4	15,1	14,7	14,5
Taux d'épargne en logement	8,8	8,8	8,8	8,6	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,7	8,8	8,5	8,5	8,3
Taux d'épargne financière	3,4	4,1	4,0	5,1	5,5	4,9	4,9	5,0	4,5	4,6	4,6	5,1	4,4	4,2	5,1	4,7	4,7

(1) Aux prix chaînés de l'année précédente chaînés.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2019-2021, avril 2019.

VI. Commerce extérieur et parts de marché

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %				
	2018				2019				2020				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
Importations en volume (1)	-0,7	0,7	-0,2	1,3	0,9	0,9	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	4,1	1,3	3,1	1,9	1,8
Demande interne (1)	0,2	0,3	0,0	0,0	0,6	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	2,2	0,9	1,5	1,5	1,2
Exportations en volume (1)	-0,6	0,3	0,6	2,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	4,7	3,3	3,1	1,7	1,9
Demande mondiale	0,7	1,2	0,9	-0,1	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	4,8	3,5	1,7	2,5	3,0

(1) Aux prix chaînés de l'année précédente.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2019-2021, avril 2019.

VII. Taux d'intérêt et taux de change

	En %												Moyennes annuelles en %					
	2018				2019				2020				2017	2018	2019	2020	2021	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4						
Taux d'intérêt :																		
À court terme (1)	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
À long terme (2)	1,1	0,8	0,8	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	0,8	0,8	0,6	0,8	0,8	
1 euro = ... Dollar	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2	1,1	1,2	1,3	

(1) Taux PIBOR puis EURIBOR à 3 mois.

(2) Taux des OAT à 10 ans.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2019-2021, avril 2019.

ÉTUDES SPÉCIALES

L'inversion de la courbe des taux est-elle toujours suivie d'un ralentissement économique ?	247
Christophe Blot, Éric Heyer	
Tendances et cycles de productivité par grande branche marchande pour l'économie française	275
Bruno Ducoudré	
Débat sur les perspectives économiques	293

L'INVERSION DE LA COURBE DES TAUX EST-ELLE TOUJOURS SUIVIE D'UN RALENTISSEMENT ÉCONOMIQUE ?

Christophe Blot et Éric Heyer

Sciences Po, OFCE

De nombreux travaux menés sur données américaines suggèrent qu'une inversion de la courbe des taux est suivie d'une récession dans un délai moyen de 12 mois. L'aplatissement de la pente des taux observé depuis la fin de l'année 2018 aux États-Unis fait donc ressurgir les craintes d'un ralentissement brutal de l'activité. L'objectif de cet article est alors d'analyser l'information contenue dans la structure par terme des taux d'intérêt afin non seulement de vérifier la pertinence de cette relation pour les États-Unis mais aussi d'en tester la pertinence pour la France et la zone euro. Nos estimations confirment l'existence d'une relation robuste entre la pente de la courbe des taux et la croissance américaine. Les résultats montrent bien qu'une inversion de la courbe des taux accroît la probabilité que les États-Unis subissent une récession dans les mois qui suivront l'inversion. Néanmoins, relativement aux épisodes passés d'inversion de la courbe des taux, l'épisode actuel suggère un risque de récession limité. Par ailleurs, les estimations effectuées pour la France et la zone euro indiquent que l'information contenue dans la courbe des taux est beaucoup trop faible pour prévoir les récessions ou la croissance.

Mots clés : risque de récession, structure par terme des taux d'intérêt, croissance..

Depuis la fin de l'année 2018, la presse financière s'inquiète de l'évolution des taux d'intérêt aux États-Unis¹. D'après le *Financial Times* du 9 mai, la brève inversion de la courbe des taux américains, c'est-à-dire une situation où le taux de long terme devient inférieur au taux de court terme, serait le signal d'un ralentissement économique, voire d'une récession. Si cet indicateur est particulièrement scruté par les

1. Voir par exemple *Capital* du 4 avril 2019 ou *Les Échos* du 5 décembre 2018.

marchés, c'est que l'expérience montre que les épisodes d'inversion de la courbe des taux ont souvent été suivis d'une récession aux États-Unis. Depuis la fin des années 1980, une vaste littérature empirique confirme l'existence d'une relation entre la pente de la courbe des taux et l'évolution future de l'activité économique. Harvey (1988) ou Estrella et Hardouvelis (1991) montrent en effet qu'il y a une corrélation entre la croissance économique américaine et l'écart entre le taux à 10 ans et le taux à 3 mois (c.a.d. l'écart utilisé pour mesurer l'information contenue dans la courbe des taux). Les résultats d'Estrella et Hardouvelis (1991) ont été depuis confirmés² et étendus à la France³ et la zone euro⁴.

Les analyses empiriques sur la courbe des taux ont non seulement établi un lien avec la croissance mais suggèrent aussi que l'évolution de la pente des taux permet de prévoir les récessions (Estrella et Mishkin, 1998). Ces travaux s'appuient sur des modèles *probit*⁵ et indiquent qu'une réduction de la pente de la courbe des taux est associée à une probabilité de récession future plus importante. Le pouvoir explicatif de ce type de modèle est par ailleurs généralement meilleur que celui résultant de l'estimation linéaire standard entre pente des taux et croissance (Sédillot, 2001). Plus récemment, Ang, Piazzessi et Wei (2006) ou Abdymomunov (2013) ont utilisé davantage d'informations contenues dans la structure par terme des taux d'intérêt et confirment le pouvoir prédictif sur la croissance. En particulier, Abdymomunov (2013) distingue trois facteurs résumant l'information contenue dans la structure par terme des taux d'intérêt : un effet de niveau, un effet de pente et un effet de concavité.

La structure par terme des taux d'intérêt contiendrait donc une information pertinente pour prévoir la croissance et les récessions, non seulement aux États-Unis (Estrella et Harvoudelis, 1991 ou Estrella et Mishkin, 1998) mais aussi dans plusieurs pays européens (Moneta, 2001). D'où les inquiétudes soulevées par la presse financière dans un contexte d'aplatissement, voire d'inversion sur de très brèves périodes, de la courbe des taux. Dans cet article, nous proposons de vérifier, sur la période récente, le pouvoir explicatif de la courbe des taux pour les États-Unis, la zone euro et la France. Le constat d'une relation entre

2. Voir Liu et Moench (2016) pour une analyse récente sur les récessions aux États-Unis.

3. Voir Dubois et Janci (1994), Artus et Kaabi (1994) ou Sédillot (2001).

4. Voir Estrella et Mishkin (1997), Moneta (2005) ou Duarte, Venetis et Paya (2005).

5. Voir la section 2 pour plus de détails.

l'écart taux long-taux court et l'activité économique est-il toujours empiriquement fondé ? Si oui, quel est alors le risque de récession à court terme aux États-Unis mais aussi en France et dans la zone euro ?

Nous analysons cette relation à travers l'utilisation de deux méthodologies empiriques. La première s'appuie sur l'estimation de modèles *probit* reliant un indicateur de structure par terme des taux avec la probabilité de récession. Nous proposons ensuite de voir si le lien entre taux et activité économique est robuste et peut être mis en évidence à partir d'une modélisation VAR entre l'indicateur de structure par terme et la croissance. Ce type d'approche permet d'analyser l'existence d'une relation de causalité – ici au sens d'antériorité – et d'estimer une fonction de réponse impulsionnelle de la croissance à un choc sur la structure par terme des taux qui tient compte de l'endogénéité des taux d'intérêt.

La relation entre la pente de la courbe des taux et la croissance fut d'abord mise en évidence par des analyses empiriques. Pour autant, on peut trouver des raisons expliquant soit une corrélation soit un effet causal de la courbe des taux sur l'activité⁶. Une première hypothèse repose sur la structure par terme des taux d'intérêt, c'est-à-dire sur l'idée que les taux longs reflètent les anticipations de marchés des taux courts futurs anticipés. Si les marchés anticipent une récession et qu'ils pensent que la banque centrale mènera une politique contra-cyclique, ils anticipent une baisse future des taux courts, ce qui réduit les taux longs aujourd'hui. Il en résulte un aplatissement de la courbe des taux puisque les taux courts ne réagissent pas immédiatement. Si les anticipations sont validées, on aura bien une récession dans les mois suivants. Ici c'est donc la conjonction de deux anticipations qui explique la corrélation entre la courbe des taux et l'activité future : l'anticipation d'une baisse de l'activité et l'anticipation d'une réaction future de la politique monétaire. En supposant toujours que les agents anticipent une baisse de l'activité, la corrélation entre la pente de la courbe des taux et l'activité économique future peut aussi résulter de la modification du portefeuille d'actifs des agents. Pour amortir le choc futur sur leur consommation, les ménages vont accroître leur épargne et modifier la composition de leur portefeuille de titres, privilégiant les actifs longs. L'augmentation de la demande pour les actifs longs, relativement aux titres courts va entraîner une baisse du taux long et une hausse des taux

6. Voir Moneta (2005) ou Sédillot (2001).

courts. Ainsi, le ralentissement économique futur est précédé par une baisse de la pente des taux. Dans ces deux configurations, le lien entre courbe des taux et activité n'est pas le fruit d'une relation causale mais d'une anticipation de baisse de l'activité à un horizon donné qui se traduit par une baisse des taux longs relativement au taux courts. Une approche plus causale stipule que le lien entre la pente de la courbe des taux et l'activité économique future résulte de la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle. Un durcissement temporaire de la politique monétaire – et donc une augmentation des taux courts – réduit l'activité à un horizon de plusieurs mois, en fonction des délais de transmission de la politique monétaire. Sous l'hypothèse que les taux longs reflètent les taux courts anticipés, ceux-ci réagissent peu ou moins à la restriction de politique monétaire puisque le durcissement de politique monétaire est temporaire. D'où un aplatissement de la courbe des taux qui coïncide avec un ralentissement économique.

Nos estimations confirment l'existence d'une relation robuste aux États-Unis entre la courbe des taux et l'activité. Les différents modèles estimés montrent effectivement qu'une inversion de la pente des taux est un indicateur avancé de la croissance et de la probabilité de récession. L'évolution récente des taux aux États-Unis suggère un risque de récession plus élevé mais modéré pour les États-Unis. Par ailleurs, cet indicateur est de moins bonne qualité pour prévoir les retournements de croissance en France ou dans la zone euro. En outre, les fonctions de réponse issues de modèles VAR indiquent également une relation moins solide entre la structure par terme des taux et l'activité économique, ce qui suggère que la relation tient plus de la corrélation que de la causalité. De nouveau, les tests de causalité ou les fonctions de réponse conduisent le plus souvent à rejeter l'existence d'une relation entre la courbe des taux et l'activité économique en France ou dans la zone euro.

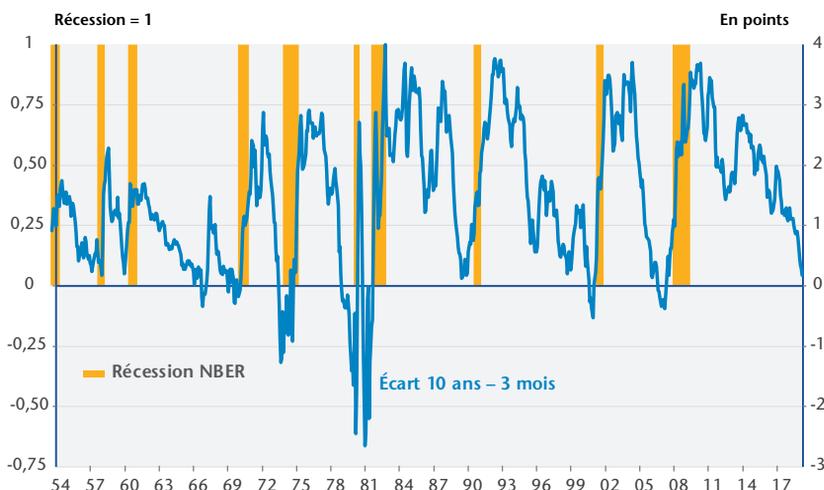
1. Structure par terme et probabilité de récession

Les graphiques 1 et 2 illustrent le caractère prédictif des périodes d'inversion de la courbe des taux, ici représentée par l'écart entre les taux à 10 ans et le taux à 3 mois pour les États-Unis et l'écart entre le taux à 10 ans et le taux à 2 ans dans la zone euro⁷. Pour les États-Unis, il

7. Le choix du taux à 2 ans se justifie ici par la disponibilité des données de taux à 2 ans sur une plus longue période.

ressort que, depuis la fin des années 1960, 5 des 6 récessions⁸ ont bien été précédées d'une inversion de la courbe des taux. Les récessions de 1969 et 1973-1974 ont débuté 5 mois après l'inversion de la pente des taux. Le délai fut cependant plus long pour la Grande Récession qui, selon le NBER (*National Bureau of Economic Research*), débute en décembre 2007. L'écart entre le taux à 10 ans et le taux à 3 mois est en effet devenu négatif entre août 2006 et avril 2007. Sur les 10 récessions identifiées au cours de cette période, seules celles des années 1950, celle de 1960 et celle de 1990 n'ont pas été précédées d'une inversion de la courbe des taux. Inversement, il n'y a eu qu'un seul faux signal positif en 1996 ; l'inversion de la courbe des taux n'ayant pas été suivie d'une récession. Ces éléments suggèrent donc une relation récurrente pour les États-Unis et l'objectif de cette partie est à la fois de confirmer cette corrélation sur le plan économétrique et de voir dans quelle mesure les résultats peuvent être généralisés à la France et la zone euro. Il apparaît cependant que pour la zone euro, le lien entre pente des taux et l'indicateur de récession – calculé par le CEPR (*Center for Economic Policy Research*) est plus ténu (graphique 2). Si les récessions sont souvent précédées d'une réduction de l'écart, il n'y a pas toujours d'inversion de la courbe, comme on le constate de façon bien plus nette pour les États-Unis.

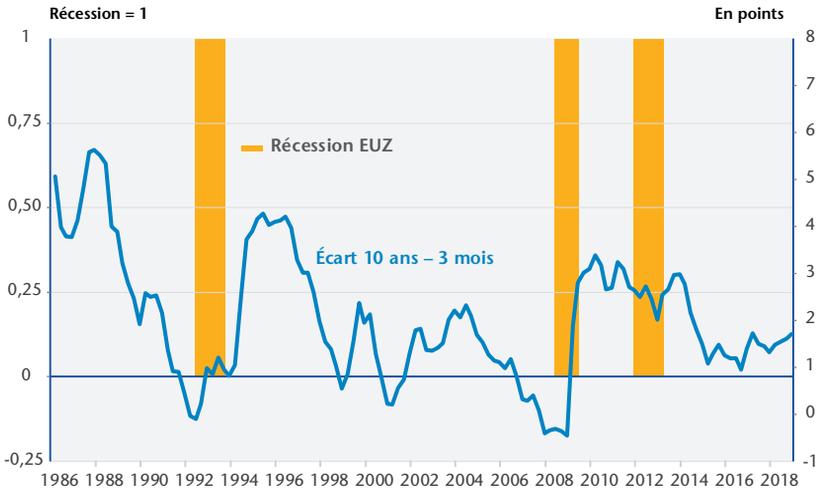
Graphique 1. Inversion de la courbe des taux et récession aux États-Unis



Sources : NBER, Thomson Reuters.

8. On considère que les récessions de 1980 et 1982 sont une seule et même récession.

Graphique 2. Inversion de la courbe des taux et récession dans la zone euro



Note : La série de taux à trois mois pour la zone euro n'est disponible que depuis janvier 1990. Nous avons ici retenu le taux sur le marché interbancaire allemand disponible depuis janvier 1986.

Sources : CEPR, Thomson Reuters.

1.1. Fondements empiriques du lien entre courbe des taux et récession aux États-Unis

Estrella et Mishkin (1998) suggèrent que le lien entre l'écart des taux et la probabilité de récession aux États-Unis atteint un pic après 4 trimestres et qu'il est robuste à l'introduction d'autres indicateurs avancés de l'activité, notamment un indice boursier. Pour faire écho aux débats actuels sur l'aplatissement de la courbe des taux aux États-Unis, nous nous intéressons au risque de récession outre-Atlantique et nous estimons un modèle *Probit* qui permet de déterminer la probabilité de récession à un horizon donné. La datation des cycles pour les États-Unis est réalisée par le NBER qui propose une approche ne s'appuyant pas uniquement sur le PIB⁹. Une récession correspond alors à une période au cours de laquelle plusieurs indicateurs enregistrent un recul significatif : le PIB en volume mais également le revenu réel, l'emploi, la production industrielle et les ventes de détail. Le modèle économétrique s'écrit :

$$\Pr [Y_{t+k} = 1 | Spread_t] = F(\alpha + \beta \cdot Spread_t + \theta \cdot Z_t)$$

où Y_{t+k} est une variable dichotomique égale à 1 lorsqu'il y a une récession à la date $(t+k)$ et 0 autrement. $Spread$ mesure l'écart entre le taux

9. On qualifie effectivement de récession technique, une période de deux trimestres consécutifs de baisse du PIB en volume.

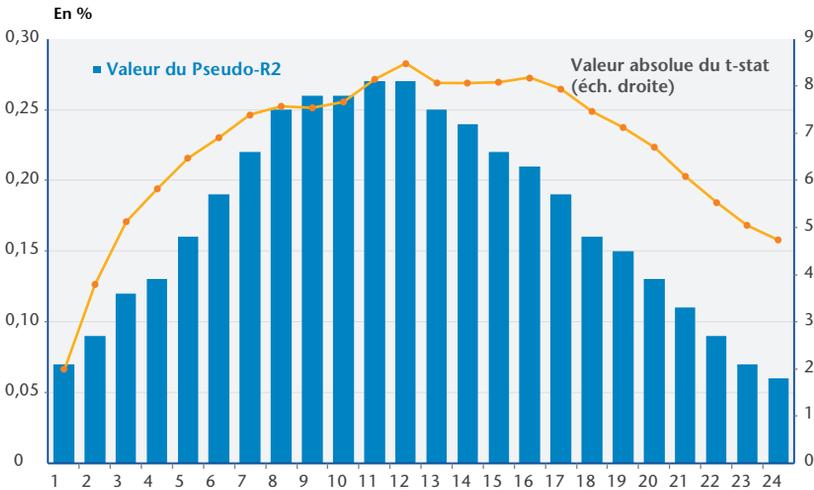
long et le taux court (ici les taux des bons du Trésor à 10 ans et 3 mois ou 2 ans). Le modèle peut ensuite être complété par l'ajout de variables de contrôle telles que l'indice boursier américain (ici le S&P 500) et un indicateur de politique monétaire (ici le taux à trois mois). $F()$ représente la fonction de répartition de la loi normale centrée réduite. Il faut souligner que l'estimation du modèle *Probit* ne renseigne pas directement sur l'ampleur de la récession mais sur sa probabilité. Ainsi on s'attend à ce qu'une baisse de la variable *Spread* soit associée à une probabilité de récession plus élevée, ce qui pourrait indirectement renseigner sur l'ampleur de la récession. Nous estimons le modèle pour des valeurs de $k = 1, \dots, 24$ sur la période avril 195 – décembre 2018. Cette étape permet de déterminer l'horizon auquel le pouvoir explicatif du modèle est le plus important. Sur cette période couvrant près de 66 années, le NBER recense 10 épisodes de récession¹⁰. La valeur du *pseudo-R2*¹¹ estimée pour chaque horizon suggère que le pouvoir explicatif est plus élevé à un horizon d'un an (graphique 3), ce qui correspond aux résultats mis en évidence dans la littérature pour les États-Unis. L'horizon d'un an correspond également à la période où la valeur absolue du *t-statistique* est la plus élevée suggérant une forte significativité du coefficient.

