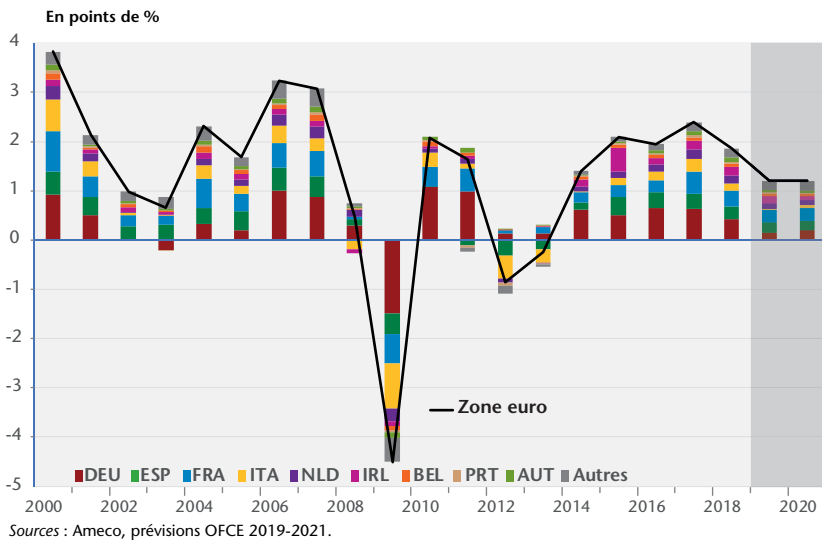


1. Passe en avant

2014-2018 : cinq années de croissance inférieure à celle de la zone euro

La performance de la France attendue en 2019, comparativement à ses principaux voisins européens, s'écarte de la trajectoire suivie entre 2014 et 2018, période au cours de laquelle la croissance française est restée à la traîne. Et pour la première fois depuis 2004, la France sera le premier contributeur à la croissance de la zone euro (graphique 1).

Graphique 1. Contribution des pays à la croissance de la zone euro



À partir de la seconde moitié de 2014, l'amélioration de l'environnement extérieur aurait permis un regain d'activité en France malgré la politique budgétaire qui pesait encore négativement jusqu'en 2015. En effet, la baisse du prix du pétrole, la dépréciation de l'euro et l'arrêt des politiques budgétaires restrictives chez nos partenaires auraient pu se traduire par une accélération progressive de la croissance, comme ce

fut le cas en Europe. La politique budgétaire plus accommodante en 2016 aurait de plus permis d'entretenir ce mouvement de reprise. Malgré le contexte plus favorable, la croissance n'a pas connu d'accélération en 2015 et en 2016, avec 1 % chaque année (après 1 % en 2014). Pourtant des éléments tangibles de reprise étaient apparus dès 2015. Les facteurs de production ont connu une croissance dynamique. Le marché du travail avait renoué en 2015 avec les créations nettes d'emplois dans le secteur marchand, après trois années consécutives de destructions. Parallèlement, l'investissement des entreprises s'est raffermi alors qu'il avait stagné depuis 2012.

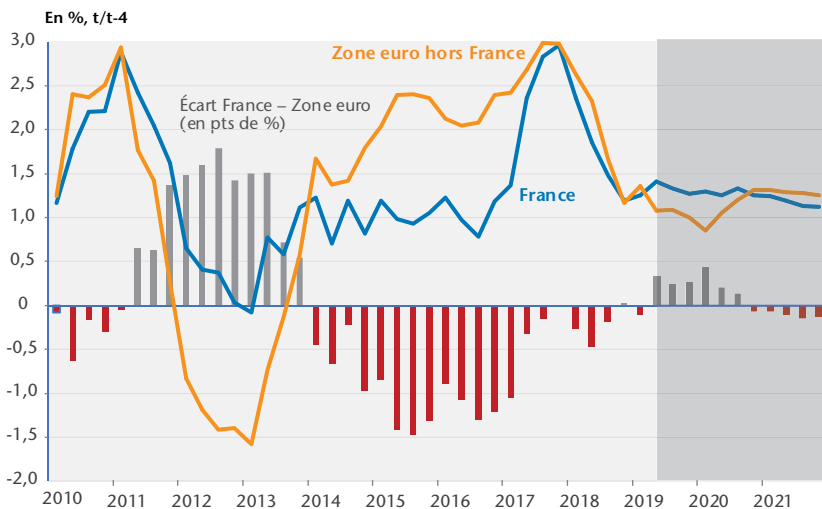
Cette accélération de la croissance des facteurs de production depuis 2015 renvoyait au dynamisme de la demande intérieure. Celle-ci s'est en effet redressée significativement, contrairement au PIB, resté à la traîne. Ainsi, la reprise a bien eu lieu dès 2015 mais s'est limitée à la seule demande intérieure. Cette contre-performance de la croissance du PIB s'explique principalement par les mauvais résultats du commerce extérieur. En effet, celui-ci a pesé en moyenne à hauteur de -0,4 point de PIB par an sur la période 2014-2017¹. Et au sein du commerce extérieur, ce ne sont pas les importations mais les exportations qui expliquent cette contribution négative. Cette faiblesse des exportations est surprenante à deux titres. Elle s'inscrit d'abord dans une période de baisse des prix du pétrole et de dépréciation de l'euro, dont les effets positifs ont été communs aux pays de la zone euro. Elle s'inscrit aussi dans la période de montée en charge des politiques d'offre mises en place sous le quinquennat de François Hollande, avec pour objectif d'améliorer la compétitivité des entreprises et donc les performances à l'exportation.

Il a fallu attendre la reprise engagée à la fin 2016 pour qu'à la fin 2017 la croissance de la France rattrape celle de la zone euro, à la faveur de la mise en place de politiques budgétaires plus accommodantes en 2016 et en 2017 (après 5 années d'impulsion négative) auxquelles s'est ajoutée l'effet positif retardé des politiques d'offre qui a ramené la contribution négative du commerce extérieur à un niveau qui ne pénalisait plus significativement la croissance du PIB.

1. Cette contribution très négative du commerce extérieur (-0,4 point de PIB sur la période 2014-2017) a été en partie contrebalancée par la contribution positive des variations de stocks (+0,2 point de PIB sur la période 2014-17). En revanche, l'année 2016 est la seule année de la période 2014-17 où le commerce extérieur et les variations de stocks ont contribué simultanément et négativement à la croissance, amputant ainsi la croissance du PIB de -0,7 point sur cette seule année.

Cette phase de croissance et de rattrapage a toutefois été de courte durée, et partir du début 2018, l'économie française est entrée à nouveau en phase de ralentissement. Ce ralentissement, commun aux grandes économies de la zone euro 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 prévu en fin d'année en raison du déclenchement du mouvement des Gilets jaunes. La France a donc à nouveau perdu du terrain sur ses partenaires en 2018. Ce n'est qu'à la fin du premier semestre 2019 que l'économie hexagonale affiche des performances supérieures à celles de ses voisins (graphique 2), non pas grâce à un sursaut puisque le début de l'année 2019 a été moins dynamique qu'escompté, mais plutôt par le fait que le ralentissement a été davantage marqué ailleurs, notamment en Allemagne et en Italie.

