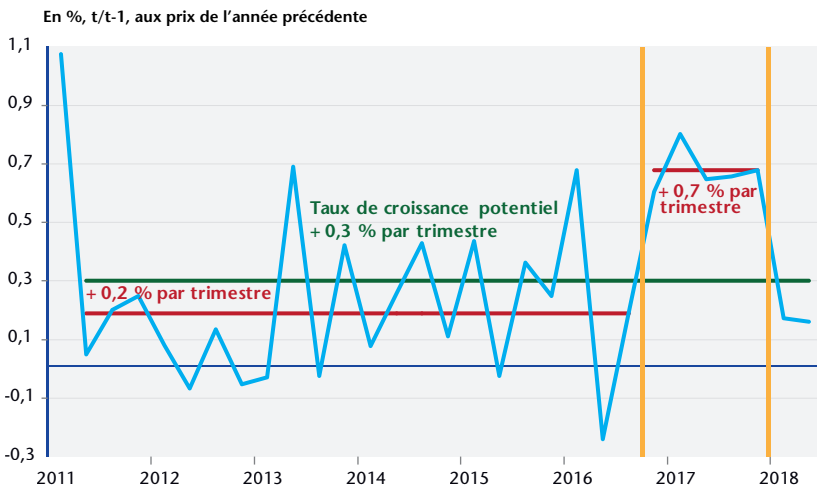


## 1. Une reprise chaotique

La publication de chiffres de croissance décevants de l'économie française au premier semestre 2018, après cinq trimestres de reprise entre la fin 2016 et la fin 2017, relance les inquiétudes sur la pérennité de l'embellie conjoncturelle observée à la suite de six années de croissance très faible (graphique 1). Lors de l'entrée dans la deuxième phase de la crise au deuxième trimestre 2011, après la récession de 2008-2009 et un rebond temporaire de sept trimestres, l'activité est devenue très volatile, alternant trimestres de forte croissance et trimestres de rechute autour d'un sentier de croissance peu pentu, 0,2 % par trimestre en moyenne. Inférieur à la croissance du PIB potentiel, évaluée à 0,3 % par trimestre selon nos calculs, ce sentier a laissé se creuser l'écart de production, c'est-à-dire l'écart entre le PIB effectif et le PIB correspondant à la pleine utilisation de l'offre de travail sans tensions inflationnistes.

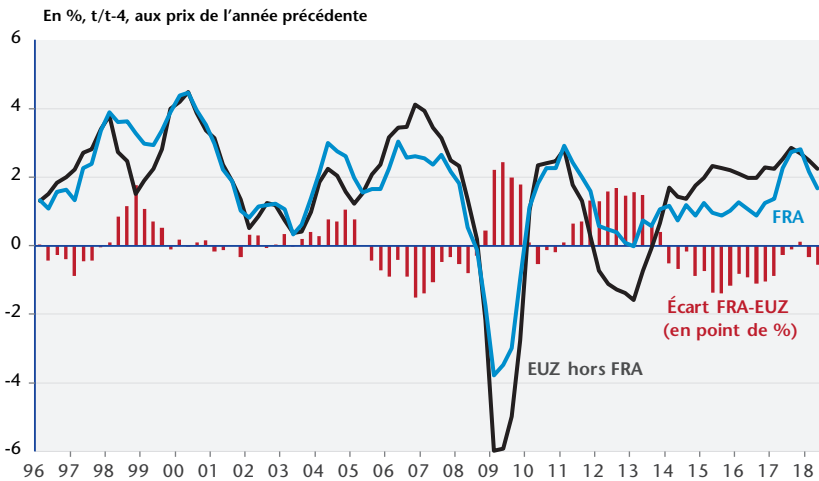
Graphique 1. Taux de croissance trimestriel du PIB français



La sortie de cette phase s'est produite à la fin 2016 avec une hausse du PIB largement supérieure à celle du PIB potentiel, après que la croissance ait été frappée en milieu d'année, après un bon premier trimestre, par des chocs imprévus tels que la mauvaise récolte agricole de 2017, les grèves dans les raffineries et les inondations du printemps.

Cette entrée en phase de reprise de l'économie française s'est déroulée à un rythme équivalent à celui de la zone euro hors-France (0,7 % par trimestre), et dans la seconde moitié de 2017, la croissance hexagonale en glissement annuel faisait jeu égal avec celle de ses partenaires européens (graphiques 2 et 5). Toutefois, sur la phase de croissance démarrée au deuxième trimestre 2013, moment où la croissance française passe en-dessous de celle de la zone, la France accusait encore un retard de 3,5 points au quatrième trimestre 2017, même si cet écart restait de 2,6 points en faveur de l'économie française depuis le début de la crise en 2008 grâce à une meilleure résistance de la France durant les deux dernières récessions de la zone euro.

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



La première moitié de l'année 2018 a vu la croissance française sévèrement rechuter à 0,2 % par trimestre, davantage qu'en zone euro hors France où elle s'est établie à 0,5 et 0,4 % respectivement au premier et deuxième trimestre (graphique 5). En l'espace d'un semestre, la France a accumulé un déficit de croissance de 0,6 point de PIB vis-à-vis de la zone euro hors France. L'écart d'activité accumulé

depuis la mi-2013 avec la zone s'est donc à nouveau creusé (-4,1 points au deuxième trimestre 2018).

## Un environnement international moins porteur

Le ralentissement de l'économie française au premier semestre 2018, certes plus accentué qu'ailleurs, s'inscrit dans un contexte, notamment européen, de tassement de l'activité après une année de croissance en 2017 forte au regard de celle des cinq années précédentes. La demande adressée aux exportateurs français s'est ainsi infléchie et la contribution du commerce extérieur est passée de positive au second semestre 2017 (+0,3 point) à négative au premier semestre 2018 (-0,1 point).

Au-delà de la spécificité française tenant au calendrier fiscal, les facteurs de ralentissement communs à l'Europe proviennent de l'environnement extérieur. Le prix du pétrole en dollars est remonté à un niveau supérieur à celui que nous anticipions lors de notre prévision du printemps 2018. Il devrait s'établir en moyenne annuelle à 75 dollars en 2018 (contre 68 escompté en avril) et à 75 en 2019 (tableau 1). Ensuite, l'euro s'est déprécié contre le dollar, de 1,24 dollar pour 1 euro en début d'année à 1,15 en septembre, ce qui a accentué l'inflation importée du fait du renchérissement du prix de l'énergie. Au total, le prix du *brent* exprimé en euros serait en 2019 près de 15 % plus élevé que ce que nous anticipions au printemps 2018.

Tableau 1. Révision des hypothèses d'environnement international

		2018	2019	2020
Prix du Brent en \$ (en €)	Prévision octobre 2018	75 (64)	76 (64)	75 (59)
	Prévision avril 2018	68 (55)	71 (55)	—
Taux de change €/ \$	Prévision septembre 2018	1,18	1,19	1,26
	Prévision avril 2018	1,24	1,30	—

Source : prévision OFCE.

La hausse des prix du pétrole, supérieure à ce que l'on avait anticipé lors de la dernière prévision, conduit à réviser la croissance de -0,2 point en 2018 et en 2019 (tableau 2), que ce soit par son effet direct sur l'économie nationale ou l'effet indirect à travers le ralentissement de la demande adressée à la France. La dépréciation de l'euro en 2019 apportera une contribution positive supplémentaire à la crois-

sance par l'effet compétitivité, mais elle sera annulée par l'impact négatif du renchérissement du prix du pétrole sur le pouvoir d'achat des ménages. Enfin, pour la seule année 2018, l'effet cumulé des grèves du printemps et de la faible consommation d'énergie avec la douceur climatique ont contribué à réviser notre prévision de croissance de -0,1 point de PIB.

Pour 2019, l'impulsion budgétaire en 2019 sera plus négative de -0,1 point de PIB que celle escomptée lors de la prévision de printemps du fait du décalage de la mesure « 0 cotisations au SMIC » à septembre 2019, de la hausse des prélèvements obligatoires sur les entreprises au titre du cinquième acompte de l'impôt sur les sociétés et de la réduction des niches sociales. *A contrario*, la croissance des dépenses devrait être plus dynamique et la désocialisation des heures supplémentaires occasionner un manque à gagner en termes de recettes de prélèvements sociaux.

Au final, la croissance prévue pour 2018 et 2019 est révisée en baisse de 0,3 point chaque année.

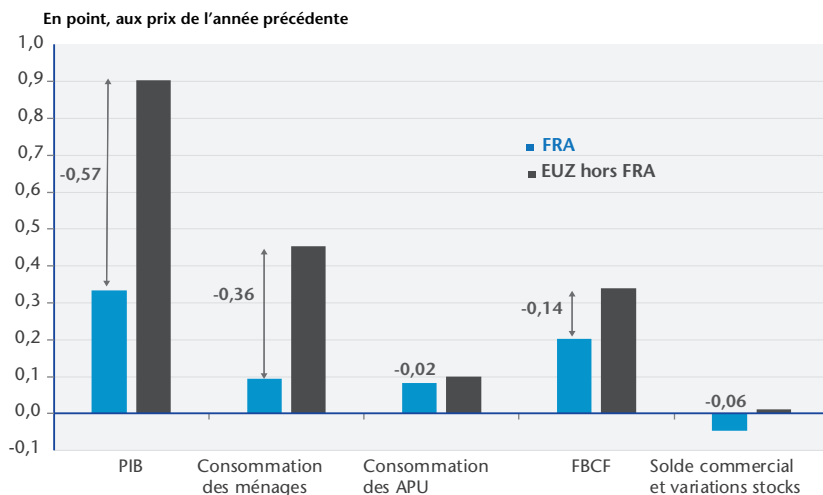
**Tableau 2. Révision des prévisions de croissance pour 2018 et 2019**

Contribution (en points de PIB)		2018	2019
Prévision avril 2018		2,0	2,1
Modification environnement international lié...	...Prix du Brent	-0,1	-0,1
	...Taux de change €/€	0,0	0,1
	...Demande adressée	-0,1	-0,1
Révision interne France lié...	...Grèves et Énergie	-0,1	0,0
	...Politique budgétaire	0,0	-0,1
Prévision septembre 2018		1,7	1,8

Source : prévision OFCE.

