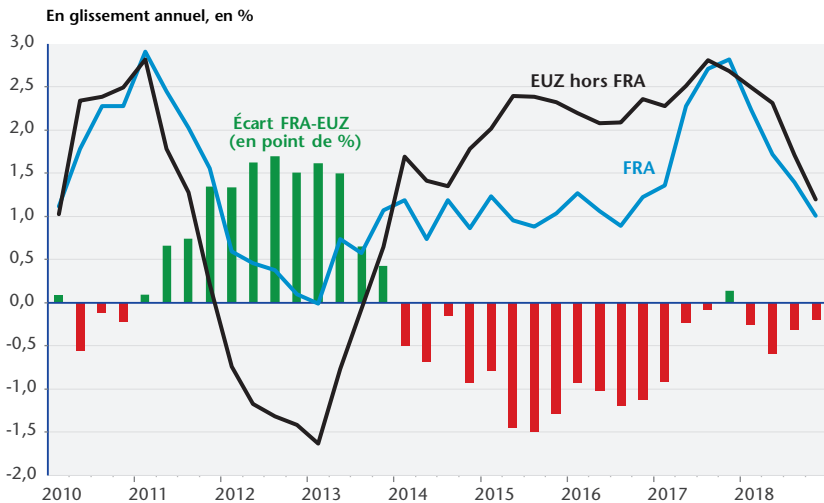


## 1. Croissance épargnée

### 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.

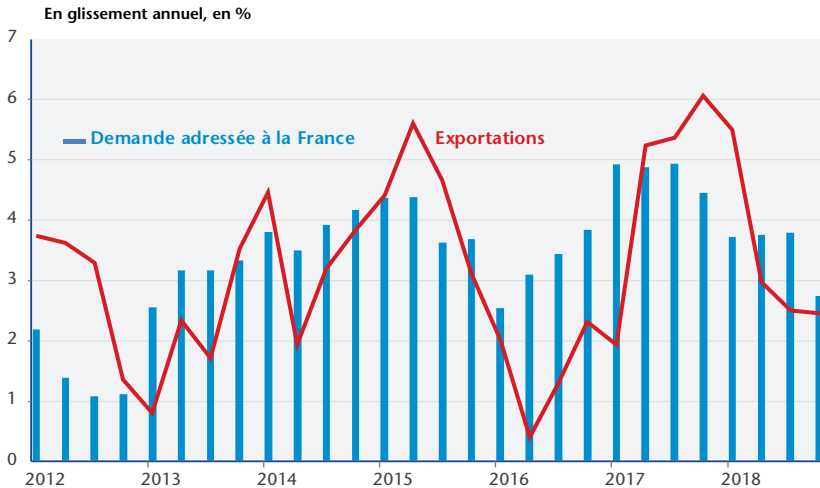
Graphique 1. Taux de croissance du PIB en France et dans la zone euro (hors France)



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

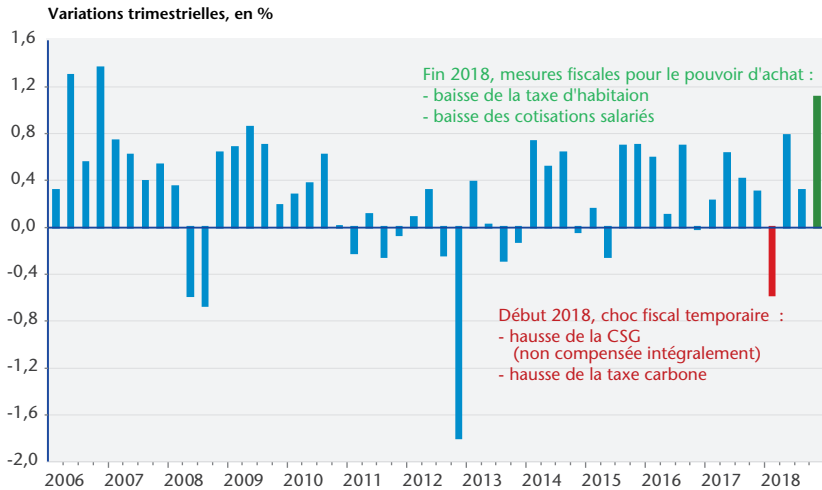


Sources : Eurostat, calculs OFCE.

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



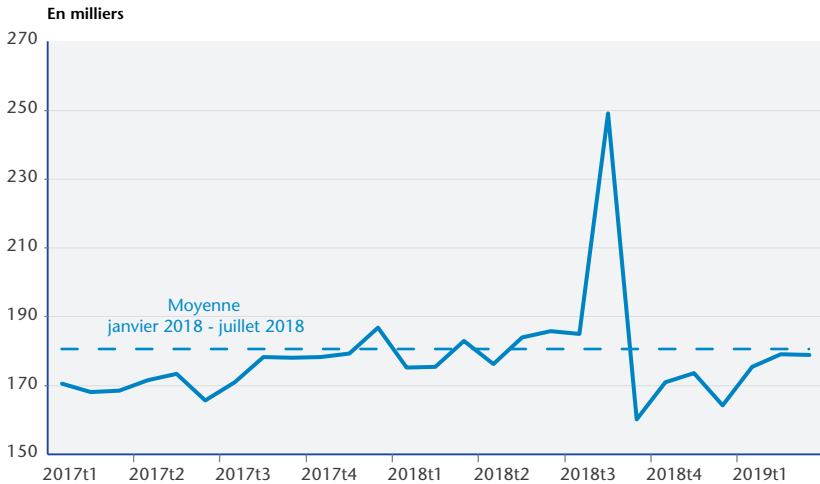
Sources : Insee, calculs OFCE.