Graphique 2. Taux de croissance du PIB en France et dans la zone euro (hors-France)



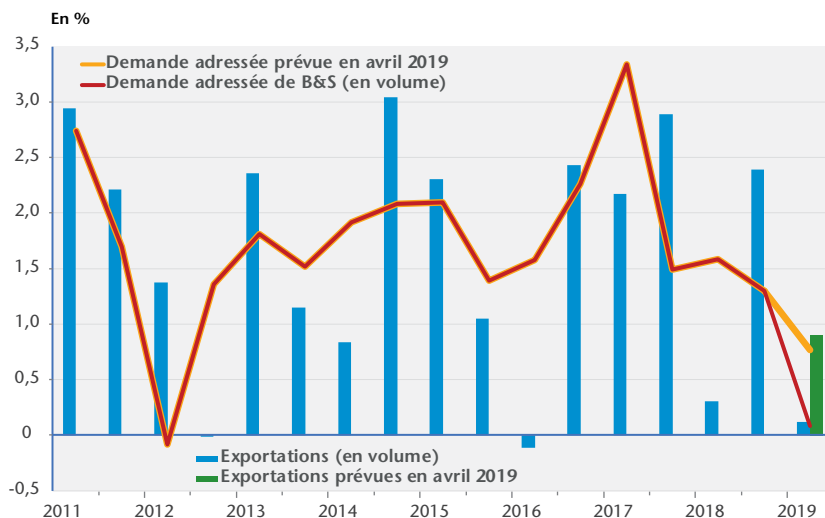
Sources : Eurostat, INSEE, calculs OFCE.

Un début d'année 2019 moins dynamique que prévu

L'information conjoncturelle publiée depuis notre prévision de printemps, avec une croissance escomptée du PIB de 1,5 % en 2019, nous conduit à réviser à la baisse, à 1,3 %, nos prévisions pour cette année. Ces révisions s'expliquent par deux facteurs principaux, à savoir un tassement plus fort que prévu il y a six mois de la demande adressée et une consommation des ménages plus timorée.

Les incertitudes sur le Brexit, l'escalade de la guerre commerciale, le ralentissement chinois, la crise 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. Au cours du premier semestre 2019, la demande adressée à la France n'a pas progressé par rapport au semestre précédent, ce qui n'était pas arrivé depuis fin 2012, au moment de la crise des dettes souveraines et de la récession en zone euro (graphique 3). 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 % au deuxième trimestre 2019.

Graphique 3. Taux de croissance semestriel de la demande adressée et des exportations

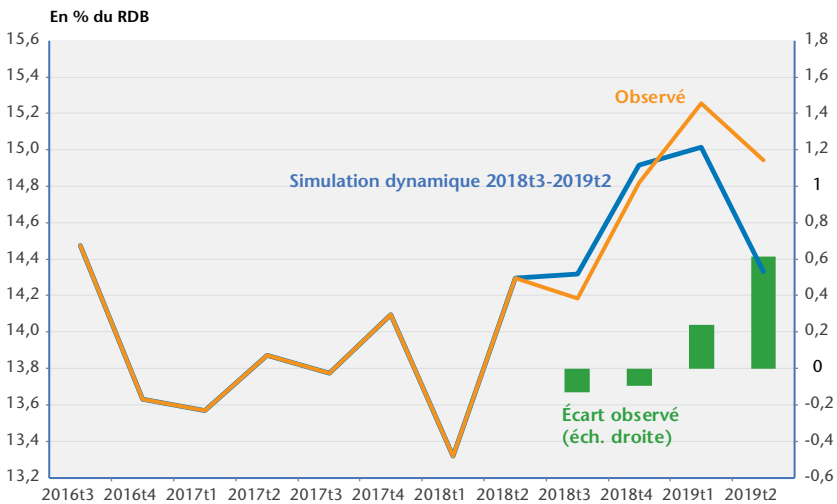


Sources : INSEE, OCDE, calculs OFCE.

Par ailleurs, nous avons surestimé la consommation des ménages de 0,5 point au premier semestre 2019, en conséquence d'une élévation du taux d'épargne plus forte que celle qui aurait été conforme à ses déterminants traditionnels modélisés par une équation économétrique de la consommation (graphique 4).

De fait, la nette amélioration du pouvoir d'achat depuis la fin 2018 n'a pas eu pour le moment les effets escomptés sur la consommation des ménages. Cette amélioration s'est traduite par une hausse du taux d'épargne de près de 1 point de RDB entre la mi-2018 et la mi-2019. Si cette hausse de l'épargne était en partie attendue en raison de l'inertie de la consommation aux variations de revenus, 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 en dépit de 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, la réforme de l'assurance chômage ou celle à venir concernant le système de retraites.

Graphique 4. Taux d'épargne des ménages



Sources : INSEE, calculs OFCE.

2019 : la croissance française se cramponne et repasse devant celle de la zone euro pour la première fois depuis 6 ans

En dépit d'un environnement extérieur dégradé, la croissance française résisterait par rapport à celle de ses voisins en 2019 grâce au redressement de la confiance des ménages depuis l'été et dans une moindre mesure au soutien de la politique budgétaire. Après une hausse 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 fondé 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, dopé par les mesures socio-fiscales (12 milliards, soit 0,9 point de RDB), principalement prises en réponse au mouvement des Gilets jaunes et par le dynamisme de la masse salariale tiré par les créations d'emplois, le pouvoir d'achat des ménages augmenterait significativement (+2,4 %). Il connaîtrait même sa plus forte hausse depuis 2007 (encadré 1). Sous l'effet de la baisse du 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 celle du déflateur de la consommation issu des comptes nationaux, de 1,5 % à 1,1 % (tableau 1). Le salaire moyen par tête (SMPT) augmenterait de 1,9 % en 2019, contre 1,8 % en 2018. Malgré la hausse du pouvoir d'achat, la consommation des ménages devrait croître modérément 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 élevé de profitabilité du capital, des conditions de financement favorables soutenues par la politique monétaire accommodante, des capacités de production encore tendues (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 (0,9 % 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).

Soutenue par les mesures issues du Grand débat, la croissance se maintiendrait à 1,3 % en 2020

Malgré une croissance de la demande adressée à la France toujours atone (1,2 %), la croissance du PIB se maintiendrait à 1,3 % en 2020, soutenue encore par une politique budgétaire plus accommodante que ce que nécessiterait le respect de nos engagements budgétaires européens. Avec la mise en place des mesures issues du Grand débat (baisse de la première tranche d'impôt sur le revenu, ré-indexation des retraites jusqu'à 2 000 euros), l'ensemble des mesures socio-fiscales contribuerait au RDB à hauteur d'environ 6 milliards d'euros (0,4 point) et le pouvoir d'achat des ménages augmenterait de 1,4 % en 2020. La consommation des ménages croîtrait de 1,3 % en 2020, l'épargne restant en moyenne à son niveau de 2019 (15,1 %), soit un niveau toujours élevé au regard des fondamentaux. Malgré des conditions financières toujours favorables, la croissance de l'investissement des entreprises serait moins dynamique en 2020 (1,8 %), affecté par le ralentissement des débouchés extérieurs. Et, avec les élections municipales en mars 2020, l'investissement public ralentirait à 2,4 %, ce que suggère le cycle électoral observé par le passé. L'investissement des ménages, quant à lui, évoluerait comme le revenu réel des ménages (1,4 %). La contribution du commerce extérieur en 2020 serait légèrement positive (+0,1 point de PIB) compensant un mouvement de déstockage (-0,1 point de PIB).

