

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2018-2020

Éric Heyer et Xavier Timbeau

OFCE, Sciences Po

Ce numéro de la *Revue de l'OFCE* consacré aux prévisions économiques pour les années 2019 à 2020 est composé de plusieurs articles qui peuvent être lus indépendamment.

Le premier article, intitulé « **Croissance sous tensions** » présente le scénario de prévision pour l'économie mondiale et la zone euro. La reprise économique s'est amplifiée en 2017 avec une croissance mondiale qui a atteint 3,5 % après 3,1 % l'année précédente. Cette dynamique reflétait notamment l'accélération de l'activité dans les pays industrialisés et la reprise tardive de la zone euro après la double récession de 2008-2009 et 2011-2013. Les informations statistiques pour le premier semestre 2018 indiquent un essoufflement de cette dynamique qui coïncide avec la résurgence de nombreuses tensions politiques et financières. Les difficiles négociations du Brexit, la guerre commerciale déclarée par les États-Unis, le bras de fer engagé par l'Italie sur le budget 2019 ainsi que les fortes turbulences enregistrées sur le marché des changes des pays émergents assombrissent le climat conjoncturel et font ressortir un ensemble de risques baissiers. Ces différents nuages ne remettraient pas en cause la trajectoire de croissance, soit parce que leurs effets négatifs seraient modérés, soit parce que ces tensions devraient se résorber progressivement.

Pourtant il y aura bien un ralentissement du PIB mondial. Entre 2018 et 2020, la croissance mondiale diminuera de 3,4 % à 3,1 %. Le ralentissement sera plus marqué dans les pays industrialisés où la croissance baissera de 0,8 point entre 2017 et 2020, résultat de l'épuisement de la dynamique de reprise après la Grande Récession. En effet, la reprise observée ces dernières années a permis de refermer les écarts de production, fortement négatifs après 2008. Au fur et à mesure de la diminution de ces écarts, la croissance de ces économies converge vers leur rythme

potentiel dont les estimations suggèrent qu'il serait aujourd'hui plus faible qu'avant la crise de 2008. Par ailleurs, les principales économies avancées seront pénalisées par l'augmentation du prix du pétrole tandis que les politiques économiques soutiendront globalement les économies en 2018 et 2019. C'est notamment le cas de la politique budgétaire américaine fortement expansionniste ces deux années. L'impulsion sera certes de moindre ampleur mais également positive en zone euro. Parmi les pays avancés, le Royaume-Uni se distinguera. Le gouvernement britannique maintiendrait une stratégie de réduction du déficit budgétaire dans un contexte marqué par le Brexit. Cette trajectoire de croissance est conditionnée par de nombreuses hypothèses sur l'issue favorable des négociations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne, sur une guerre commerciale principalement circonscrite au couple sino-américain et sur l'absence de panique sur les marchés de la dette souveraine en zone euro malgré le bras de fer engagé par l'Italie concernant son déficit budgétaire.

Tableau 1. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	PIB en volume ¹			
	2017	2018	2019	2020
DEU	2,5	1,8	1,7	1,5
FRA	2,3	1,7	1,8	1,6
ITA	1,6	1,0	1,1	1,0
ESP	3,1	2,6	2,4	1,5
EUZ	2,5	2,0	1,8	1,6
GBR	1,7	1,3	1,5	1,5
NPM ²	4,8	4,1	3,4	3,3
UE 28	2,6	2,1	1,9	1,8
USA	2,2	3,0	2,6	1,4
JPN	1,7	1,2	1,2	1,0
Pays développés	2,3	2,3	2,1	1,5
RUS	1,5	1,7	1,8	1,8
CHN	6,9	6,6	6,2	6,3
IND	6,2	7,2	7,5	7,5
BRA	1,0	0,9	0,7	1,7
PVD	4,4	4,3	4,1	4,4
Monde	3,5	3,4	3,2	3,1

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

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

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

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. D'une part il n'y aurait pas de contagion financière et d'autre part les effets de ralentissement *via* le commerce mondial seront limités.

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.

Le deuxième article détaille l'analyse conjoncturelle de l'économie française. Il s'intitule « **France : heurts supplémentaires sur la reprise** ».

En 2017, la France a enregistré sa meilleure croissance (2,3 %) depuis dix ans (tableau 2). Avec un investissement des entreprises et des créations d'emplois au plus haut depuis 2007, un investissement des ménages affichant sa plus forte croissance depuis 1999 et une contribution du commerce extérieur positive pour la première fois en cinq ans, la France semblait en 2017 sur le chemin d'une reprise vigoureuse.