L'effet de l'écart de taux sur la probabilité de récession aux États-Unis est ensuite estimé uniquement à un horizon de 12 mois et pour différents modèles (tableau 1). Dans tous les modèles, sauf celui où la pente des taux est mesurée par l'écart entre le taux à 10 ans et le taux à 2 ans, une réduction de la pente des taux se traduit par une augmentation significative de la probabilité de récession. Le coefficient est plus élevé lorsqu'aucun contrôle n'est pris en compte. L'effet est robuste lorsque l'on tient compte des cours boursiers et si l'indicateur de récession à la date (t) est intégré dans l'équation. Il l'est également sur un échantillon plus court (janvier 1983–décembre 2018) qui exclut notamment la récession de 1982, liée à un important durcissement de la politique monétaire. Le coefficient associé au taux à 3 mois ressort également dans les différentes estimations avec un signe positif indiquant qu'un durcissement de la politique monétaire accroît la

10. Ces 8 épisodes se sont déroulés sur les périodes suivantes : juillet 1953 – avril 1954, août 1957 – mars 1958, avril 1960 – janvier 1961, décembre 1969 – octobre 1970, novembre 1973 – février 1975, janvier 1980 – juin 1980, juillet 1981 – octobre 1982, juillet 1990 – février 1991, mars 2001 – octobre 2001 et décembre 2007 – mai 2009.

11. Le pouvoir explicatif des modèles *Probit* est déterminé par un *pseudo-R2* calculé à partir du rapport de vraisemblance entre le modèle estimé et un modèle où l'ensemble des coefficients, à l'exception de la constante, est contraint à zéro.

Graphique 3. Pouvoir explicatif selon l'horizon



Source : Estimation OFCE.

probabilité de récession à un horizon de 12 mois. De plus, l'intégration d'une variable captant l'effet de la politique monétaire ne réduit pas la significativité de la pente de la courbe des taux. Par conséquent, il y a bien une information contenue dans la structure par terme des taux d'intérêt qui va au-delà de l'effet de la politique monétaire¹². La seule spécification pour laquelle la relation n'est pas statistiquement significative est celle où la pente de la courbe des taux est mesurée par l'écart entre le taux à 10 ans et le taux à 2 ans, disponible sur une période plus courte (à partir de juin 1976).

Le modèle permet ensuite de déterminer la probabilité de récession à un horizon 12 mois pour chaque date. Nous retenons l'estimation issue du modèle 3 (tableau 1) dans la mesure où ce modèle intègre l'ensemble des contrôles et que le Pseudo-R2 qui y est associé est plus élevé. Les résultats suggèrent qu'en décembre 2018, la probabilité de récession pour décembre 2019 s'élève à 22 %, soit un seuil moins élevé que celui observé lors des épisodes récessifs observés effectivement (graphique 4). En effet, les 7 dernières récessions identifiées par le NBER ont bien coïncidé avec une augmentation de la probabilité de récession estimée 12 mois avant. Néanmoins, le seuil critique de la

12. Notons que le coefficient estimé ici ne permet pas de capter l'effet causal de la politique monétaire sur la probabilité de récession. Ce coefficient souffre en effet certainement de nombreux biais. Voir Blot et Hubert (2018) pour une discussion sur ce point.

Tableau 1. Résultats des estimations pour les États-Unis

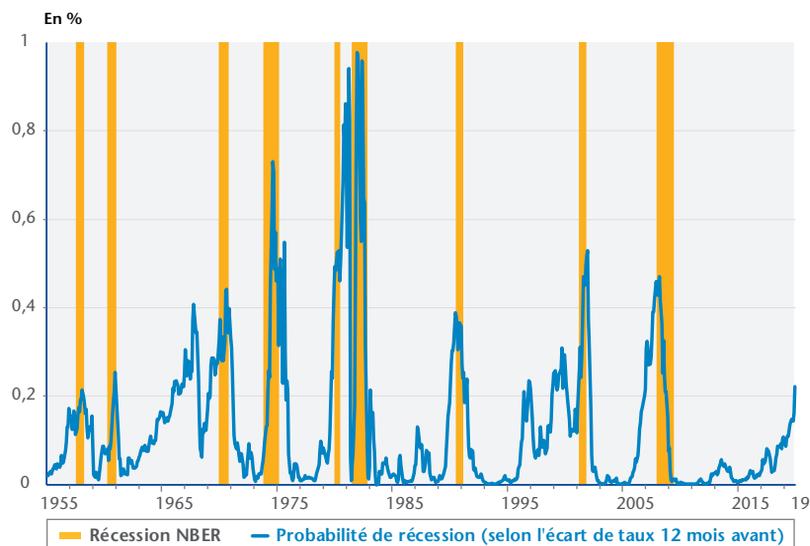
	(1) Récession NBER (t+12)	(2) Récession NBER (t+12)	(3) Récession NBER (t+12)	(4) Récession NBER (t+12)	(5) Récession NBER (t+12)
10 ans – 3 mois	-0,749*** [0,08]	-0,665*** [0,08]	-0,658*** [0,08]	-0,659*** [0,21]	
10 ans – 2 ans					-0,387 [0,24]
S&P 500		0,061 [0,05]	0,055 [0,06]	0,695** [0,34]	0,805*** [0,23]
Taux 3 mois		0,058** [0,03]	0,066** [0,03]	0,190** [0,09]	0,278*** [0,08]
Récession NBER (t)			-0,26 [0,25]		
Constante	-0,384*** [0,09]	-1,076*** [0,34]	-1,046*** [0,35]	-6,074** [2,90]	-7,641*** [2,01]
N	777	777	777	420	499
Pseudo-R2	0,257	0,267	0,27	0,343	0,3

Période d'estimation : avril 1953 – décembre 2018 (modèles [1], [2] et [3] ; janvier 1983 – décembre 2018 pour les modèles [4] et [5]).

Note : Les écart-types sont entre crochets. La matrice des variance-covariance est corrigée afin de tenir compte de l'hétéroscédasticité.

Source : Estimation OFCE.

Graphique 4. Probabilité de récession aux États-Unis



Sources : NBER, Estimation OFCE.

probabilité à partir duquel la récession est effectivement observée semble plutôt proche de 40 %. Il n'y a que la récession de 1991 pour laquelle le modèle indiquait une probabilité de récession égale à 39 %. Dans les autres cas, la probabilité de récession était plus élevée. Il reste que selon ces estimations, le risque de récession pour les États-Unis en fin de l'année 2019 est limité¹³.

1.2. Une application à la France et à la zone euro

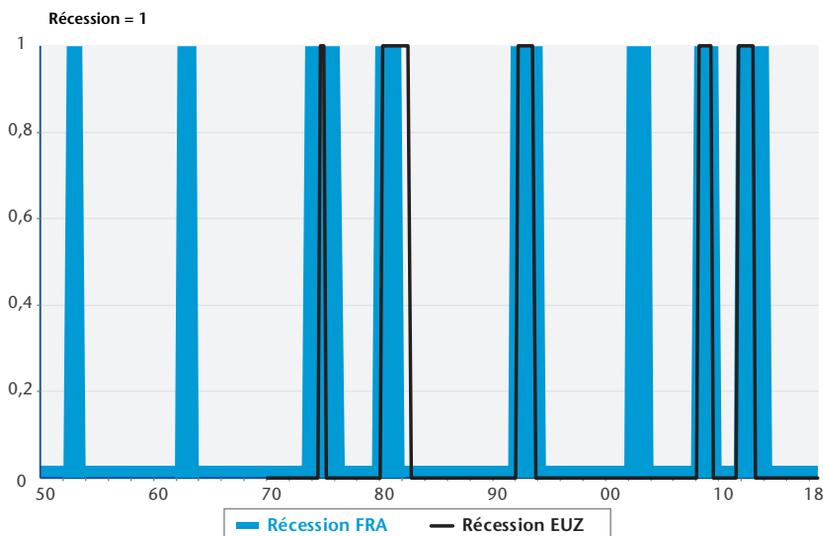
La même méthodologie est ensuite appliquée à la zone euro et à la France. À l'instar de ce qui est fait par le NBER, le CEPR propose¹⁴ une identification des cycles dans la zone euro et suggère cinq récessions depuis 1974. Relativement aux études précédentes sur la zone euro, nos estimations sont réalisées sur un échantillon temporel plus long, ce qui permet de couvrir une plus longue période de politique monétaire commune. Pour la France, il n'y a pas d'indicateurs de récession comparables à ceux du NBER ou du CEPR. Nous définissons une récession lorsque, sur une période de 4 trimestres, 2 trimestres de baisse du PIB sont observés, qu'ils soient consécutifs ou non. Cette méthode suggère alors 8 récessions pour la France depuis 1950 (graphique 5). Les récessions françaises coïncident le plus souvent avec celles identifiées par le CEPR pour la zone euro. Cependant, pour les estimations, l'échantillon est plus court en raison de la contrainte de disponibilité des données de taux à trois mois : 1990-T1 pour la zone euro et 1989-T1 pour la France.

Dans un premier temps, nous déterminons l'horizon auquel le pouvoir explicatif des modèles *Probit* est le plus important. Il ressort alors que celui-ci est différent selon la mesure de la pente des taux. Avec le *spread* entre le taux à 10 ans et le taux à 3 mois, la capacité explicative du modèle pour la France et la zone euro est au trimestre suivant. Si l'écart retenu est celui entre le taux à 10 ans et le taux à 2 ans, l'horizon est de 3 trimestres pour la zone euro et de 2 trimestres pour la France. Mais, dans ce dernier cas, l'effet de la pente des taux est cependant non significatif (tableau 2). Plus généralement, les estimations donnent des résultats moins robustes qu'aux États-Unis. Lorsque

13. Nos prévisions de croissance indiquent bien un ralentissement de l'activité en 2019 mais la croissance annuelle s'établirait néanmoins à 2,2 % sur l'année contre 2,9 % en 2018. En glissement, le ralentissement interviendrait surtout en 2020 avec une croissance de 1,6 % au deuxième trimestre selon nos prévisions.

14. Voir ici : <https://cepr.org/content/euro-area-business-cycle-dating-committee>.

Graphique 5. Récessions en France et dans la zone euro



Sources : CEPR, INSEE, OFCE.

l'on considère l'écart entre le taux à 10 ans et le taux à 3 mois, l'effet n'est plus significatif dès lors que l'on introduit la variable captant les récessions à la date (t). Enfin, si une réduction de l'écart entre le taux à 10 ans et le taux à 2 ans représente un indicateur avancé des récessions en zone euro à l'horizon de 3 trimestres, ce n'est pas le cas pour la France. L'information contenue dans la structure par terme des taux d'intérêt de la France ou de la zone euro serait donc un indicateur moins pertinent qu'aux États-Unis pour prédire les récessions. L'introduction de l'écart de taux américain dans le modèle reproduit dans la colonne 4 n'apporte pas d'information pertinente complémentaire¹⁵. Ces résultats ne confirment donc pas les précédents travaux réalisés sur la France et la zone euro et suggèrent que le pouvoir prédictif de la courbe des taux en termes de croissance doit être nuancé.

15. L'effet est significatif mais avec un signe positif suggérant qu'un accroissement de l'écart se traduit par une probabilité de récession plus élevée. Ces estimations ne sont pas reproduites dans le tableau mais sont disponibles auprès des auteurs.

Tableau 2. Résultats des estimations pour la France et la zone euro

	RECESSION EUZ (t+1)	RECESSION EUZ (t+1)	RECESSION EUZ (t+3)	RECESSION EUZ (t+3)	RECESSION FRA (t+1)	RECESSION FRA (t+1)	RECESSION FRA (t+2)	RECESSION FRA (t+2)
10 ans – 3 mois	-0,833*** [0,22]	-0,489 [0,34]			-0,567*** [0,17]	-0,241 [0,19]		
10 ans – 2 ans			-1,644*** [0,44]	-1,633*** [0,53]			-0,113 [0,31]	-0,118 [0,37]
Indice boursier	-2,451*** [0,86]	-0,463 [0,71]	-0,647 [0,68]	-0,266 [0,66]	-1,624* [0,84]	0,046 [0,65]	-0,14 [0,70]	0,461 [0,79]
3 mois	-0,364*** [0,12]	-0,093 [0,08]	-0,184 [0,12]	-0,154 [0,12]	-0,319** [0,13]	-0,041 [0,07]	-0,012 [0,12]	0,051 [0,13]
RECESSION(t)		2,770*** [0,51]		1,082** [0,44]		2,528*** [0,43]		1,660*** [0,37]
Constante	14,614*** [5,19]	1,589 [4,28]	4,571 [4,28]	2,113 [4,20]	7,364* [3,94]	-1,547 [3,03]	-0,289 [3,49]	-3,406 [3,99]
N	115	115	113	113	119	119	118	118
Pseudo-R2	0,175	0,599	0,354	0,41	0,085	0,493	0,004	0,218

Note : La matrice des variance-covariance est corrigée afin de tenir compte de l'hétéroscédasticité.

Source : Estimations OFCE.

2. Structure par terme et croissance

Dans la section précédente, nous avons testé le lien entre l'inversion de la courbe des taux et la probabilité pour que l'économie tombe en récession. Si cette méthode est pertinente pour déterminer le risque de récession, elle ne permet pas de quantifier l'ampleur du ralentissement. L'approche dans cette section se différencie en testant directement l'existence d'une relation entre la structure des taux d'intérêt et le taux de croissance de l'économie. Par ailleurs, contrairement à un grand nombre de travaux empiriques sur la question qui testent ce lien à l'aide d'une régression linéaire simple, nous tenterons de prendre en compte l'endogénéité du taux d'intérêt dans notre analyse. Nous nous plaçons pour ce faire dans le cadre des modèles paramétriques VAR (Vector Auto Regressive) et évaluons si un choc sur la structure de taux contribue à la dynamique du taux de croissance de l'économie américaine, européenne et française à long terme. Nous vérifions dans un premier temps l'ordre d'intégration des variables d'intérêt (voir annexe) puis, nous testons la causalité au sens de Granger d'une inversion de la courbe des taux sur le taux de croissance de l'économie. Des fonctions de réponse sont ensuite estimées pour des modèles incluant d'autres variables telles que les prix de consommation et les taux court dans le modèle, ce qui permet de capter les interdépendances entre ces différentes variables.

Comme dans la section précédente, nous menons cette analyse sur données américaines, européennes et françaises. Pour les États-Unis, nous disposons de séries sur longue période (1958-2018). Celles-ci sont plus restreintes pour la France (1989-2018) et surtout pour la zone euro (1996-2018). L'examen de ce lien s'effectuera sur données mensuelles. À cet égard, les séries de PIB issus de la comptabilité en fréquence trimestrielle ont été mensualisées par la méthode de Litterman (1983) à partir de l'Indice mensuel de Production Industrielle. Pour la courbe des taux, nous retenons l'écart entre le taux à 10 ans et le taux à 3 mois (noté *Spread_10a3m*) et l'écart entre le taux à 10 ans et le taux à 2 ans (noté *Spread_10a2a*). Pour ces deux variables, nous avons aussi constitué deux variables indicatrices qui identifient les périodes d'inversion de la courbe des taux, variables prenant la valeur 0 lorsque l'écart est positif et 1 lorsque l'écart est négatif (respectivement *d_Spread_10a3m*, *d_Spread_10a2a*). Enfin, concernant l'indicateur de prix, nous avons retenu le déflateur des prix de consommation sous-jacent pour les États-Unis et l'indice des prix de consommation sous-jacent (IPC core) pour la zone euro et la France.

L'analyse du degré d'intégration des séries fait ressortir que le PIB et le taux court (à 3 mois) sont intégrés d'ordre 1 pour les trois zones concernées. Les *spreads* de taux, 10 ans par rapport à 3 mois ou 10 ans par rapport à 2 ans, sont stationnaires en niveau. Concernant les prix de consommation sous-jacents (*core*), ils ressortent intégrés d'ordre 2 pour les États-Unis et d'ordre 1 pour la zone euro et la France.

2.1. Tests de causalité à la Granger

Une première façon d'illustrer le lien entre l'inversion de la courbe des taux et la croissance économique est de mettre en place, dans le cadre des modèles paramétriques VAR, les tests de causalité au sens de Granger (1969). Rappelons que dans ce cadre d'analyse, une série temporelle Y cause une série temporelle X lorsque la connaissance du passé de Y conduit à améliorer l'estimation de la variable X relativement à une estimation fondée uniquement sur le passé de X .

L'ensemble des résultats pour les trois zones, sur la base de modèles VAR bi-variés sont résumés dans le tableau 3 dont nous rappelons rapidement la règle de lecture des résultats : pour tout couple (X, Y) de séries temporelles, Y cause X au sens de Granger (hypothèse alternative H_1) si et seulement si la *p-value* correspondante est strictement inférieure à 5 %.