## Décrochage de la croissance française au premier semestre 2018...

Au premier semestre 2018, l'écart d'activité entre la France et la zone euro hors France s'élève à 0,57 point, les deux tiers de cet écart s'expliquant par une moindre contribution de la consommation des ménages alors que l'écart est faible pour les autres composantes, notamment le commerce extérieur qui expliquait le retard français depuis 2013 (graphique 3).

**Graphique 3. Contributions à la croissance en France et en zone euro hors France**

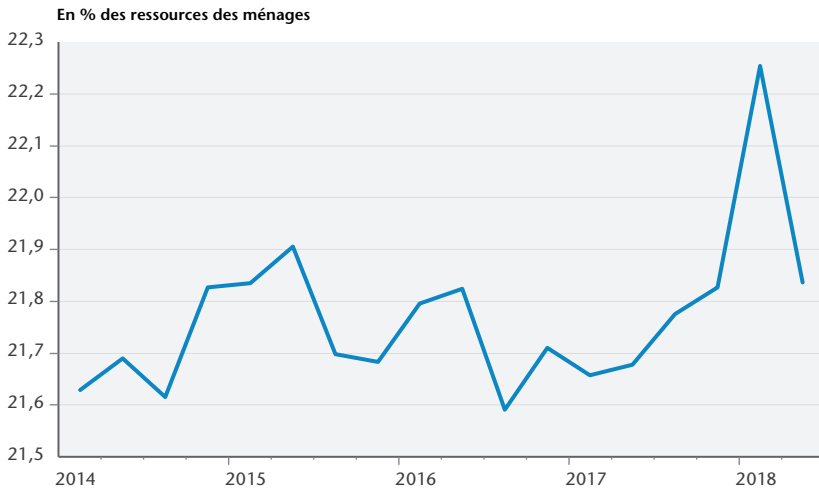
Sources : Eurostat, INSEE, calculs OFCE.

Le début de l'année 2018 a été marqué par la mise en place de mesures fiscales issues de la Loi de finances 2018. En particulier, le calendrier des mesures a affecté le pouvoir d'achat des ménages, avec une baisse de 0,5 % au premier trimestre 2018, la plus forte baisse sur un trimestre depuis 2012. Deux facteurs se sont combinés, d'un côté la hausse de la fiscalité directe, augmentation de la CSG non compensée par la baisse des cotisations salariales (graphique 4), et de l'autre la fiscalité indirecte avec la hausse des taxes sur le tabac et les hydrocarbures. À eux seuls, ces deux facteurs ont pesé à hauteur de -0,8 point sur le RDB des ménages au premier trimestre.

Le taux d'épargne a fortement reculé, de 14,3 à 13,7 %, ce qui a permis une légère hausse de la consommation (+0,2 %) malgré la contraction du pouvoir d'achat.

Le pouvoir d'achat du revenu disponible brut (RDB) s'est redressé au deuxième trimestre 2018, +0,7 %, mais le taux d'épargne est remonté à son niveau de la fin 2017 pour compenser le choc négatif du premier trimestre. Au total, la consommation en volume a quasiment stagné au premier semestre 2018 (contre une hausse de +0,6 % dans la seconde moitié de 2017) quand dans le même temps le RDB réel progressait de seulement 0,2 %. Outre le calendrier fiscal et son effet sur le pouvoir d'achat, les grèves dans les transports au deuxième trimestre 2018 ont pesé sur la consommation des ménages, d'abord en

#### Graphique 4. Taux de prélèvements directs sur les ressources des ménages



Sources : INSEE, calculs OFCE.

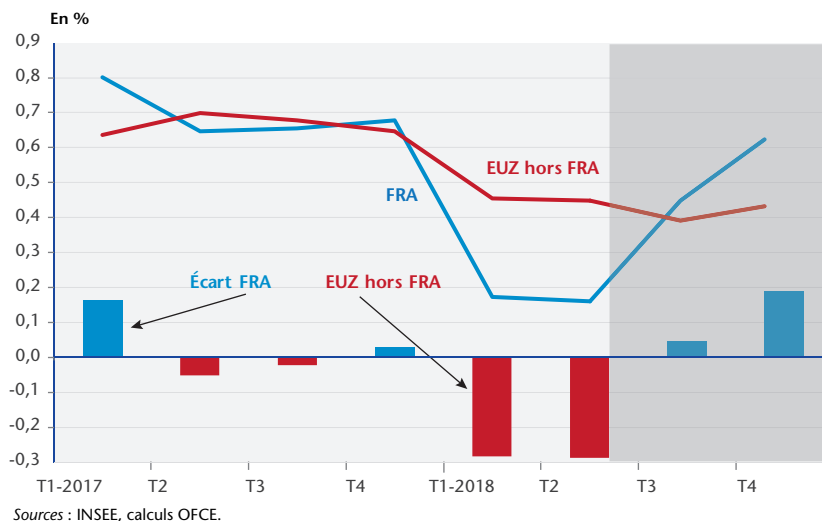
tant que composante de la consommation des ménages – effet direct – ensuite par leurs répercussions sur les autres postes de dépense freinés par l’indisponibilité de certains services de transport – effet indirect. La consommation de transport des ménages a ainsi baissé de 2,7 % au deuxième trimestre 2018, ce qui est la plus forte baisse depuis la fin 1995, contribuant à hauteur de -0,1 point à la consommation totale, hors effet indirect difficilement mesurable. Enfin, en raison d’un printemps particulièrement chaud, la consommation d’énergie a baissé de 3,6 % au deuxième trimestre, contribuant à réduire la consommation des ménages de 0,2 point.

#### ...compensé par un rebond au second semestre 2018

La sous-performance économique de la France vis-à-vis de la zone euro ne serait que temporaire. Les mesures de soutien au pouvoir d’achat, particulièrement marquées en fin d’année avec la baisse de la taxe d’habitation et la seconde tranche de baisse de cotisations sociales, vont contribuer à accroître le revenu des ménages de 1,2 point au second semestre 2018 (dont 1,1 pour le seul dernier trimestre). Le pouvoir d’achat s’améliorerait ainsi de 2,1 % au second semestre 2018 (dont 1,6 % pour le seul dernier trimestre). Ainsi, la faible croissance du premier semestre, affaiblie par une consommation atone, serait passagère. La reprise de la consommation dans la seconde

partie de l'année (avec respectivement 0,6 % et 0,7 % au troisième et au quatrième trimestre 2018) dynamiserait la croissance française qui repasserait au-dessus de celle de la moyenne de la zone euro hors France. Le PIB hexagonal augmenterait ainsi de 0,5 % et 0,6 % au troisième et quatrième trimestre 2018 alors que celui de la zone euro croîtrait au rythme de 0,4 % par trimestre (graphique 5).

Graphique 5. Taux de croissance trimestriel du PIB

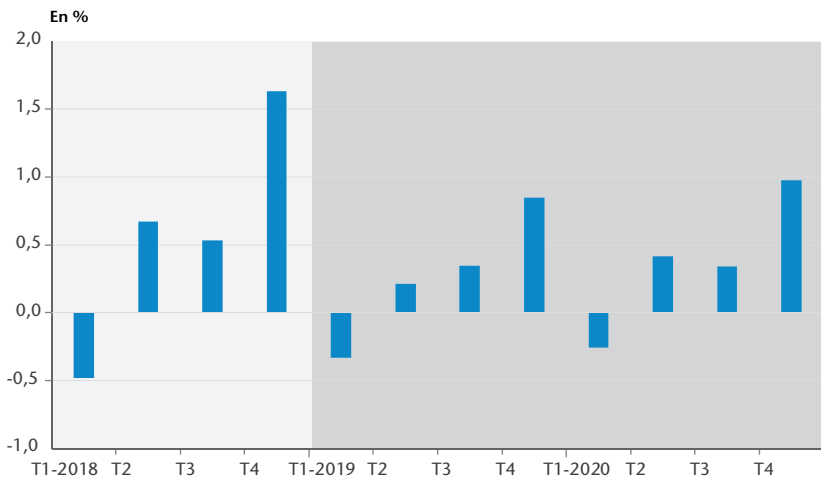


Bien que moins marqué pour les deux années suivantes, le phénomène de calendrier fiscal se répétera en 2019 et 2020 avec une hausse programmée de la fiscalité indirecte chaque début d'année et une montée en charge de la réforme de la taxe d'habitation sur le quinquennat avec des effets attendus en fin d'année. L'évolution trimestrielle attendue du pouvoir d'achat sur la période 2019-20 rend bien compte de ce phénomène (graphique 6).