Contrairement à ce que nous avons anticipé lors de la dernière prévision<sup>1</sup>, 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<sup>er</sup> 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

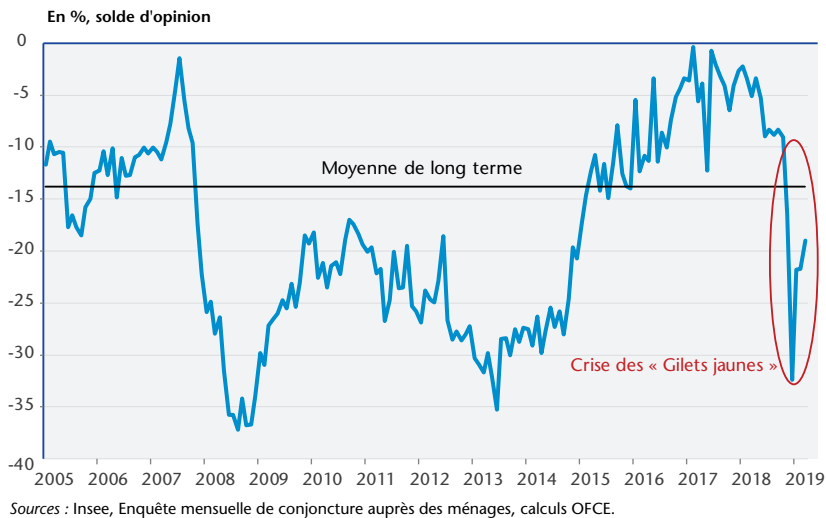
1. OFCE, Département Analyse et Prévision (2018) « France : heurts supplémentaires sur la reprise », *Revue de l'OFCE*, n° 159, octobre.

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

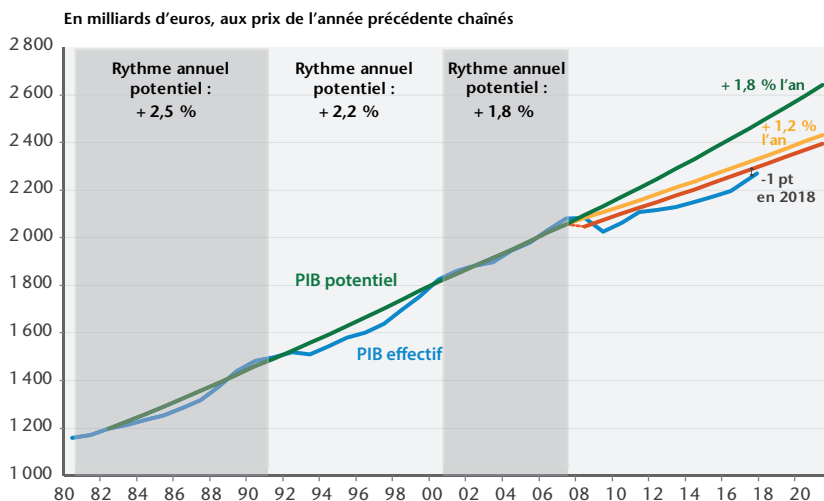


## Quelle croissance potentielle en France ?

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.

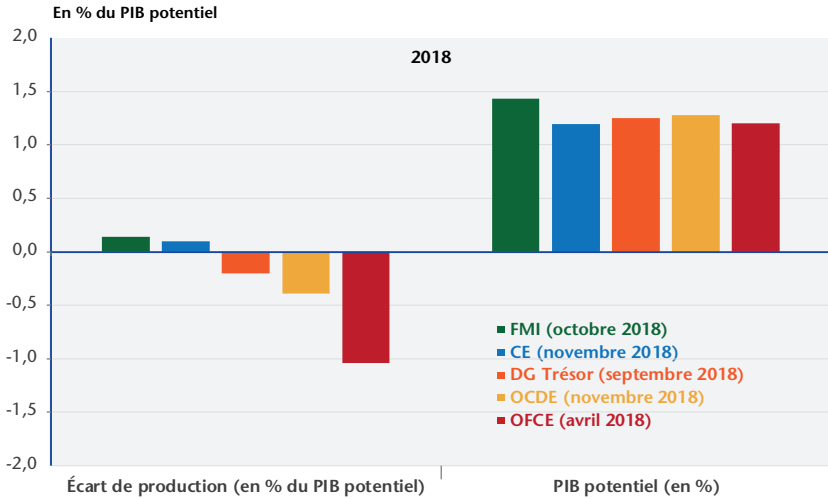
Enfin, le dernier cas de figure, que l'on retient, est celui de pertes de production irrécupérables : les faillites d'entreprises, la fermeture d'unités de production, les savoir-faire perdus, l'exclusion définitive du marché du travail de chômeurs de longue durée auraient irrémédiablement amputé les 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

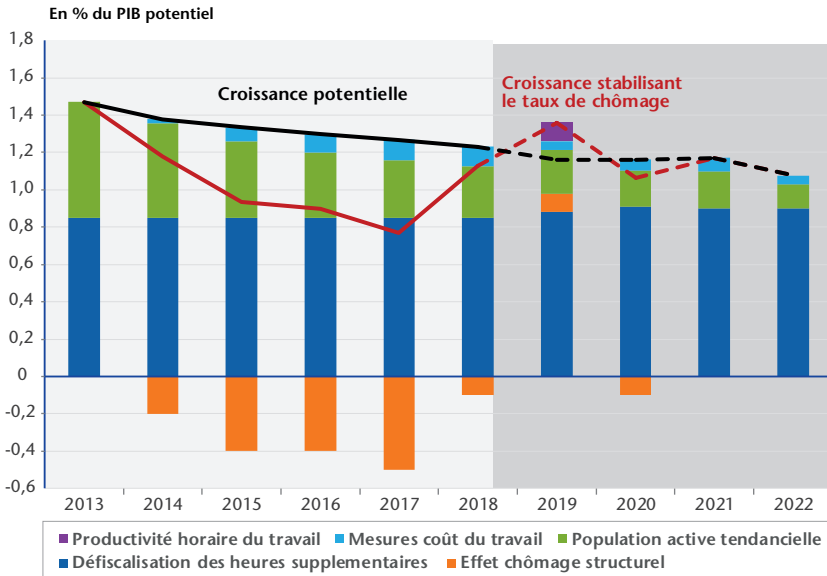


Sources : Commission européenne, Direction générale du Trésor, FMI, OCDE, OFCE.