Tableau 3. Tests de causalité au sens de Granger

Sens de la causalité	Obs	F-Statistic	Prob	Causalité au sens de Granger
États-Unis				
$\Delta \log(\text{PIB}) \Rightarrow \text{Spread}_{10a3m}$	710	2,153	0,0124	Accepté
$\Delta \log(\text{PIB}) \Rightarrow \text{Spread}_{10a2a}$	710	3,710	0,0001	Accepté
$\Delta \log(\text{PIB}) \Rightarrow d_ \text{Spread}_{10a3m}$	710	0,741	0,712	Rejeté
$\Delta \log(\text{PIB}) \Rightarrow d_ \text{Spread}_{10a2a}$	710	2,910	0,0006	Accepté
$\text{Spread}_{10a3m} \Rightarrow \Delta \log(\text{PIB})$	710	1,786	0,0471	Accepté
$\text{Spread}_{10a2a} \Rightarrow \Delta \log(\text{PIB})$	710	1,811	0,0429	Accepté
$d_ \text{Spread}_{10a3m} \Rightarrow \Delta \log(\text{PIB})$	710	2,321	0,0065	Accepté
$d_ \text{Spread}_{10a2a} \Rightarrow \Delta \log(\text{PIB})$	710	3,660	0,0001	Accepté
Avant 1982				
$\Delta \log(\text{PIB}) \Rightarrow \text{Spread}_{10a3m}$	264	1,162	0,3115	Rejeté
$\Delta \log(\text{PIB}) \Rightarrow \text{Spread}_{10a2a}$	264	1,356	0,1877	Rejeté
$\Delta \log(\text{PIB}) \Rightarrow d_ \text{Spread}_{10a3m}$	264	0,563	0,8706	Rejeté
$\Delta \log(\text{PIB}) \Rightarrow d_ \text{Spread}_{10a2a}$	264	1,970	0,0276	Accepté

Tableau 3 (suite). Tests de causalité au sens de Granger

Sens de la causalité	Obs	F-Statistic	Prob	Causalité au sens de Granger
Spread_10a3m \Rightarrow $\Delta\log(\text{PIB})$	264	2,005	0,0245	Accepté
Spread_10a2a \Rightarrow $\Delta\log(\text{PIB})$	264	2,745	0,0017	Accepté
d_Spread_10a3m \Rightarrow $\Delta\log(\text{PIB})$	264	2,619	0,0027	Accepté
d_Spread_10a2a \Rightarrow $\Delta\log(\text{PIB})$	264	3,089	0,0004	Accepté
Après 1982				
$\Delta\log(\text{PIB}) \Rightarrow$ Spread_10a3m	446	2,077	0,0174	Accepté
$\Delta\log(\text{PIB}) \Rightarrow$ Spread_10a2a	446	2,495	0,0036	Accepté
$\Delta\log(\text{PIB}) \Rightarrow$ d_Spread_10a3m	446	0,584	0,8560	Rejeté
$\Delta\log(\text{PIB}) \Rightarrow$ d_Spread_10a2a	446	1,037	0,4132	Rejeté
Spread_10a3m \Rightarrow $\Delta\log(\text{PIB})$	446	3,053	0,0004	Accepté
Spread_10a2a \Rightarrow $\Delta\log(\text{PIB})$	446	2,032	0,0204	Accepté
d_Spread_10a3m \Rightarrow $\Delta\log(\text{PIB})$	446	1,221	0,2657	Rejeté
d_Spread_10a2a \Rightarrow $\Delta\log(\text{PIB})$	446	1,500	0,1208	Rejeté
Zone euro				
$\Delta\log(\text{PIB}) \Rightarrow$ Spread_10a3m	255	2,119	0,0166	Accepté
$\Delta\log(\text{PIB}) \Rightarrow$ Spread_10a2a	255	0,999	0,450	Rejeté
$\Delta\log(\text{PIB}) \Rightarrow$ d_Spread_10a3m	255	0,625	0,8199	Rejeté
$\Delta\log(\text{PIB}) \Rightarrow$ d_Spread_10a2a	255	0,486	0,922	Rejeté
Spread_10a3m \Rightarrow $\Delta\log(\text{PIB})$	255	0,439	0,9460	Rejeté
Spread_10a2a \Rightarrow $\Delta\log(\text{PIB})$	255	0,033	1,000	Rejeté
d_Spread_10a3m \Rightarrow $\Delta\log(\text{PIB})$	255	0,139	0,999	Rejeté
d_Spread_10a2a \Rightarrow $\Delta\log(\text{PIB})$	255	0,035	1,000	Rejeté
France				
$\Delta\log(\text{PIB}) \Rightarrow$ Spread_10a3m	326	1,209	0,2760	Rejeté
$\Delta\log(\text{PIB}) \Rightarrow$ Spread_10a2a	326	1,845	0,0408	Accepté
$\Delta\log(\text{PIB}) \Rightarrow$ d_Spread_10a3m	326	0,591	0,8994	Rejeté
$\Delta\log(\text{PIB}) \Rightarrow$ d_Spread_10a2a	326	0,966	0,4817	Rejeté
Spread_10a3m \Rightarrow $\Delta\log(\text{PIB})$	326	1,015	0,4351	Rejeté
Spread_10a2a \Rightarrow $\Delta\log(\text{PIB})$	326	1,561	0,1023	Rejeté
d_Spread_10a3m \Rightarrow $\Delta\log(\text{PIB})$	326	0,991	0,4571	Rejeté
d_Spread_10a2a \Rightarrow $\Delta\log(\text{PIB})$	326	0,752	0,6996	Rejeté

Source : Estimations OFCE.

Pour l'économie américaine, sur longue période (1958-2018), les résultats du tableau 3 indiquent que la courbe des taux, quelle que soit la mesure retenue – écart du taux long au taux à 3 mois ou à 2 ans ou en variable indicatrice lorsque l'inversion se produit – cause au sens de Granger le taux de croissance annuelle de l'économie. Par définition de la causalité au sens de Granger, ces tests confirment que la pente des taux est un indicateur pertinent pour prévoir l'évolution de l'activité. Ce test ne permet pas d'établir l'existence d'une causalité structurelle mais d'une antériorité et donc d'une corrélation. On observe également que la réciproque est vérifiée et que le taux de croissance cause au sens de Granger la courbe des taux. Ainsi, si l'économie réelle – à travers le taux de croissance du PIB – influence la sphère financière – *via* la courbe des taux –, cette dernière produit réciproquement un effet sur la sphère réelle.

Il est cependant important de souligner ici la faible stabilité de cette relation aux États-Unis. D'une part, une analyse sur une sous-période allant de 1958 à 1981 montre que si la sphère financière influence au sens de Granger la sphère réelle, la réciproque n'est pas vérifiée. D'autre part, sur la fin de période, allant de 1982 à 2018, nous retrouvons une incidence réciproque de la sphère financière et réelle mais uniquement à travers l'indicateur d'écart de taux et non plus d'indicatrice révélant une inversion de la courbe des taux. Ainsi, à l'instar de Sédillot (2001), ces résultats suggèrent que le lien a pu s'affaiblir au cours des trente dernières années.

En ce qui concerne la France et la zone euro, les résultats nous conduisent à rejeter globalement l'idée d'une relation causale entre le taux de croissance de l'économie et les écarts de taux et ce quel que soit l'indicateur retenu. Il semblerait donc à ce stade de l'analyse que la relation étudiée perde beaucoup de significativité depuis plus de 20 ans.

2.2. Analyse des fonctions de réponse impulsionnelle

Afin de poursuivre l'analyse du lien qui existerait entre la courbe des taux et le taux de croissance économique, nous estimons des fonctions de réponses (IRF) qui permettent de déterminer la réponse d'une variable à un choc d'un écart-type de la variable de courbe de taux. Cette méthode permet de voir quelle est la réponse de l'activité à l'écart de taux lorsque l'on tient compte des interdépendances entre les variables et donc du fait que les variations de l'écart de taux peuvent

elles-mêmes résulter d'une variation de la croissance ou des autres variables incluses dans le modèle aux dates passées. Ces chocs dits structurels sont ici identifiés avec une décomposition de Cholesky. Dès lors, l'objectif n'est plus de vérifier l'existence d'une corrélation – mesurée par la dynamique des retards du modèle – mais de capter un effet de nature plus causale. La courbe des taux est-elle un indicateur pertinent pour prévoir l'activité économique future une fois que l'on tient compte de l'impact de la croissance observée sur les variations de l'écart entre taux long et taux court ?

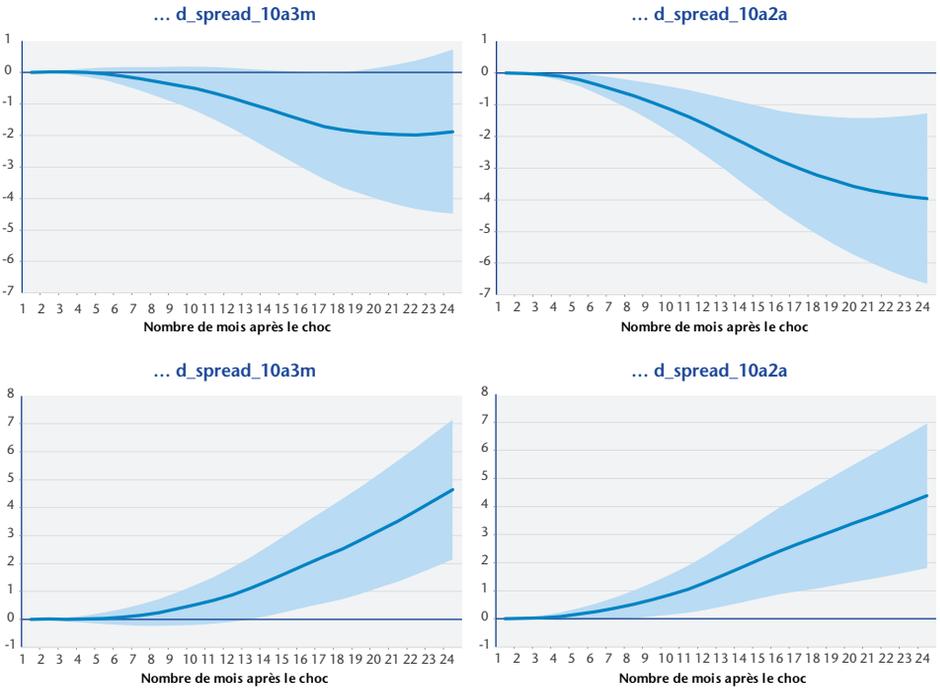
Le taux d'inflation et le taux d'intérêt à court terme viennent compléter le modèle VAR. Ces variables sont couramment introduites dans les travaux empiriques afin de vérifier si la structure des taux contient une information autre que celle de la politique monétaire (Estrella et Mishkin, 1997). La prise en compte de l'inflation, conjointement à celle de la croissance, permet également de mieux représenter la fonction de réaction de la politique monétaire puisque les décisions de taux prises par les banques centrales dépendent de la croissance et de l'inflation passées.

Pour l'ensemble de la période, une fois prise en compte l'incidence des autres variables macroéconomiques du modèle, l'effet de la structure des taux sur le taux de croissance du PIB est moins solide que celui observé dans un VAR bi-varié. Pour les États-Unis, un choc d'inversion de la pente des taux n'est pas suivi d'une baisse de l'activité si l'indicateur de courbe de taux retenu est l'indicatrice *d_spread_10a3m* (graphique 6). L'effet reste par contre significativement négatif pour l'indicatrice *d_spread_10a2a*. Par ailleurs, un choc positif sur l'écart entre le taux long et le taux court se traduit par une hausse significative de l'activité confirmant ainsi l'idée qu'une réduction de l'écart de taux entraîne bien un ralentissement après 12 mois. Le lien entre courbe des taux et activité aux États-Unis aurait cependant tendance à s'atténuer puisque s'il est avéré sur la période 1958-1981, ce n'est plus le cas sur la période 1982-2018 (graphiques 7 et 8).

Sans surprise, l'analyse à l'aide d'un modèle VAR multivarié conclut à la non contribution de la structure des taux sur le taux de croissance du PIB en zone euro et en France (graphiques 9 et 10).

Par ailleurs, l'IRF pour les quatre modèles indique que les taux d'intérêts à court terme et la variation du taux d'inflation ont un impact persistant sur le taux de croissance du PIB (Annexe 2).

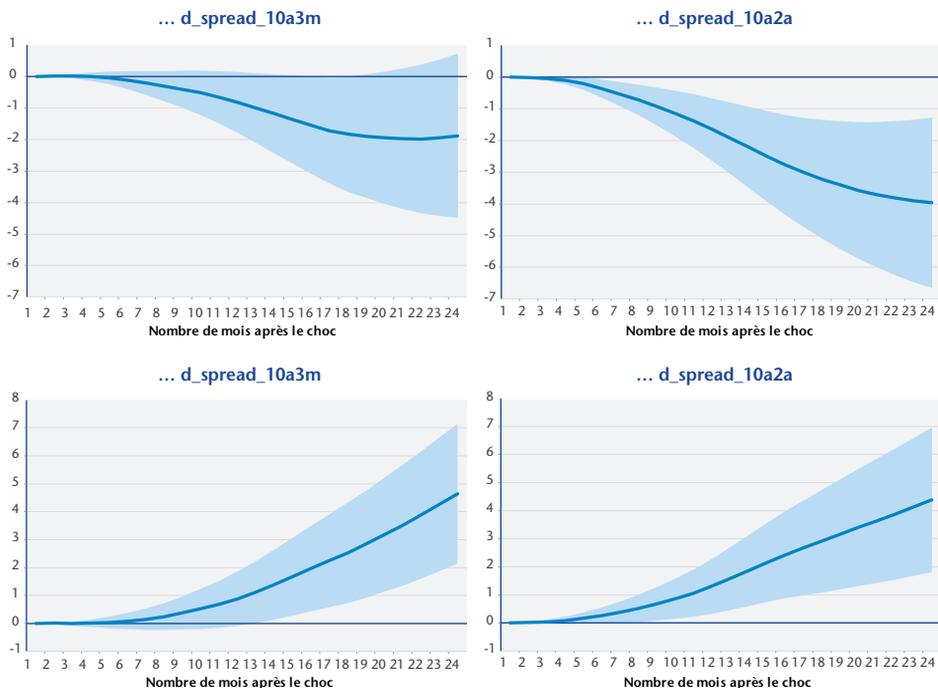
Graphique 6. Réponses du taux de croissance annuelle du PIB américain, pour la période 1958-2018, à la suite d'un choc d'un écart type d'innovation de...



Note de lecture : Ces graphiques retracent la réponse cumulée sur 24 mois d'un choc d'un écart-type de la variable de courbe de taux (ordre de Choleski) issue d'un VAR multivarié sur le taux de croissance annuelle du PIB. Le modèle VAR est estimé ici sur la période 1958-2018. L'aire en bleue représente l'intervalle de confiance à 90 %.

Source : Estimations OFCE.

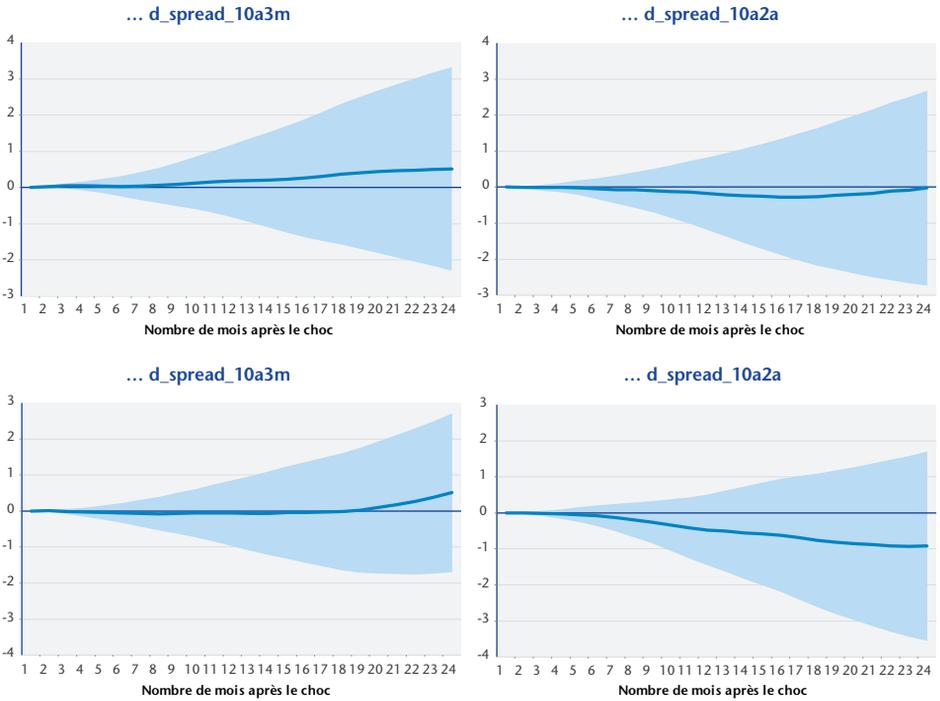
Graphique 7. Réponses du taux de croissance annuelle du PIB américain, pour la période 1958-1981, à la suite d'un choc d'un écart type d'innovation de...



Note de lecture : Ces graphiques retracent la réponse cumulée sur 24 mois d'un choc d'un écart-type de la variable de courbe de taux (ordre de Choleski) issue d'un VAR multivarié sur le taux de croissance annuelle du PIB. Le modèle VAR est estimé ici sur la période 1958-1981. L'aire en bleu représente l'intervalle de confiance à 90 %.

Source : Estimations OFCE.

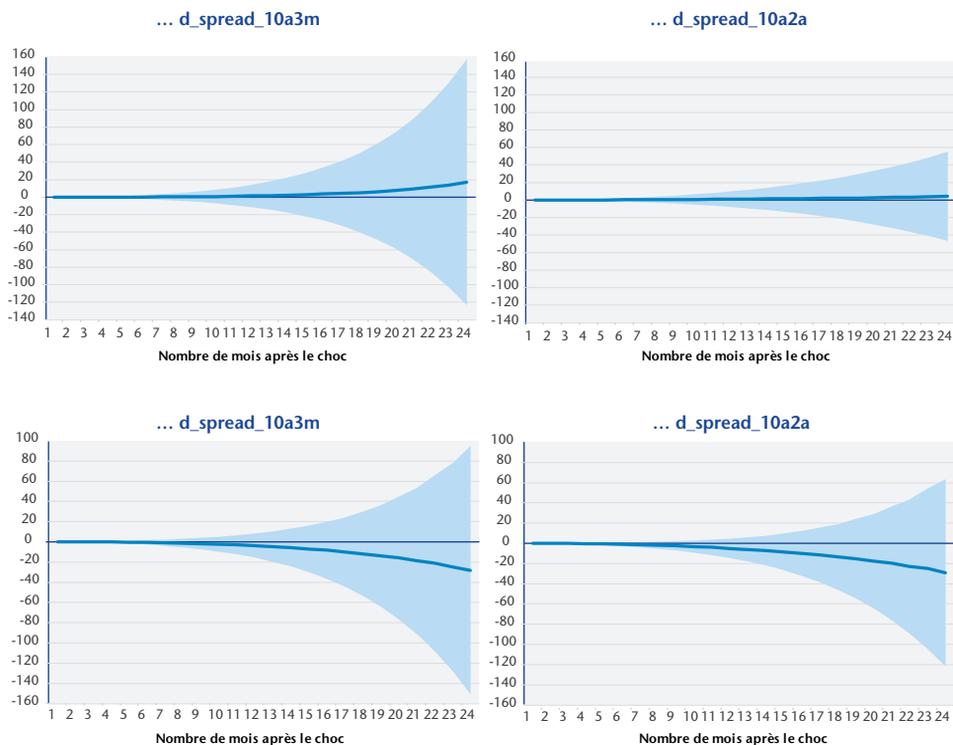
Graphique 8. Réponses du taux de croissance annuelle du PIB américain, pour la période 1982-2018, à la suite d'un choc d'un écart type d'innovation de...



Note de lecture : Ces graphiques retracent la réponse cumulée sur 24 mois d'un choc d'un écart-type de la variable de courbe de taux (ordre de Choleski) issue d'un VAR multivarié sur le taux de croissance annuelle du PIB. Le modèle VAR est estimé ici sur la période 1982-2018. L'aire en bleu représente l'intervalle de confiance à 90 %.

Source : Estimations OFCE.