## Quelle croissance spontanée en France ?

Au-delà de ces à-coups trimestriels qui peuvent donner transitoirement une orientation à l'activité contraire à la phase cyclique en cours, se pose la question de la capacité de l'économie française à poursuivre son rebond entamé à la fin 2016, certains observateurs voyant dans la rechute de la croissance au premier semestre 2018, comme au début de 2011, l'effet de la réapparition d'une contrainte d'offre liée à une

Graphique 6. Variation trimestrielle du pouvoir d'achat des ménages



Sources : INSEE, calculs OFCE.

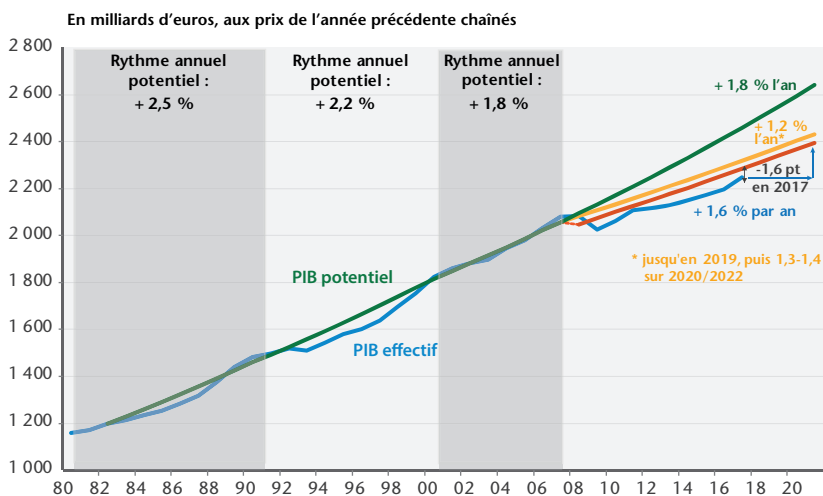
insuffisance de capacité de production. De fait, l'établissement du scénario de croissance à l'horizon 2020 suppose d'estimer l'écart entre le PIB effectif et le PIB potentiel, qui détermine l'ampleur du rattrapage possible, ainsi que la croissance du PIB potentiel qui fait croître la cible, en plus de la croissance impulsée par le rattrapage.

Le choc économique issu de la crise a fait naître des interrogations quant à l'évolution de 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 négatif de plus de 8,6 % en 2017 (graphique 7). L'absence d'effet de la crise sur la trajectoire du potentiel de l'économie française n'est pas une hypothèse crédible. Le débat porte plutôt sur la manière dont la crise a pu affecter négativement le potentiel et avec quelle ampleur. Selon un premier cas de figure, la crise aurait pu n'infléchir que la trajectoire du PIB potentiel, c'est-à-dire provoquer une diminution de son taux de croissance. Notre évaluation du PIB potentiel est rattachée à une logique de long-terme, qui correspond à une offre de travail pleinement utilisée sans tensions inflationnistes, avec la technologie disponible et une flexibilité du facteur capital. La croissance potentielle serait de 1,2 % l'an en 2017, 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 2017 ne serait pas de



-8,6 % mais de -3 %. Le retard d'investissement 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 du potentiel.

**Graphique 7. PIB effectif et hypothèse de PIB potentiel**



Sources : INSEE, calculs OFCE.

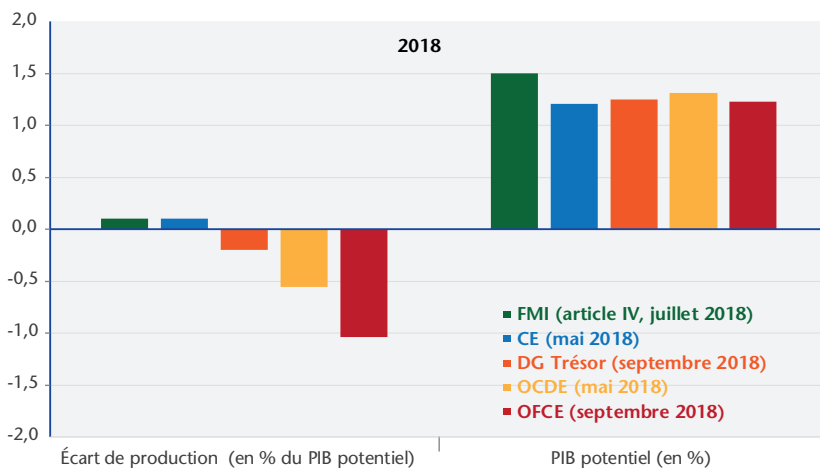
Mais un autre cas de figure est aussi à prendre en considération, celui des pertes de production irrécupérables : les faillites d'entreprises, la fermeture définitive d'unités de production, l'exclusion du marché du travail de chômeurs de longue durée auraient irrémédiablement amputé les ressources productives 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 du ralentissement 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 -1,6 % en 2017 et de -1 % en 2018.

## 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 de la croissance du PIB potentiel ne fait pas consensus parmi les économistes, notamment en raison de sa définition, de sa dynamique et du modèle sous-jacent utilisé pour l'estimer. Par ailleurs, certains penchent pour un ralentissement prononcé du potentiel, d'autres pour une rupture à la baisse de son niveau, d'autres encore pour une combinaison des deux. À l'exception du FMI qui a revu significativement à la hausse la croissance potentielle de la France (1,5 %) dans le cadre de son rapport sur la France (article IV du FMI de juin 2018), les principales institutions (OCDE, Commission européenne, Direction du Trésor), affichent des estimations relativement proches de la croissance potentielle pour 2018, comprises entre 1,2 et 1,3 % (1,2 % pour l'OFCE) (graphique 8). En ce qui concerne l'écart de production, la plupart des organisations sont proches de zéro, le FMI et la Commission européenne affichant même des écarts de production légèrement positifs pour 2018. Seul l'OCDE se distingue avec un écart de production significativement négatif (-0,6 %). Avec un écart de production de -1 % en 2018, l'OFCE fait donc figure d'exception.

Graphique 8. Écart de production et croissance potentielle en 2018



Sources : CE, DGT, FMI, OCDE, OFCE.

En revanche, si l'on prend comme référence, pour évaluer les marges de croissance, non plus un *output gap* à 0, mais l'écart de production estimé en 2007 avant le déclenchement de la crise, les

marges de croissance apparaissent alors beaucoup plus élevées, mais théoriquement au prix d'une accélération de l'inflation si elles devaient être comblées<sup>1</sup>. Les évaluations de l'écart de production selon les différents instituts étaient largement positives pour 2007, l'écart estimé étant le plus important pour la Commission européenne et l'OCDE à 3 % du PIB potentiel, le plus faible à 1 % pour l'OFCE (graphiques 9a et 9b). En comparant l'écart de production d'aujourd'hui à celui de 2007, les marges de manœuvre apparaissent alors bien plus élevées, comprises entre 3,5 % pour l'OCDE et 2 % pour la DG Trésor. Avec 2 % également, à partir de cette analyse, l'OFCE ne fait plus figure d'exception et se situe même dans la fourchette basse.

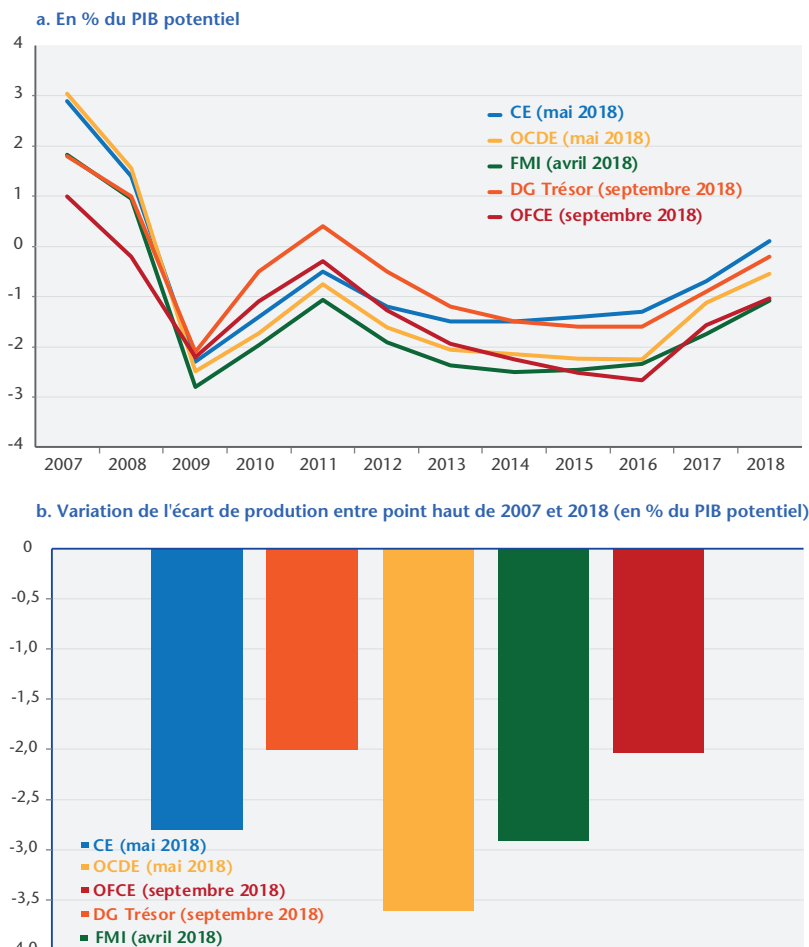
Selon notre évaluation du PIB potentiel, rattachée à une logique de long-terme, la possibilité pour l'économie de franchir durablement son niveau potentiel est conditionnelle à l'apparition de chocs positifs, qui seraient vecteurs de tensions inflationnistes. Or, l'absence actuelle de tensions inflationnistes, visible à travers la faiblesse de la dynamique salariale (voir partie sur les tensions), est cohérente avec un écart de production encore négatif. 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.