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. Cadre 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
<b>Croissance effective du PIB (1+2+3)</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>

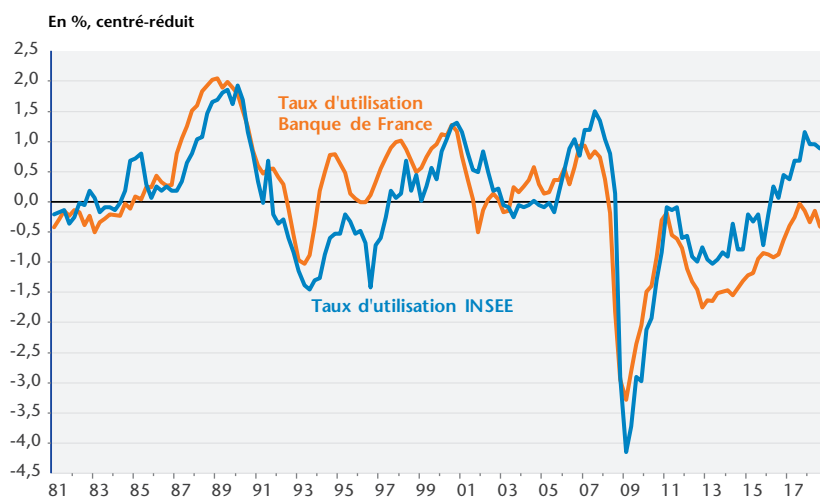
Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

### 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

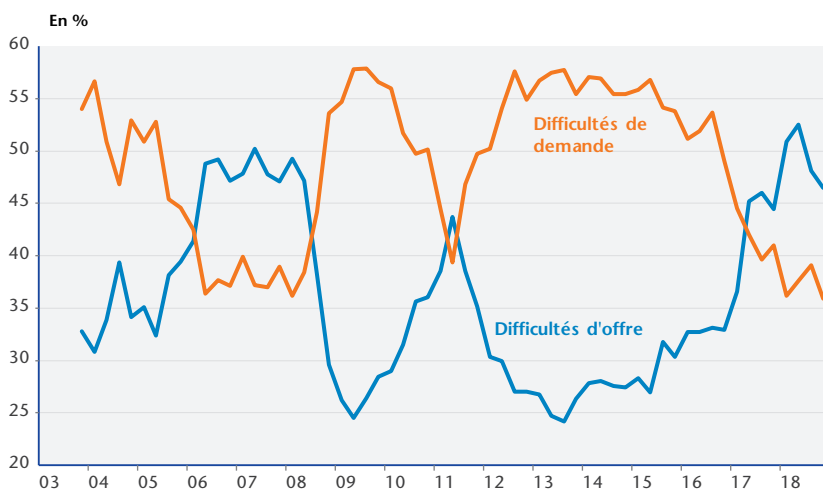


Sources : Banque de France, Insee.

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

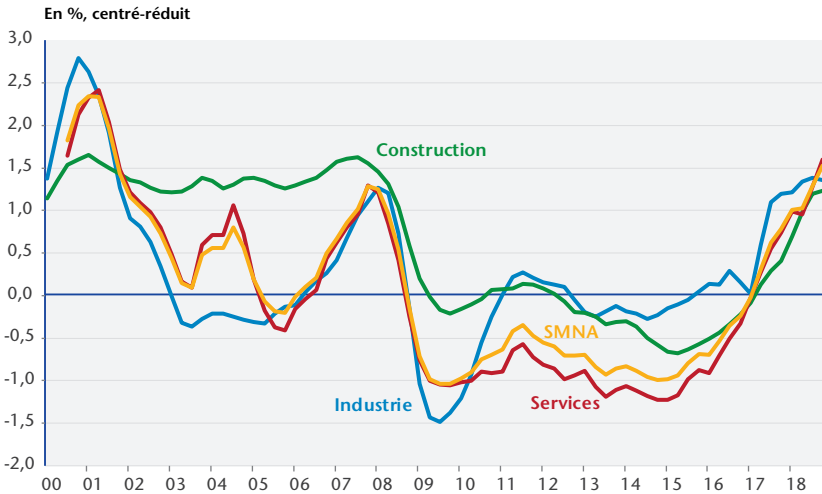


Source : Insee.

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

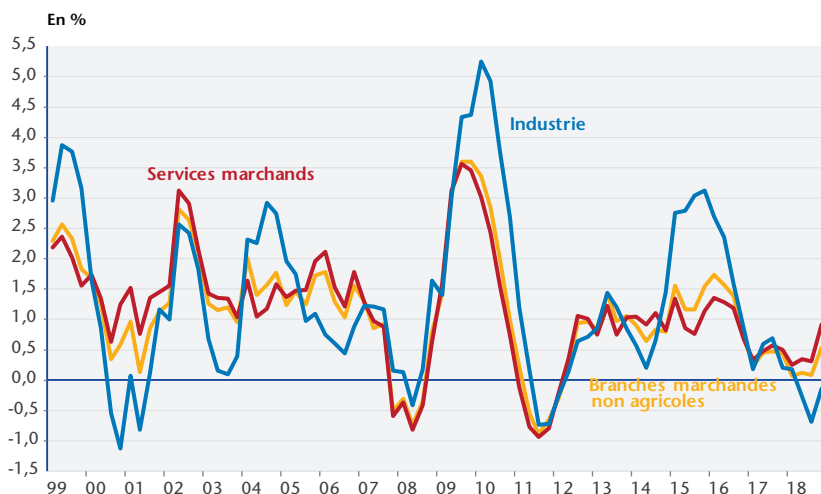


Sources : Insee, calculs OFCE.