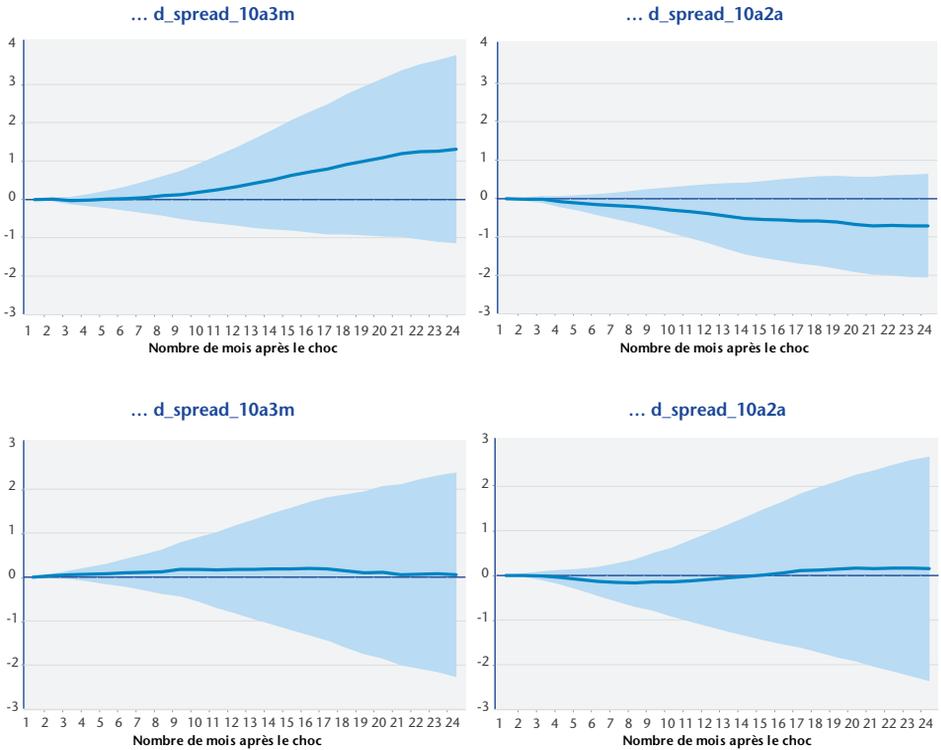
Graphique 9. Réponses du taux de croissance annuelle de la zone euro, pour la période 1982-2018, à la suite d'un choc d'un écart type d'innovation de...



Note de lecture : Ces graphiques retracent la réponse cumulée sur 24 mois d'un choc d'un écart-type de la variable de courbe de taux (ordre de Choleski) issue d'un VAR multivarié sur le taux de croissance annuelle du PIB. Le modèle VAR est estimé ici sur la période 1982-2018. L'aire en bleue représente l'intervalle de confiance à 90 %.

Source : Estimations OFCE.

Graphique 10. Réponses du taux de croissance annuelle du PIB de la France, pour la période 1989-2018, à la suite d'un choc d'un écart type d'innovation de...



Note de lecture : Ces graphiques retracent la réponse cumulée sur 24 mois d'un choc d'un écart type de la variable de courbe de taux (ordre de Choleski) issue d'un VAR multivarié sur le taux de croissance annuelle du PIB. Le modèle VAR est estimé ici sur la période 1982-2018. L'aire en bleu représente l'intervalle de confiance à 90 %.

Source : Estimations OFCE.

3. Conclusion

Une inversion de la courbe des taux d'intérêt n'est pas une situation habituelle. Dans les conditions normales de fonctionnement de l'économie, les investisseurs devraient obtenir un rendement plus élevé s'ils détiennent des obligations à long terme plutôt qu'à court terme de façon à compenser un risque multiple. Historiquement, cette situation inhabituelle a souvent été le signe d'un ralentissement de la croissance économique, voire d'une récession économique à venir. Nos résultats sur données américaines confirment ce lien même si le risque de récession est très limité aujourd'hui.

En revanche, nos estimations effectuées pour la France et la zone euro indiquent que l'information contenue dans la courbe des taux est beaucoup trop faible pour prévoir les récessions ou la croissance. Par ailleurs, sur données plus récentes, ce lien est encore plus faible, voire disparaît, sur données américaines. La stabilité de l'inflation à un faible niveau peut être une des explications à l'affaiblissement de ce lien.

Références

- Artus P. et Kaabi M., 1994, « Structure par terme des taux d'intérêt et reprise économique », *Économie et prévision*, n° 112, 1994-1. pp. 87-99.
- Abdymomunov A., 2013, « Predicting output using the entire yield curve », *Journal of Macroeconomics*, n° 37, 333-344.
- Ang A., Piazzesi M. et Wei M., 2006, « What does the yield curve tell us about GDP growth? », *Journal of Econometrics*, 131(1-2), 359-403.
- Bernanke B. S., 1990, « On the Predictive Power of Interest Rates and Interest Rates Spread », *New England Economic Review of the Federal Reserve Bank of Boston*, septembre-novembre, p. 51-68.
- Blot, C. et Hubert, P., 2018, « Une analyse de la contribution de la politique monétaire à la croissance économique », *Revue de l'OFCE*, (5), 231-254.
- Chow G. C. et A. Lin 1971, « Best Linear Unbiased Interpolation, Distribution, and Extrapolation of Time Series by related Series », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 53, n° 4, p. 372-375.
- Denton F. T., 1971, « Adjustment of monthly or Quarterly Series to Annual Totals : An Approach based on Quadratic Minimization », *Journal of the American Statistical Association*, vol. 66, n° 333, p. 99-102.
- Duarte A., Venetis I. A. et Paya I., 2005, « Predicting real growth and the probability of recession in the Euro area using the yield spread », *International Journal of Forecasting*, 21(2), 261-277.
- Estrella A. et Hardouvelis G. A., 1991, « The term structure as a predictor of real economic activity », *The journal of Finance*, 46(2), 555-576.
- Estrella A. et Mishkin F. S., 1997, « The predictive power of the term structure of interest rates in Europe and the United States: Implications for the European Central Bank », *European Economic Review*, 41(7), 1375-1401.
- Estrella A. et Mishkin F. S., 1998, « Predicting US recessions: Financial variables as leading indicators », *Review of Economics and Statistics*, 80(1), 45-61.
- Fernández R., 1981, « A Methodological Note on the Estimation of Time Series », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 63, n° 3, 471-76.

- Ginsburgh V. A., 1973, « A Further Note on the Derivation of Quarterly Figures Consistent with Annual Data », *Applied Statistics*, vol. 22, n° 3, p. 368-374.
- Granger C., 1969, « Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods », *Econometrica*, vol. 37, n° 3, 424-38.
- Granger C et P. Newbold, 1974, « Spurious regressions in econometrics », *Journal of Econometrics*, vol. 2, n° 2, 111-120.
- Harvey C., 1988, « The Real Term Structure and Consumption Growth », *Journal of financial Economics*, n° 22, pp. 305-333.
- Litterman R., 1983, « A Random Walk, Markov Model for the Distribution of Time Series », *Journal of Business & Economic Statistics*, vol. 1, n° 2, 169-73.
- Liu W. et Moench E., 2016, « What predicts US recessions? », *International Journal of Forecasting*, 32(4), 1138-1150.
- Moneta F., 2005, « Does the yield spread predict recessions in the Euro area? », *International Finance*, 8(2), 263-301.
- Sédillot F., 2001, « La pente des taux contient-elle de l'information sur l'activité économique future ? » *Économie et prévision*, 141-157.

ANNEXE 1. Test de non-stationnarité

La première étape économétrique consiste à vérifier l'ordre d'intégration des séries. Le modèle classique de régression exige que les variables dépendantes et indépendantes d'une régression soient stationnaires afin d'éviter le problème de « spurious regression » (Granger et Newbold, 1974).

Nous utilisons trois tests pour vérifier l'ordre d'intégration des séries. Il s'agit du test Augmented Dickey-Fuller (ADF), du test Dickey Fuller GLS (DFGLS) et celui de Kwiatkowski – Phillips – Schmidt – Shin (KPSS). Les tests ADF et DFGLS ont comme hypothèse nulle que la variable a une racine unitaire tandis que le test KPSS fait l'hypothèse nulle inverse. Nous décidons de l'ordre d'intégration dès lors que deux des trois tests concordent avec un certain ordre d'intégration. Les résultats des tests de racine unitaire sont résumés dans le tableau A1.

Il ressort de cette analyse que le PIB et le taux court (à 3 mois) sont intégrés d'ordre 1 pour les trois zones concernées. Les *spreads* de taux, 10 ans par rapport à 3 mois ou 10 ans par rapport à 2 ans, sont stationnaires en niveau. Concernant les prix de consommation sous-jacents (core), ils ressortent intégrés d'ordre 2 pour les États-Unis et d'ordre 1 pour la zone euro et la France.

Tableau A1. Ordre d'intégration des séries mobilisées

	Test	Modèle	LM-Stat	Ordre d'intégration
États-Unis				
PIB	ADF	Différence & Drift	-11,816	I(1)
	DFGLS		-4,969	
	KPSS		0,677**	
Déflateur Core	ADF	Double Différence & Drift	-22,523	I(2)
	DFGLS		-20,249	
	KPSS		0,0218	
Taux 3 mois	ADF	Différence & Drift	-6,693	I(1)
	DFGLS		-2,091**	
	KPSS		0,0815	
Spread_10a3m	ADF	Niveau & Drift	-4,876	I(0)
	DFGLS		-4,811	
	KPSS		0,0682	
Spread_10a2a	ADF	Niveau & Drift	-3,517*	I(0)
	DFGLS		-3,298	
	KPSS		0,0604	

Tableau A1 (suite). Ordre d'intégration des séries mobilisées

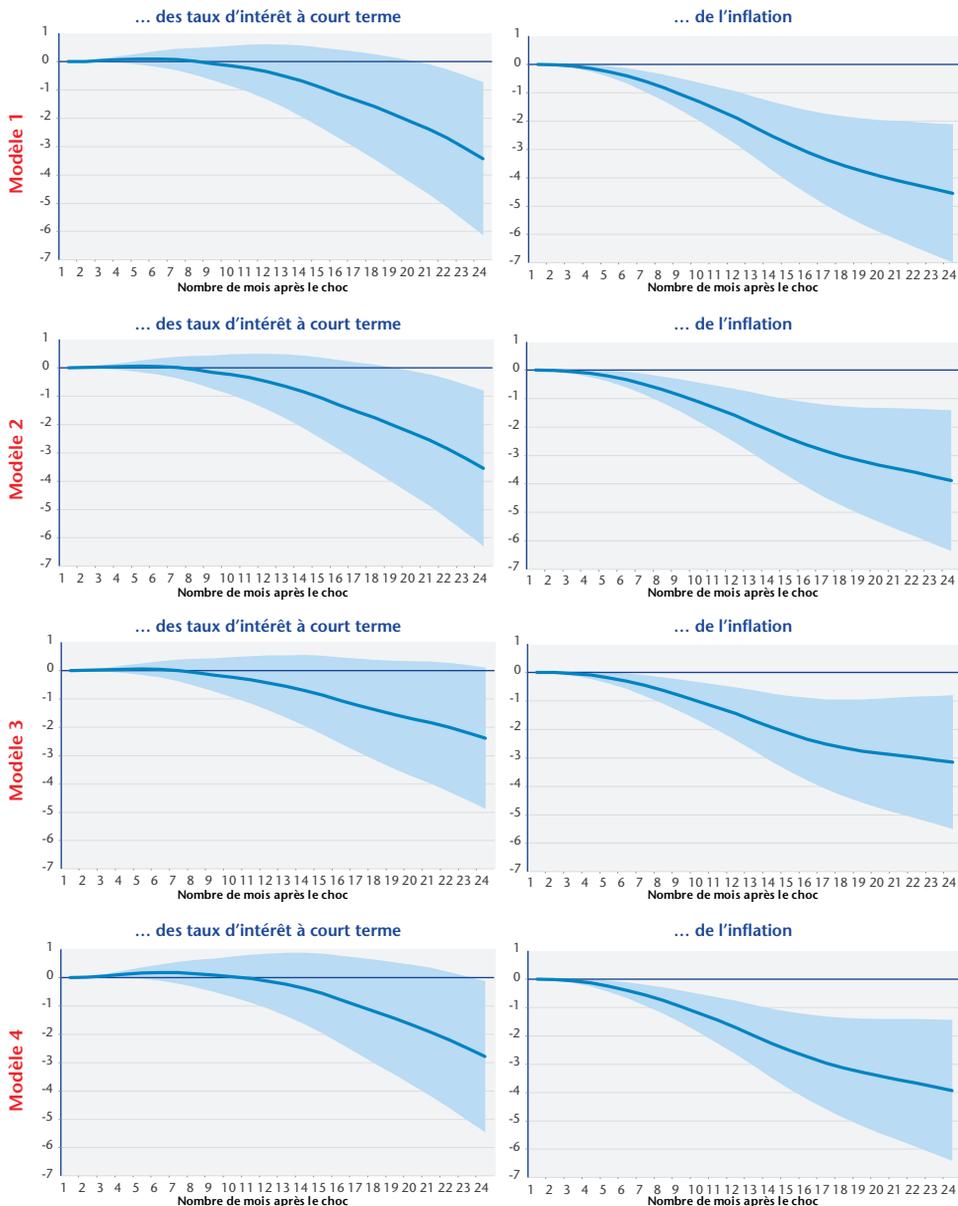
	Test	Modèle	LM-Stat	Ordre d'intégration
Zone euro				
PIB	ADF	Différence & Drift	-16,731	I(1)
	DFGLS		-16,724	
	KPSS		0,373*	
IPC Core	ADF	Double Différence & Drift	-3,289*	I(1)
	DFGLS		-2,198***	
	KPSS		0,2067	
Taux 3 mois	ADF	Différence & Drift	-7,813	I(1)
	DFGLS		-3,137	
	KPSS		0,0492	
Spread_10a3m	ADF	Niveau & Drift	-2,649**	I(0)
	DFGLS		-2,648	
	KPSS		0,0958	
Spread_10a2a	ADF	Niveau & Drift	-5,999	I(0)
	DFGLS		-3,934	
	KPSS		0,0611	
France				
PIB	ADF	Différence & Drift	-7,652	I(1)
	DFGLS		-3,008*	
	KPSS		0,1141	
IPC Core	ADF	Différence & Drift	-3,499	I(1)
	DFGLS		-3,467	
	KPSS		0,1909	
Taux 3 mois	ADF	Différence & Drift	-14,451	I(1)
	DFGLS		-2,417*	
	KPSS		0,0445	
Spread_10a3m	ADF	Niveau & Drift	-3,422*	I(0)
	DFGLS		-3,344*	
	KPSS		0,1950**	
Spread_10a2a	ADF	Niveau & Drift	-2,627**	I(0)
	DFGLS		-2,897*	
	KPSS		0,1491*	

*, **, *** signifie que le test n'est pas significatif à respectivement 1%, 5% et 10%

Source : Estimations OFCE.

ANNEXE 2.

Graphique A2. Réponses impulsionnelles (IRF) sur le taux de croissance annuel du PIB des États-Unis, pour la période 1958-2018, à la suite d'un choc d'un écart type d'innovation de...



Note de lecture : Ces graphiques retracent la réponse cumulée sur 24 mois d'un choc d'innovation d'un écart-type de la variable de taux d'intérêt à 3 mois et de la variation de l'inflation (ordre de Choleski) issue d'un VAR multivarié sur le taux de croissance annuelle du PIB. Le modèle VAR est estimé ici sur la période 1958-2018. L'aire en bleue représente l'intervalle de confiance à 90 %.

Source : Estimations des auteurs.

TENDANCES ET CYCLES DE PRODUCTIVITÉ PAR GRANDE BRANCHE MARCHANDE POUR L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

Bruno Ducoudré

Sciences Po, OFCE

Nous décomposons les demandes de travail par grande branche marchande (industrie, construction, services marchands) afin de mesurer les tendances de productivité sectorielles et leur évolution. Les estimations d'équations de demandes de facteur travail indiquent un ralentissement des gains de productivité tendanciels principalement dans l'industrie, cohérent avec la littérature existante. Conjugué à la baisse de la part de l'industrie dans l'emploi, cela explique 90 % de la baisse du taux de croissance de la productivité tendancielle depuis les années 1980. Sur la période récente, la tendance de productivité croîtrait à un rythme de 0,9 % par an (1,9 % par an dans l'industrie, 0,8 % dans les services et 0,1 % dans la construction).

Mots clés : productivité du travail, comparaisons sectorielles, cycles de productivité, filtre de Kalman.

Les économies développées sont confrontées à un ralentissement tendanciel des gains de productivité (Bergeaud, Cette et Lecat, 2016 ; Cette, Fernald et Mojon, 2016 ; Ducoudré et Heyer, 2017). Plusieurs hypothèses ont été avancées¹ pour expliquer ce ralentissement – déclin de l'investissement, mauvaise allocation des facteurs, qualité du travail dégradée, moindre diffusion des technologies entre les entreprises à la frontière de la productivité et les autres, phénomènes de « winner-takes all ».

Dans Ducoudré et Heyer (2017), nous avons estimé, pour 6 pays développés, une équation de demande de travail permettant de modé-

1. Cf. par exemple Beatriz, Marrakchi et Parlan de Waroquier de Puel (2018), CNP (2019) ou encore Ducoudré, Heyer et Plane (2017) pour une revue de littérature.

liser simultanément la tendance et le cycle de productivité sur l'ensemble du secteur marchand. Les résultats confirmaient le ralentissement des gains tendanciels de productivité, pour la France comme pour les États-Unis, l'Allemagne, le Royaume-Uni, l'Italie et l'Espagne. Pour rendre compte de ce ralentissement de la productivité tendancielle, nous nous étions appuyés sur une modélisation structurelle des facteurs de production depuis le début des années 1980. Celle-ci permettait d'explicitier la fonction de demande de travail de la part des entreprises, et partant, de décomposer l'évolution de la productivité entre une composante tendancielle et une composante cyclique, en tenant compte des autres facteurs pouvant affecter la demande de travail (activité économique, coût du travail et durée du travail).

Dans cette étude, nous prolongeons l'analyse tendance/cycle de productivité pour l'économie française en décomposant les demandes de travail par grande branche marchande² (industrie, construction, services marchands). Nous cherchons à mesurer la tendance de productivité et son évolution afin de caractériser le ralentissement de la productivité pour la France et de mettre en évidence la contribution des branches à ce ralentissement. Conformément à la littérature théorique et empirique existante (Duarte et Restuccia, 2010), les gains de productivité sont attendus plus élevés dans l'industrie, là où les tâches routinières conduisent au remplacement des emplois par les machines et où les innovations de produits, managériales et organisationnelles permettent des gains de productivité plus élevés relativement aux autres secteurs.

Comptablement, le ralentissement de la productivité peut provenir de deux effets : 1. un effet provenant du ralentissement partagé par l'ensemble des branches ; 2. un effet de composition : dès lors que les gains de productivité sont plus élevés dans l'industrie, mais que ce secteur voit sa part dans l'emploi et la VA diminuer au cours du temps³, les gains de productivité des branches marchandes prises dans leur ensemble diminuent, toutes choses égales par ailleurs.

Notre étude doit aussi permettre d'affiner le diagnostic conjoncturel sur l'emploi par branche. De fait, les comportements de demande de

2. La demande de travail est ici considérée comme homogène par branche : nous ne traitons pas des questions d'éducation ni d'hétérogénéité de la main-d'œuvre et du capital.

3. Du fait des décisions de localisation / délocalisation de la production des firmes à l'étranger, d'une demande intérieure atone ou encore de pertes de parts de marché à l'exportation ou sur le marché intérieur face à la concurrence étrangère.

travail peuvent différer selon les branches. Ces divergences portent notamment sur le type de main-d'œuvre (travail qualifié/non qualifié) et la sensibilité au coût du travail, ou sur les modalités d'ajustement de la main-d'œuvre aux variations de l'activité (délais d'ajustement, ajustements internes *via* la modulation de la durée du travail ou ajustement externe *via* la modification du stock d'emplois). Les cycles d'activité peuvent aussi être de durées et d'amplieurs différentes selon les branches, selon qu'elles sont plus ou moins exposées à la conjoncture internationale ou qu'elles connaissent des spécificités propres, les cycles d'activité dans la construction pouvant être plus longs.