En 2021, avec une politique budgétaire à nouveau restrictive et une appréciation progressive de l'euro par rapport au dollar (1,18 €/€ en 2021 après 1,09 en 2020 et 1,11 en 2019), la croissance française serait égale à la croissance potentielle, 1,2 %. Avec un taux de chômage encore au-dessus de son niveau structurel, estimé sous 8 %, sans remontée attendue du prix du pétrole (60 \$ en 2020 et 2021, après 64 \$ en 2019), l'inflation resterait contenue à l'horizon 2021 (la croissance du déflateur de la consommation serait de 1,2 % en 2020 et de 1,3 % en 2021).

Tableau 1. France : résumé des prévisions

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					
PIB	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
PIB par habitant	0,2	0,2	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	1,9	1,3	0,9	0,9	0,8
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
FBCF totale dont :	0,5	0,9	0,5	0,6	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	5,0	2,8	2,7	1,8	1,4
<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
<i>Contributions :</i>																	
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
PIB zone euro	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	2,7	1,9	1,2	1,2	1,3

* Mesurée comme l'effort budgétaire structurel.

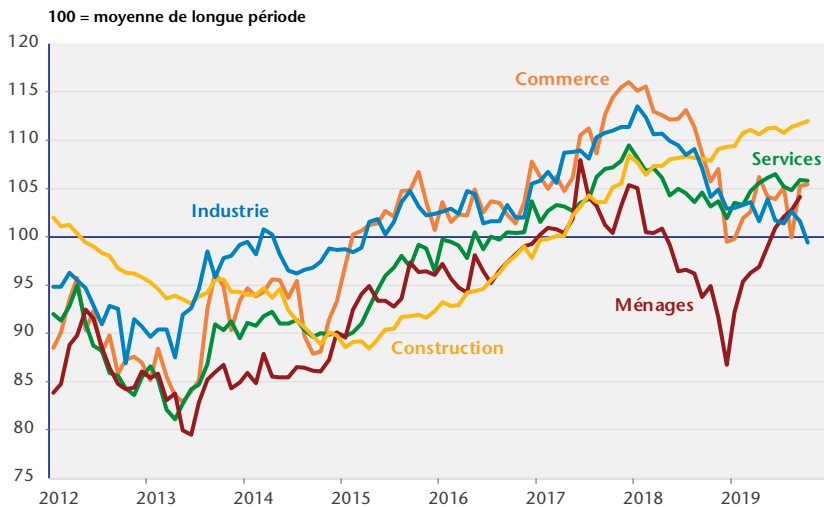
Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévisions OFCE, e-mod.fr, 2019-2021, octobre 2019.

Secteurs exposés/abrités : les signaux à très court terme confirment le découplage

Après avoir atteint de nouveaux pics cycliques fin 2017-début 2018, les climats des affaires se sont clairement retournés durant l'année 2018 à l'exception du secteur de la construction (graphique 5). L'indicateur de confiance des ménages a suivi un chemin similaire à celui de l'industrie, des services et du commerce de détail, avant de plonger sévèrement en novembre/décembre à la suite du mouvement des Gilets jaunes. Cet effondrement est désormais intégralement compensé grâce à l'atténuation de la crise après les annonces d'urgence du Président de la République et de l'engagement du Grand Débat. En septembre 2019, l'indice de confiance des ménages a retrouvé des niveaux équivalents à ceux de 2017.

Tout au long de 2019, le climat de confiance dans l'industrie a poursuivi son repli tandis que ceux des autres branches de production, notamment dans les services, se sont redressés. Le freinage conjoncturel en France semble ainsi davantage alimenté par les secteurs exposés, entraînés par le ralentissement de la demande adressée au travers de l'aggravation de la situation conjoncturelle en Allemagne et en Italie, que par les secteurs abrités soutenus par la hausse du RDB et la politique fiscale du gouvernement en faveur des ménages.

Graphique 5. Climats de confiance

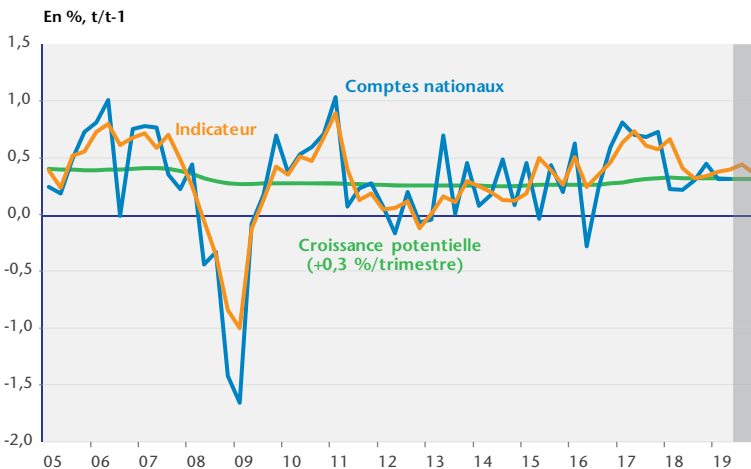


Cette résilience de l'économie française est dépeinte par l'indicateur avancé, qui sur la base des informations qualitatives précédentes, fournit une estimation quantitative du taux de croissance du PIB (encadré 1). Selon l'indicateur, le taux de croissance accélérerait légèrement autour de +0,4 % en moyenne au troisième et au quatrième trimestres 2019, après un rythme de +0,3 % par trimestre au premier semestre, juste égal au taux de croissance potentiel.

Encadré 1. L'indicateur avancé

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 6). 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.

Graphique 6. Le taux de croissance du PIB observé et estimé



Sources : INSEE, OCDE, calculs et prévisions OFCE.

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. En revanche, à partir du deuxième semestre 2018, la croissance effective du PIB est revenue vers la croissance potentielle, ce que permettait d'anticiper l'indicateur qui ne tablait pas sur une aggravation du retournement. Pour le deuxième semestre 2019, l'information conjoncturelle contenue dans les enquêtes laisse attendre la poursuite de la croissance un peu au-dessus du potentiel, portée par les secteurs abrités, malgré l'impact négatif du cycle européen sur l'activité industrielle.