## 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 tête<sup>2</sup> (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 chômage<sup>3</sup>.

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 salaires<sup>4</sup>. 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).

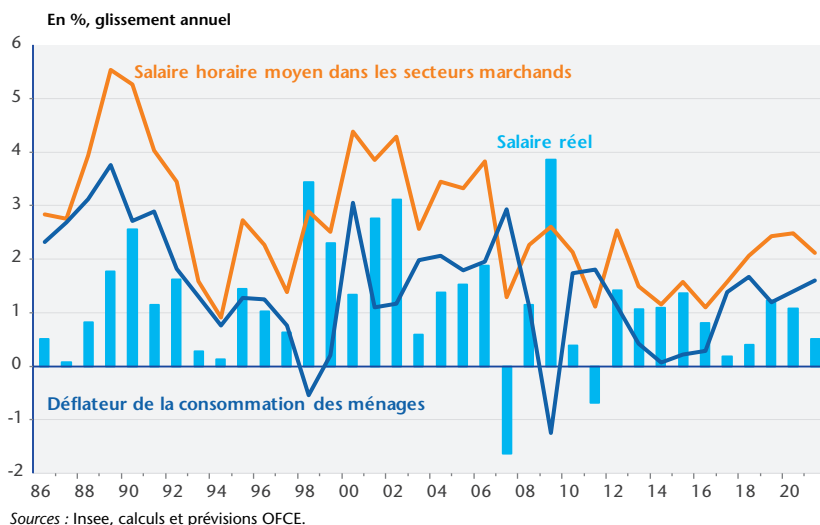
L'inflation, mesurée par le déflateur de la consommation des ménages, aurait quant à elle atteint un point haut depuis 2010/11. Sous l'effet du recul des prix du baril de pétrole en moyenne annuelle (de 71 \$ en 2018 à 63 \$ en 2019) et de l'annulation de la hausse de la taxe carbone en 2019, l'inflation 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 défiscalisée 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
<b>Croissance du PIB</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>
<b>Impact sur croissance du PIB dû...</b>				
... 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
<b>Total des chocs</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>
<b>Croissance spontanée hors chocs</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>
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.

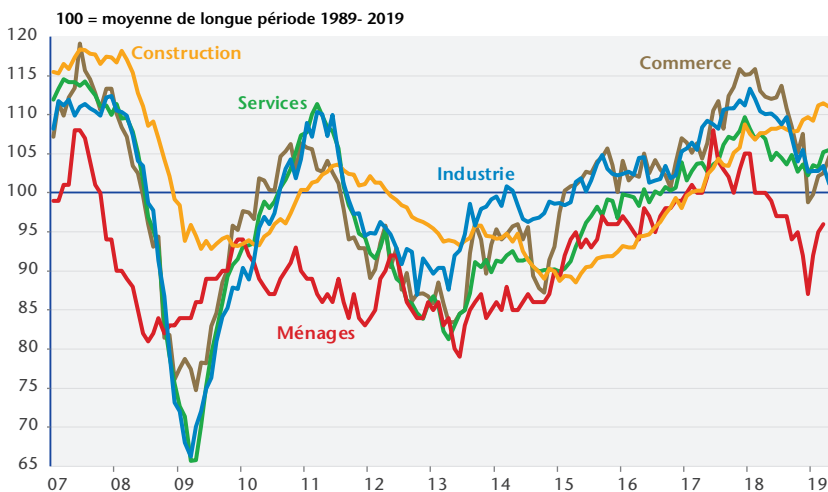
Du côté de l'environnement international, l'appréciation de l'euro face au dollar (à 1,3 dollar pour un euro fin 2021, ce qui correspond à notre évaluation du taux de change d'équilibre) amputerait la croissance de -0,1 et -0,2 point respectivement en 2020 et 2021, tandis qu'un effet légèrement positif 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.

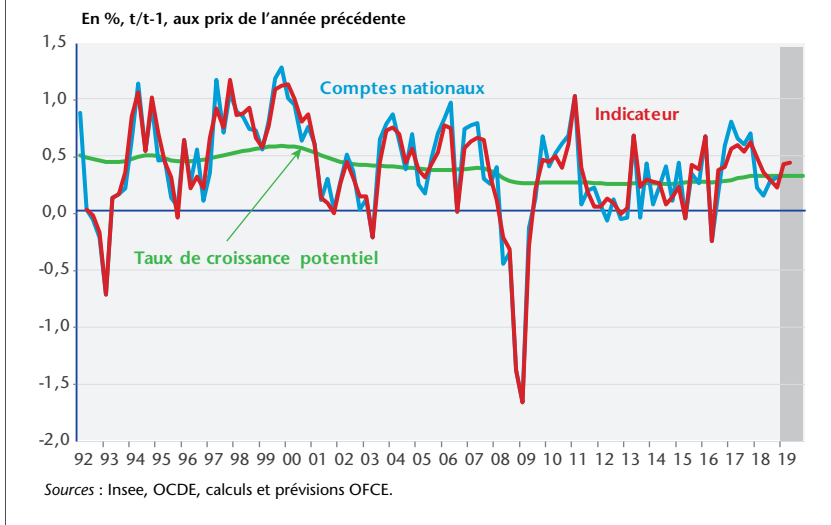
La mauvaise performance de l'économie française au premier semestre 2018, qui affiche une croissance de 0,2 % chaque trimestre (après 0,7 % en moyenne depuis la fin 2016), a été supérieure à ce que pouvaient laisser attendre les enquêtes de conjoncture (encadré 1). Le point bas de l'indicateur est daté 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 soutenue par les mesures pour le pouvoir d'achat