Ainsi, si l'on suppose un comblement linéaire de l'écart de production à l'horizon des quatre prochaines années, la croissance annuelle imputable au rattrapage serait de l'ordre de 0,4 % en moyenne sur la période 2018-2020. Notre scénario de croissance spontanée de l'économie, c'est-à-dire contrôlé des chocs pouvant affecter la trajectoire du PIB, est donc celui d'une annulation progressive de l'écart de production à l'horizon 2021 (à raison de 0,4 point par an en moyenne) majorée de la croissance potentielle (1,2 % par an en 2018-2019, et 1,3 % en 2020-2021 avec la montée en charge de la politique de formation des personnes éloignées du marché du travail et de la garantie jeunes). Les chocs que nous identifions par ailleurs ne seraient pas à même de faire diverger significativement la trajectoire de l'économie française de ce schéma, avec des *stimuli* de 0 en 2018, +0,2 point de PIB en 2019 et de -0,1 point en 2020 (tableau 3 et paragraphe « Cadrage macroéconomique : retour vers le potentiel »).

---

1. Pour plus de détails, se référer à Éric Heyer, 2018, « Que doit-on déduire des chiffres d'inflation ? », *Blog de l'OFCE*, juin.

## Graphique 9. Écart de production depuis 2007



Sources : CE, DGT, FMI, OCDE, OFCE.

## Tableau 3. Cadrage macroéconomique pour la France

En points de pourcentage

	2018	2019	2020
Croissance potentielle du PIB (1)	1,2	1,2	1,3
Fermeture de l'OG (cycle) (2)	0,5	0,4	0,3
Totalité des chocs sur l'économie (3)	0,0	0,2	-0,1
Croissance effective du PIB (=1+2+3)	1,7	1,8	1,5

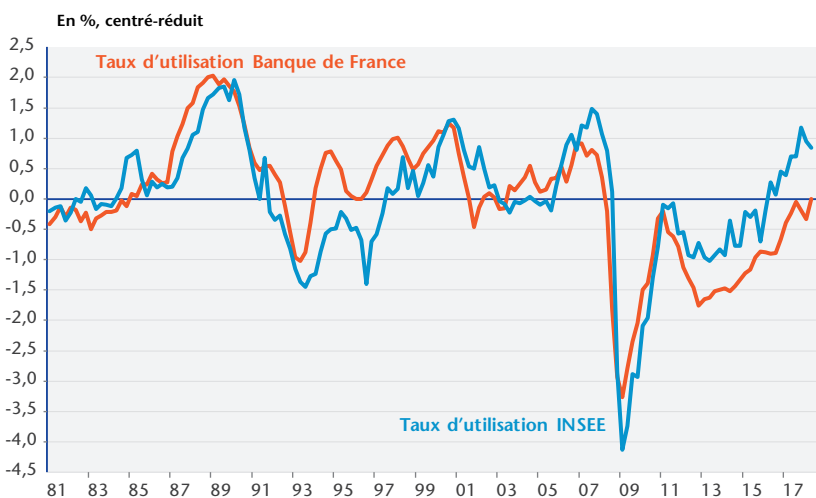
Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

## Pas de réaction des salaires à l'accentuation des tensions dans les enquêtes

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.

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 10). D'après la mesure de l'INSEE, le taux d'utilisation se situe nettement au-dessus de sa moyenne de longue période et a presque rejoint ses plus hauts historiques, témoignant d'une situation où les marges de manœuvre pour accroître la production industrielle avec les ressources en facteurs disponibles au sein des entreprises sont très faibles. D'un autre côté, le taux d'utilisation mesuré par la Banque de France a juste rejoint sa moyenne de longue période et se situe encore nettement en dessous de ses pics conjoncturels précédents, 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 capacité de production dans l'industrie.

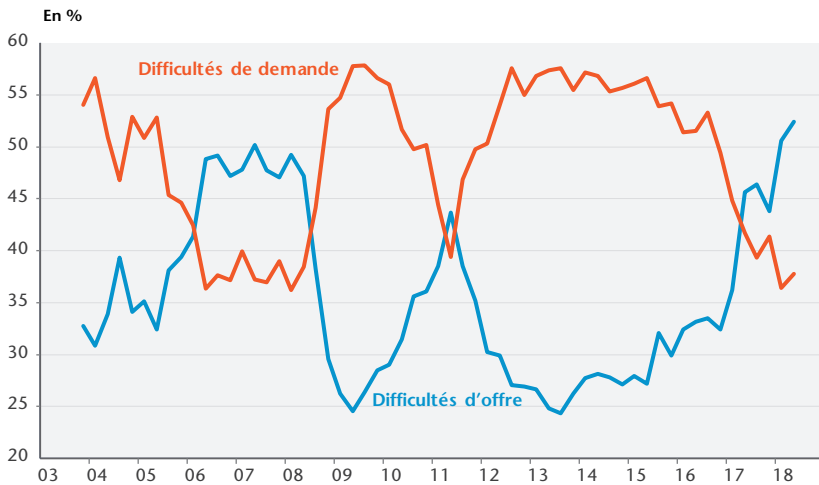
Graphique 10. Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie



Sources : Banque de France, INSEE.

Les autres indicateurs de tension, mesurés par l'INSEE, confirment les signaux envoyés par le taux d'utilisation. Les goulots de production dans l'industrie, c'est-à-dire le pourcentage d'entreprises déclarant ne pouvant produire davantage, ont rejoint leurs pics historiques à la fin 2017. En outre, le pourcentage d'entreprises, 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 (2000 et 2007, graphique 11). On ne saurait toutefois voir dans ce type de configuration la cause des retournements conjoncturels : les retournements à la baisse de l'économie française observés alors sont dus à l'éclatement de la bulle internet en 2000 et à la crise financière de 2007/2008, pas à l'existence de tensions en elles-mêmes auxquelles les entreprises peuvent faire face à court terme. 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 qui s'est interrompue au moment de la crise financière.

**Graphique 11. Entreprises déclarant des difficultés d'offre et celles déclarant des difficultés de demande dans les services**

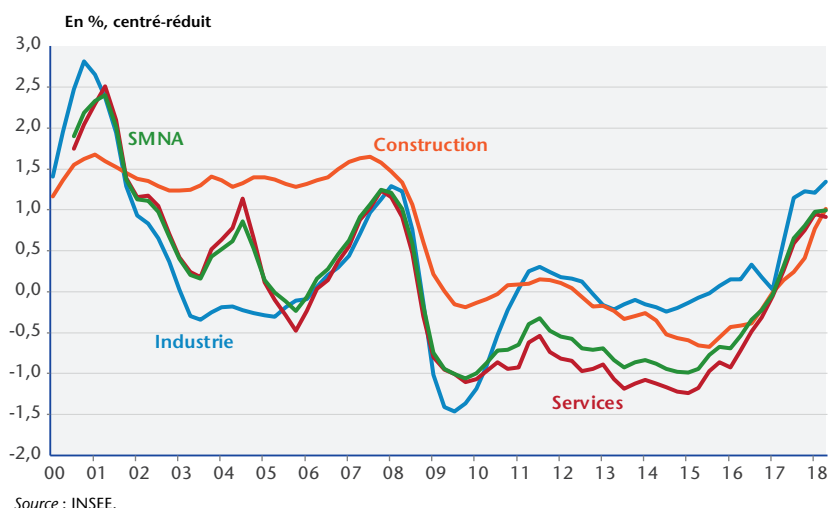


Source : INSEE.

Les difficultés de recrutement témoignent également de la résurgence des tensions depuis plusieurs trimestres. Elles ont retrouvé leur niveau d'avant-crise dans l'industrie, elles sont proches mais restent en-deçà de leur niveau de 2008 dans les services et la construction mais

encore très en-dessous de ceux de 2001, comme l'industrie d'ailleurs (graphique 12). Les difficultés de recrutement n'ont donc pas atteint un niveau tel qu'elles constitueraient un frein majeur à la poursuite des créations d'emploi. Avec un niveau de chômage encore élevé, ces difficultés de recrutement déclarées semblent provenir de la vitesse de progression de l'emploi. Notamment dans l'industrie où, après des années de contraction des effectifs, les entreprises ont pu être surprises par une reprise vigoureuse des carnets de commande. Les causes de ces difficultés de recrutement sont donc plus à chercher du côté de l'accélération des besoins d'emplois que des contraintes imposées par un manque de main-d'œuvre disponible ou qualifiée malgré un taux de chômage encore élevé.