Du côté des informations quantitatives alimentant les comptes nationaux trimestriels, les dernières données disponibles jusqu'en juillet pour l'indice de production dans les services et août pour l'indice de production industrielle et la consommation des ménages confirment le diagnostic établi à partir du bloc « enquêtes ». Les acquis de croissance pour le troisième trimestre sont positifs pour la consommation des ménages (+0,4 %) et l'indice de production dans les services (+0,5 %), tandis que l'indice de production industrielle affiche un acquis fortement négatif (-1,1 %), confirmant le découplage des secteurs exposés et des secteurs abrités. Ainsi, au regard de ces informations, la croissance française s'établirait à 0,2 % au troisième trimestre, tiré vers le bas par la production industrielle malgré la résistance de la consommation, avant de se redresser à 0,4 % au quatrième trimestre 2019.

Quelle croissance potentielle en France ?

Deux thèses s'opposent pour rendre compte de la situation dégradée de l'économie française depuis près d'une décennie. Elles conditionnent la définition du sentier de croissance à l'horizon de la prévision. Selon la première thèse, l'infléchissement de la trajectoire de croissance depuis 2008 proviendrait d'une insuffisance chronique de la demande, à la suite de l'excès d'endettement des agents privés ayant conduit à la crise des *subprime* qui empêcherait l'activité de rejoindre son potentiel : le gonflement des passifs privés contraint les agents à freiner leurs dépenses pour assainir leur situation patrimoniale. À ce processus, qui peut s'inscrire dans la durée, est venu s'ajouter l'effet des politiques budgétaires restrictives mises en place à partir de 2011 dans la zone euro pour ramener les déficits publics dans des normes qui ne menaçaient plus la solvabilité des États ou pour être conforme aux

règles européennes. Le regain de croissance dans la zone euro à partir de 2014 a d'ailleurs coïncidé avec un relâchement progressif de l'austérité budgétaire.

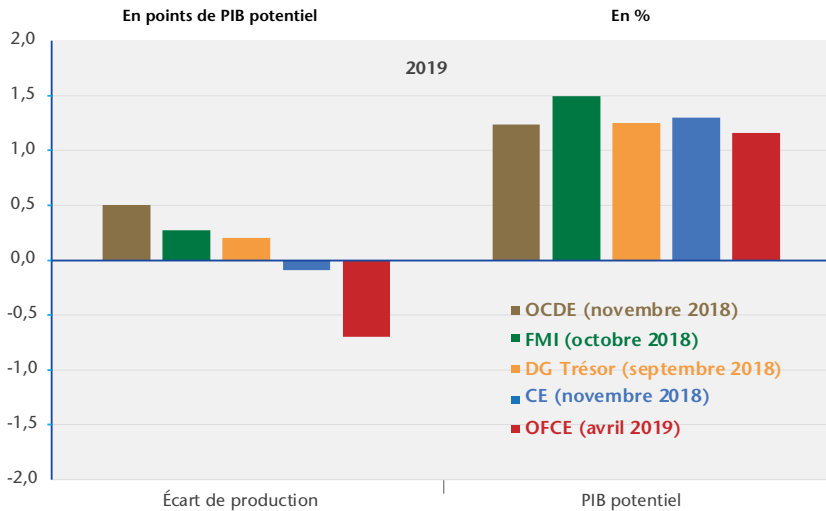
La seconde thèse repose sur l'hypothèse d'une cassure du sentier de croissance depuis 2008 qui pourrait s'expliquer par l'affaiblissement du PIB potentiel, contrainte sur laquelle le PIB effectif viendrait dès lors buter plus rapidement que par le passé. Cet affaiblissement résulterait de l'ampleur et de la durée de la crise elle-même qui auraient affecté le niveau et/ou la croissance potentielle de l'économie sous l'effet des destructions de capacité de production (faillites d'entreprises et dépréciation accélérée du capital), du ralentissement de la diffusion du progrès technique pesant sur la productivité (faiblesse de l'investissement) et de la déqualification des chômeurs de longue durée.

Probablement, la cassure de la trajectoire du PIB français entre 2008 et 2016 est-elle le résultat d'une combinaison de ces deux aspects. Le rôle de l'insuffisance de la demande est illustré par l'écart de production, ou *output gap*, mesurant l'écart entre le PIB effectif et le PIB potentiel, ce dernier définissant la production au plein emploi des facteurs de production sans tensions inflationnistes. Cet écart témoigne de l'ampleur de la sous-utilisation des ressources productives par rapport à une situation où les capacités de production seraient pleinement utilisées sans donner lieu à une accélération non soutenable des salaires.

L'estimation du niveau et de la croissance du PIB potentiel, qui ne sont pas des grandeurs économiques observables, ne fait pas consensus parmi les économistes, certains penchant pour un ralentissement prononcé du potentiel, d'autres pour une rupture à la baisse de son niveau, d'autres encore, dans le cas le plus défavorable, pour une combinaison des deux. Malgré ces divergences possibles, les grandes institutions affichent des taux de croissance potentielle assez proches, compris entre 1,2-1,3 % (OFCE, Commission Européenne, DG Trésor, OCDE) et 1,5 % (FMI). En revanche, les différences sont plus nettes concernant l'*output gap*, avec -0,7 point de PIB pour l'OFCE et +0,5 pour la Commission européenne (graphique 7).

L'existence d'un écart de production négatif est une hypothèse compatible avec la modération de la progression des salaires, qui témoigne d'un taux de chômage supérieur au taux de chômage structurel (estimé sous 8 %), malgré la persistance des difficultés de recrutement. Il est à noter que la forte hausse du salaire moyen par tête

Graphique 7. Output gap et croissance potentielle selon les différents instituts

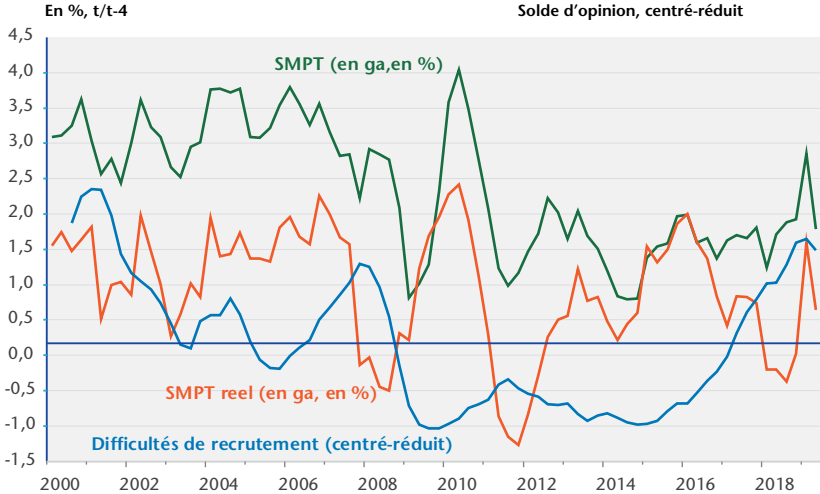


Sources : Commission européenne, DG Trésor, FMI, OCDE et OFCE.

au premier trimestre 2019 est liée à la réponse du gouvernement au mouvement des Gilets jaunes (incitant les entreprises à verser des primes défiscalisées), et non pas à la brusque apparition de tensions sur le marché du travail qui auraient généré l'enclenchement d'un mouvement d'accélération des salaires (graphique 8). Ce mouvement a été temporaire, conduisant à une croissance négative du salaire moyen par tête (SMPT) au deuxième trimestre.