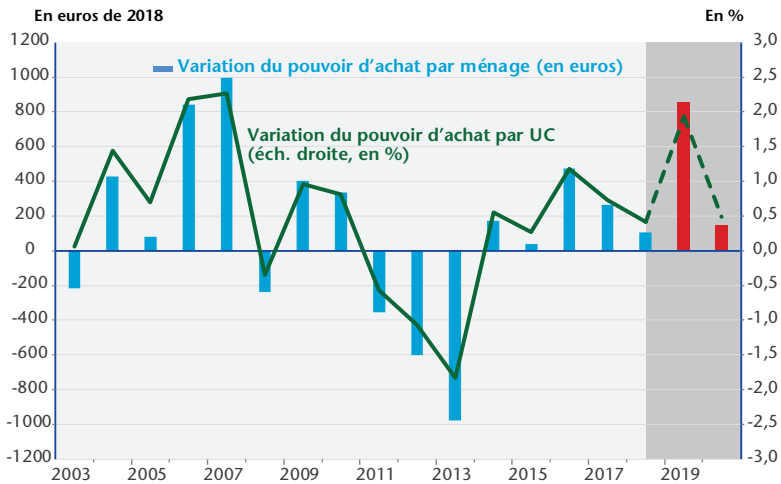
En 2019, la croissance serait tirée par la forte augmentation du pouvoir d'achat (+2,5 %), soutenue par les mesures socio-fiscales redistribuant aux ménages près de 12 milliards d'euros sur l'année (+0,8 point de revenu disponible brut) et la hausse significative du salaire réel (1,5 % en 2019 après 0,3 % en moyenne sur la période 2017-2018) liée notamment à la prime exceptionnelle défisalisée 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 prévues<sup>5</sup> (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 défiscalisée<sup>6</sup> 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-fiscales<sup>7</sup>. 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.

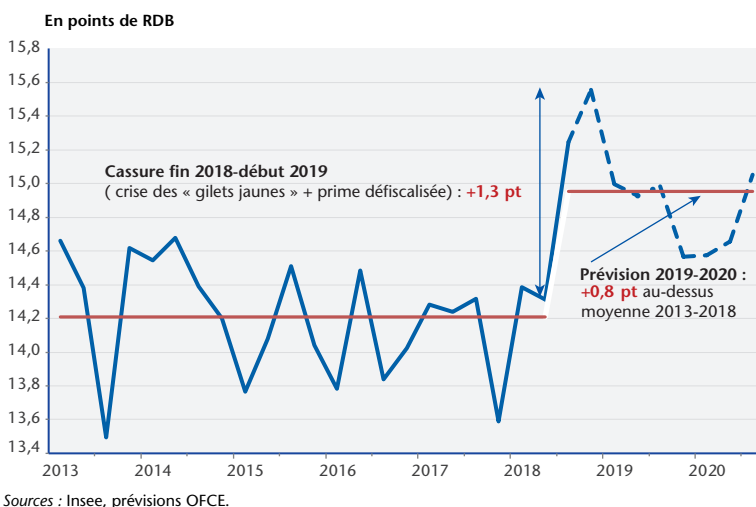
5. Au total, ce sont près de 12 milliards de mesures socio-fiscales à destination du pouvoir d'achat des ménages en 2019 (0,8 point de revenu disponible brut), dont 10,3 uniquement liés aux mesures d'urgence économique et sociale.

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					
<b>PIB</b>	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
<b>PIB par habitant</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>
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
<b>FBCF totale dont :</b>	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
<b>Contributions :</b>																	
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
<b>PIB zone euro</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>

\* 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 mondiale<sup>8</sup> (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 annuel<sup>9</sup> (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 ailleurs<sup>10</sup>. 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 ( $A$ ) :

$$EI = A \times P$$

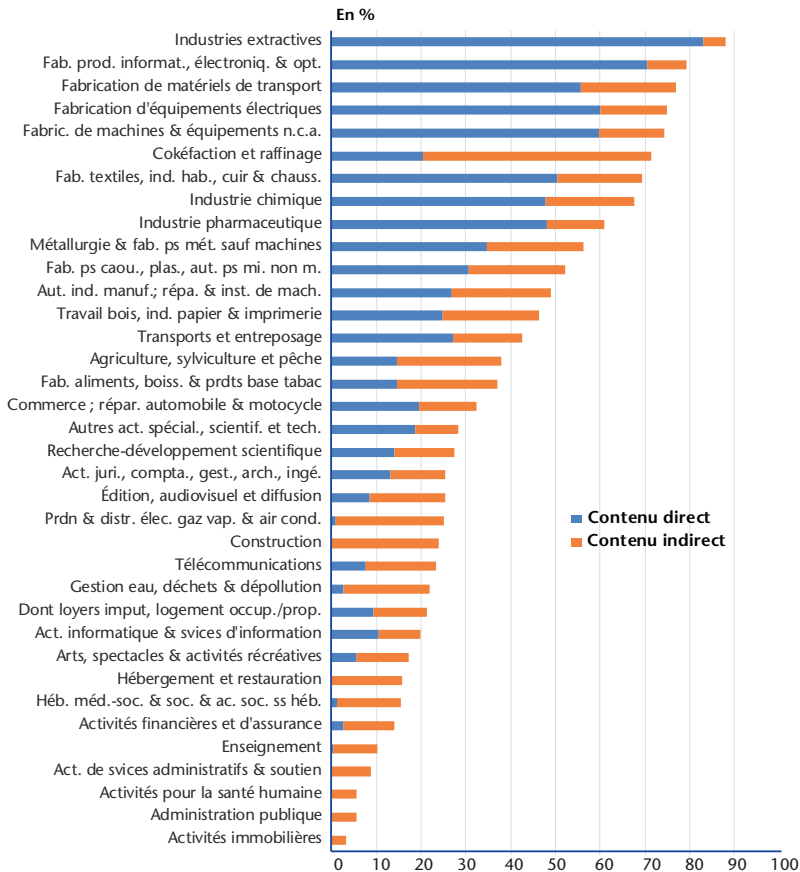
En notant  $D$  la matrice diagonale des taux de pénétration – défini comme le rapport entre les importations et la demande domestique ( $EI + C + FBCF = P + M - X$ ) – on peut écrire :

