

L'état de l'économie française

I / Analyse historique et prospective

1. La situation conjoncturelle : croissance robuste ?

Hervé Péléraux et Mathieu Plane

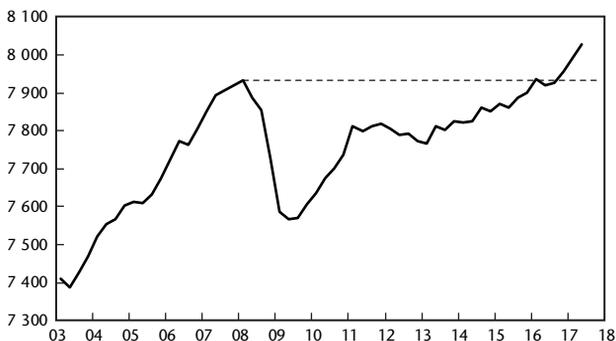
Au deuxième trimestre 2017, le PIB par tête français a dépassé de peu (1,2 %) le niveau qu'il avait atteint lors de son précédent pic au premier trimestre 2008. Ce résultat pourrait être vu comme l'effacement de neuf années de crise, marquées tour à tour par la survenue, en 2008 et en 2009, de la récession la plus sévère depuis la dépression des années 1930, d'un rebond rapidement interrompu début 2011, et enfin d'un redressement graduel de la trajectoire du PIB depuis 2013. Pourtant, cet apparent retour à la normale masque une quasi-stagnation de la production par tête durant neuf années, situation, à maints égards, inédite en raison d'un délai inhabituel pour rétablir le PIB par tête à son niveau d'avant-crise (graphique 1).

Stagnation décennale

Deux thèses, qui ne sont pas exclusives l'une de l'autre, peuvent rendre compte de cette situation. Selon la première, elle proviendrait d'une insuffisance chronique de la demande qui empêcherait l'activité de rejoindre son potentiel. Cette insuffisance résulterait de l'excès d'endettement des agents privés avant la crise de 2008. Le gonflement des passifs privés a contraint les agents à freiner ou diminuer leurs dépenses pour assainir leur situation patrimoniale et ralentir la progression de

Graphique 1. PIB par tête français

En euros, volume chaîné, base 2010



Sources : INSEE; calculs OFCE.

leur dette, voire la faire refluer. À ce processus, qui peut s'inscrire dans la durée, est venu s'ajouter l'effet des politiques budgétaires restrictives dans la zone euro mises en place à partir de 2010 pour ramener les déficits publics dans des normes qui ne menaçaient plus la solvabilité des États ou conformes aux règles contraignantes de la politique budgétaire. Le regain de croissance dans la zone euro à partir de 2013 a d'ailleurs coïncidé avec un relâchement progressif de l'austérité budgétaire.

Mais, d'un autre côté, la cassure du sentier de croissance depuis 2008 pourrait aussi 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 de la capacité d'offre de l'économie sous l'effet des destructions de capacité de production (faillites d'entreprises), du ralentissement de la diffusion du progrès technique (faiblesse de l'investissement) et de la déqualification des chômeurs de longue durée qui compromet au fil du temps les possibilités de reprise d'un emploi d'une part grandissante de la population active.

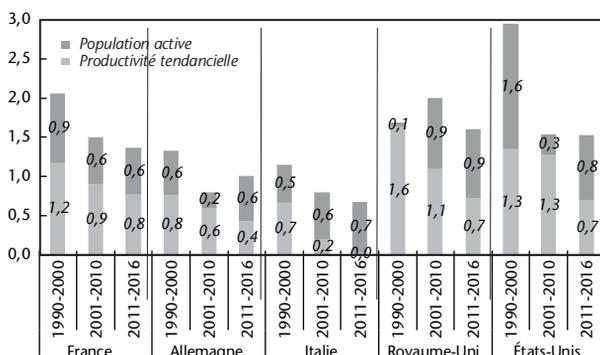
Probablement, la langueur de la croissance française est-elle le résultat d'une combinaison de ces deux aspects. Le rôle de