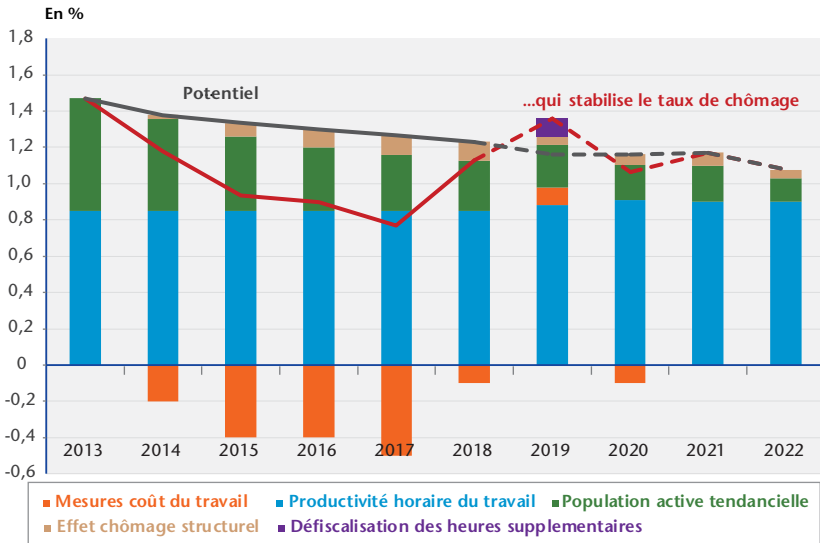
La notion de croissance potentielle que nous retenons pour notre analyse est celle d'une croissance potentielle de long terme. Elle dépend de la tendance de la productivité apparente du travail filtrée des mesures socio-fiscales pouvant modifier la trajectoire de la productivité à court-moyen terme (mesures 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 coïnc 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 9. Cela a été particulièrement le cas sur la période 2014-

Graphique 8. Croissance du salaire moyen par tête et difficultés de recrutement



Sources : INSEE, calculs OFCE.

Graphique 9. Taux de croissance potentiel



Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

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.

Cadrage macroéconomique : retour vers le potentiel

Selon nos estimations, l'*output gap* en France est évalué -0,9 point de PIB potentiel pour 2018 (-0,7 % en 2019). Compte tenu de la vitesse estimée de fermeture de cet écart, le rythme de croissance spontanée en dehors de tout choc est égal à la croissance potentielle augmentée de ce rattrapage, c'est-à-dire 1,2 % majoré de 0,2 point de fermeture, soit une croissance de 1,4-1,3 % à l'horizon de la prévision (tableau 2). Mécaniquement, les chocs d'origine interne et externe pourraient faire dévier le PIB de cette trajectoire, avec une croissance plus rapide, et une fermeture de l'*output gap* plus prononcée, en cas de choc positif, ou l'inverse en cas de choc négatif.

Pour les années 2019 et 2020 les chocs positifs et négatifs d'amplitude égale s'annuleront, de telle sorte que la croissance effective sera égale ou proche de la croissance spontanée hors chocs (tableau 2). En revanche, en 2021, la politique budgétaire prendra un tour clairement restrictif qui viendra contrecarrer l'effet du rattrapage sur la fermeture de l'*output gap*. La croissance effective devrait alors revenir vers la croissance potentielle, interrompant du même coup la résorption de l'écart de production qui resterait négatif à l'horizon de la prévision.

Du côté de l'environnement extérieur, les effets attendus des chocs liés aux évolutions du prix du pétrole et à la compétitivité-prix seront faibles. Le prix du baril devrait se stabiliser à 60 dollars, après 64 dollars en moyenne en 2019, avec un effet légèrement positif sur la croissance en 2020 (+0,1 point). La compétitivité-prix quant à elle devrait se dégrader en 2021 du fait de l'appréciation escomptée de l'euro, de 1,11 dollar pour un euro en 2019 à 1,18 en 2021. La conséquence en serait un effet légèrement négatif sur la croissance du PIB (-0,1 point),

qui pourrait être accentué si la parité de l'euro convergeait plus rapidement vers sa parité d'équilibre que nous estimons à 1,35 dollar pour 1 euro. L'effet de la politique monétaire ultra-accommodante de la Banque centrale européenne (*quantitative easing* et taux négatifs) aura un effet expansionniste positif en 2019 et en 2020, effet qui devrait s'estomper en 2021.

Tableau 2. Cadrage macroéconomique pour la France

En points de pourcentage

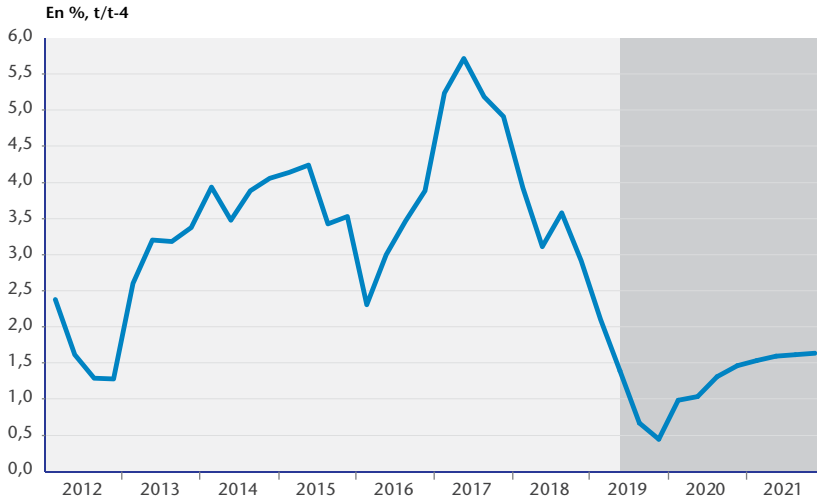
	2018	2019	2020	2021
Croissance du PIB	1,7	1,3	1,3	1,2
Impact sur croissance du PIB dû...				
... aux évolutions du pétrole	-0,3	0,0	0,1	0,0
... à la compétitivité-prix	-0,3	0,0	0,0	-0,1
... à la politique monétaire	0,0	0,1	0,1	0,0
... aux politiques budgétaires	0,0	0,4	0,1	-0,3
... au cycle mondial	0,2	-0,1	-0,1	0,1
... au <i>Brexit</i>	0,0	0,0	0,0	0,0
Acquis (profil trimestriel)	0,5	-0,4	-0,2	0,0
Total des chocs	0,2	0,0	0,0	-0,2
Croissance spontanée hors chocs	1,5	1,4	1,3	1,3
Croissance potentielle de long terme	1,2	1,2	1,2	1,2
<i>Output gap</i> (OG)	-0,9	-0,7	-0,6	-0,6
Vitesse de fermeture de l'OG	0,3	0,2	0,2	0,1

Sources : Insee, calculs et prévisions OFCE.