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

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

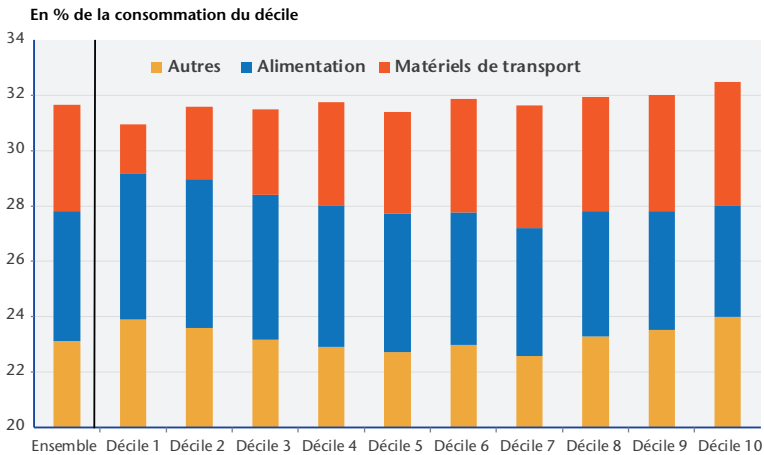
La comptabilité nationale fournit le panier de consommation des ménages. En combinant la structure du panier de biens et du contenu en importations de chaque produit il est possible d'estimer le contenu en importations du panier moyen de consommation des ménages. Sur 100 euros de consommation 31,7 sont d'origine étrangère. Ce chiffre est relativement proche à celui de Gaulier et Ouvrard (2017)<sup>11</sup> 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 dernièrement<sup>12</sup>, 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)<sup>13</sup> 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

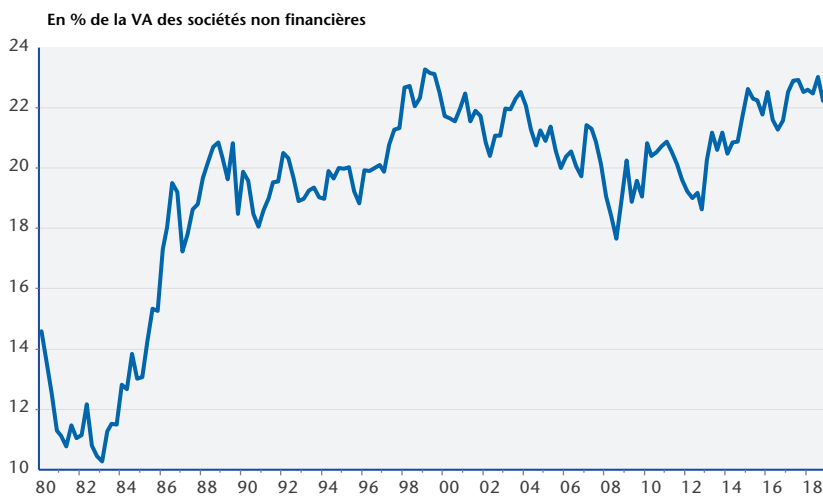
Note : les mesures analysées ici n'incluent pas les effets de la réforme de l'Agirc-Arrco.  
Sources : Insee (comptabilité nationale, EBF, Ines), Madec *et al.* (2019) ; calculs OFCE.

## 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.

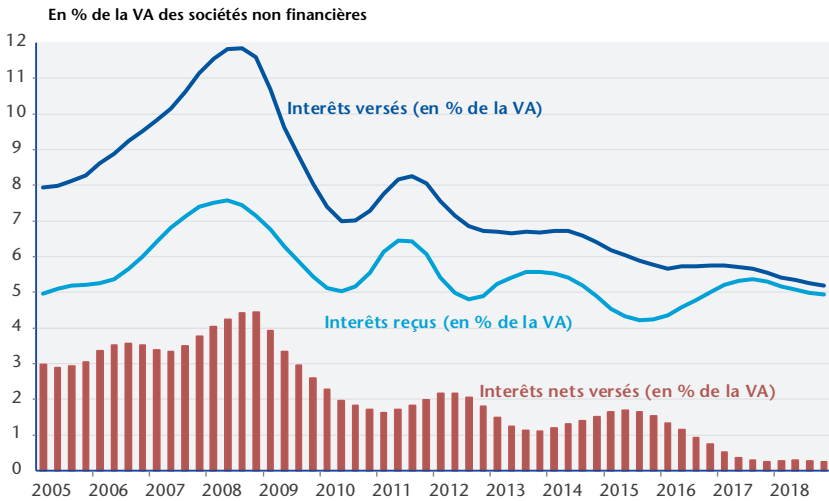
De plus, les conditions de financement des entreprises vont rester favorables, confirmées par les annonces par M. Draghi fin mars du report de la hausse des taux et des nouvelles opérations d'injections de TLTRO (voir partie « politique monétaire »), et ce malgré la décision du Haut Conseil de Stabilité 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 liquidités<sup>14</sup> 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