Graphique 12. Entreprises déclarant des difficultés de recrutement

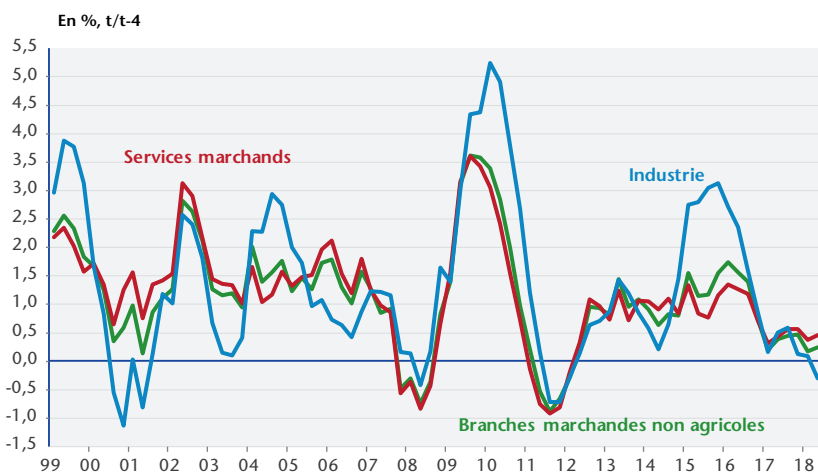


Si ces difficultés de recrutement étaient le signe d'un franchissement à la baisse du taux de chômage structurel, les salaires réagiraient à la hausse. Or pour le moment, la réaction des salaires à l'accroissement des tensions est inexistante. En effet, l'évolution du salaire réel moyen par tête<sup>2</sup> (SMPT, corrigé par le déflateur de la consommation des ménages) reste cantonnée sous 0,5 % en glissement annuel dans les services marchands et est même passée en territoire négatif dans l'industrie (graphique 13). Moins rapides que celles observées entre la mi-2012 et

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.

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). Le salaire mensuel de base mesuré par l'enquête ACEMO du ministère du Travail qui, à la différence du SMPT, ne comprend ni les primes ni les heures supplémentaires ni les effets structurels liés à la rotation de la main-d'œuvre et donc plus proche du concept de salaire négocié, affiche quant à lui une progression annuelle très faible, de 1,5 % en nominal au deuxième trimestre 2018 (-0,2 % en réel), peu éloignée de son plus bas historique de 2016 (+1,2 %). Au total, le salaire réel mensuel de base stagne depuis le premier trimestre 2017, ce qui contraste fortement avec les difficultés de recrutement élevées déclarées par les entreprises.

Graphique 13. Évolution du salaire réel moyen par tête\*



\* Évolutions réelles calculées avec le déflateur de la consommation des ménages.

Source : INSEE.

Une explication à cette inertie des salaires pourrait être trouvée dans le relâchement du lien entre salaires et chômage, à savoir la disparition de la courbe de Phillips traditionnelle selon laquelle la baisse du chômage entraîne des tensions sur le marché du travail et corrélativement une hausse des salaires. Nos estimations montrent toutefois que la courbe de Phillips reste valide, c'est-à-dire que le taux de chômage demeure un facteur explicatif de l'évolution des salaires, mais que la relation s'est modifiée depuis la crise, avec une diminution de la sensibilité des salaires au taux de chômage<sup>3</sup>.

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



Cette altération du lien entre salaires et chômage pourrait s'expliquer par des évolutions plus profondes du marché du travail que ce que l'examen du seul taux de chômage révèle. En effet, un niveau bas du chômage peut masquer la persistance d'un sous-emploi à même de peser sur la dynamique des salaires. Ainsi, un chômeur découragé peut avoir renoncé à rechercher activement un emploi et ne plus répondre aux critères statistiques de comptabilisation du chômage. Sa sortie de l'activité, et la baisse du chômage qu'elle induit, ne traduisent pas pour autant une amélioration du marché du travail, bien au contraire. En dehors de l'activité mais prêt à y revenir, ce chômeur non déclaré alimente un réservoir de main-d'œuvre mobilisable sans accélération des salaires. Le retour à l'emploi de ces personnes, actuellement en dehors de la population active, permet aux entreprises de satisfaire leurs besoins en main-d'œuvre sans avoir à augmenter les salaires. Une autre dimension du sous-emploi non mesurée par le taux de chômage est celle du temps partiel subi, qui sort en effet de la population des chômeurs les personnes en emploi mais qui souhaiteraient effectuer davantage d'heures. Les situations d'activité à temps partiel contraint ou de chômage partiel ajoutent au chômage au sens strict un supplément de presque 6 points de sous-emploi<sup>4</sup> (graphique 14). À cela s'ajoutent les actifs à la marge de l'emploi, définissant le « halo du chômage », c'est-à-dire les personnes qui selon la définition stricte du chômage « ne sont pas disponibles sous deux semaines pour reprendre un emploi » ou qui, découragées, n'en recherchent plus activement. Au total, en intégrant l'ensemble de ces personnes fragilisées vis-à-vis de l'emploi, le taux de chômage au sens élargi s'élève à 19,4 % au deuxième trimestre 2018, soit près de 3,2 points de plus qu'avant-crise, ce qui rend plus floue la définition du chômage structurel autour duquel s'articule la dynamique inflationniste de l'économie.

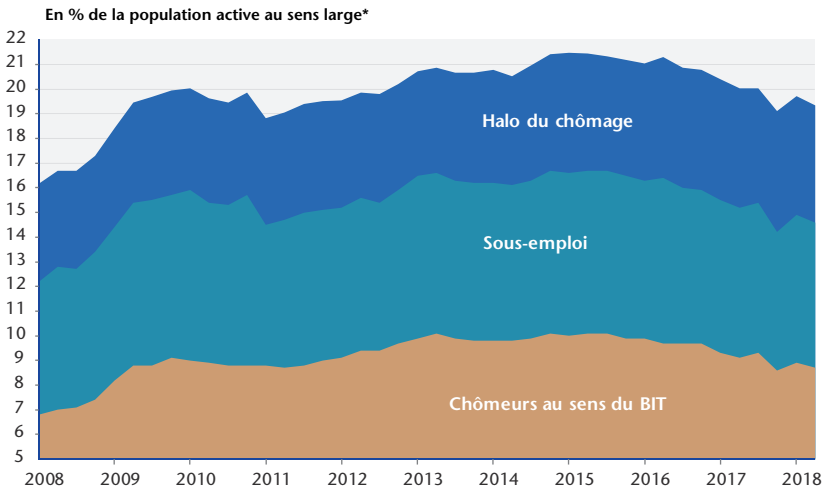
La baisse du chômage générée par la reprise des embauches sous forme d'emplois précaires ou de postes à temps réduit laisse donc subsister une forme de sous-emploi qui pèse sur l'évolution des salaires. Dans le contexte d'une augmentation des difficultés de recrutement, les entreprises ont depuis deux trimestres moins recouru aux emplois temporaires que par le passé (graphique 15). S'il est trop tôt pour en conclure une tendance durable, il est important de noter que la réduction de la part des emplois temporaires dans l'économie est un facteur

---

4. Pour aller plus loin sur ce sujet, voir M. Guergoat-Larivière et S.Lemière (2018) « Convergence des taux de chômage et persistance des inégalités femmes-hommes », *Revue de l'OFCE, Varia*.

d'amélioration globale des conditions de travail des salariés qui ne passe pas par une accélération des salaires. Des contrats plus attractifs seraient une réponse à la plus grande rareté de la main-d'œuvre et la baisse du taux de précarisation de l'emploi une conséquence de l'amélioration du marché du travail.

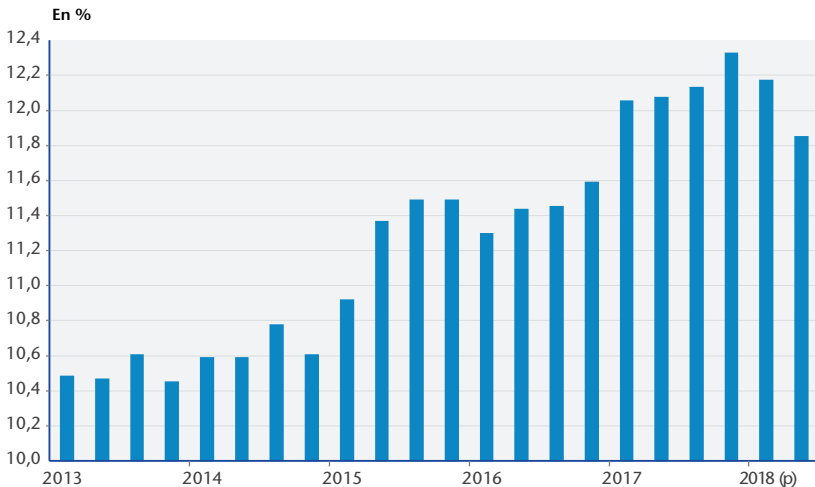
**Graphique 14. Chômage, halo et sous-emploi**



\* Population active + halo du chômage.

Source : INSEE.

**Graphique 15. Part des CDD/intérim dans l'emploi salarié marchand**



Sources : INSEE, calculs OFCE.

Avec la lente amélioration du marché du travail attendue sur la période 2018-2020 (voir partie « Emploi ») marquée par une baisse du taux de chômage de 9,1 % actuellement à 8,6 % à la fin de l'année 2020, 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.

### Cadrage macroéconomique : retour vers le potentiel

La totalité des chocs sur l'économie française serait nulle en 2018, légèrement positive en 2019 (+0,2 point de PIB) et faiblement négative en 2020 (-0,1 point). La croissance effective ne devrait donc guère s'éloigner de la croissance spontanée, impulsée par la convergence du PIB vers le potentiel (le rattrapage) et par la croissance potentielle (tableau 4).

