

## PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2019-2021

Éric Heyer et Xavier Timbeau

Sciences Po, OFCE

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

Le premier article, intitulé « **Europe/monde : accords ou récession** » présente le scénario de prévision pour l'économie mondiale et la zone euro.

Après un pic de croissance en 2017, l'activité économique mondiale donne des signes d'essoufflement. En 2018, le PIB mondial a progressé de 3,3 % contre 3,5 % un an plus tôt. Les nuages ont continué à s'accumuler au cours du premier semestre 2019 en lien avec des tensions géopolitiques accrues. En Europe, l'issue du *Brexit* est plus que jamais incertaine et la situation politique en Italie connaît de nouveaux rebondissements. La guerre commerciale sino-américaine se poursuit et un nouveau front entre les États-Unis et l'Europe s'ouvre, élevant le degré d'incertitude. Les enquêtes de confiance se sont dégradées, en particulier dans l'industrie, touchée également par une crise du secteur automobile. Les ventes de véhicules se sont contractées notamment sous l'effet du ralentissement de la demande chinoise et d'une mutation technique du secteur.

Dans un contexte marqué par la poursuite du changement de modèle de croissance chinois et la perspective de fin du cycle d'expansion en Allemagne ou aux États-Unis, ces différents signaux laissent entrevoir la poursuite et l'amplification du ralentissement en 2019 et 2020. La croissance a déjà perdu 1,8 point dans la zone euro entre la fin de l'année 2017 et mi-2019 avec une forte chute de la croissance allemande. En variation trimestrielle, le PIB allemand s'est même légèrement contracté au troisième trimestre 2018 et de nouveau au

deuxième trimestre 2019, témoignant des difficultés de l'économie dès lors que le commerce mondial et l'automobile tombent en panne. L'activité transalpine est quasi à l'arrêt depuis la fin 2018. Les mesures de relance budgétaire annoncées par la coalition entre le Mouvement 5 étoiles et la Ligue du Nord ont surtout provoqué l'ire de Bruxelles et de nouvelles tensions sur le taux souverain italien. Si ces tensions financières se sont progressivement résorbées, la crise politique italienne n'a pas pris fin puisque la coalition dirigée par Matteo Salvini s'est avérée fragile. La démission du Premier ministre a laissé la voie à la formation d'un nouveau gouvernement issu d'une alliance entre le Mouvement 5 étoiles et le Parti démocrate. Enfin, bien qu'en net ralentissement également, l'activité semble plus résiliente en France et en Espagne. Aux États-Unis, l'évolution récente reflète un atterrissage de la croissance mais à un niveau qui reste élevé et supérieur à celui de la zone euro. La croissance a été plus volatile au Royaume-Uni, alors que les conditions du *Brexit* ne sont toujours pas éclaircies. Après un bon premier trimestre, le PIB a reculé au deuxième trimestre. Parmi les pays émergents, l'Inde et la Chine voient leur croissance diminuer. Si dans le cas de l'Inde il s'agit principalement de facteurs conjoncturels, le ralentissement chinois devrait être durable en lien avec la délicate mutation vers une économie tournée vers la demande interne.

Le recul du commerce mondial de marchandises ou la dégradation du climat des affaires dans l'industrie suggèrent un ralentissement qui devrait se poursuivre. Aux États-Unis, l'inversion de la courbe des taux indiquerait même un risque de récession qui n'a jamais été aussi élevé depuis 2009. De fait, la capacité de l'économie mondiale à maintenir une croissance positive est conditionnelle à l'apaisement des tensions géopolitiques. Il est probable que Donald Trump continuera de menacer la Chine et l'Europe de sanctions mais nous supposons qu'il n'y aura pas d'escalade supplémentaire dans la guerre commerciale. En Europe, un accord serait trouvé rapidement ou, à défaut, un report du *Brexit* pour affiner un accord et éviter le *no-deal*. Alors, la croissance mondiale resterait positive mais passerait sous 3 % dès 2019. Nous anticipons que l'activité progresserait de 1,7 % dans les pays industrialisés et de 3,7 % dans les pays émergents contre 2,2 % et 4,2 % respectivement en 2018 (tableau 1). La croissance mondiale se stabiliserait à 2,8 % puis 2,9 % en 2020 et 2021.