La publication de chiffres de croissance de l'économie française décevants au premier semestre 2018 relance les inquiétudes sur la pérennité de l'embellie conjoncturelle observée à la suite de six années de croissance très faible (0,8 % en moyenne annuelle). Sous l'effet de la hausse des prix du pétrole depuis la mi-2017, et plus largement de la dégradation de l'environnement international expliquée dans la première partie de ce document, le ralentissement économique a touché l'ensemble des pays la zone euro.

Mais à cela s'ajoutent en France un calendrier fiscal défavorable en début d'année 2018 et, dans une moindre mesure, un impact des grèves au deuxième trimestre 2018 ainsi qu'une contraction de la consommation en énergie avec un printemps plus doux qu'à l'habitude. Ces éléments ont pesé sur la demande intérieure, accentuant le ralentissement dans l'hexagone. Cependant, les mesures fiscales devraient avoir un effet temporaire, et le pouvoir d'achat des ménages devrait s'accroître au cours des trimestres à venir avec une forte accélération en fin d'année 2018 grâce à la baisse des cotisations sociales salariées et la mise en place de la première tranche de réduction de la taxe d'habitation. Au total, le pouvoir d'achat augmenterait de 0,5 % au troisième

trimestre 2018 et de 1,6 % au quatrième trimestre 2018, soit sa plus forte hausse trimestrielle depuis fin 2002. Ainsi, la faible croissance du premier semestre 2018, due à une consommation atone, serait passagère. La croissance rebondirait respectivement à 0,5 % et 0,6 % au troisième et au quatrième trimestre 2018, conduisant à une hausse de PIB de 1,7 % en moyenne sur l'année.

En 2019, sous l'effet de la bonne tenue de la masse salariale, de la forte dynamique des revenus du capital et de la montée en charge des mesures fiscales de soutien au revenu des ménages¹, ciblant en particulier les salariés du privé de la classe moyenne (baisse de cotisations sociales salariales sur une année pleine, désocialisation des heures supplémentaires², deuxième tranche de baisse de la taxe d'habitation³) le pouvoir d'achat augmenterait au total de 1,9 % (après 1,3 % en 2018), et ce malgré une nouvelle hausse de la fiscalité indirecte et de la désindexation de certaines prestations sociales (retraites, famille, logement, invalidité, ...) ou le nouveau mode de calcul des APL. Cette hausse du pouvoir d'achat dynamiserait la consommation sur l'ensemble de l'année (1,9 % en 2019 après 1,1 % en 2018). Soutenue par ailleurs par un investissement des entreprises toujours dynamique et une accélération de l'investissement des administrations publiques, la croissance du PIB atteindrait ainsi 1,8 % en 2019.

Avec une croissance du PIB de 1,5 %, l'année 2020 serait celle du retour progressif vers le potentiel. Contrairement à 2018 et 2019, l'impact global de la politique budgétaire sur l'économie française serait légèrement négatif (-0,1 point de PIB) et la demande adressée à la France ralentirait en lien avec le retournement du cycle mondial, passant de 3,3 % en 2018-2019 à 2,9 % en 2020. De plus, avec un PIB se rapprochant progressivement de son potentiel, les marges spontanées de croissance se réduiraient. L'écart de production passerait de -1,1 % en 2018 à -0,5 % en 2019 et à -0,3 % en 2020.

1. Pour plus de détails, voir M. Plane, « Quel impact direct des mesures socio-fiscales sur le pouvoir d'achat en 2019 », *Blog de l'OFCE*, septembre 2018.

2. Pour plus de détails, voir B. Ducoudré et É. Heyer, « Désocialisation des heures supplémentaires : pouvoir d'achat pour les actifs, perte d'emplois pour l'économie », *Blog de l'OFCE*, octobre 2018.

3. Pour plus de détails, voir P. Madec et M. Plane, « Exonération de la taxe d'habitation : quel impact de la réévaluation des seuils ? », *Blog de l'OFCE*, septembre 2017.