La hausse des prix du baril serait le principal frein à l'activité, amputant la croissance de -0,3 point de PIB en 2018 et -0,1 point en 2019. En revanche, les conditions financières soutiendraient encore la croissance en 2018 et 2019 (0,1 point de PIB chaque année) mais ce ne serait plus le cas en 2020 avec la normalisation attendue de la politique monétaire. Le cycle mondial et la demande adressée à la France contribueraient également positivement à la croissance du PIB en 2018 et 2019 (0,1 point de PIB chaque année), avant le ralentissement cyclique de 2020 dans de nombreux pays avancés.

Bien que l'impact macroéconomique sur le PIB lié à la politique budgétaire et fiscale soit faible sur la période 2018-2020 (0 point de PIB en 2018, +0,1 point en 2019 et -0,1 point en 2020), il est nécessaire d'entrer dans le détail des mesures<sup>5</sup> pour en comprendre les effets, parfois contradictoires, qui ne sont pas visibles au niveau agrégé. L'hétérogénéité des effets de multiplicateurs de chaque mesure et la dynamique propre des effets de chaque type de mesure<sup>6</sup>, font que la composition et le *timing* de la politique mise en œuvre jouent un rôle premier pour expliquer son impact sur la croissance. En 2018, la

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

6. Voir Creel J., É. Heyer et M. Plane, 2011, « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps : les multiplicateurs budgétaires au cours du cycle », *Revue de l'OFCE*, 176, pp. 61-88, janvier.

Tableau 4. Cadrage macroéconomique 2018-2020

	2018	2019	2020
<b>PIB</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>
<b>Impact sur PIB dû...</b>			
... aux évolutions du pétrole	-0,3	-0,1	0,0
<i>Effet direct sur l'économie nationale</i>	-0,3	-0,1	0,0
... à la compétitivité-prix	0,0	-0,1	0,0
<i>Effet intra zone euro</i>	0,0	0,0	0,0
<i>Effet hors zone euro</i>	0,0	-0,1	0,0
... aux conditions financières	0,1	0,1	0,0
... aux politiques fiscales et budgétaires	0,0	0,1	-0,1
<i>Effet mesures contemporaines</i>	-0,2	0,0	-0,1
<i>dont effet mesures passées</i>	0,2	0,1	0,0
... au cycle mondial	0,1	0,1	0,0
<b>Acquis (profil trimestriel)</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Total des chocs</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,1</b>
<b>Rythme de croissance spontanée hors chocs</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>
<b>Croissance potentielle</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>
<b>Output gap</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,2</b>
<b>Vitesse de fermeture</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>

Source : Prévision OFCE octobre 2018.

politique budgétaire et fiscale aura un impact nul sur l'activité. Si l'impulsion budgétaire pour 2018 est neutre, elle résulte d'une forte baisse des prélèvements obligatoires (PO) principalement sur le capital et les entreprises, à faible multiplicateur à court terme, et d'une impulsion négative sur la dépense publique, à multiplicateur plus élevé à court terme. Du fait de sa composition, l'impact total de la politique contemporaine issue de la Loi de finances 2018 est récessive en 2018 (contribution de -0,23 point de PIB à la croissance) (tableau 5). En revanche, les effets d'offre et de demande des mesures budgétaires passées compenseront ces effets (+0,25 point de PIB de contribution), expliquant un effet nul de la politique budgétaire à la croissance de l'activité.

En 2019, la politique budgétaire soutiendra la croissance du PIB. Elle le fera à hauteur de 0,1 point (tableau 5) et ce malgré la restriction budgétaire (-0,2 point de PIB) prévue – hors effets de la bascule du CICE. Les mesures contemporaines ne pèseraient pas sur l'activité du

Tableau 5. Détail de l'impact de la politique 2018-2020

En % du PIB	2018	2019	2020
Mesures contemporaines en PO (y compris versements exceptionnels)	-0,07	+0,23	+0,19
Mesures contemporaines en dépenses publiques	-0,16	-0,19	-0,26
Mesures passées	+0,25	+0,10	+0,00
<b>Impact total</b>	<b>+0,02</b>	<b>+0,14</b>	<b>-0,07</b>

Sources : PLF, prévision OFCE.

fait de la montée en charge des mesures de soutien au pouvoir d'achat (poursuite du dégrèvement de la taxe d'habitation, effets pleins de la bascule CSG/cotisations sociales) et ce malgré la hausse de la fiscalité indirecte sur les hydrocarbures et le tabac ainsi que les économies en dépenses publiques, marquées par la désindexation de nombreuses prestations sociales (voir partie sur les finances publiques). Les mesures d'offre prises en 2018 (baisse de l'IS, réforme de la fiscalité du capital) auraient un effet sur le PIB plus élevé en 2019. De plus, la croissance de 2019 bénéficiera encore des mesures passées (contribution de +0,1 point de PIB à la croissance). Si le *one-off* lié à la transformation du CICE en baisse de cotisations sociales pérenne est quantitativement important (0,9 point de PIB), son effet sur la croissance du PIB sera modeste. Les effets escomptés de la bascule CICE/cotisations (avec le soutien des entreprises en difficulté et le ciblage des baisses de cotisations vers les bas salaires) seront nuls dans un contexte où la trésorerie des entreprises est peu contrainte<sup>7</sup>. Cela suppose en revanche que le supplément de trésorerie reçu par les entreprises ne soit pas versé sous forme de primes sur les salaires. Au total, la politique budgétaire et fiscale soutiendra la croissance de 0,1 point de PIB.

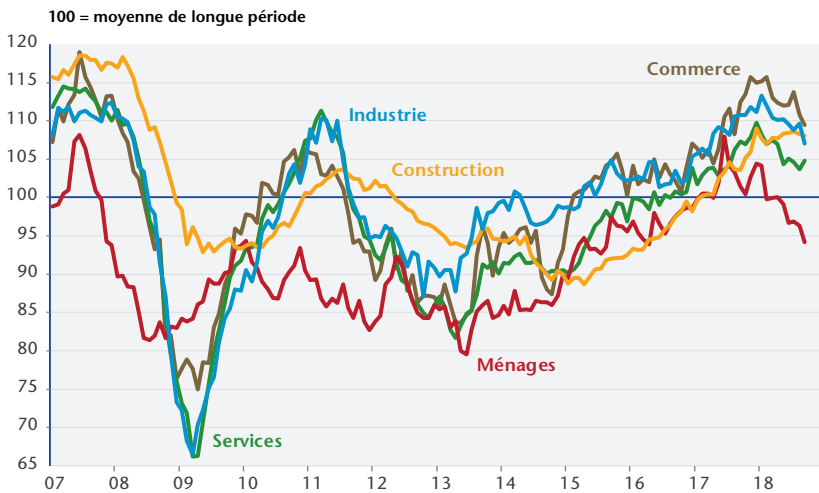
En 2020, la politique budgétaire pèserait légèrement sur la croissance. Les mesures passées n'apporteraient plus de soutien à l'activité en 2020 tandis que les mesures contemporaines pénaliseraient fortement la demande, en lien avec un important effort sur la dépense publique primaire. Ainsi, en 2020, la croissance serait amputée de 0,1 point en lien avec la politique budgétaire nationale.

7. Voir Bruno Ducoudré, Éric Heyer, 2018, « Transformation du CICE : des effets faibles attendus sur l'emploi, nuls sur l'activité économique », *OFCE Policy brief*, 40, 18 octobre.

## À très court terme, un repli des climats des affaires

Après avoir retrouvé leurs pics précédents de 2007 et de 2011, les climats des affaires se sont clairement retournés depuis la fin 2017, notamment l'indice de confiance des ménages, revenu sous sa moyenne de longue période. En contraste avec les autres branches productives, seul le secteur de la construction échappe à la morosité ambiante avec une stabilisation de son climat (graphique 16).

Graphique 16. Climat des affaires



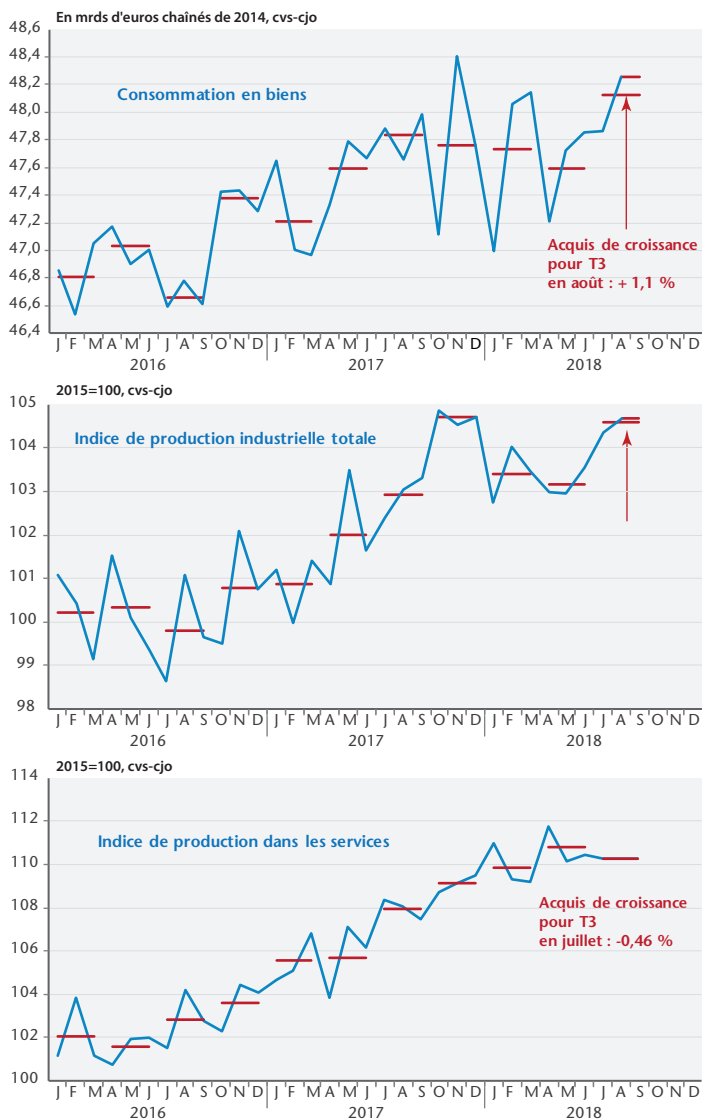
Source : INSEE.