La situation sur le marché du travail ne reflète pas encore cette dégradation du climat conjoncturel. Les taux de chômage ont continué de baisser dans la plupart des pays, atteignant des points historiquement bas comme aux États-Unis ou en Allemagne ou retrouvant le

niveau d'avant la Grande récession comme dans la zone euro dans son ensemble. Le ralentissement global à venir compromettrait partiellement cette dynamique. Dans les deux prochaines années, le chômage repartirait à la hausse dans les pays où il était le plus bas – États-Unis, Allemagne et Royaume-Uni – et diminuerait marginalement dans les pays où il reste supérieur à son niveau d'avant-crise comme en France, en Espagne et en Italie.

**Tableau 1. Perspectives de croissance mondiale**

Taux de croissance annuels, en %

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

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

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

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

L'évolution de la croissance mondiale est donc suspendue à des accords politiques et commerciaux qui n'ont pu être finalisés jusqu'ici. Le risque de négociations rompues sur le commerce ou d'un *Brexit* précipité provoquerait une récession au Royaume-Uni et entraînerait la croissance mondiale dans une zone de turbulences bien plus fortes avec un risque de récession. Dans ce contexte se pose la question de la capacité des autorités monétaires et budgétaires à amortir le ralentissement et une éventuelle récession. Les dettes publiques sont effectivement

bien plus élevées qu'elles ne l'étaient en 2007 avant la Grande Récession si bien qu'une nouvelle relance pourrait menacer la soutenabilité des finances publiques. L'appétit des investisseurs pour la dette publique reste cependant forte comme en témoigne l'évolution des taux d'intérêt souverains. La baisse des taux redonne de fait des marges de manœuvre aux pays européens pour mener des politiques de soutien à la croissance. Du côté des banques centrales, la normalisation n'a pas été amorcée en zone euro ou au Japon et a été interrompue aux États-Unis. Des nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif ont été récemment annoncées par la BCE. Le succès de ces politiques pour relancer l'inflation semble modéré mais en maintenant des taux bas sur une période prolongée, une nouvelle phase d'expansion monétaire permettrait d'ouvrir la voie à d'autres politiques de soutien de la demande. Le débat sur les risques en termes de stabilité financière ou sur les effets redistributifs de la politique monétaire ne manquera alors pas de se poursuivre.

Le deuxième article détaille l'analyse conjoncturelle de l'économie française. Il s'intitule « **France : passe en avant** ».

Succédant à une année de croissance relativement satisfaisante (2,4 % en 2017), l'année 2018 fut marquée par un franc ralentissement de l'économie française (1,7 %). Celle-ci fut affectée par un calendrier fiscal défavorable, une nette dégradation de l'environnement extérieur et des mouvements sociaux intenses. La croissance française, en glissement annuel, est ainsi passée en l'espace d'un an de 3 % à la fin 2017 à 1,2 % fin 2018.

Malgré le ralentissement de l'économie de nos principaux partenaires commerciaux, Allemagne en tête, l'activité française résisterait en 2019 (1,3 %), poussée par les mesures fiscales à destination des ménages et affichant pour la première fois depuis six ans une croissance supérieure à la moyenne de la zone euro hors France. La croissance de la France passerait en 2019 devant celle des grands pays européens, à l'exception de l'Espagne, et serait le principal contributeur à la croissance européenne. Ce passage en avant va de pair avec une faute au regard du Pacte de stabilité et de croissance : un effort de réduction du déficit structurel presque nul en 2019.

En 2020, tirée par une demande interne relativement dynamique grâce à une politique budgétaire en soutien, l'économie française maintiendrait un rythme de croissance de 1,3 %. En 2021, la croissance française devrait revenir à son rythme potentiel de 1,2 %.

Les incertitudes sur le *Brexit*, l'escalade des sanctions commerciales, le ralentissement chinois, les changements de normes dans le secteur automobile ont conduit à un retournement conjoncturel particulièrement violent au sein de la zone euro, en particulier en Allemagne et en Italie. En conséquence, la demande adressée à l'économie française a vu son rythme de croissance (en glissement annuel et en volume) passer de 5,7 % au deuxième trimestre 2017 à 1,3 % au deuxième trimestre 2019, soit son rythme le plus faible depuis fin 2012, au moment de la crise des dettes souveraines et de la récession en zone euro. Ainsi, la croissance, en glissement, des volumes d'exportations de la France a été divisée par deux en l'espace d'un an et demi, de 5 % en début d'année 2018 à 2,5 % actuellement.