A1. France : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019	2020
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,8	0,6	0,7	0,7	0,2	0,2	0,5	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	1,1	2,3	1,7	1,8	1,5
PIB par habitant	0,7	0,5	0,5	0,6	0,1	0,1	0,3	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,7	1,9	1,3	1,4	1,1
Consommation des ménages	0,0	0,3	0,4	0,2	0,2	-0,1	0,6	0,7	0,4	0,4	0,5	0,5	2,0	1,1	1,1	1,9	1,5
Consommation publique	0,2	0,4	0,6	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	1,4	1,4	0,9	0,6	0,5
FBCF totale dont :	2,3	0,8	1,3	1,0	0,1	0,8	0,5	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	2,7	4,7	2,7	2,6	2,3
<i>Entreprises non financières (SNFEI)</i>	2,8	0,4	1,6	1,3	0,1	1,2	0,6	0,9	0,8	0,7	0,8	0,6	3,2	4,4	3,4	3,2	2,6
<i>Ménages</i>	1,9	1,3	1,1	0,7	0,3	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	2,8	5,6	1,7	0,6	0,6
<i>Administrations publiques</i>	0,5	0,6	0,3	0,3	0,1	0,5	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,1	1,6	1,5	3,4	3,9
Exportations de biens et services	0,1	2,7	1,0	2,2	-0,4	0,1	1,0	1,1	0,7	0,8	0,8	0,8	1,5	4,7	3,2	3,3	3,0
Importations de biens et services	2,0	-0,4	1,9	0,3	-0,6	0,7	0,9	0,9	0,7	0,8	0,7	0,8	3,1	4,1	1,7	3,2	2,8
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,6	0,5	0,6	0,4	0,2	0,2	0,4	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	2,0	2,0	1,4	1,8	1,5
Variations de stocks	0,8	-0,8	0,3	-0,3	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,2	0,0	0,0
Commerce extérieur	-0,6	1,0	-0,3	0,6	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,1	0,5	0,0	0,0
Déflateur de la consommation	0,7	0,0	0,1	0,5	0,6	0,4	0,3	0,3	0,5	0,4	0,3	0,4	-0,2	1,3	1,5	1,6	1,7
Revenu disponible brut	0,9	0,6	0,6	0,7	0,1	1,1	0,8	1,9	0,2	0,7	0,7	1,2	1,7	2,7	2,9	3,5	3,0
Taux d'épargne des ménages (en % du RDB)	14,0	14,2	14,3	14,3	13,7	14,3	14,3	15,1	14,5	14,3	14,2	14,4	14,0	14,2	14,4	14,3	14,2
Taux de chômage (en % de la pop. active)	9,6	9,4	9,7	8,9	9,2	9,1	9,0	8,9	8,9	8,8	8,8	8,7	10,1	9,4	9,1	8,8	8,7
Taux de marge des SNF (EBE / VA, en %)	31,7	32,0	32,1	32,0	32,0	31,5	31,4	31,7	33,3	33,5	33,6	33,6	31,8	32,0	31,6	33,5	32,5
Solde public, en % du PIB													-3,4	-2,7	-2,6	-2,8	-1,8
Dettes publiques, en % du PIB													98,2	98,5	98,7	98,3	97,8
Impulsion budgétaire, en points de PIB*													0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,3
PIB zone euro	0,7	0,7	0,7	0,7	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,9	2,5	2,0	1,8	1,6

* Mesurée comme l'effort budgétaire structurel.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévisions OFCE, e-mod.fr, 2018-2020, octobre 2018.

Des tensions sur le marché du travail, signalées par les difficultés de recrutement, apparaissent mais ne se traduisent pas par une accélération de l'inflation sous-jacente ou des salaires au-delà de celle de la productivité du travail, signe que l'économie française n'a pas buté jusqu'à présent sur ses capacités de production. Si l'accélération des créations d'emploi a pu déclencher un phénomène de goulot dans les embauches de certains secteurs ou entreprises, l'absence de tensions inflationnistes révèle que le taux de chômage n'a pas atteint son niveau structurel. Avec la baisse du taux de chômage, le salaire moyen nominal par tête passerait de 2 % en 2018 à 2,5 % en 2019 (2,6 % en 2020). Et le déflateur de la consommation accélérerait de 1,5 % en 2018 à 1,6 % en 2019 (1,7 % en 2020), la fiscalité indirecte (écologique et sur le tabac) y contribuant pour 0,5 point en 2018 et 0,4 en 2019.