Après avoir présenté le modèle théorique et la méthode d'estimation, nous présentons les résultats des estimations. Ceux-ci mettent en évidence un ralentissement des gains de productivité tendanciels principalement dans l'industrie. Conjugué à la baisse de la part de l'industrie dans l'emploi, cela explique 90 % de la baisse du taux de croissance de la productivité tendancielle depuis les années 1980. La tendance de productivité croîtrait à un rythme de 0,9 % par an sur la période récente (1,9 % par an dans l'industrie, 0,8 % dans les services et 0,1 % dans la construction). Fin 2018, le cycle de productivité serait refermé en moyenne dans les branches marchandes non agricoles.

1. Le modèle théorique

Pour mesurer le niveau souhaité des capacités de production par les entreprises, nous calculons des équations de demandes de facteur travail par grande branche marchande (industrie, construction, services marchands). Celles-ci sont dérivées d'une fonction de production de type CES, suivant Allard-Prigent *et al.* (2002), qui implique que l'élasticité de substitution soit commune aux deux équations de demandes de facteurs par branche et constante entre le capital et le travail. Les rendements d'échelle sont supposés constants et il y a une relation de proportionnalité stricte entre d'une part les quantités que les entreprises envisagent de produire, et d'autre part le volume « optimal » de facteurs de production dont elles souhaitent disposer.

Le cadre théorique sous-jacent aux relations de long terme des demandes de facteurs de production spécifie le comportement de maximisation du profit des entreprises (*i*) de la branche (*s*) en concurrence monopolistique en tenant compte des possibilités techniques de production et de la courbe de demande.

$$\text{Max}_{P_{i,s}, Y_{i,s}, L_{i,s}, K_{i,s}} P_{i,s} Y_i - W L_{i,s} - C_{k,s} K_{i,s}$$

Sous la contrainte $Y_{i,s} = F_{i,s}(K_{i,s}, L_{i,s})$

Et $Y_{i,s} = Y_{i,s}^d(P_{i,s}, P)$

Les n biens et services sont supposés produits à partir d'une technologie à rendement d'échelle unitaire, à l'aide de 2 facteurs de production par branche – le travail (L) et le capital (K) – selon des fonctions à élasticité de substitution constante (CES).

$$Y_{i,s} = F_{i,s}(K_{i,s}, L_{i,s}) = \left[a_s K_{i,s}^{1-1/\sigma_s} + (1 - a_s) (E L_{i,s})^{1-1/\sigma_s} \right]^{\sigma_s / (\sigma_s - 1)}$$

Dans cette équation, E représente la productivité, σ_s représente l'élasticité de substitution spécifique à chaque branche et supposée constante entre le capital et le travail.

Les producteurs sont en concurrence monopolistique et font face à une demande caractérisée par une élasticité de substitution (η) constante entre les différentes variétés de produit.

$$Y_i = Y_i^d(P_i, P) = \frac{Y}{n} \left(\frac{P_i}{P} \right)^{-\eta}$$

La résolution du programme de maximisation du profit par les producteurs conduit aux équations de demande de facteurs⁴. Par la suite, les équations sont log-linéarisées et les minuscules désignent les logarithmes des variables définies par les majuscules correspondantes.

La demande de travail s'écrit alors :

$$l_s + e_s = y_s - \sigma_s(w_s - e_s - p_s)$$

La demande de travail est augmentée de la durée du travail, hl_s :

$$l_s + e_s = y_s - \sigma_s(w_s - e_s - p_s) - \beta_s(hl_s)$$

Dans le long terme de l'équation d'emploi, l'élasticité de substitution entre le capital et le travail s'apparente donc à l'élasticité de l'emploi au coût du travail.

De la même manière, la demande de capital s'écrit :

$$k_s = y_s - \sigma_s(ck_s - p_s)$$

4. Pour simplifier, on fait l'hypothèse d'absence de substituabilité des facteurs de production entre branches : ainsi la demande de travail dans la branche s ne dépend pas du coût relatif des facteurs de production entre les branches.

w_s , p_s et ck_s représentant respectivement le coût nominal du travail (salaire horaire super-brut), le prix de valeur ajoutée et le coût nominal du capital, toujours en logarithme, pour la branche (s).

L'égalisation de la valeur ajoutée totale à la somme des valeurs ajoutées des entreprises aboutit à la détermination de l'indice des prix en fonction des coûts nominaux des facteurs de production.

On obtient alors l'équation de détermination du prix de la valeur ajoutée suivante, toujours en logarithme et après élimination des constantes :

$$p_s = \alpha_s(w_s - e_s) + (1 - \alpha_s)ck_s$$

Le prix de valeur ajoutée s'ajuste pour une part sur le coût du travail, pour l'autre part sur le coût du capital.

Selon ce modèle, la demande de travail dans une branche croît à long terme de façon unitaire avec la production et est une fonction négative de la productivité du travail et du coût réel du travail rapporté à la tendance de la productivité que multiplie l'élasticité de substitution capital-travail. Symétriquement, la demande de capital productif croît à long terme de façon unitaire avec la production et est une fonction négative du coût réel du capital que multiplie l'élasticité de substitution capital-travail. Le coût du travail et le coût du capital sont déflatés des prix de valeur ajoutée qui, dans le modèle théorique, sont égaux à la somme pondérée du coût du capital et du travail corrigée de la tendance de productivité. Notons que cette modélisation décompose l'économie en secteurs sans toutefois introduire de lien entre les secteurs. D'une part, l'*output* d'un secteur ne constitue pas l'*input* d'un autre secteur. D'autre part, le travail et le capital ne sont pas mobiles d'un secteur à l'autre. Par la suite nous nous concentrons uniquement sur les équations de demande de travail.

1.1. Définition des variables

La demande de travail est mesurée en effectifs de salariés de l'industrie (branches BE), de la construction (branche F) et des services marchands (branches G à MN et RU). Les effectifs intérimaires ont été ventilés par branche utilisatrice à partir des données d'emploi intérimaire de l'Insee. Le volume d'heures travaillées, la productivité du travail et la masse salariale ont été corrigés en conséquence. Conformément au modèle théorique, l'élasticité entre la valeur ajoutée des branches marchandes et les demandes de travail est contrainte unitaire.

rement à long terme. Les prix sont ceux de la valeur ajoutée des branches considérées.

Le coût du travail est mesuré comme le salaire horaire moyen versé par les entreprises de la branche, y compris les cotisations sociales patronales. Toutes choses égales par ailleurs, la hausse du coût du travail accroît le prix du travail relativement à celui du capital, entraînant une modification, à production donnée, de la combinaison capital-travail plus favorable au capital et moins au travail.

Les estimations sont enrichies par rapport au modèle structurel de façon à améliorer les relations de cointégration et la significativité des coefficients. Nous avons ajouté comme variable de long terme la durée du travail. Avec une productivité marginale décroissante, toute baisse de la durée du travail accroît la productivité horaire moyenne du travail mais l'élasticité de la durée du travail à la productivité horaire est généralement inférieure à l'unité (Cochard, Cornilleau et Heyer, 2010), c'est-à-dire qu'une baisse de la durée du travail n'est pas intégralement compensée par une hausse de la productivité horaire, induisant mécaniquement une baisse de la productivité par tête.

Les travaux existants recourent généralement à une modélisation de la tendance de productivité sous la forme d'un *trend* log-linéaire avec des ruptures éventuelles. Cette modélisation a l'inconvénient de postuler des dates de rupture de tendance de manière ad-hoc, les tests de rupture aboutissant souvent à des résultats contradictoires selon la période retenue pour le test et le nombre de ruptures possibles (Ducoudré et Plane, 2015). Nous avons préféré écrire les équations de demandes de travail sous la forme de modèles espace-état, dans lesquels la tendance de productivité peut varier lentement au cours du temps, afin de prendre en compte des effets autres que ceux captés par le coût du travail ou la durée du travail respectifs à chaque branche.

1.2. Une représentation espace-état des demandes de travail par branche

L'équation de demande de travail s'écrit pour chaque branche s :

$$(1) \text{dlog } L_{s,t} = \alpha_{1,s} \times \text{dlog } L_{s,t-1} + \alpha_{2,s} \times \text{dlog } Q_{s,t} + \alpha_{3,s} \times d \log HL_{s,t} + \alpha_{4,s} \times d \log C_{L,s,t} - \lambda \left(\log \left(\frac{Q_{s,t-1}}{L_{s,t-1}} \right) - \beta_{1,s} \log \left(\frac{C_{s,L,t-1}}{P_{s,t-1}} \right) - \beta_{2,s} \log HL_{s,t-1} - \bar{\pi}_{s,t-1} - c \right) + \varepsilon_{s,t}$$

relation de long terme

Avec

- L représentant l'emploi salarié de la branche considérée ;
- Q représentant la valeur ajoutée de la branche considérée ;
- HL représentant la durée du travail trimestrielle moyenne par salarié de la branche considérée ;
- C_L représentant le salaire horaire super-brut de la branche considérée ;
- P représentant l'indice de prix de la valeur ajoutée de la branche considérée ;
- t représentant l'indice de temps ;
- c représentant la constante ;
- $\tilde{\Pi}$ représentant la tendance de productivité inobservée (en logarithme) de la branche considérée hors effets coût et durée du travail.

L'équation d'emploi et la tendance de productivité sont estimées simultanément par un filtre de Kalman. L'équation d'emploi constitue l'équation de signal et les équations d'état s'écrivent :

$$(2) \text{ État(1) : } \tilde{\Pi}_t = \tilde{\Pi}_{t-1} + Z_{t-1} + v_{1,t}$$

(tendance de productivité de la branche)

$$(3) \text{ État(2) : } Z_t = Z_{t-1} + v_{2,t}$$

(taux de croissance tendanciel de la productivité de la branche)

avec Z représentant le taux de croissance tendanciel inobservé de la productivité $\tilde{\Pi}$ de la branche.

Les équations d'état représentent la productivité tendancielle hors effets du coût du travail et de la durée du travail en niveau (équation (2)) et en taux de croissance (équation (3)). On suppose, pour chaque branche, que des chocs de natures différentes affectent $\tilde{\Pi}$ et Z . v_1 représente tout ce qui affecte de manière permanente le niveau de la productivité tendancielle. v_2 représente tout ce qui affecte de manière permanente le taux de croissance de la productivité tendancielle.

À long terme, la productivité dépend d'une tendance (hors effets du coût du travail et de la durée du travail) qui se modifie lentement au court du temps, de la durée du travail et du coût du travail de la branche. La dynamique de court terme de l'emploi dans la branche intègre quant à elle la variation présente de ces mêmes variables et de la valeur ajoutée de la branche et la variation passée de l'emploi de la branche.

1.3. Calibration des ratios signal-bruit

Les équations d'état du modèle incluent deux types de chocs. v_1 représente les chocs affectant la productivité tendancielle en niveau. Ce type de choc affecte de manière transitoire le taux de croissance de la productivité. Il peut résulter par exemple de la mise en œuvre de mesures ciblées de baisse du coût du travail, qui peuvent avoir une élasticité spécifique différente de l'élasticité macroéconomique estimée de l'emploi au coût du travail. Typiquement, dans le cas de la France, une mesure d'allègement de cotisations sociales ciblée sur les bas salaires impliquerait une élasticité de l'emploi au coût du travail propre à cette mesure supérieure à l'élasticité macroéconomique, dès lors que la sensibilité de l'emploi à son coût est plus élevée au voisinage du smic. L'effet différentiel transitoire de cette mesure de baisse du coût du travail sur l'emploi peut être spécifique à chaque branche, selon la répartition des salariés par tranche de salaires dans les branches. Cet effet devrait se retrouver dans v_1 .

v_2 représente les chocs affectant le taux de croissance de la productivité tendancielle. C'est ce type de choc que nous cherchons à identifier afin d'en déduire l'évolution au cours du temps du taux de croissance de la productivité tendancielle du travail dans chaque branche.

Par construction la variance estimée de v_2 devrait être relativement faible par rapport aux autres paramètres de variances. L'estimation du modèle par le filtre de Kalman conduit toutefois à devoir fixer les variances relatives des chocs par rapport à la variance estimée pour le terme d'erreur ε_t de l'équation de signal. Ce problème est commun à l'utilisation du filtre de Kalman pour l'estimation de variables inobservables (Heyer *et al.*, 2005).

Les six ratios signal/bruit ont donc été calibrés selon un double critère. Le premier impose une variance plus faible de la productivité tendancielle en niveau par rapport à la productivité observée $\sigma_{v_1}^2 < \sigma_\varepsilon^2$ et une variance encore plus faible du taux de croissance de la productivité tendancielle $\sigma_{v_2}^2 < \sigma_{v_1}^2$. Cela revient à poser la double hypothèse que 1) la productivité tendancielle est moins volatile que la productivité observée (notamment du fait du cycle de productivité), et 2) les chocs affectant de façon permanente le taux de croissance de la productivité tendancielle sont d'une amplitude encore plus faible (les différents facteurs possible affectant le taux de croissance de la productivité tendancielle se diffuseraient lentement dans le temps). C'est ce

critère qui permet de décomposer entre les chocs affectant la productivité tendancielle en niveau et ceux affectant son taux de croissance. Le second critère consiste à retenir pour les six ratios signal/bruit des valeurs compatibles avec des élasticité estimées ayant un signe cohérent avec le modèle théorique sous-jacent et une force de rappel des modèles à correction d'erreur significative.

2. L'industrie à la source du ralentissement des gains de productivité

Les résultats des estimations pour les trois secteurs considérés – industrie, construction, services – sont résumés dans le tableau 1. Les forces de rappel sont statistiquement significatives pour l'industrie et les services. Pour la construction, la durée plus longue du cycle rend plus difficile la mise en évidence d'une force de rappel statistiquement significative⁵. Pour les trois secteurs étudiés, le signe des coefficients estimés est conforme à l'intuition : à long terme, une augmentation du coût du travail ou de la durée se traduit par une baisse de l'emploi. L'élasticité-coût du travail à l'emploi est comprise entre -0,20 dans les services marchands et -0,54 pour la construction. Le niveau de l'élasticité-coût du travail à l'emploi dans l'industrie est au niveau de celle estimée pour les services, mais on s'attendrait à une élasticité plus faible dans l'industrie, les salaires y étant en moyenne plus élevés⁶. Au niveau du secteur marchand non agricole, la sensibilité de la demande de travail à son coût est proche de -0,24, et similaire à celle évaluée dans d'autres travaux économétriques (Cochard *et al.*, 2010 ; Ducoudré et Plane, 2015 ; Ducoudré et Heyer, 2017). Quant à l'élasticité de l'emploi à la durée du travail, elle vaut 0,54 dans les services marchands et 0,65 dans la construction. Dans ces secteurs, une augmentation de la durée du travail provoque une baisse de l'emploi et de la productivité horaire. Cette élasticité est contrainte à 0 pour l'industrie, une estimation libre de ce coefficient aboutissant à un coefficient négatif (une hausse de la durée du travail entraînerait une baisse de la productivité par tête), ce qui nous est apparu contraire à l'intuition⁷.

5. Sur la base des tables de Ericsson et MacKinnon (2002).

6. Les périodes d'estimation sont toutefois différentes. En commençant l'estimation en 1981, l'élasticité-coût du travail à l'emploi est proche de 0 pour l'industrie tandis qu'elle se maintient autour de -0,2 pour les services si on débute l'estimation en 1983 pour ce secteur.

7. Cela peut aussi provenir des modifications de définition de la durée du travail rémunérée intervenues lors des négociations collectives portant sur la baisse du temps de travail au sein des branches ou des entreprises, notamment au moment du passage aux 35 heures.

Tableau 1. Résultats – équations de demande de travail

	Industrie	Construction	Services marchands
Période d'estimation	1983-2015	1981-2015	1981-2015
Force de rappel			
λ	-0,10 (-4,33)	-0,04*** (-2,80)	-0,11 (-5,00)
Élasticités de long terme			
β_1 – Coût du travail	0,22 (0,96)	0,54 (2,23)	0,20 (1,21)
β_2 – Durée du travail	0,0 (c)	0,65 (0,70)	0,54 (1,67)
Dernière tendance estimée (%) $Z_t / [\lambda \times (1 - \beta_1)] \times 400$	1,95	0,16	0,75
Élasticités de court terme			
α_1 – emploi retardé	0,29 (4,60)	0,51 (8,85)	0,38 (6,17)
α_2 – valeur ajoutée	0,26 (8,85)	0,26 (8,13)	0,19 (4,86)
α_3 – durée du travail	0,0*** (0,03)	-0,20* (-2,08)	-0,15 (-2,97)
α_4 – coût du travail	-0,06 (-2,05)	-0,08* (-1,99)	0 ns
Variances et tests			
σ_ε^2	$6,10^{-6}$	$1,10^{-5}$	$2,10^{-6}$
$\sigma_{v_1}^2 / \sigma_\varepsilon^2$	0,06 (c)	0,01 (c)	0,06 (c)
$\sigma_{v_2}^2 / \sigma_\varepsilon^2$	0,00008 (c)	0,000003 (c)	0,00003 (c)
Likelihood	546,62	559,07	633,15
Akaike	-8,16	-7,80	-8,93
Schwarz	-7,99	-7,53	-8,76
Hannan-Quinn	-8,09	-7,69	-8,86

Note : z-stat des paramètres entre parenthèses. (c) : paramètre contraint ; (ns) : non significatif, variable exclue de l'estimation.

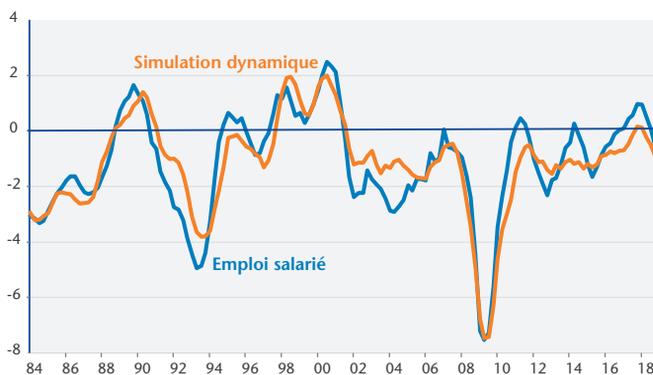
***, **, * : non significatif au seuil de 10 %, 5 %, 1 %. La significativité n'est pas renseignée pour les élasticités de long terme puisque les statistiques explicatives de long terme ne suivent pas une loi de Student.

Source : calculs de l'auteur.

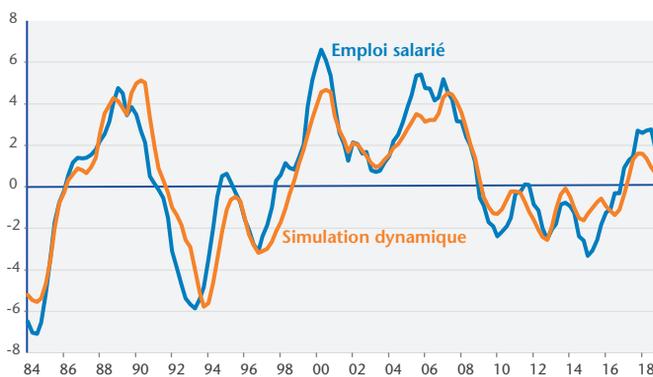
Les simulations dynamiques de l'emploi obtenues à partir des équations estimées indiquent dans quelle mesure les modèles estimés permettent de rendre compte des évolutions observées de l'emploi sur l'ensemble de la période d'estimation. Ces simulations donnent des résultats globalement satisfaisants (cf. graphique 1, graphique 2 et graphique 3).