Ce retournement augurait un changement du régime de croissance au premier semestre 2018 après une année 2017 de croissance dynamique. Par contre, les climats des affaires dans les différentes branches restaient largement au-dessus de leur moyenne de longue période – et le sont encore – et ne lançaient par conséquent pas de signal d'alerte sur un retournement du cycle économique marqué par un passage durable du taux de croissance sous le taux de croissance potentiel.

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), est allée au-delà de ce que pouvaient laisser attendre les enquêtes de conjoncture (encadré 1). À ce stade, elle ne signe toutefois pas un retournement du cycle économique si l'on en croit l'indicateur avancé, même si le retournement des indices de confiance marque une baisse de régime de la croissance trimestrielle en 2018 par rapport à 2017.

Les données quantitatives disponibles jusqu'en août, l'indice de production industrielle et la consommation des ménages en biens, laissent attendre un rebond de la croissance au troisième trimestre 2018, avec des acquis de croissance très positifs, respectivement de 1,4 et 1,1 % (graphique 17). En revanche, l'indice de production dans les services affiche un acquis négatif pour le troisième trimestre (-0,5 %),

Graphique 17. Séries conjoncturelles quantitatives



Source : INSEE.

mais l'information ne va pas au-delà de juillet, ce qui ne préjuge pas de la formation au final d'un acquis positif comparé aux publications ultérieures. Étalonné sur ces données quantitatives, le taux de croissance trimestriel du PIB au troisième trimestre peut être évalué à 0,45 %.

### **Encadré 1. L'indicateur avancé : pas de retournement du cycle à l'horizon fin 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 18). En revanche, d'un point de vue plus qualitatif, il parvient à délimiter assez correctement les phases durant lesquelles la croissance est supérieure ou inférieure à la croissance moyenne ou de long terme (la constante de régression), proche du concept de croissance potentielle<sup>8</sup>.

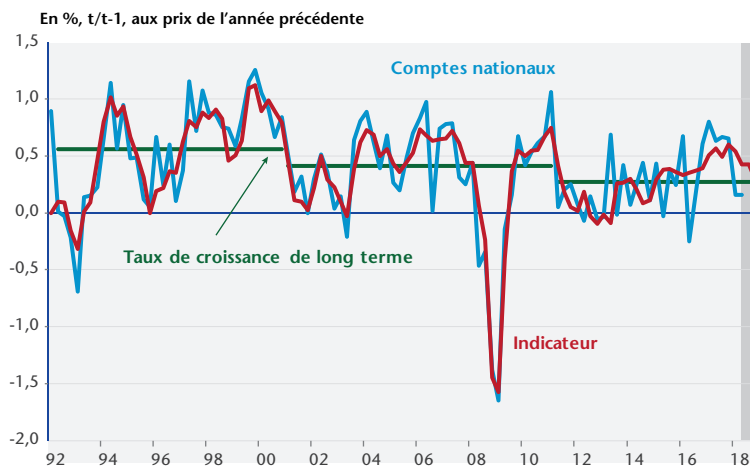
Dès lors, l'indicateur peut être vu comme un indicateur de retournement du cycle économique. Ainsi, le mauvais chiffre de croissance du deuxième trimestre 2016 n'apparaît nullement dans les enquêtes de conjoncture et dans leur conversion en taux de croissance du PIB. L'écart important entre l'estimation et la réalisation, qui pouvait à première vue être considéré comme une défaillance de l'indicateur, est plutôt le signe que la rechute de la croissance au deuxième et au troisième trimestre 2016 a été accidentelle sous l'effet de facteurs ponctuels négatifs (la mauvaise production agricole, la baisse de la fréquentation touristique liée aux attentats, les inondations, les grèves dans les raffineries). Cette rechute ne préfigurait en tout cas pas un retournement durable de l'activité et la croissance effective, dépassant celle estimée par l'indicateur fin 2016 et en 2017, a corrigé l'écart qui s'était formé dans le courant de 2016.

---

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



Graphique 18. Le taux de croissance du PIB observé et estimé



Semblable séquence paraît se reproduire en 2018 avec une croissance effective passée en dessous de celle estimée par l'indicateur au premier semestre, sous l'effet du calendrier fiscal et des grèves de juin dans les transports qui ont pesé sur la consommation. Un effet de ciseau avec l'indicateur est donc possible au deuxième semestre, dont la croissance serait portée par un « effet rattrapage » faisant jouer en sens inverse les facteurs négatifs du premier semestre. Au final, la croissance « sous-jacente » anticipée par l'indicateur est de 0,4 % au troisième trimestre et de 0,3 % au quatrième, rythme bien inférieur à celui de 2017, mais qui reste supérieur à la croissance de long terme estimée par l'indicateur.

## La croissance 2018-2020 en détail

Comme on l'a vu précédemment, la croissance trimestrielle de la France va être marquée par la dynamique heurtée de la consommation des ménages, en lien avec l'évolution du pouvoir d'achat et du calendrier fiscal. En moyenne annuelle, la consommation des ménages accélérerait nettement en 2019 (1,9 % contre 1,1 % en 2018, avant de ralentir en 2020 (1,5 % en 2020) (tableau 6).

Tableau 6. Résumé de la prévision pour l'économie française

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					
<b>PIB</b>	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
<b>PIB par habitant</b>	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
<b>Consommation des ménages</b>	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
<b>Consommation publique</b>	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
<b>FBCF totale dont :</b>	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
<b>Exportations de biens et services</b>	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
<b>Importations de biens et services</b>	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
<b>Contributions :</b>																	
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
<b>Déflateur de la consommation</b>	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
<b>Revenu disponible brut</b>	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
<b>Taux d'épargne des ménages (en % du RDB)</b>	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
<b>Taux de chômage (en % de la pop. active)</b>	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
<b>Taux de marge des SNF (EBE / VA, en %)</b>	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
<b>Solde public, en % du PIB</b>													-3,4	-2,7	-2,6	-2,8	-1,8
<b>Dettes publique, en % du PIB</b>													98,2	98,5	98,7	98,3	97,8
<b>Impulsion budgétaire, en points de PIB*</b>													0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,3
<b>PIB zone euro</b>	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.

## L'investissement des entreprises et des administrations publiques soutient la croissance

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 2018-2019. En effet, les effets du renchérissement du coût du capital et 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 leur capacité d'autofinancement (encadré 2). 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 %).

### Encadré 2. Quel impact lié à transformation du CICE en baisse de cotisations sociales patronales<sup>9</sup>

Conformément aux engagements prévus dans le programme économique d'Emmanuel Macron, l'exécutif s'est engagé à transformer le Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) en une baisse des cotisations sociales employeurs. Cette mesure ne se réduit pas à la seule « bascule » des 6 points de CICE en une baisse définitive du même montant du taux de cotisation employeurs et au gain en trésorerie pour les entreprises qui bénéficieront notamment des deux dispositifs au cours de l'année de transition en 2019. Elle intègre également l'allègement de cotisations patronales de 4,05 points au niveau du Smic et dégressif jusqu'à 1,6 Smic. Et en conséquence, de façon à neutraliser les effets budgétaires *ex ante* de cette « transformation du CICE », nous incluons dans l'analyse la baisse du taux de CICE de 7 % à 6 % entrée en vigueur un an plus tôt. Enfin, nous tenons compte du retour d'IS lié à la « bascule » ainsi que de sa possible neutralisation par la baisse du taux d'IS prévue par le gouvernement.

La mesure se traduira par une nette amélioration de la trésorerie des entreprises qui bénéficieraient à la fois des nouveaux allègements de cotisations dès 2019, en plus des versements de CICE non perçus au titre des

9. Pour plus de détails, voir B. Ducoudré et É. Heyer, 2018, « Transformation du CICE : des effets faibles attendus sur l'emploi, nul sur l'activité économique », *OFCE Policy brief 40*, 18 octobre.

années précédentes. Ce flux de trésorerie au-delà de 2019 provient du fait que le versement du CICE peut intervenir jusqu'à trois ans après l'année de constatation de la créance fiscale. La prévision de CICE restant à verser aux entreprises après transformation du CICE serait de 21,8 milliards d'euros en 2019 et de 40,9 milliards d'euros au total sur la période 2019-2022.

La transformation du CICE en baisses de cotisations sociales employeurs se traduirait par des effets positifs sur l'emploi à l'horizon 2023 : entre 40 000 et 50 000 créations selon que l'on neutralise l'effet du retour d'IS ou non (tableau 7).