La croissance de l'investissement des entreprises resterait robuste en 2018 et 2019 (respectivement 3,4 % et 3,2 %, après 4,4 % en 2017), soutenue par l'amélioration continue du taux de profit, un taux d'utilisation élevé et un coût du capital qui resterait bas sur la période 2018-19. En effet, les effets du renchérissement du coût du capital avec la remontée des taux attendus à partir du second semestre 2019 seraient plus que compensés par les mesures fiscales à destination des entreprises. Au-delà de la seule baisse du taux d'impôt sur les sociétés (ramené progressivement à 25 % d'ici à 2022), l'année 2019 serait marquée également par un versement exceptionnel de 21,8 milliards d'euros liés à la transformation du CICE en baisse de cotisations patronales, améliorant d'autant la trésorerie des entreprises sur cette seule année et leurs capacités d'autofinancement (encadré 3). À partir de 2020, la normalisation progressive de la politique monétaire et le rapprochement du PIB de son potentiel conduiraient à un ralentissement progressif de l'investissement (2,6 %)

Après plusieurs années de contraction (-2,6 % en moyenne sur la période 2013-2016), l'investissement des administrations publiques est reparti à la hausse en 2017 (+1,6 %). Cette amélioration se poursuivrait en 2018 (+1,5 %) avant d'accélérer en 2019-20 (respectivement 3,4 % et 3,9 %), avec le déploiement progressif du Grand Plan d'Investissement et l'objectif de préserver l'investissement des collectivités locales.

L'investissement des ménages ralentirait (1,7 % en 2018 et 0,6 % en 2019, après 5,6 % en 2017) comme l'indique le retournement des enquêtes sur la demande en logements neufs et sur les perspectives de mises en chantier. L'attentisme d'un certain nombre d'acteurs autour du projet de loi Evolution du logement et aménagement numérique (ELAN), conjugué aux efforts budgétaires demandés aux bailleurs HLM

ont pour partie fragilisé un secteur sur la voie du redressement. La mission « Cohésion du territoire », notamment au travers de son programme 109 intitulé « Aide à l'accès au logement », a été largement mise à contribution dans la Loi de finance 2018. Outre les économies budgétaires massives sur les aides personnelles au logement, le recentrage des dispositifs Pinel et PTZ, associés à la fin des aides à l'accession et aux efforts budgétaires demandés aux bailleurs sociaux, ont marqué la fin d'année 2017 et l'année 2018. En 2019, cette dynamique négative devrait se poursuivre.

Après une année 2016 marquée par les mauvais résultats du commerce extérieur, en raison notamment d'événements exceptionnels, l'année 2017 a vu la reprise des exportations (de 1,9 % en glissement annuel en début d'année à 6,1 % en fin d'année, rythme qui n'avait plus été atteint depuis sept ans). Portée par des livraisons de gros matériels de transports, la contribution du commerce extérieur serait positive en 2018 (+0,4 point de PIB), pour la deuxième année consécutive (+0,1 point de PIB en 2017). Les parts de marché, calculées comme le rapport entre les exportations en biens et services et la demande adressée à la France, se stabiliseraient en 2019-2020 et la contribution du commerce extérieur à la croissance serait nulle sur cette période.

Avec la baisse de la croissance, les créations d'emplois dans le secteur marchand seraient moins dynamiques (233 000 en glissement annuel en 2018, 161 000 en 2019 et 116 000 en 2020 après 347 000 en 2017) 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 2018-2019, les effets positifs se feraient sentir seulement à partir de 2020 et joueraient pleinement à l'horizon 2022-2023 (voir encadré). Par ailleurs, la forte baisse du nombre de contrats aidés aurait un impact négatif sur l'emploi, de 93 000 sur la période 2018-2020, ce qui 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 36 000 et 25 000 emplois à l'horizon 2020). Au final, le taux de chômage passerait de 9,1 % actuellement à 8,9 % fin 2018, 8,7 % fin 2019 et 8,6 % fin 2020.

La politique budgétaire dans son ensemble générerait un gain de croissance de +0,1 point de PIB en 2019, après 0 en 2018. Les seules mesures issues de la Loi de finances 2018 et du Projet de loi de finance 2019 amputeraient le PIB de -0,3 point de PIB en 2018 et 0 en 2019. Mais les mesures économiques passées (CICE, Pacte de responsabilité),

dont les effets sur l'activité sont différés, auront un impact positif sur la croissance en 2018 et 2019 (respectivement +0,3 et +0,1 point de PIB).

La période 2017-2019 se caractérise par une légère dégradation du déficit public (-0,1 point de PIB) malgré une augmentation de l'effort structurel (+0,2 point de PIB) et une amélioration marquée du déficit conjoncturel (+0,5 point de PIB). Cela est dû au versement exceptionnel en 2019 de près de 22 milliards d'euros (0,9 point de PIB) aux entreprises dans le cadre de la transformation du CICE en baisse de cotisations sociales patronales. En 2020, une fois l'effet exceptionnel passé et avec un effort structurel de 0,3 point de PIB, le déficit public se réduirait à 1,8 point de PIB, soit son plus bas niveau depuis près de vingt ans. La dette publique atteindrait 98,7 % du PIB en 2018 (après 98,5 % en 2017), avant d'amorcer sa réduction à 98,3 % en 2019 et 97,8 % en 2020.