Graphique 1. Emploi observé et simulé – Industrie

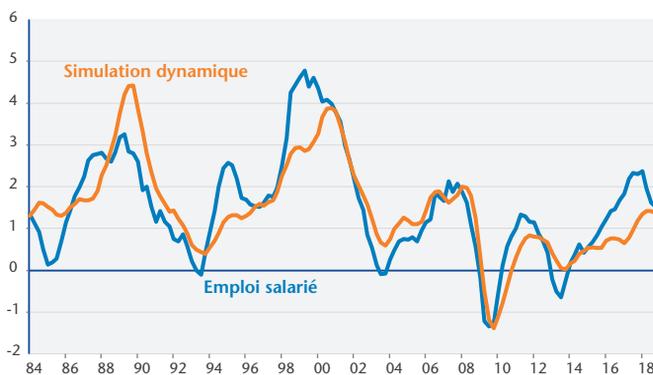
Glissement annuel – En pourcentage



Graphique 2. Emploi observé et simulé – Construction



Graphique 3. Emploi observé et simulé – Services



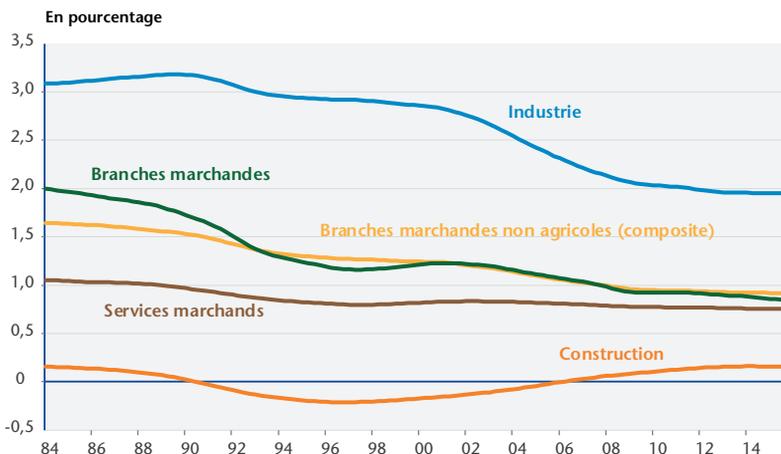
Sources : calculs de l'auteur.

2.1. Les tendances de productivité par branche

Le taux de croissance de la productivité tendancielle baisse lentement depuis les années 1980. La tendance de productivité, estimée à 3,1 % dans l'industrie pendant les années 1980, diminue à peine au cours des années 1990 (-0,1 point), puis diminue plus franchement pour atteindre 1,9 % en fin de période (cf. tableau 2). Dans les services marchands, la productivité tendancielle décroît de 0,2 point entre les décennies 80 et 90, pour se stabiliser à 0,8 % de gains par an. Les gains de productivité dans la construction restent proches de 0 tout au long de la période d'estimation, avec un passage en territoire négatif entre 1992 et 2005, passage qui pourrait s'expliquer par une régularisation progressive du travail non déclaré dans ce secteur, au fil de la montée en charge des allègements de cotisations sociales. En fin de période, les gains tendanciels de productivité sont estimés en moyenne à 0,1 % par an.

Sur l'ensemble de la période, la baisse des gains tendanciels de productivité provient à plus de 90 % de l'industrie, le reste provenant des services marchands. Au sein de l'industrie, la décomposition entre effets structure des emplois et ralentissement des gains de productivité indique que les deux tiers de la contribution proviennent du ralentissement des gains tendanciels dans cette branche, le tiers restant provenant de la baisse de la part des emplois industriels dans l'emploi total.

Graphique 4. Gains tendanciels de productivité horaire



Note : gains tendanciels de productivité horaire en rythme annuel. Pour les branches marchandes non agricoles, il s'agit d'une moyenne des tendances de productivité dans les branches pondérée par l'emploi de chaque branche.

Sources : calculs de l'auteur.

Tableau 2. Résultats – équations de demande de travail

Gains de productivité tendanciels moyens				
Période	Industrie	Construction	Services	SMNA
1983-1989	3,1	0,0	1,0	1,6
1990-1999	3,0	-0,2	0,8	1,3
2000-2009	2,4	-0,1	0,8	1,1
2010-2015	2,0	0,1	0,8	0,9

Contributions à l'évolution de la productivité tendancielle du SMNA				
Période	Industrie	Construction	Services	SMNA
1990-1999	-0,2	0,0	-0,1	-0,3
2000-2009	-0,3	0,0	0,0	-0,2
2010-2015	-0,2	0,0	0,0	-0,2

Dont variation de l'emploi				
Période	Industrie	Construction	Services	SMNA
1990-1999	-0,1	0,0	0,1	-0,1
2000-2009	-0,1	0,0	0,0	-0,1
2010-2015	-0,1	0,0	0,0	-0,1

Dont variation de la productivité tendancielle				
Période	Industrie	Construction	Services	SMNA
1990-1999	0,0	0,0	-0,1	-0,2
2000-2009	-0,1	0,0	0,0	-0,2
2010-2015	-0,1	0,0	0,0	-0,1

Sources : calculs de l'auteur.

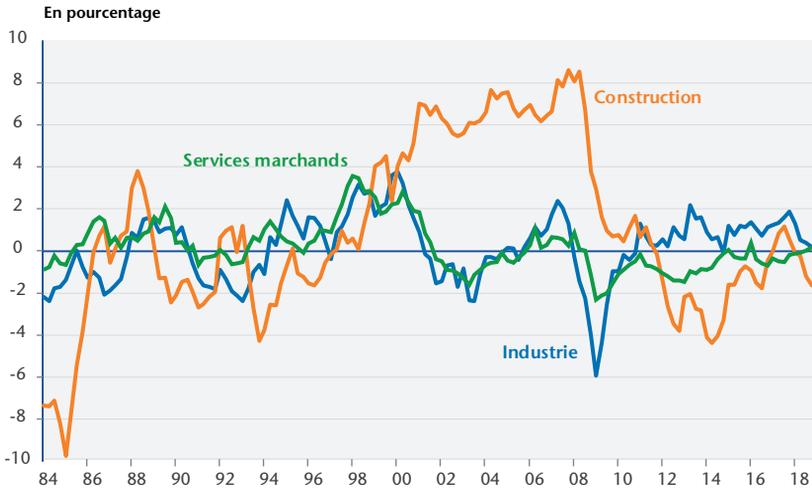
2.2. Les cycles de productivité par branche

Nous calculons les cycles de productivité pour chacune des branches. Ces cycles sont ici définis comme l'écart entre la productivité observée $\Pi_t = Q_t / L_t$ et la cible $\bar{\Pi}_t$ définie par le modèle à correction d'erreur (MCE). La productivité tendancielle, y compris effets coût et durée du travail s'écrit :

$$\bar{\Pi}_t = \tilde{\Pi}_t + \beta_1 \cdot \log \left(\frac{C_{L,t}}{P_t} \right) + (\beta_2) \cdot \log HL_t$$

On fait également l'hypothèse que le cycle de productivité est nul en moyenne sur la période d'estimation. Les cycles de productivité sont représentés dans le graphique 5.

Graphique 5. Cycles de productivité



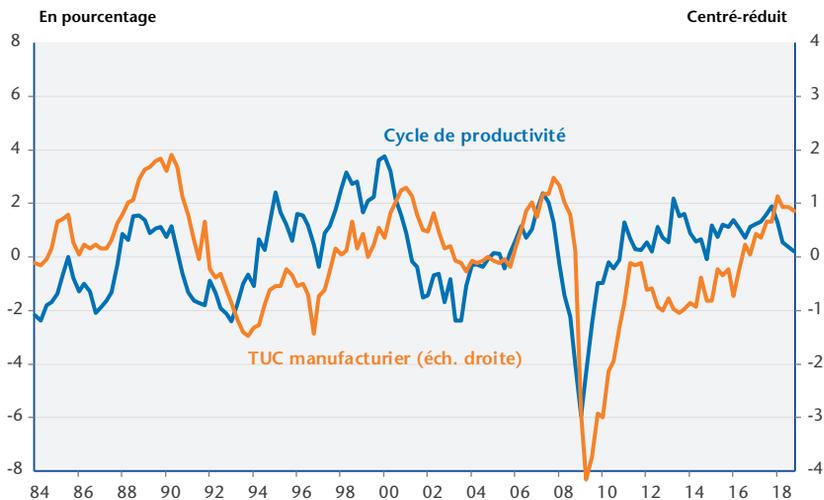
Note : écart à la productivité tendancielle.

Sources : calculs de l'auteur.

Les cycles de productivité présentent le plus de fluctuations pour le secteur de la construction. Le calcul des délais moyens d'ajustement (DMA) de l'emploi à la demande indique un délai d'ajustement de 5,6 trimestres pour cette branche. Le cycle fluctue beaucoup moins pour l'industrie et les services, indiquant une vitesse d'ajustement de l'emploi à l'activité économique plus rapide pour ces deux branches, ce que confirment les délais moyens d'ajustement à la demande (respectivement 4,4 et 4,1 trimestres). Les DMA sont toutefois plus élevés que celui obtenu par estimation directe du cycle sur le champ marchand (3,2 trimestres). Le cycle de productivité dans l'industrie est en phase avec les tensions sur l'appareil productif dans le secteur manufacturier (graphique 6), de même que le cycle de productivité dans la construction présente des évolutions semblables au taux d'utilisation des capacités de production (TUC) dans l'industrie du bâtiment⁸ (graphique 7).

8. Il existe des écarts de champs : le TUC manufacturier provient de l'enquête de conjoncture dans l'industrie, qui couvre l'industrie manufacturière et les industries extractives ; divisions 08 à 33 de la NAF Rév. 2 (hors 08.92Z, 09.10Z, 12, 19.10Z, 30.40Z). Le TUC dans l'industrie du bâtiment couvre les secteurs définis par les codes de la nomenclature d'activité française (NAF rév.2) suivants : construction de bâtiments résidentiels et non résidentiels (code 41.2) ; travaux d'installation électrique, plomberie et autres - travaux d'installation (code 43.2) ; travaux de finition (code 43.3) ; autres travaux de construction spécialisés (code 43.9). Il ne couvre pas notamment une partie des activités de travaux publics (notamment les activités répertoriées par les codes NAF 42.1, 42.2, 42.9, 4312A, 4312B, 4313Z, 4321B).

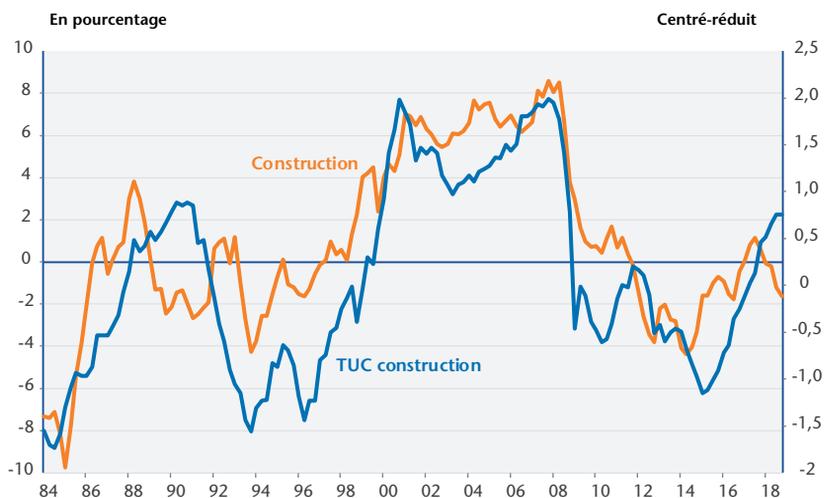
Graphique 6. Cycle de productivité dans l'industrie et taux d'utilisation des capacités de production



Note : productivité en écart à la productivité tendancielle.

Sources : calculs de l'auteur.

Graphique 7. Cycle de productivité dans la construction et taux d'utilisation des capacités de production

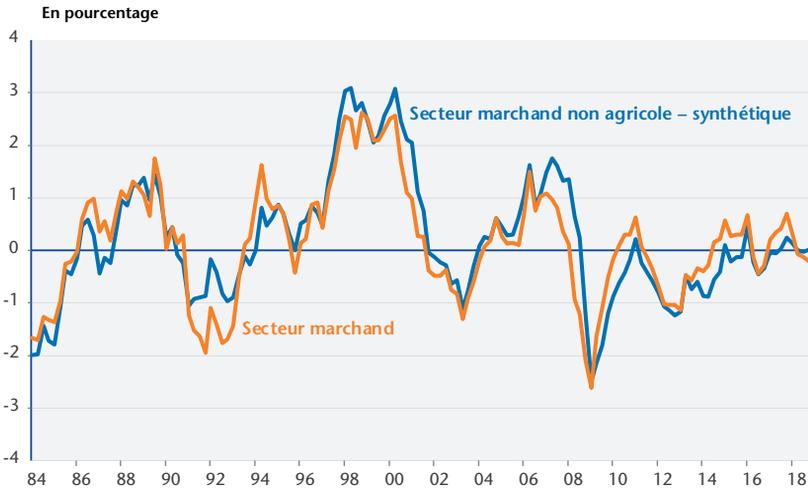


Note : productivité en écart à la productivité tendancielle.

Sources : calculs de l'auteur.

Globalement, au quatrième trimestre 2018 les estimations indiquent que le cycle de productivité serait légèrement positif dans les services (+0,2 %), plus largement dans l'industrie (+0,8 %) tandis qu'il continuerait de se creuser dans la construction (-1,6 %). Au niveau du secteur marchand non agricole (SMNA), le cycle de productivité serait refermé au quatrième trimestre 2018 (graphique 8), ce qui est en ligne avec l'estimation du cycle de productivité obtenue directement sur le champ des biens et services marchands (Ducoudré et Heyer, 2017).

Graphique 8. Cycles de productivité SMNA synthétique et branches marchandes



Note : écart à la productivité tendancielle.

Sources : calculs de l'auteur.

3. Conclusion

Dans cette étude, nous avons estimé des équations de demande de travail par grande branche pour l'économie française, en décomposant et en estimant les tendances et les cycles de productivité. L'intérêt de la méthode est multiple. Elle permet d'estimer les gains de productivité tendanciels et leur évolution au cours du temps, sans recourir aux traditionnelles ruptures de tendances. Elle permet également d'affiner le diagnostic conjoncturel sur l'emploi salarié marchand, en dégagant plus finement les branches en sur- ou sous-effectif, tout en prenant en compte les différences de sensibilité des demandes de travail au coût et à la durée du travail et les délais moyens d'ajustement. La méthode permet enfin d'identifier les branches à l'origine du ralentissement de

la productivité tendancielle, l'industrie restant une branche dans laquelle les gains de productivité sont importants, mais dont le ralentissement a le plus contribué à faire baisser les gains de productivité tendanciels au niveau de l'ensemble de l'économie.

Bien sûr, nos résultats n'identifient pas les sources du ralentissement des gains tendanciels, mais la méthode peut être prolongée pour inclure des déterminants structurels de l'évolution des tendances de productivité (par exemple le montant des allègements de cotisations sociales patronales), ou de l'évolution des gains de productivité tels que la part des diplômés du supérieur dans l'emploi, la part des dépenses en recherche et développement ou d'autres variables potentiellement explicatives de l'évolution des gains de productivité sectoriels.

Enfin, la méthode repose sur une calibration des ratios signal-bruit, et un travail d'étude de la sensibilité des résultats à cette calibration devra être mené à l'avenir. Dans le cadre du développement des outils utilisés lors de l'exercice semestriel de prévision, il pourrait aussi être intéressant de considérer les interdépendances sectorielles et ainsi distinguer les secteurs « leaders » des secteurs « followers ». L'analyse pourrait également être étendue à d'autres pays.

Références

- Allard-Prigent C., C. Audenis, K. Berger, N. Carnot, S. Duchêne et F. Pesin, 2002, « Présentation du modèle MESANGE », *Document de travail, Direction de la Prévision*, MINEFI.
- Beatriz M., A. Marrakchi et S. Parlan de Waroquier de Puel, 2018, « Ralentissement de la productivité du travail et prévision de l'emploi en France », *Note de conjoncture*, INSEE.
- Bergeaud A., G. Cette et R. Lecat, 2016, « Productivity Trends in Advanced Countries between 1890 and 2012 », *Review of Income and Wealth*, vol. 62, n° 3, pp. 420-444.
- Cette G., J. Fernald et B. Mojon, 2016, « The pre-Great Recession slowdown in productivity », *European Economic Review*, vol. 88, pp. 3-20.
- CNP, 2019, « Productivité et compétitivité : où en est la France dans la zone euro ? », *Premier rapport du Conseil National de Productivité*.
- Cochard M., G. Cornilleau et É. Heyer, 2010, « Les marchés du travail dans la crise », *Économie et statistique*, vol. 438, n° 1, pp. 181-204.

- Duarte M. et D. Restuccia, 2010, « The role of the structural transformation in aggregate productivity », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 125, n° 1, pp. 129-173.
- Ducoudré B., É. Heyer et M. Plane, 2017, « Que nous apprennent les données de branches sur les premiers effets du CICE ? Évaluation pour la période 2014-2015t2 », *Economie et Prevision*, vol. 211-212, n° 2-3.
- Ducoudré B. et É. Heyer, 2017, « Quel nouveau sentier de croissance de la productivité du travail ? Une analyse pour six grands pays développés », *Revue de l'OFCE*, vol. 152, n° 3.
- Ducoudré B. et M. Plane, 2015, « Les demandes de facteurs de production en France », *Revue de l'OFCE*, n° 6, pp. 21-53.
- Ericsson N.R. et J. G. MacKinnon, 2002, « Distributions of error correction tests for cointegration », *Econometrics Journal*, vol. 5, n° 2, pp. 285-318.
- Heyer É., F. Reynès et H. Sterdyniak, 2005, « Variables observables et inobservables dans la théorie du taux de chômage d'équilibre. Une comparaison France/États-Unis », *Revue économique*, vol. 56, n° 3, pp. 593-603.

DÉBAT SUR LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES À COURT TERME D'AVRIL 2019

Participants au débat :

Sébastien Jean : *Directeur du CEPII*

Philippe Waechter : *Chef économiste – Ostrum Asset Management*

Christophe Blot, Éric Heyer, Xavier Ragot, Xavier Timbeau : *OFCE*

Monde

Xavier Ragot : Nous commençons par la conjoncture internationale. Je vous sou mets quelques questions qui servent à mettre nos propres analyses en perspective, selon vous : pensez-vous que la guerre commerciale va se poursuivre ? L'aplatissement de la courbe des taux suggère-t-il un risque de récession aux États-Unis ? Le risque de crise financière est-il plus important aujourd'hui ? Jusqu'où ira le ralentissement de l'économie chinoise ?