Pendant, en 2018 et en 2019, les effets sur l'emploi seraient négatifs (environ -20 000 chaque année), les entreprises accusant dans un premier temps la réduction du taux de CICE de 7 % à 6 %.

Les effets sur le PIB seraient au mieux nuls à cet horizon (-0,1 point de croissance du PIB en cas de non neutralisation du retour d'IS). L'effet de trésorerie a un impact quasi-nul sur le PIB, compte tenu de la taille du choc qu'il constitue : cela représente une baisse de 0,2 % du coût du capital, ce qui se traduirait par une hausse de l'investissement de 0,1 % d'où un impact très limité sur le PIB compte tenu du poids de l'investissement des entreprises dans celui-ci. En revanche, nous n'avons pas intégré ici d'effets pouvant résulter d'un supplément de distribution de dividendes ou de primes sur les salaires.

**Tableau 7. Impact de la transformation du CICE sur l'emploi salarié marchand**

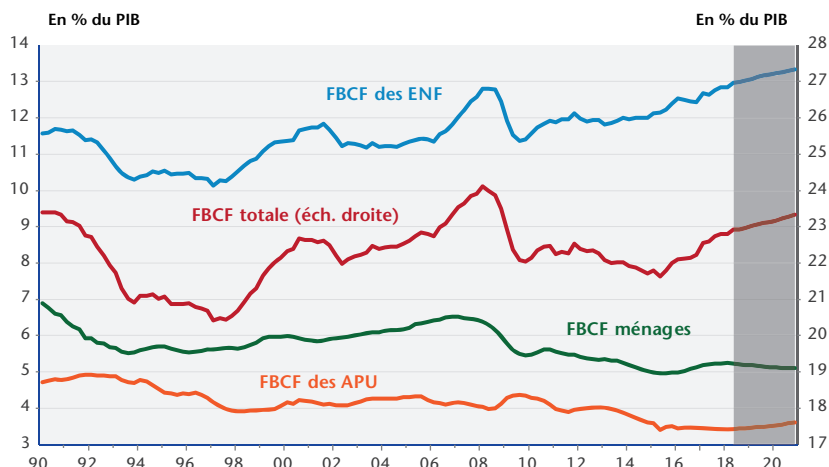
En milliers

	En écart au compte central	2018	2019	2020	2021	2022	2023
(1)	Baisse du taux de CICE de 7 à 6 % au 1 <sup>er</sup> janvier 2018	-17	-40	-51	-50	-41	-32
(2)	Suppression du CICE (6 points) au 1 <sup>er</sup> janvier 2019	0	102	242	308	298	247
(3)	Réduction de la cotisation patronale d'assurance maladie de 6 points entre 1 et 2,5 smic au 1 <sup>er</sup> janvier 2019	0	102	242	308	298	247
(4)	Réduction générale des cotisations patronales d'assurance chômage au 1 <sup>er</sup> octobre 2019	0	2	29	63	82	81
(5)	Effet de trésorerie	0	0	1	1	1	1
(6)	Retour d'IS	0	-1	-4	-7	-9	-9
(7)	Effet total = (1)+(2)+(3)+(4)+(5)+(6)	-17	-39	-25	8	33	41
(8)	Effet total (retour d'IS neutralisé) = (7)-(6)	-17	-39	-22	15	42	49

Source : e-mod.fr, OFCE.

Après plusieurs années de contraction (-2,6 % en moyenne sur la période 2013-2016), l'investissement des administrations publiques (APU) 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 %) (graphique 19), avec le déploiement progressif du Grand Plan d'Investissement et l'objectif de préserver l'investissement des collectivités locales.

Graphique 19. Taux d'investissement par agent



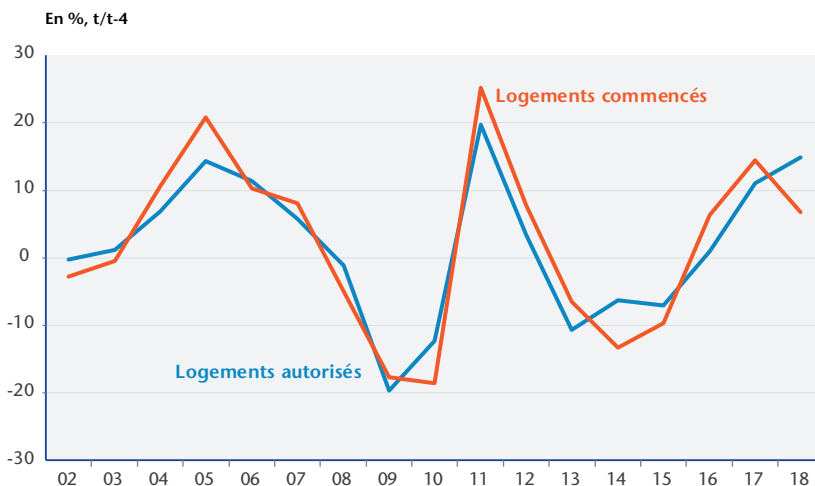
Sources : Insee, prévisions OFCE octobre 2018.

### Investissement des ménages : un ralentissement durable

La fin d'année 2017 et le début de l'année 2018 ont été marqués par un net recul de l'investissement des ménages. Alors que ce dernier a cru de plus de 1 % par trimestre entre la mi-2016 et la mi-2017, son ralentissement a commencé dès le milieu de l'année 2017. Alors que le dynamisme du pouvoir d'achat se poursuivait et que les conditions financières toujours accommodantes pouvaient laisser présager un accroissement du nombre de logements mis en chantier, ceux-ci ont fortement ralenti à partir de juillet 2017 (graphique 20).

L'attentisme d'un certain nombre d'acteurs autour du projet de loi Évolution 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

**Graphique 20. Évolution du nombre de logements autorisés et mis en chantier sur 12 mois**



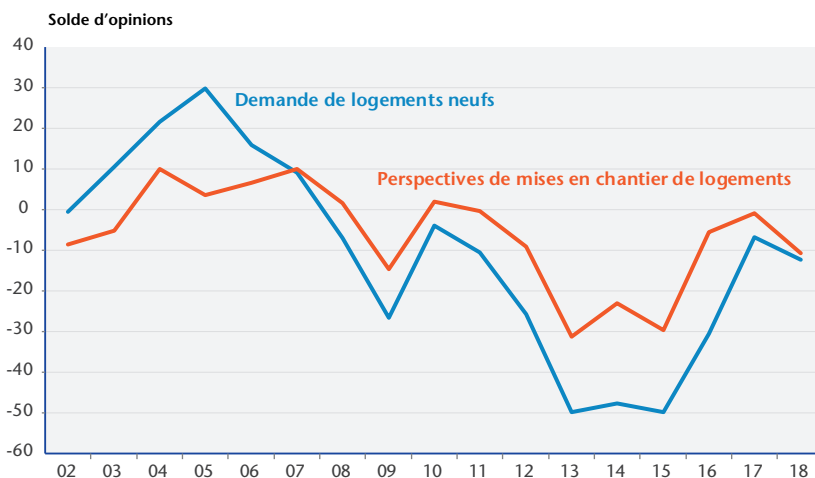
Sources : Insee, ministère de la Transition écologique et solidaire, Service de la donnée et des études statistiques (SDES).

dans la Loi de finances pour 2018. Outre les économies budgétaires massives portées aux aides personnelles au logement, le recentrage des dispositifs Pinel et PTZ associés à la fin des aides à l'accèsion et aux efforts budgétaires demandés aux bailleurs sociaux ont marqué la fin d'année 2017 et l'année 2018.

En 2019, cette dynamique devrait se poursuivre et continuer à impacter négativement les mises en chantier et les permis de construire. Les soldes d'opinions en demande de logements neufs et perspective de mises en chantiers, revenus en territoires positifs en 2017, sont de nouveaux orientés à la baisse début 2018, signe d'un secteur en manque de confiance dans l'avenir (graphique 21).

L'ensemble des indicateurs laisse donc présager une poursuite de la relative stagnation de l'investissement des ménages à l'horizon 2020 et ce malgré un dynamisme retrouvé du pouvoir d'achat des ménages. Après une hausse de 5,1 % en 2017, l'investissement des ménages devrait croître de 1,7 % en 2018 et de 0,6 % en 2019 et 2020.

Graphique 21. Indicateurs de conjoncture dans le secteur du bâtiment



Source : Insee.

## Le commerce extérieur ne pèse plus sur la croissance

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 (encadré 3).

### Encadré 3. Aléas sur la prévision

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 direct 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. Un autre aléa interne, difficilement quantifiable, tient à la mise en place du prélèvement à la source au 1<sup>er</sup> janvier 2019. En effet, si cette mesure ne devrait pas avoir d'effet à long terme, la mauvaise compréhension de son fonctionnement à court terme associée à des risques d'erreurs pourrait conduire les ménages à amplifier leur épargne. Du côté des aléas externes, une hausse du prix du pétrole supérieure à nos prévisions pèserait sur la croissance (une hausse de 10 dollars 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 dollars 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<sup>10</sup> – 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 dollar 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 ont peu concerné 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.

---

10. Pour plus de détails, voir S. Villemot, B. Ducoudré et X. Timbeau, 2018, «Taux de change d'équilibre et ampleur des désajustements internes à la zone euro », *Revue de l'OFCE*, 155.