Un facteur jouant désormais négativement est le ralentissement prononcé de la demande adressée à la France, passée de plus de 5,5 % en glissement annuel au début de l'été 2017 à moins de 1,5 % deux ans plus tard (graphique 10). Les incertitudes sur le *Brexit*, l'escalade de la guerre commerciale déclarée par les États-Unis, le ralentissement des pays émergents et de la Chine et la crise dans le secteur automobile ont conduit à un retournement conjoncturel particulièrement violent en Europe, qui a affecté plus particulièrement l'Allemagne, l'Italie et le Royaume-Uni.

Le ralentissement de la demande adressée aux exportateurs devrait s'aggraver jusqu'à la fin de l'année 2019, avant de s'interrompre à partir de 2020 pour faire place à un modeste rebond qui, à l'horizon 2021, ramènerait seulement la croissance de la demande adressée sur

Graphique 10. Demande adressée à la France en biens et services



son étiage de 2012, au plus fort de la crise des dettes souveraines en zone euro. L'effet du cycle mondial serait donc clairement négatif en 2019 et en 2020, -0,1 point de croissance avant de s'inverser en 2021, à comparer à un effet positif de 0,2 point en moyenne sur la période 2015-18. Il convient de noter que ces prévisions n'intègrent pas l'impact d'un *hard-Brexit* qui serait susceptible d'avoir un effet direct prononcé sur le commerce bilatéral de la France avec le Royaume-Uni, mais accentuerait aussi le tassement de la demande adressée à la France par les autres pays européens affrontant les mêmes difficultés que la France avec le Royaume-Uni et qui pèseront sur leur croissance et donc sur leurs importations.

Du côté des chocs internes, la politique budgétaire aura un effet positif sur la croissance essentiellement concentré sur 2019, avec un impact significatif de +0,4 point de PIB. Cet impact positif apparaît comme le solde de l'effet des mesures en prélèvements obligatoires (+0,5 point en 2019) et de l'effet de l'effort structurel sur la dépense publique (-0,2 point). À cela s'ajoute l'impact résiduel des mesures budgétaires passées, +0,1 point de croissance en 2019 (tableau 3).

Cette impulsion budgétaire positive provient donc essentiellement des mesures touchant au pouvoir d'achat des ménages, que ce soit par la suppression de la taxe d'habitation et par les mesures d'urgence prises pour éteindre le mouvement des Gilets jaunes ou instituées à

l'issue du Grand Débat, et ce malgré la hausse des prix du tabac. Au final, la politique budgétaire contribuerait à la croissance du PIB à hauteur de 0,45 point en 2019, expliquant en grande partie la résilience de l'activité française.

En 2020, l'impact des mesures en prélèvements obligatoires s'atténuera tout en demeurant positif (+0,3 point), pour s'inverser en 2021. Couplé à la disparition de l'effet des mesures passées et au maintien de l'effort structurel sur la dépense publique, ce repli conduira à un impact de la politique budgétaire bien moindre en 2020 qu'en 2019 (+0,1 point), et négatif en 2021.

Tableau 3. Effet de la politique budgétaire sur la croissance

Impact sur la croissance (en pts de PIB)	2018	2019	2020*	2021*
Mesures en PO du quinquennat (a)	-0,1	0,5	0,3	-0,1
Mesures en dépenses du quinquennat (b)	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Mesures totales du quinquennat (c = a + b)	-0,3	0,3	0,1	-0,3
dont mesures d'urgences et Grand débat		0,3	0,2	0,0
Mesures passées (d)	0,2	0,1	0,0	0,0
Total (c + d)	0,0	0,4	0,1	-0,3

* prévision OFCE.

Sources : INSEE et ministère du Travail, prévisions OFCE, *e-mod.fr* 2019-2021, octobre 2019.

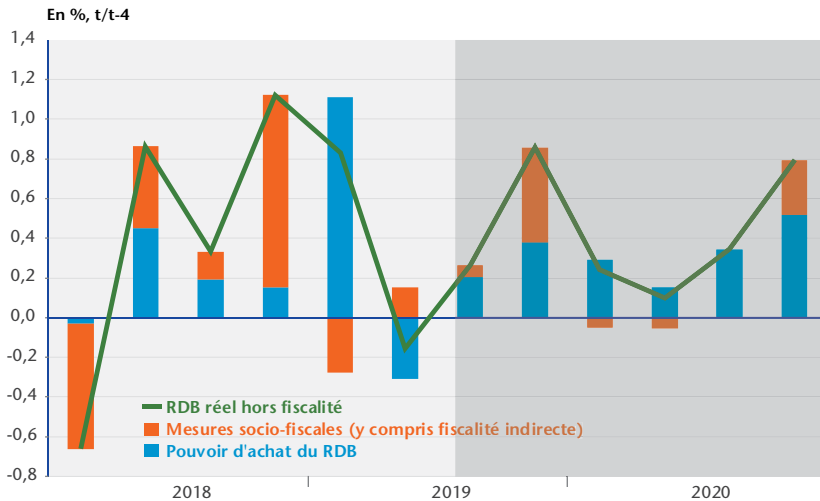
Les mesures socio-fiscales et le marché du travail favorables au pouvoir d'achat en 2019, moins en 2020

En 2019, soutenu par des créations d'emplois dynamiques en 2019, et des mesures socio-fiscales en direction des ménages de l'ordre de 12 milliards d'euros, le revenu réel des ménages augmenterait de 2,4 % (encadré 2). En 2020, sous l'impulsion des mesures issues du Grand Débat, en particulier la baisse de la première tranche d'impôt sur le revenu, les mesures socio-fiscales soutiendraient le revenu à hauteur de 6,5 milliards (hors réforme du mode de calcul des APL). En tenant compte du net ralentissement attendu de la croissance de la masse salariale en 2020, le revenu réel des ménages augmenterait de 1,4 %.

À l'instar de la période allant du début de l'année 2018 à aujourd'hui, la dynamique du revenu réel trimestriel des ménages restera marquée par le calendrier fiscal, avec notamment pour les trimestres à venir les baisses successives de taxe d'habitation qui interviennent en novembre ou la baisse de l'impôt sur le revenu avec des

effets attendus dès le début d'année avec la mise en place du prélèvement à la source (graphique 11).