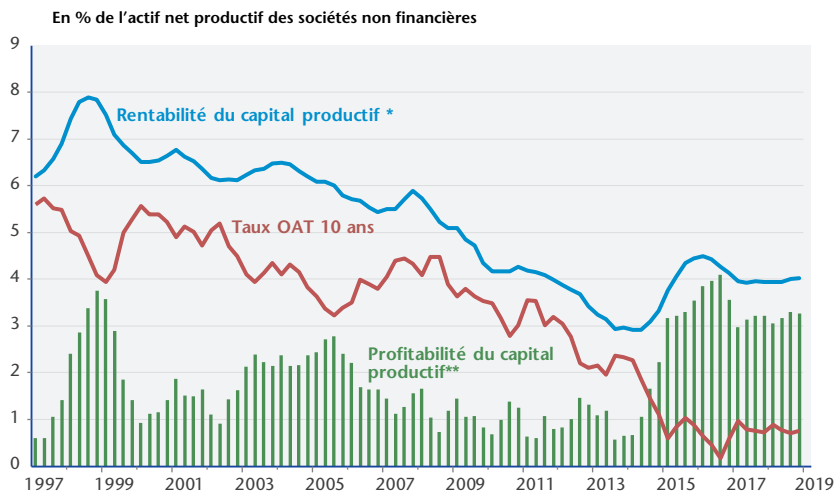
Sources : Insee, calculs OFCE.

Enfin, toujours du côté de l'offre, la profitabilité du capital productif<sup>15</sup> 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 profitabilité élevée du capital productif et des taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie supérieurs à leur

15. La profitabilité 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.

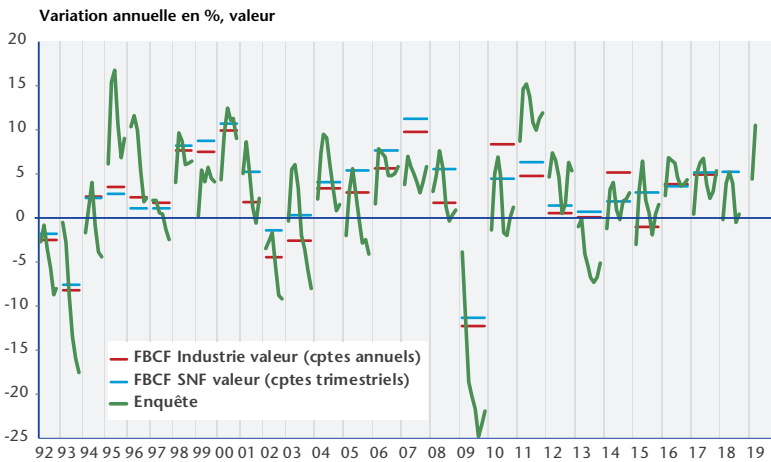
moyenne de long terme expliquent la robustesse de la croissance de l'investissement qui se prolongerait en 2019 (+3 %). Les incertitudes mondiales, mais aussi au sein du territoire, celles de la crise des « gilets jaunes » et celles de l'issue du Grand débat, pèsent sur la dynamique de l'investissement. 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.

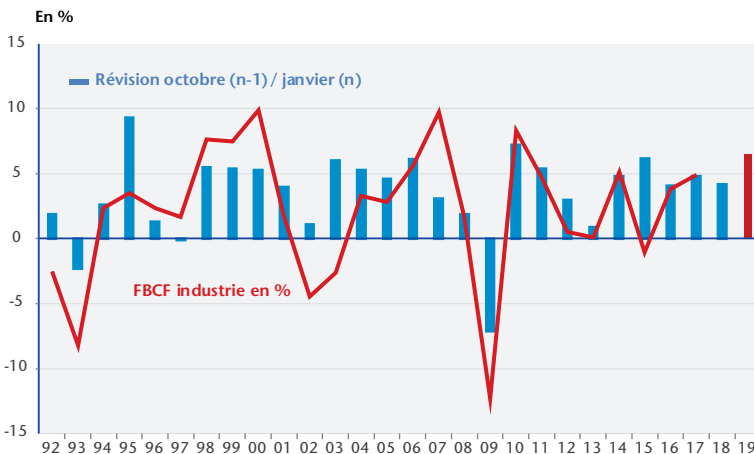
Tableau 5. **Corrélations entre l'enquête et la FBCF industrielle des comptes nationaux**

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**

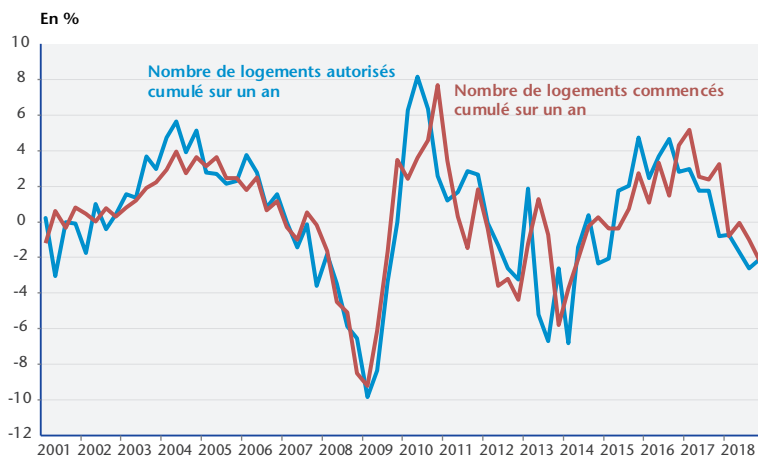
Après avoir entamé un fort ralentissement en 2018, l'investissement des ménages baisserait en 2019 (-0,2 % en 2019 après 1,9 % en 2018 et 5,6 % en 2017). Entre la fin 2017 et la fin 2018, le nombre de logements autorisés à la construction s'est contracté de 6,9 % et le nombre de logements commencés a 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