Si le ralentissement fut commun aux grandes économies de la zone euro à partir de 2018, il fut particulièrement marqué en France au premier semestre en raison des hausses de prélèvements sur les ménages en début d'année (hausse de la CSG et de la taxe carbone), puis la croissance fut moins dynamique que prévue en fin d'année en raison du déclenchement du mouvement des « gilets jaunes ».

L'année 2019 se présente différemment. Malgré un environnement extérieur dégradé, la croissance française résisterait par rapport à ses voisins en 2019 grâce au soutien de la politique budgétaire et une confiance des ménages retrouvée depuis l'été. Après une hausse prévue du PIB de 0,2 % au troisième trimestre, avec une contribution négative des stocks (-0,1 point de PIB), la croissance trimestrielle repartirait à la hausse au quatrième trimestre avec 0,4 %, ce que confirme l'indicateur avancé utilisant sur les enquêtes auprès des chefs d'entreprises et des ménages.

Cette relative bonne performance de l'économie française trouve son origine dans la résistance de la croissance de la demande intérieure, soutenue par les capacités financières retrouvées des ménages et des entreprises encore enclines à investir.

Ainsi, en 2019, soutenu par les mesures socio-fiscales (12 milliards, soit 0,9 point de RDB) principalement prises en réponse au mouvement des « gilets jaunes » et le dynamisme de la masse salariale tiré par les créations d'emplois, le pouvoir d'achat des ménages augmenterait nettement (+2,4 %), il connaîtrait sa plus forte hausse depuis 2007 (encadré 1). Sous l'effet de la baisse des prix du pétrole de près de 10 % en moyenne entre 2018 et 2019 et de l'annulation de la hausse de la taxe carbone, la croissance de l'Indice des prix à la consommation (IPC) passerait de 1,9 % en 2018 à 1,2 % en 2019 et le déflateur des prix à la

consommation de 1,5 % à 1,1 % (tableau 2). Le salaire moyen par tête (SMPT) augmenterait de 1,9 % en 2019 contre 1,8 % en 2018.

Cette nette amélioration du pouvoir d'achat n'a pas eu pour le moment les effets escomptés sur la consommation des ménages, elle s'est plutôt traduite par une hausse du taux d'épargne de près d'1 point de RDB entre la mi-2018 et la mi-2019. Si cette hausse était en partie attendue, en raison de l'inertie de la consommation aux variations de revenu, elle est supérieure à ce que l'on observe habituellement. En effet, environ la moitié de la hausse n'est pas expliquée par des déterminants traditionnels, reflétant une épargne exceptionnelle, et ce malgré la faible rémunération de l'épargne. Malgré la baisse du chômage, cette hausse pourrait être expliquée par un motif de précaution face à un avenir incertain, probablement en lien avec le mouvement des « gilets jaunes » ou les réformes à venir du système de retraites et de l'assurance chômage.

Malgré la hausse du pouvoir d'achat, nous prévoyons une croissance modérée de la consommation des ménages au second semestre 2019 (respectivement +0,3 % et +0,4 % aux troisième et quatrième trimestres), reflétant la prudence des ménages, et ce malgré un indice de confiance ayant retrouvé un niveau élevé. Une consommation des ménages plus dynamique n'est donc pas à écarter. Dans notre prévision, le taux d'épargne s'établirait à 15,1 % du RDB en moyenne sur l'année 2019, soit 1 point de plus que la moyenne observée sur la période 2013-2018.

Avec un niveau de profitabilité du capital élevé, des conditions de financement favorables soutenues par la politique monétaire accommodante, une pleine utilisation des capacités de production (dans l'industrie), l'investissement des entreprises resterait bien orienté en 2019 (+3,3 % après 3,9 % en 2018). En lien avec le cycle électoral, l'investissement des administrations publiques serait dynamique en 2019 (4 % après 2,4 % en 2018), ce qui n'est pas le cas de l'investissement-logement des ménages qui croîtrait faiblement en 2019 (1,1 % après 2 % en 2018).

En revanche, marquée par le ralentissement de la demande mondiale (qui pourrait être amplifié en cas de *hard brexit* ou d'accroissement des tensions commerciales), la croissance des exportations françaises continuerait de ralentir en 2019 (2,2 % contre 3,5 % en 2018), conduisant à une contribution nulle du commerce extérieur, après une année 2018 plus positive pour les échanges de la France (+0,7 point de PIB).