Graphique 11. Taux de croissance trimestriel du RDB réel et impact des mesures socio-fiscales



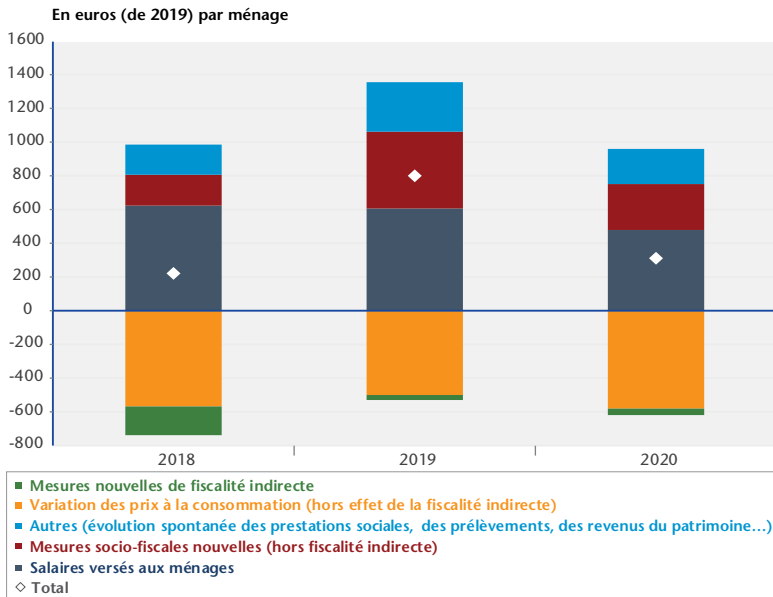
Encadré 2. Quels sont les facteurs qui contribuent à l'évolution prévue du pouvoir d'achat par ménage sur 2018-2020 ?

Les évolutions du revenu réel des ménages, que l'on nomme communément le pouvoir d'achat, dépend de multiples facteurs : d'un côté, les éléments qui composent le revenu disponible brut (RDB) des ménages (les ressources : salaires versés, prestations en espèces, revenus du patrimoine, ... et les prélèvements sociaux-fiscaux : impôts directs et les cotisations sociales versées par les ménages) et de l'autre l'évolution des prix à la consommation. Ainsi, les mesures de fiscalité indirecte, comme la hausse de la taxe carbone ou des taxes sur le tabac, n'entrent pas dans la composition du revenu mais dans celle des prix. Par ailleurs, seules les prestations en espèces (retraites, indemnités chômage, allocations familiales, ...) sont une composante du RDB, les prestations en nature, comme les APL, ne rentrent pas dans le calcul du RDB. L'évolution du pouvoir d'achat dépend donc de toutes ces composantes auxquelles il faut en plus ajouter les évolutions démographiques si l'on souhaite connaître la dynamique du pouvoir d'achat par ménage ou par unité de consommation. Dans cette analyse, nous décomposons les variations du pouvoir d'achat par ménage par grande catégorie. Du côté du revenu, nous distinguons les effets liés à l'évolution du marché du travail, caractérisée par les salaires versés aux ménages (qui dépendent de la dynamique de l'emploi et des revalorisations

salariales), l'impact lié aux mesures socio-fiscales nouvelles et les autres effets qui regroupent à la fois l'évolution spontanée des prestations sociales, des prélèvements et les revenus du patrimoine. Du côté de l'évolution des prix, nous isolons l'effet lié aux mesures nouvelles de fiscalité indirecte des autres effets.

Au final, la prévision de pouvoir d'achat pour 2019 et 2020 dépend d'un certain nombre de paramètres, que ce soit des prévisions en lien avec le marché du travail, l'inflation, les dépenses sociales et prélèvements fiscaux et sociaux, les rendements de l'épargne, la bonne évaluation des nouvelles mesures socio-fiscales ayant un impact sur le revenu des ménages ou même encore les effets de comportements liés à la fiscalité indirecte, comme c'est le cas ici pour la taxe carbone ou les taxes sur le tabac. Cette prévision macroéconomique, qui est donc une moyenne pour l'ensemble des ménages, est soumise à un certain nombre d'hypothèses et d'aléas qui peuvent nous amener à réviser notre chiffrage au cours des différents exercices de prévision. Selon nos prévisions, le pouvoir d'achat par ménage augmenterait de 800 euros en 2019 et de 310 euros en 2020 (après 220 euros en 2018) (graphique 12). En raison d'un marché du travail dynamique en 2018 et 2019, la contribution des salaires versés (hors inflation) représente une augmentation de 620 euros par ménage en 2018 et de 600 euros 2019, puis de 480 euros en 2020. Les autres mesures oscillent entre 180 euros et 290 euros de pouvoir d'achat par ménage selon les années. Les mesures socio-fiscales décidées par le gouvernement, hors fiscalité indirecte et hors mesures sur les APL, soutiendraient le pouvoir d'achat

Graphique 12. Décomposition de la variation du pouvoir d'achat par ménage

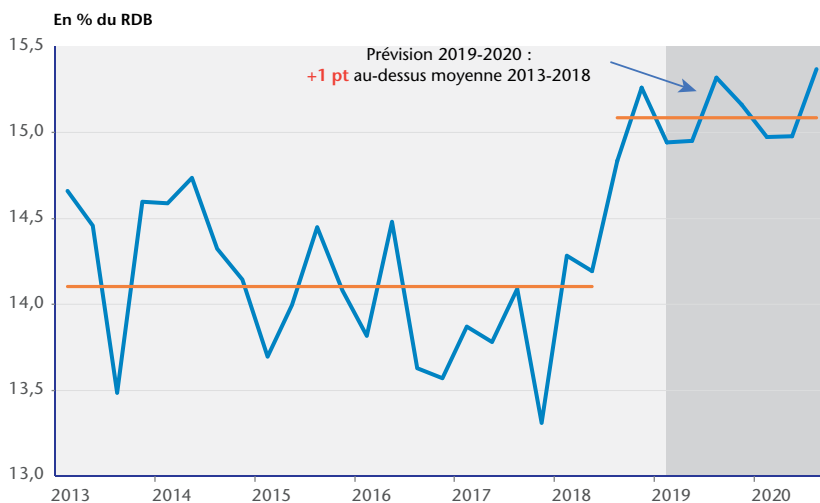


Sources : Insee, PLF, prévisions OFCE.

par ménage à hauteur de 180 euros en 2018, de 460 euros en 2019 et de 270 euros en 2020. La hausse des prix à la consommation (hors mesures de fiscalité indirecte) réduirait le pouvoir d'achat par ménage de 500 euros en 2019 et de 580 euros en 2020 (après 570 euros en 2018). Les hausses de fiscalité indirecte en 2018 ont diminué le pouvoir d'achat par ménage de 170 euros en 2018. Avec l'annulation en 2019 et 2020 des augmentations initialement programmées de la taxe carbone, la hausse de la fiscalité indirecte se limite aux augmentations des prix du tabac, ce qui représente en moyenne un manque à gagner entre 30 et 40 euros par ménage. L'ensemble des mesures socio-fiscales prises par le gouvernement ayant un impact direct ou indirect (hors effet APL) sur le pouvoir d'achat représenterait en moyenne pour tous les ménages un impact nul en 2018, positif de 430 euros par ménage en 2019 (420 euros y compris les mesures concernant les APL) et positif de 230 euros en 2020 (180 euros si l'on intègre la mise en place de la contemporanéité du calcul des APL).