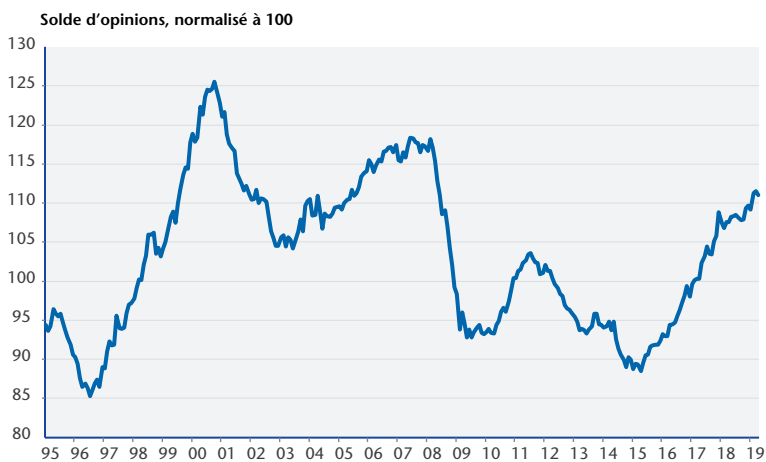
économique (graphique 26). On peut dès lors s'interroger sur l'apparente déconnexion entre les chiffres de la construction et l'opinion des professionnels.

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



Source : Sitadel.

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

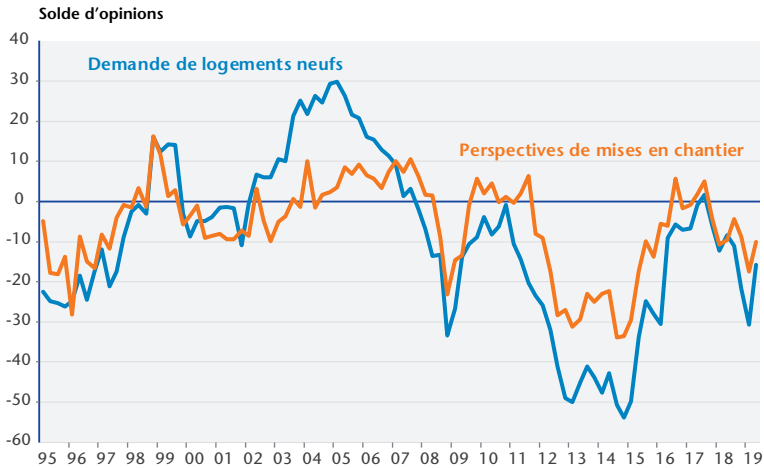


Source : Insee.

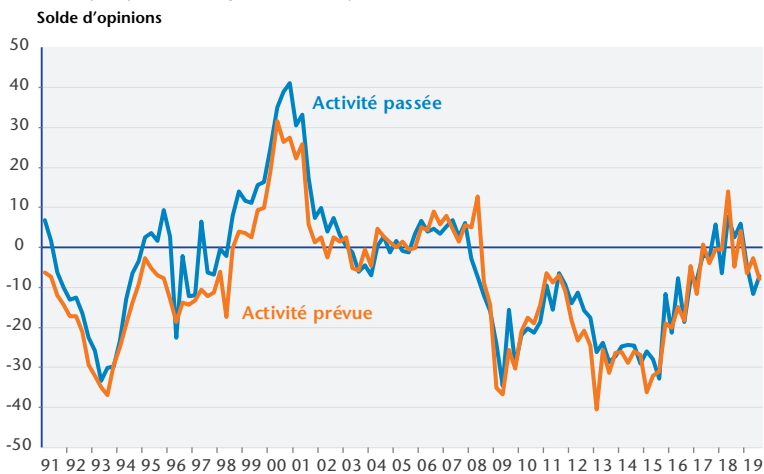
Les enquêtes menées auprès des promoteurs immobiliers reflètent bien le net ralentissement observé des mises en chantiers. Alors qu'elles avaient atteint un point bas historique à la fin 2014, les perspectives de mises en chantier et le jugement sur la demande de logements neufs des promoteurs

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

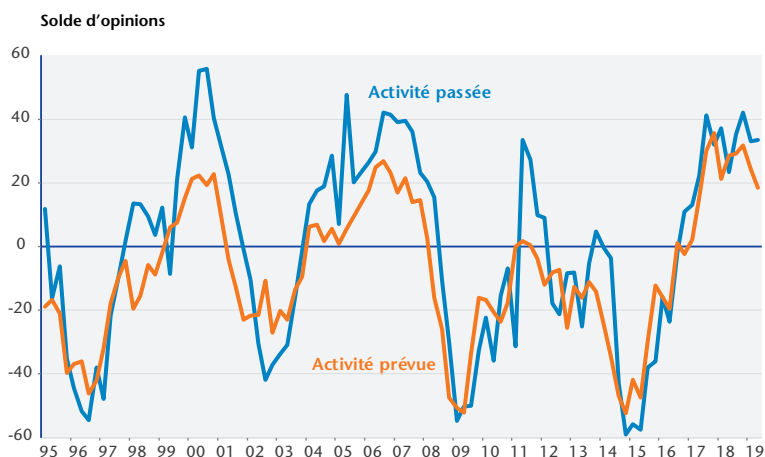


Graphique 28. Enquête de conjoncture dans l'artisanat du bâtiment



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



Source : Insee.

## 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-Uni<sup>16</sup>, 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<sup>17</sup>. 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 reste 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 liquidité<sup>17</sup>. 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.