Tableau 2. Résumé des prévisions pour l'économie française

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

\* Mesurée comme l'effort budgétaire structurel.

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

Deux études spéciales complètent et enrichissent l'analyse conjoncturelle. Dans la première, intitulée « **Élasticités-prix du commerce international** », les auteurs, Bruno Ducoudré, Iris Guezennec, Éric Heyer, Chloé Lavest et Lucas Pérez, évaluent sur données agrégées les élasticités-prix du commerce international pour six grands pays développés : la France, l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne, le Royaume-Uni et les États-Unis. Ces estimations actualisent les travaux de [Ducoudré et Heyer \(2014\)](#). Si elles s'appuient pour l'essentiel sur les données fournies par la comptabilité nationale, la demande adressée pour chaque pays est issue d'une nouvelle base de données construite à l'OFCE retraçant les flux de commerce et les prix au niveau mondial dans 43 zones géographiques. Celle-ci ne se limite plus aux seuls flux de marchandises comme cela était le cas dans nos anciens travaux mais intègre désormais les échanges de services, ces derniers restant toujours très dynamiques sur la période récente et représentant une part de plus en plus importante dans le commerce mondial.

Il ressort de leurs estimations qu'en termes de volume d'exportations, l'Italie et l'Espagne sont les deux pays les plus sensibles à une variation des prix relatifs. Concernant les élasticités des prix à l'exportation, ce sont les États-Unis qui se singularisent, avec une élasticité de 0,23, soit bien en-dessous de celles estimées pour les autres pays qui se situent aux alentours de 0,5, reflétant ainsi le pouvoir de marché des firmes américaines. S'agissant des importations, l'Espagne et le Royaume-Uni ont l'élasticité-prix la plus élevée (respectivement 0,92 et 0,99). Ces deux pays sont aussi ceux qui connaissent la diminution la plus importante du volume de leurs importations, comparée aux autres pays étudiés, à la suite d'une dépréciation de 10% du taux de change de leur devise par rapport à leurs concurrents, une fois pris en compte l'ajustement des prix d'importations.

Dans la seconde étude, « **Taux d'intérêt durablement bas et orientation de la politique budgétaire** », Bruno Ducoudré, Raul Sampognaro et Xavier Timbeau reviennent sur la situation observée dans les économies avancées de taux d'intérêts des actifs sans risque s'établissant à des niveaux historiquement bas et atteignant même des valeurs négatives dans certains pays. La faiblesse de l'inflation explique en partie cette tendance, en particulier depuis le déclenchement de la crise financière globale de 2008. Toutefois, une fois déduite l'inflation, les taux d'intérêt réels sont très faibles. Les causes structurelles de la faiblesse des taux (démographie, montée des inégalités) laissent augurer que la normalisation des taux sans risque ne se fera pas à



courte échéance. D'après nos simulations, réalisées à l'aide du modèle iAGS, un scénario de taux durablement bas peut libérer un espace fiscal conséquent allant de 2 points de PIB en Irlande et jusqu'à 10 points en Italie, à condition que les taux restent bas pendant une décennie. La pertinence de l'utilisation de cet espace fiscal dépend en large mesure de l'analyse de la situation économique. Si la faiblesse des taux résulte d'une évolution pérenne des conditions d'offre (stagnation séculaire à la Gordon) alors les marges de manœuvre ne sont qu'apparentes et en fait masquent l'affaiblissement permanent de la croissance potentielle. En revanche, si la faiblesse durable des taux d'intérêt résulte plutôt d'une stagnation séculaire à la Summers – c'est-à-dire d'un déplacement du taux d'épargne et du taux d'investissement *ex ante* des acteurs privés – alors la mobilisation du déficit public pour modifier l'équilibre macroéconomique entre épargne et investissement permettra de sortir les économies de l'équilibre de sous-emploi des facteurs de production.

Enfin, ce numéro se termine par la retranscription du **débat sur les perspectives économiques** qui a permis de confronter les analyses de l'OFCE à celles Bruno Cavalier, Chef économiste chez Oddo Securities-Oddo BHFet de Bruno Moura Fernandes, économiste (France, États-Unis, Royaume-Uni) chez Coface.