La hausse de la croissance du revenu réel des ménages entraînerait une hausse de la consommation de 1,3 % en 2019 et en 2020, soit un rythme inférieur à l'accroissement attendu du pouvoir d'achat sur ces deux années. Ainsi, le taux d'épargne des ménages resterait élevé en 2019-2020 (15,1 points de RDB) (graphique 13) avant de diminuer en 2021 (14,9 points). Il serait supérieur à ses déterminants fondamentaux en prévision, ce qui implicitement suppose qu'une forme

Graphique 13. Taux d'épargne des ménages

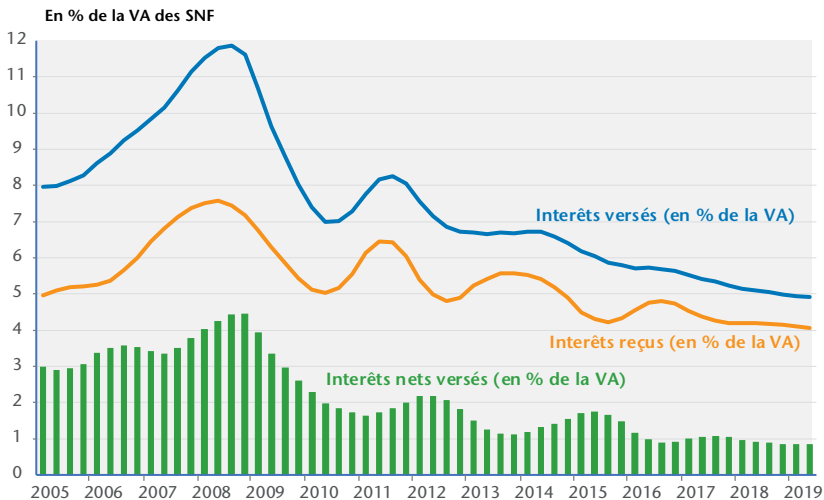


d'épargne de précaution se construit, qui serait autre que celle liée à l'évolution du chômage. Les mesures fiscales et leur répartition selon les déciles de niveaux de vie ne peuvent à elles seules expliquer ce haut niveau d'épargne, dont 0,2 point peuvent trouver leur origine dans réforme de la fiscalité du capital qui profite aux plus hauts revenus qui ont une propension à épargner élevée.

L'investissement des entreprises continuerait à soutenir la croissance...

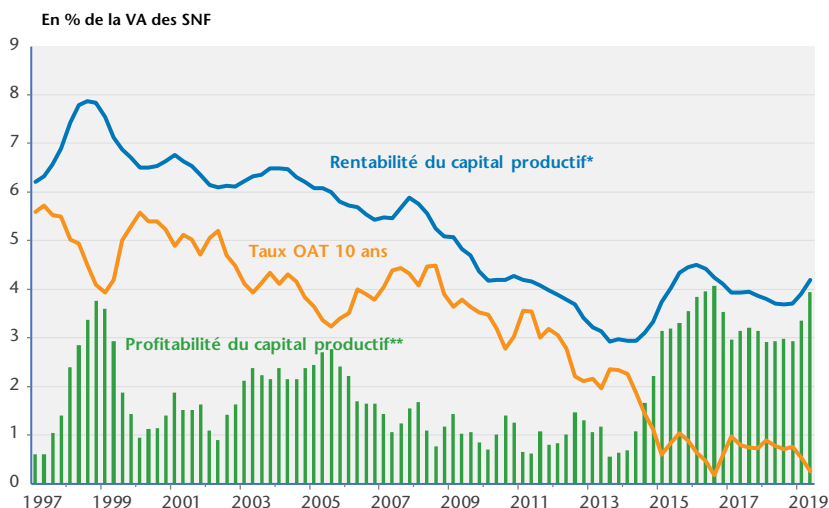
L'investissement des entreprises est resté dynamique en 2018 malgré le ralentissement de l'activité et le haut niveau d'endettement brut des sociétés non financières (SNF). En dépit d'une dette brute record, la charge d'intérêt net des SNF est à un niveau historiquement bas. Elle représente actuellement 0,8 point de valeur ajoutée (graphique 14) contre 4,3 points en moyenne en 2008. Au cours des dix dernières années, les intérêts versés par les SNF (de 11,7 % de la VA en 2008 à 4,9 % au deuxième trimestre 2019) ont baissé beaucoup plus vite que les intérêts reçus versés par ces dernières (de 7,4 % de la VA en 2008 à 4,1 % actuellement), reflétant le fait qu'une partie de la dette brute contractée par les SNF a été utilisée pour des prêts intra-groupes, ce qui constitue une contrepartie financière à l'endettement contracté par les entreprises.

Graphique 14. Intérêts versés et reçus par les SNF



Le niveau élevé de l'épargne des entreprises, stimulé par le versement exceptionnel de 20 milliards d'euros dans le cadre de la transformation du CICE, a permis aux entreprises d'afficher un taux d'autofinancement supérieur à 100 % au deuxième trimestre 2019, une première depuis 2005, et ce malgré le niveau élevé de l'investissement. Couplés à une rentabilité élevée du capital productif² (graphique 15) et des taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie proches de leur moyenne de long terme, ces différents facteurs expliquent la robustesse de la croissance de l'investissement en 2019 (+3,3 %). De plus, à la suite des annonces de M. Draghi en septembre sur la mise en place d'un nouveau programme de mesures non conventionnelles par la BCE, les conditions de financement des entreprises resteront favorables, et ce malgré la décision du Haut Conseil de Stabilité Financière de relever leurs exigences de fonds propres des banques françaises pour limiter la croissance du crédit bancaire. À partir de 2020, dans un environnement international peu

Graphique 15. Rentabilité et profitabilité du capital productif des SNF



* 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.

2. 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).

porteur, le ralentissement de l'activité extérieure pèserait sur la dynamique de l'investissement (1,8 % en 2020 et 1,3 % en 2021), la seule demande intérieure ne pouvant à elle seule stimuler encore l'investissement, et ce d'autant plus que le taux d'investissement affiche des niveaux records.

...alors que le taux d'investissement des ménages stagne

Après avoir entamé un ralentissement en 2018, l'investissement des ménages s'est redressé au deuxième trimestre 2019 (+0,8 %) sous l'effet notamment de l'accroissement du pouvoir d'achat en début d'année, du prolongement de la baisse des taux de crédit immobilier et du possible effet d'anticipation de la fin d'un certain nombre de dispositifs fiscaux avantageux (PTZ, Pinel). Au deuxième semestre 2019, l'investissement des ménages ralentirait (+0,4 % et +0,3 % aux troisième et quatrième trimestres 2019). Bien qu'en amélioration, les enquêtes de conjonctures dans le bâtiment restent dégradées et le nombre de permis de construire attribués continue de baisser (429 000 entre août 2018 et août 2019 contre 455 800 un an auparavant). En 2020, l'amélioration du marché de l'emploi, le dynamisme démographique et les gains de pouvoir d'achat liés aux mesures fiscales devraient tout de même soutenir l'investissement des ménages. Ce dernier devrait croître de 1,5 % en 2020 et 1,4 % en 2021 malgré les efforts budgétaires encore demandés au secteur du logement.