En dehors des risques de retournement brutal des marchés financiers, qui provoqueraient un choc négatif encore hypothétique, notre prévision à l'horizon 2020 reste sujette à des aléas. Tout d'abord, un aléa positif : une croissance plus dynamique de la consommation par rapport à notre scénario central n'est pas à exclure. En effet, une baisse du taux d'épargne, qui n'est pas inscrite dans notre prévision entre 2017 et 2020 pourrait survenir, motivée par la réduction de l'épargne de précaution liée à la baisse du chômage. Un autre aléa positif pourrait être une contribution du commerce extérieur positive, tirée par une baisse des prix à l'exportation (et donc de gains directs de compétitivité-prix), des marges historiquement élevées que le secteur exportateur a accumulées depuis la mise en place de la politique de l'offre (CICE et Pacte de responsabilité) et les réformes structurelles du quinquennat Hollande qui jusqu'à maintenant ont eu peu d'effet sur les parts de marché à l'exportation de l'économie française.

À la baisse, les aléas sont à la fois internes et externes à la France. Du côté interne, un renforcement de la consolidation budgétaire est possible dès lors que l'amélioration du solde structurel entre 2017 et 2020 est en deçà des exigences du Pacte. De plus, un ralentissement inattendu de la croissance, et supérieur à notre prévision, pouvant conduire la France à afficher un déficit public à 3 %, pourrait conduire à un nouveau tour de vis budgétaire. Un autre aléa interne, difficilement quantifiable, tient à la mise en place du prélèvement à la source au 1^{er} janvier 2019. Du côté des aléas externes, une hausse du prix du pétrole supérieure à nos prévisions pèserait sur la croissance (une hausse de 10\$ du prix du Brent pénalise la croissance de 0,2 point à un horizon de 2 ans). Nous avons retenu un prix du baril de pétrole stable sur la prévision

autour de 75 \$ en moyenne annuelle sur la période 2018-20. De même, la hausse de l'euro – vers sa cible d'équilibre de long terme de la parité euro/dollar à 1,35 dollar pour un euro – dégraderait la compétitivité-prix des exportateurs français et amputerait les perspectives de croissance. Ce n'est pas le scénario que nous avons retenu et nous tablons sur une remontée progressive de l'euro (de 1,12 \$ en 2017, à 1,18 \$ en 2018, 1,19 \$ en 2019 et 1,26 \$ en 2020). Le durcissement de la guerre commerciale avec les États-Unis, la matérialisation de l'hypothèse d'un « hard-Brexit » et l'aggravation de la situation économique de certains pays émergents, qui concernent peu l'Europe continentale jusqu'à présent, pourraient aussi affecter les flux d'échanges commerciaux et donc le commerce extérieur français.

Les risques financiers latents pèsent également sur l'élaboration de la prévision, notamment les tensions en Italie et le poids de la dette italienne ou les faiblesses de son système bancaire qui font toujours planer la menace d'une nouvelle crise dans la zone euro. De fait notre scénario est établi sur l'hypothèse d'une lente remontée des taux d'intérêt à l'horizon de 2020, sans choc majeur sur les conditions de crédit en France d'ici là.

Une étude spéciale complète et enrichit l'analyse conjoncturelle. Intitulée « **Une analyse de la contribution de la politique monétaire à la croissance économique** », les auteurs, Christophe Blot et Paul Hubert, évaluent la contribution de la politique monétaire à l'activité économique depuis 1999 en zone euro, aux États-Unis et Royaume-Uni, ainsi qu'en Allemagne, France, Italie et Espagne. L'estimation des multiplicateurs monétaires indique un effet significatif de la politique monétaire sur le PIB et confirme des délais de transmission assez longs, de l'ordre de plusieurs trimestres. L'effet d'une hausse des taux d'intérêt semble plus important dans la zone euro qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni. Il y a cependant une forte hétérogénéité entre les quatre plus grands pays de la zone euro, avec un effet plus important en Espagne et en Italie et plus faible en Allemagne et en France. Ils calculent ensuite la contribution passée et à venir de la politique monétaire à l'activité. Avec la normalisation de la politique entreprise à partir de 2015 aux États-Unis et probablement en 2019 dans la zone euro, le soutien de la politique monétaire devrait s'atténuer et la croissance pourrait être négativement impactée à l'horizon 2020 dans les six économies avancées.

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 **François Cabeau** de Barclays et de **Olivier Vigna** de HSBC.