Sébastien Jean : Avant de répondre à ces questions, il est utile de se demander quelles sont les principales sources d'incertitudes dans l'économie mondiale. Bien sûr la guerre commerciale en fait partie, mais plus largement, les États-Unis sont aujourd'hui une source d'incertitude importante : d'une part on peut craindre une décélération de la croissance et d'autre part ce retournement potentiel peut être très brutal étant donné le peu de marge dont disposent les politiques économiques pour limiter ses effets ; le tout est renforcé par le caractère délibérément imprévisible des décisions du président. Le Brexit est une autre incertitude, sans doute moins grande à l'échelle mondiale, mais majeure dans le cadre européen. Il faut y ajouter les questions qui se posent autour de la soutenabilité de la trajectoire économique italienne, dans un contexte où la tension politique ne fait que renforcer les questionnements sur la capacité de l'économie à retrouver la croissance tout en maîtrisant son endettement et en conservant la

confiance des marchés. Il faut citer, enfin, le ralentissement de l'économie chinoise, même s'il semble bien maîtrisé, ainsi que les questions géopolitiques autour de l'Iran.

L'épisode récent des relations sino-américaines montre l'escalade des tensions. Il y a encore deux semaines, les négociations progressaient bien selon les Américains. Il semble que les Chinois aient significativement modifié leur position de négociation, notamment parce qu'ils ont sous-estimé la santé de l'économie américaine (et, partant, leur propension à prendre le risque d'un échec de la négociation) et qu'ils ont considéré que leurs demandes étaient politiquement inacceptables. La volte-face récente de Trump est aussi très significative de par le fait que personne ne l'a critiquée aux États-Unis, ce qui montre qu'elle est pour Trump une stratégie payante. Même les milieux d'affaires expriment aujourd'hui largement une grande défiance vis-à-vis de la Chine, et pour beaucoup d'entre eux soutiennent une attitude de confrontation. Le risque est de provoquer un krach boursier ou des répercussions économiques graves qui lui seront reprochées. Même si les deux pays parviennent à un accord comme vous le prévoyez dans votre prévision, l'incertitude persistera ; non seulement Trump ne retire pas nécessairement toutes les barrières douanières qu'il a posées mais il continue sans cesse à menacer.

L'autre sujet majeur de tension commerciale est le secteur automobile. Dans ce cas, je ne serais pas nécessairement aussi confiant que vous dans le fait que ce conflit va s'apaiser, et que les Américains ne donneront pas suite à l'enquête en cours. Un délai de six mois est certes accordé, mais je ne vois pas sur quelles bases un accord pourrait être trouvé, et je pense que la tentation sera grande, côté américain, de s'en servir pour imposer des sanctions unilatérales.

Xavier Ragot : Si jamais Trump décide de poursuivre son effort de relocalisation de la production sur le sol américain, quel sera l'impact sur le commerce automobile mondial ?

Sébastien Jean : Les importations américaines d'automobiles et de pièces représentent 360 milliards de dollars, un chiffre énorme, dans lequel les sanctions éventuelles concerneraient principalement les importations en provenance d'Europe (60 milliards dont 25 milliards rien que pour l'Allemagne, pour la France il s'agit surtout de ventes de nos équipementiers) et du Japon. Si Trump impose 25 % de droits de douane, c'est un marché très concurrentiel qui sera encore plus impacté. Les constructeurs allemands s'en alarment depuis quelques

mois. Mais avec Trump, comme toute contradiction est possible, il est difficile de faire des projections.

Philippe Waechter : Je voudrais faire une remarque préliminaire. Je trouve l'ensemble de votre prévision très optimiste. Il n'y a pas de choc persistant et finalement tous les éléments convergent vers une situation perçue comme plus normale. La guerre commerciale ne serait qu'un épisode qui, comme en 2016, n'est pas grave et ne laisse pas de traces durables ; le Brexit se passerait plutôt bien et même les banques centrales finiront par remonter leurs taux, signal de retour, enfin, à la normalité.

Je vous trouve hyper optimistes. Sur la guerre commerciale, je crois davantage à un choc persistant. D'ailleurs, à l'instant (le 13 mai), la Chine vient de déclarer des représailles sur 200 milliards d'importations américaines en Chine. Je ne vois pas du tout d'accord entre les Chinois et les Américains.

Christophe Blot : Auriez-vous tenu le même discours avant les tweets de Trump ? En effet, au début du mois de mars, Donald Trump indiquait que les négociations étaient en bonne voie.

Philippe Waechter : Oui et je l'ai écrit sur mon blog le 21 février. La vraie problématique porte sur la technologie et cela se traduit par l'attitude des Américains vis-à-vis de Huawei, de China Mobile, ou encore des pressions faites sur les États européens pour qu'ils n'adoptent pas les infrastructures Huawei (Allemagne, le 11 mars article du *WSJ*). La vraie question porte sur le leadership technologique et sur le pays qui détiendra l'avantage spécifique de définir la norme technologique. Cela conditionnera le développement des innovations associées à la 5G et donnera un avantage à celui qui définira la norme tant sur les produits connectés que la voiture autonome. Les Américains ne lâchent pas l'affaire et les Chinois ne veulent pas faire machine arrière. C'est ce bras de fer qui rend la situation complexe avec des effets persistants et probablement négatifs sur l'activité car cela entretient de l'incertitude.

Les 25 % sur l'automobile, c'est très inquiétant car il n'y a pas d'entente avec l'Europe, les Américains s'opposent aux Chinois et aux Européens en même temps. La dynamique commune avec l'Europe qui, auparavant, était assez cohérente est rompue et devient hétérogène. Les comportements apparaissent moins coopératifs et cela engendre de l'incertitude et un risque sur l'activité économique. En s'opposant aux Chinois et aux Européens en même temps, l'administration américaine joue un jeu complexe, davantage basé sur le rapport

de force systématique que sur la coordination. (Depuis l'administration US a reporté la fin d'une taxe sur l'automobile européenne mais sans l'annuler).

Sur la question des taux d'intérêt, la question générique est celle de savoir quand l'activité va accélérer durablement et quand des tensions inflationnistes y seront associées. Pour l'instant, l'économie globale n'est pas dans ce scénario et c'est pour cela que les taux resteront durablement bas. Les banques centrales et la BCE ne connaissent pas plus que les autres le moment d'un tel scénario. Elles s'inquiètent de l'allure de la croissance dans les prochains mois et aucune d'entre elles ne prévoit de remontée de taux, ni la BCE, ni la Fed et je ne parle même pas de la Banque d'Angleterre ou de celle du Japon. Sur les marchés, ces anticipations se traduisent par un effondrement des taux longs et une inversion de la courbe des taux US qui est toujours annonciatrice d'un net ralentissement de l'activité.

Ces perspectives très médiocres expliquent pourquoi aux États-Unis par exemple l'investissement a été très médiocre en dépit de la baisse d'impôts. Les entreprises ont préféré racheter leurs actions plutôt que d'investir ; les entreprises ne jouent pas le même jeu que Trump qui souhaite relocaliser. Donc on peut penser que le point haut du cycle américain est le 3,6 % de chômage du mois d'avril.

Éric Heyer : Oui mais on n'imagine pas à ce jour une récession. Nous nous indiquons quand même un ralentissement au-dessous du potentiel signifiant une hausse du chômage à l'horizon de notre prévision.

Philippe Waechter : L'activité pourrait ralentir beaucoup plus vite qu'on imagine à l'horizon 2020 si on ajoute les conditions fiscales qui vont être pénalisantes pour les ménages en 2019. Par ailleurs on s'aperçoit que les capacités d'adaptation du secteur privé ne sont pas aussi performantes qu'on imaginait. Remarquez que le taux d'endettement des entreprises est revenu au niveau de 2007 au risque de rigidifier la capacité d'ajustement de celles-ci en cas de choc externe.

Sébastien Jean : On a le sentiment que l'année prochaine les relances budgétaires arriveront à leur terme et qu'un ralentissement très fort potentiellement peut arriver. Beaucoup de raisons font redouter un vrai retournement. Comment réagirait Trump dans ce contexte en cette prochaine année d'élection ? Justement dans vos prévisions on voit une impulsion budgétaire négative très forte aux États-Unis.

Philippe Waechter : La réaction de Trump pourrait être de se crispier vis-à-vis de l'extérieur. Il va reporter la faute sur les autres, ce qu'il a fait en 2016, réaction qui l'a fait gagner. Ma prévision pour les États-Unis est au-dessous de 1, entre 0,5 et 1 % de croissance, ce qui n'est pas dramatique mais accuse l'essoufflement par manque de ressources.

Xavier Ragot : Sur l'éventualité d'une crise financière, comment voyez-vous les choses à court et moyen terme ?

Philippe Waechter : Cela fait dix ans qu'une crise financière terrible est annoncée ! On l'attend. Après un choc financier on attend toujours des répliques. Celui de 2008 était particulièrement brutal et très régulièrement on nous annonce la crise ultime. On ne l'a pas vu depuis 10 ans mais de telles annonces remportent toujours un certain succès.

Il y a deux aspects à une crise financière, le premier c'est une dévalorisation boursière. Sur ce point, le marché américain est très cher principalement parce que les entreprises rachètent leurs propres actions. Un ajustement, à l'exception de celui de 1929, n'a généralement pas d'impact macroéconomique fort. L'interrogation porte davantage sur l'endettement des entreprises, notamment les *leveraged loans* pour lesquels on constate des conditions moins contraignantes que par le passé. Cela est préoccupant compte tenu du niveau de l'endettement global des entreprises et du manque de souplesse que cela engendre pour s'ajuster en cas de choc. Le *repackaging* de ces prêts sous forme de CLO n'a rien à voir avec les *subprime*. Il faut cependant être attentif à tous les niveaux pour éviter les risques excessifs.

Du côté des ménages, rien d'alarmant, un taux de défaut des emprunts sur l'automobile un peu plus important mais rien de grave, rien à voir avec emprunts immobiliers de 2007. Sur l'occurrence d'une crise financière, ne doutons pas qu'il y en aura encore, il y a une certaine régularité à celle-ci.

Sur l'économie chinoise, c'est un peu la France des années 1970, on passe de l'industrie aux services ; en France on est passé de 6 à 2 % de croissance, en Chine on peut penser être en-dessous de 5 % d'ici 2025. Cela n'empêche que de vraies questions sont posées en Chine : les autorités chinoises sont très réactives parce que la dette des entreprises est très élevée, parce que le *shadow banking* se développe trop rapidement et la banque centrale souhaite éviter les ruptures et les excès. C'est pour cela que PBoC est très active et ajuste sa stratégie monétaire en permanence. Le risque aussi est le retour du politique notamment

après l'intervention de Xi Jinping, en décembre dernier, lors des 40 ans des mesures de libéralisation de l'économie prises par Deng Xiaoping. En redonnant du poids aux entreprises publiques, cela pourrait être une source d'inquiétude pour les entreprises privées.

Sébastien Jean : La transition chinoise est lente, la consommation ne prend que très progressivement le relais de l'investissement, notamment. Et lorsque que l'État veut relancer la croissance, il le fait davantage par l'investissement. Par ailleurs, dans la comparaison avec la France, le bémol est le taux d'urbanisation qui est encore inférieur à 60 % en Chine, alors qu'il pourrait bien atteindre 75 à 80 % à terme. L'urbanisation est un facteur considérable dans la structure de l'économie chinoise et ses facteurs de croissance.

L'autre dimension qui caractérise la Chine, ce sont les injonctions contradictoires à la stabilité financière et à la stabilité sociale. Le premier objectif impose de limiter la croissance du crédit et de mettre de l'ordre dans le système financier, ce qui a été largement amorcé, en particulier depuis 2015. La seconde nécessite de soutenir la croissance, dont le crédit est l'un des principaux moteurs. Une chose est claire : lorsque les deux entrent en conflit, la priorité est donnée à la stabilité politique, qui passe par la stabilité sociale, c'est-à-dire le maintien d'un niveau d'emploi suffisant. Entre le ralentissement ces dernières années et les risques américains, l'État chinois a réagi en baissant la fiscalité sur les ménages, en mettant en œuvre des relances budgétaires et en assouplissant la politique monétaire, ce qui a d'ores et déjà porté ses fruits en termes de croissance.

Éric Heyer : Un ralentissement de l'activité en dessous de 6,0 % en Chine permet-il d'éviter une crise sociale ?

Sébastien Jean : Tout dépend de la nature de la croissance, si elle se fait par un différentiel d'emplois de services rémunérés à un niveau moindre que celui de l'industrie, alors la transformation structurelle n'induit qu'une croissance modérée. Pour les décennies à venir, la réforme structurelle de la Chine devra notamment répondre au besoin énorme du développement des services de santé et d'accompagnement des personnes âgées.

Philippe Waechter : il y a un vrai problème culturel, les entreprises françaises qui ont essayé de prendre en charge justement les soins aux personnes âgées ont échoué parce que culturellement elles ne s'adaptaient pas.

Sébastien Jean : Par ailleurs je ne suis pas aussi pessimiste sur l'impossibilité d'accord car les Chinois en ont besoin. Si on arrivait au conflit, il y aura une crise de surproduction car l'Europe se protégera aussi et des secteurs entiers se retrouveront en surproduction massive. Bien sûr jamais les Chinois ne se laisseront humilier, mais si un accord leur permet de sauver la face, ils l'accepteront.

EUROPE

Xavier Ragot : Sur l'Europe, nous avons quelques questions précises à vous soumettre : Le pari italien peut-il réussir ? La croissance allemande est-elle à bout de souffle ? La croissance espagnole va-t-elle se poursuivre sur le même rythme ? La BCE est-elle condamnée à pratiquer des taux bas ? Et enfin, le risque de « no deal » est-il écarté au Royaume-Uni ?

Sébastien Jean : Sur la situation macroéconomique en Europe, vous ne parlez pas du marché immobilier pourtant la question se pose, en particulier au Royaume-Uni où le Brexit pourrait baisser les anticipations. Autre incertitude, l'Italie pour laquelle les discussions récentes ont parfois donné l'impression que certains responsables européens considèrent qu'une restructuration de la dette italienne devrait être un préalable à tout plan d'aide, alors qu'il n'est pas du tout évident à mon sens que la zone euro pourrait résister à une telle restructuration. Sur la conjoncture de la zone euro, on observe que l'Allemagne a connu un problème ponctuel marqué dans l'automobile, après lequel on peut attendre une amélioration, je suis moins pessimiste que vos prévisions.

Philippe Waechter : Sur l'Europe et la zone euro en particulier, l'Italie est un vrai risque. Chaque investisseur raisonne cependant en pensant que la BCE sera toujours là en dernier ressort. Le risque politique y est élevé. La Ligue est très haut dans les sondages et les élections européennes vont montrer s'il y a basculement : exclusion du parti 5 étoiles, en dessous du parti démocrate dans les sondages, et on peut imaginer un rapprochement de la Ligue et de Forza Italia par exemple.

Une grande question européenne est de savoir comment faire pour ne pas être tous entraînés avec la déprime de l'Italie. On a tout fait pour que les l'Italie aille mieux, les prêts à taux zéro, on a créé le Plan Juncker, ... et pourtant ils n'ont pas réformé. Le danger est le suivant : quelles que soient les aides, les Italiens ne font rien qui permettrait une

résolution endogène de leur situation en cas de choc. Le risque est d'entraîner les Européens avec elle. Il y a en plus un risque d'une sorte de délitement de l'Europe si chaque pays applique les règles européennes que lorsqu'elles conviennent, comme Salvini le fait. Cette attitude observée aussi dans d'autres pays (Hongrie, Roumanie, Pologne, ...) crée de l'hétérogénéité et provoque forcément des interrogations sur l'Europe qui apparaît ainsi moins coopérative.

Par ailleurs, sur les taux d'intérêt, tout le monde dit depuis des années qu'ils vont remonter, or rien ne se passe, qui peut donner une prévision sur la remontée des taux ? Les taux allemands à 10 ans ont rarement été aussi bas, -0,06 %.

Xavier Timbeau : Cela ne peut pas durer éternellement, on ne peut pas rester perpétuellement à des taux à zéro, il y aura nécessairement un taux d'équilibre ; le taux de croissance nominal est très supérieur au taux d'intérêt, au bout d'un moment cela va poser problème sauf violation de la règle d'or.

Xavier Ragot : Sauf que la violation de la règle d'or devrait se traduire par un sur-investissement massif et une sur-accumulation du capital, ce qui n'est pas le cas.

Xavier Timbeau : Quel raisonnement permet de dire que les taux vont rester bas pendant dix ans encore ? Même si l'inflation reste basse, au bout d'un moment les taux, en nominal, vont passer au-dessus de 0,3.

Philippe Waechter : Sur la question du Brexit, j'imagine que le 31 octobre les Britanniques vont demander un délai supplémentaire. On ne voit toujours pas les éléments d'un accord interne. L'hétérogénéité au sein du corps social et aussi à l'échelle politique est telle que j'imagine mal un accord sur quoi que ce soit. Il y a une guerre d'usure entre les Britanniques et l'Union européenne. Les Britanniques paient un prix élevé pour le Brexit mais l'on voit la position européenne s'altérer. Au sommet du 10 avril, un désaccord sur le délai accordé aux Royaume-Uni est devenu public. En d'autres termes, le Brexit qui dure, coûte et provoque des comportements moins homogènes des deux côtés de la Manche. C'est cette comparaison qui va être intéressante. Les Européens, de guerre lasse, reviendront-ils sur le meilleur accord qu'ils avaient présenté à Theresa May ?

Sébastien Jean : En effet on ne voit pas bien les termes d'un accord se profiler, même si une solution à la norvégienne adaptée semblait

proche. La question du délai va se reposer mais dans ce petit jeu, le coût d'un « no deal » va diminuer au fur et à mesure qu'on s'y prépare alors que le coût d'un report va augmenter parce qu'il serait déstructurant pour l'Europe. Cette logique rendra un « no deal » plus probable à mesure que le temps s'écoulera.

FRANCE

Xavier Rago : En France, pourquoi ne voit-on pas d'accélération des salaires malgré les difficultés de recrutement ? D'après vous, où se situe le niveau du taux de chômage structurel ? La baisse de l'investissement des ménages va-t-elle durer ? La politique fiscale de soutien au pouvoir d'achat vous paraît-elle efficace ? Comment expliquer le haut niveau d'investissement en France et la faiblesse des gains de parts de marché ? Le gouvernement peut-il atteindre l'objectif de 7 % de chômage à la fin du quinquennat ? et enfin la dette publique présente-t-elle un risque à moyen terme ?

Philippe Waechter : La dette publique ne présente guère de risque, elle n'a pas beaucoup d'importance. Si elle inquiétait, les taux d'intérêt longs ne seraient pas aussi bas.

Sur la question récurrente du chômage structurel, le taux de chômage moyen en France métropolitaine est de 8,8 % depuis 1987 et le point bas est à 7 % en 2007. Une première étape serait de réussir à maintenir le taux de chômage durablement à ce taux de 7 %. Cela passera par l'augmentation de l'emploi, ce qui sera plus efficace que d'augmenter le temps de travail, *via* les heures supplémentaires, de ceux qui ont déjà un emploi.

À court terme, la politique économique appliquée par le gouvernement qui consiste à doper la demande interne, *via* les mesures sur le pouvoir d'achat, pour compenser un choc extérieur associé à la contraction du commerce mondial est une bonne idée.

Sébastien Jean : Sur la France, je n'avais pas réalisé ce que vous montrez dans vos chiffres sur le décrochage de la consommation dû à la grise des Gilets jaunes, c'est spectaculaire. On peut penser que ce choc sera temporaire et qu'un rattrapage aura lieu. Autre argument, les mesures annoncées pour relancer le pouvoir d'achat sont progressives et vont favoriser les ménages qui sont susceptibles de dépenser plutôt que d'épargner.

Sur les parts de marché, la compétitivité française sur le long terme ne s'est pas améliorée depuis 2011 et les prévisions d'amélioration sont très limitées. La modération salariale en France par rapport à l'Allemagne ne représente pas grand-chose par rapport à la grande dégradation précédente ; les bas salaires interviennent peu dans la fabrication des produits exportés et de plus on n'a pas vu de relance de la demande dans les pays voisins. Il n'y avait donc pas les fondamentaux pour un vrai redressement. Par ailleurs on a fait davantage le choix d'une présence à l'étranger que d'exporter. Nous sommes à 0,6 point de déficit courant aujourd'hui. Avec 50 milliards d'euros de revenus des investissements en France par an en net, il faut aussi reconnaître que l'équilibre de la balance commerciale n'est plus aujourd'hui l'équilibre macroéconomique de la France.

Xavier Ragot : On a quand même la balance commerciale la plus négative d'Europe. Comment expliquez-vous cela ?

Sébastien Jean : C'est davantage le problème de l'ajustement de la zone euro que de la France. D'où la question : l'excédent de 3% de balance courante en zone euro sera-t-il résolu par une politique spécifique de relance de l'Allemagne et des Pays-Bas ou cela passera-t-il par le taux de change ? Au total on subit davantage les effets de la désindustrialisation que du déficit commercial. Désindustrialisation qui est très problématique socialement en termes d'aménagement du territoire.

Xavier Timbeau : la question est de connaître la sensibilité de cette situation au taux de change. Sommes-nous plus ou moins exposés ?

Sébastien Jean : On entend souvent dire que puisque l'Allemagne est spécialisée dans le haut de gamme, elle est moins sensible aux prix que la France ; à ma connaissance, aucune étude sérieuse n'a validé ce postulat, l'élasticité-prix du commerce extérieur est comparable en France et en Allemagne. La médiocre conjoncture industrielle actuelle résulte des choix industriels de délocaliser à partir de 2000, dont Renault a été pionnier. Et les conséquences sociales sur le territoire sont désastreuses.

Philippe Waechter : Sur ce point je rappelle que le Japon a été exemplaire, il a investi dans beaucoup de pays, ce qui lui a permis une stabilisation de sa propre macroéconomie. Les revenus venus de l'extérieur servent à stabiliser la situation interne lorsque c'est nécessaire. Les Japonais réduisent ainsi le risque sur leur propre activité en cas de situation conjoncturelle plus précaire. C'est assez judicieux. Les Français ont

fait un choix qui va dans ce sens avec pas mal d'investissements à l'extérieur. Cela se traduira par un compte courant équilibré en 2020, via les revenus de ces investissements. Il y aura un effet stabilisant. Alors que les Allemands qui fonctionnent avec une industrie interne forte mais qui exportent beaucoup sont très affectés quand la demande externe diminue.

Sébastien Jean : C'est vrai, mais cela pose de graves problèmes sociaux et territoriaux. L'ajustement à la perte de substance industrielle se fait souvent très difficilement et les difficultés peuvent parfois s'aggraver au cours du temps, en particulier dans des zones peu denses et peu attractives, du fait des effets d'agglomération ■

Tableaux

Coup de frein sur la croissance

Scénario de croissance mondiale	20
Évolution du ratio dette publique/ PIB selon nos hypothèses	50
Résultats du modèle à correction d'erreur sur l'investissement des sociétés non financières britanniques entre 1987T2 et 2016T2	64
Commerce automobile entre le Royaume-Uni et l'Union européenne en valeur en 2017	96
Échanges commerciaux des États-Unis en 2018 (en milliards de dollars) ..	105
Impulsion budgétaire et comptes publics	154
Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières	156
Équilibre sur le marché pétrolier et prix des matières premières industrielles	157
États-Unis : résumé des prévisions	158
Zone euro : résumé des prévisions	159
Allemagne : résumé des prévisions	160
Résumé de la prévision pour l'économie française	161
Italie : résumé des prévisions	162
Espagne : résumé des prévisions	163
Royaume-Uni : résumé des prévisions	164
Amérique latine : résumé des prévisions	165
Asie : résumé des prévisions de PIB	165
Nouveaux États membres de l'Union	165

France : croissance épargnée

Cadrage macroéconomique résumé pour la France	177
Cadrage macroéconomique pour la France	183
Résumé de la prévision pour l'économie française	189
Contenu en importations des mesures de soutien au pouvoir d'achat des ménages	195
Corrélations entre l'enquête et la FBCF industrielle des comptes nationaux	200
Emploi et chômage	208
Effets du CICE et du Pacte de responsabilité sur la dynamique de l'emploi	218
Entrées et effectifs des bénéficiaires des dispositifs spécifiques de politique de l'emploi	220
Projections de population active	224
Principaux agrégats de finances publiques	226
Décomposition de la variation du solde public	227

Détail des mesures de prélèvements obligatoires en 2019	229
Détail des mesures de prélèvements obligatoires en 2020	233
Impact de l'ensemble des mesures fiscales et budgétaires sur la croissance du PIB	237
Résumé des prévisions pour l'économie française	239
France. Ressources et emplois en biens et services, aux prix chaînés	240
Déflateur de la consommation et taux de salaire horaire	241
Emploi et productivité par salarié	241
Éléments du compte des ménages	242
Commerce extérieur et parts de marché	243
Taux d'intérêt et taux de change	243

L'inversion de la courbe des taux est-elle toujours suivie d'un ralentissement économique ?

Résultats des estimations pour les États-Unis	255
Résultats des estimations pour la France et la zone euro	258
Tests de causalité au sens de Granger	260
Tests de causalité au sens de Granger	261
Tableau A1. Ordre d'intégration des séries mobilisées	271
Tableau A1 (suite). Ordre d'intégration des séries mobilisées	272

Tendances et cycles de productivité par grande branche marchande pour l'économie française

Résultats – équations de demande de travail	284
Résultats – équations de demande de travail	287

Graphiques

Coup de frein sur la croissance

PIB des pays industrialisés	21
Contribution à l'évolution des importations mondiales de marchandises . .	23
Élasticité du commerce à la croissance mondiale	24
Orientation des politiques économiques	27
Brexit : impact d'une sortie sans accord et sans transition	30
L'incertitude mesurée par la volatilité des marchés boursiers	33
Évolution des principaux indices boursiers	35
Évolution des prix immobiliers déflatés par l'indice des prix à la consommation	36
Dettes rapportées au PIB au T3 2018 et évolution 2015T3-2018T3	37
Contribution à la croissance du revenu disponible des ménages	42
Surévaluation des prix d'actifs aux États-Unis	46
Évolution du nombre d'emplois salariés par type de contrat	52
Prêts non performants, bruts et nets de provisions	54
Taux de marge par secteur corrigé de la non salarisation	57
Incertitude politique et économique et livre sterling	63
Une surestimation de plus d'un point de l'investissement au quatrième trimestre 2018	65
Évolution du pouvoir d'achat du revenu et de la consommation	66
Prime de CDS à 7 ans	70
Évolution du prix du baril	79
Nombre de foreuses pétrolières en activité	83
Ventes de véhicules particuliers dans l'UE28, 2009-2018	86
Ventes mensuelles de véhicules particuliers dans l'UE28, 2009-2018	87
Ventes mensuelles de véhicules particuliers dans cinq pays producteurs, 2009-2018	88
Parts de marché des trois principaux constructeurs allemands, 2009-2018	91
Production de véhicules particuliers en Allemagne – 2008-2019	92
Exportations de véhicules particuliers depuis l'Allemagne, 2017	93
Commerce automobile entre le Royaume-Uni et l'Union européenne en valeur, 2017	95
Évolution des importations mondiales de marchandises, en volume	98
Évolutions des importations de marchandises par grande zone	99
Contributions à la croissance des importations de marchandises	100
Évolutions du commerce extérieur de marchandises et de la production industrielle dans la zone euro	101
Évolution du commerce mondial depuis le début des années 1960	103
Taux de croissance annuelle de la productivité horaire des salariés	114
Gains tendanciels de productivité horaire	115

Décomposition et évolution de la croissance potentielle	116
Output gap en 2018 selon différents instituts	118
Niveau de l'output gap et taux d'inflation sous-jacent en 2018	119
Écart de l'output gap en 2018 par rapport à 2007 selon les différents instituts	120
Écart d'output gap et de taux d'inflation sous-jacente entre 2018 et 2007	120
Inflation dans les pays développés	123
Effet des mouvements de change et du prix du pétrole sur l'évolution du déflateur de la consommation des ménages	126
Progression des salaires horaires réels dans les secteurs marchands	127
Cycles de productivité	131
Perspectives d'embauches à court terme	132
Taux de chômage	134
Nombre d'emplois vacants pour 100 chômeurs	135
Facteurs limitant la production – Manque de main-d'œuvre	136
Taux de chômage...	137
Taux d'inflation	140
Perspectives d'évolution de la taille du bilan de la Réserve fédérale et de la BCE	141
Décomposition du stock d'actifs détenu par la BCE	142
Anticipations d'inflation à long terme	143
Évolution des taux longs publics	144
Taux directeur des banques centrales	145
Impulsion budgétaire cumulée (2019-2021)	148

France : croissance épargnée

Taux de croissance du PIB en France et dans la zone euro (hors France) ..	169
Demande adressée à la France et exportations	170
Taux de croissance du revenu réel des ménages	171
Enquête auprès des ménages sur l'opportunité de faire des achats importants	172
Immatriculations de voitures particulières neuves en France	172
PIB effectif et hypothèse de PIB potentiel	173
Écart de production et croissance potentielle en 2018	175
Croissance potentielle et croissance qui stabilise le taux de chômage	176
Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie	177
Difficultés d'offre et de demande dans les services	178
Difficultés de recrutement	179
Évolution du salaire réel moyen par tête	180
Évolution des salaires et des prix	182
Climats de confiance	184

Le taux de croissance du PIB observé et estimé	186
Variation du pouvoir d'achat par ménage et par unité de consommation .	187
Taux d'épargne des ménages	188
Contenu en importations par produit	192
Contenu en importations de la consommation par décile de niveau de vie	193
Taux d'épargne des sociétés non financières	196
Intérêts versés et reçus par les sociétés non financières	197
Rentabilité et profitabilité du capital productif des sociétés non financières	198
L'enquête sur les investissements dans l'industrie	199
Révision des prévisions et FBCF industrielle	200
Évolution du nombre de logements autorisés et mis en chantier	
cumulé sur 12 mois	202
Indicateur synthétique du climat des affaires dans l'industrie du bâtiment .	202
Enquête de conjoncture dans la promotion immobilière	203
Enquête de conjoncture dans l'artisanat du bâtiment	203
Enquête de conjoncture dans les travaux publics	204
Évolution de l'emploi salarié marchand non agricole corrigé de l'intérim .	209
Taux de marge par branche	210
Intentions d'embauche et climat de l'emploi	211
Prévision – cycle de productivité par branche	214
Prévision – cycle de productivité	216
Contrats aidés dans le secteur non-marchand	219
Taux de chômage en France au sens du BIT	223
Évolution annuelle de la dépense publique primaire hors crédits d'impôts .	236

L'inversion de la courbe des taux est-elle toujours suivie d'un ralentissement économique ?

Inversion de la courbe des taux et récession aux États-Unis	251
Inversion de la courbe des taux et récession dans la zone euro	252
Pouvoir explicatif selon l'horizon	254
Probabilité de récession aux États-Unis	255
Récessions en France et dans la zone euro	257
Réponses du taux de croissance annuelle du PIB américain, pour la période 1958-2018, à la suite d'un choc d'un écart type d'innovation de...	264
Réponses du taux de croissance annuelle du PIB américain, pour la période 1958-1981, à la suite d'un choc d'un écart type d'innovation de...	265
Réponses du taux de croissance annuelle du PIB américain, pour la période 1982-2018, à la suite d'un choc d'un écart type d'innovation de...	266
Réponses du taux de croissance annuelle de la zone euro, pour la période 1982-2018, à la suite d'un choc d'un écart type d'innovation de...	267
Réponses du taux de croissance annuelle du PIB de la France, pour la période 1989-2018, à la suite d'un choc d'un écart type d'innovation de...	268

Réponses impulsionnelles (IRF) sur le taux de croissance annuelle du PIB des États-Unis, pour la période 1958-2018, ... 273

Tendances et cycles de productivité par grande branche marchande pour l'économie française

Emploi observé et simulé – Industrie	285
Emploi observé et simulé – Construction	285
Emploi observé et simulé – Services	285
Gains tendanciels de productivité horaire	286
Cycles de productivité	288
Cycle de productivité dans l'industrie et taux d'utilisation des capacités de production	289
Cycle de productivité dans la construction et taux d'utilisation des capacités de production	289
Cycles de productivité SMNA synthétique et branches marchandes	290

Encadrés

Que disent les évaluations macroéconomiques d'une sortie du Royaume-Uni de l'UE : le cas du hard Brexit ?	29
Les endettements public et privé dans quelques économies développées	37
quelles conséquences économiques du shutdown ?	43
L'investissement des entreprises pénalisé par le Brexit	64
Le Qatar quitte l'OPEP	80
Différentes mesures de l'inflation	121
Taux d'activité et durée du travail : des impacts différenciés sur le taux de chômage	136
L'indicateur avancé : point bas de l'activité au quatrième trimestre 2018	185
Pouvoir d'achat et taux d'épargne des ménages	187
Mesures de soutien au pouvoir d'achat : une faible fuite vers les importations est anticipée	190
L'enquête sur les investissements dans l'industrie	198
Conjoncture dans le secteur du bâtiment : un indicateur peut en cacher un autre	201
La modélisation de l'emploi	212
Le Plan d'investissement dans les compétences (PIC)	222

Liste des abréviations de pays

AFG	Afghanistan	COL	Colombie
AGO	Angola	COM	Comores
ALB	Albanie	CPV	Cap-Vert
AND	Andorre	CRI	Costa Rica
ARE	Émirats arabes unis	CUB	Cuba
ARG	Argentine	CYP	Chypre
ARM	Arménie	CZE	République tchèque
ATG	Antigua-et-Barbuda	DEU	Allemagne
AUS	Australie	DJI	Djibouti
AUT	Autriche	DNK	Danemark
AZE	Azerbaïdjan	DO	DMA Dominique
BDI	Burundi	DOM	République dominicaine
BEL	Belgique	DZA	Algérie
BEN	Bénin	ECU	Équateur
BFA	Burkina Faso	EGY	Égypte
BGD	Bangladesh	ERI	Érythrée
BGR	Bulgarie	ESP	Espagne
BHR	Bahreïn	EST	Estonie
BHS	Bahamas	ETH	Éthiopie
BIH	Bosnie-Herzégovine	EUZ	Zone euro
BLR	Biélorussie	FIN	Finlande
BLZ	Belize	FJI	Fidji
BOL	Bolivie	FRA	France
BRA	Brésil	FSM	Micronésie
BRB	Barbade	FYR	Macédoine
BRN	Brunei	GAB	Gabon
BTN	Bhoutan	GBR	Royaume-Uni (Grande-Bretagne)
BWA	Botswana	GEO	Géorgie
CAF	République centrafricaine	GHA	Ghana
CAN	Canada	GIN	Guinée
CHE	Suisse	GMB	Gambie
CHL	Chili	GNB	Guinée-Bissau
CHN	Chine	GNQ	Guinée équatoriale
CIV	Côte d'Ivoire	GRC	Grèce
CMR	Cameroun	GRD	Grenade
COD	République démocratique du Congo	GTM	Guatemala
COG	République du Congo	GUY	Guyana

HKG	Hong Kong	MEX	Mexique
HND	Honduras	MHL	Marshall
HRV	Croatie	MLI	Mali
HTI	Haïti	MLT	Malte
HUN	Hongrie	MMR	Birmanie
IDN	Indonésie	MNG	Mongolie
IND	Inde	MNP	Îles Mariannes du Nord
IRL	Irlande	MOZ	Mozambique
IRN	Iran	MRT	Mauritanie
IRQ	Irak	MUS	Maurice
ISL	Islande	MWI	Malawi
ISR	Israël	MYS	Malaisie
ITA	Italie	NAM	Namibie
JAM	Jamaïque	NER	Niger
JOR	Jordanie	NGA	Nigeria
JPN	Japon	NIC	Nicaragua
KAZ	Kazakhstan	NLD	Pays-Bas
KEN	Kenya	NOR	Norvège
KGZ	Kirghizistan	NPL	Népal
KHM	Cambodge	NRU	Nauru
KIR	Kiribati	NZL	Nouvelle-Zélande
KNA	Saint-Christophe-et-Niévès	OMN	Oman
KOR	Corée du Sud	PAK	Pakistan
KWT	Koweït	PAN	Panama
LAO	Laos	PER	Pérou
LBN	Liban	PHL	Philippines
LBR	Liberia	PLW	Palaos
LBY	Libye	PNG	Papouasie-Nouvelle-Guinée
LCA	Sainte-Lucie	POL	Pologne
LIE	Liechtenstein	PRI	Porto Rico
LKA	Sri Lanka	PRK	Corée du Nord
LSO	Lesotho	PRT	Portugal
LTU	Lituanie	PRY	Paraguay
LUX	Luxembourg	QAT	Qatar
LVA	Lettonie	ROU	Roumanie
MAR	Maroc	RUS	Russie
MCO	Monaco	RWA	Rwanda
MDA	Moldavie	SAU	Arabie saoudite
MDG	Madagascar	SCG	Serbie-et-Monténégro
MDV	Maldives	SDN	Soudan

SEN	Sénégal	UZB	Ouzbékistan
SGP	Singapour	VAT	Vatican
SLB	Salomon	VCT	Saint-Vincent-et-les- Grenadines
SLE	Sierra Leone	VEN	Venezuela
SLV	Salvador	VNM	Viêt Nam
SMR	Saint-Marin	VUT	Vanuatu
SOM	Somalie	WSM	Samoa
STP	Sao Tomé-et-Principe	YEM	Yémen
SUR	Suriname	ZAF	Afrique du Sud
SVK	Slovaquie	ZMB	Zambie
SVN	Slovénie	ZWE	Zimbabwe
SWE	Suède		
SWZ	Swaziland		
SYC	Seychelles		
SYR	Syrie		
TCD	Tchad		
TGO	Togo		
THA	Thaïlande		
TJK	Tadjikistan		
TKM	Turkménistan		
TLS	Timor oriental		
TON	Tonga		
TTO	Trinité-et-Tobago		
TUN	Tunisie		
TUR	Turquie		
TUV	Tuvalu		
TWN	Taiwan		
TZN	Tanzanie		
UGA	Ouganda		
UKR	Ukraine		
URY	Uruguay		
USA	États-Unis		

Achevé de rédiger en France
Dépôt légal : juin 2019
Directeur de la Publication : Xavier Ragot
Publié par les Éditions du Net SAS 93400 Saint-Ouen

Réalisation, composition : Najette Moummi