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. Cet écart témoigne de l'ampleur de la sous-utilisation des ressources productives qui, utilisées dans des conditions normales, permettraient d'atteindre le PIB potentiel sans accélération de l'inflation. 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, toutes les grandes institutions (FMI, OCDE, Commission européenne, Direction du Trésor) sont unanimes pour considérer que l'*output gap* est encore négatif, ce qui étaye l'idée que, malgré la reprise observée depuis le quatrième trimestre 2016, l'insuffisance de la demande est bien un des éléments d'explication de la faible croissance observée depuis près de dix ans. L'autre facteur, qui n'est pas incompatible avec le précédent, est la survenue d'un ralentissement supplémentaire de la croissance potentielle depuis le début de la crise, dans le prolongement de celui engagé depuis 1990. Selon nos estimations pour la France et les grands pays industrialisés, il serait principalement dû à la baisse des gains de productivité (graphique 2). Ces estimations suggèrent que la référence pour juger de la normalisation du niveau d'activité ne serait plus la trajectoire d'avant-crise, mais une trajectoire plus basse, qui renverrait une image moins dégradée du retard de l'activité.

Un autre symptôme de la profondeur de la crise est le retard d'investissement accumulé qui, en proportion du PIB au deuxième trimestre 2017, se situe $-1,9$ point en dessous de son niveau de 2008 (graphique 3). L'investissement des entreprises a certes quasiment rattrapé son retard ($-0,1$ point de PIB), notamment stimulé à partir de la seconde moitié de 2015 par le suramortissement fiscal pour les investissements industriels, mais les chocs négatifs imprimés sur l'économie par l'investissement des ménages et des administrations publiques n'ont pas été corrigés : le premier se situe encore $-1,2$ point de PIB sous son niveau de 2008 malgré son redressement récent, le second $-0,6$ point en dessous, alors qu'aucun freinage de la baisse n'est visible jusqu'à maintenant.

Graphique 2. Taux de croissance des PIB potentiels

En %



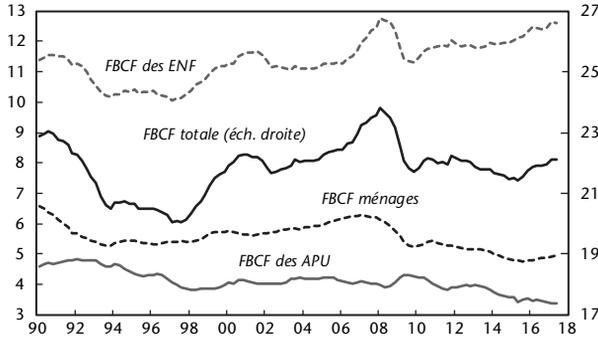
Sources : comptabilités nationales ; calculs OFCE.

Le marché du travail reste également très dégradé (graphique 4). Le taux de chômage au sens du BIT reste encore 2,3 points au-dessus de son point bas d'avant-crise malgré son repli de 1 point engagé depuis deux ans (9,5 % au deuxième trimestre 2017, contre 7,2 % au premier trimestre 2008 pour la France entière). Encore ne compte-t-on ici que les chômeurs au sens strict selon la définition du BIT. En prenant en compte les personnes à la marge de l'emploi et définissant ce qu'on appelle le « halo du chômage », c'est-à-dire les personnes qui ne sont pas disponibles sous deux semaines pour reprendre un emploi ou qui, découragées, n'en recherchent pas activement, c'est 5,1 points qu'il faut rajouter au taux de chômage pour mesurer la part de la population active en difficulté sur le marché du travail. Enfin, le taux de chômage au sens strict omet les personnes actives occupées mais travaillant à temps partiel et souhaitant travailler davantage ou en situation de chômage partiel. Au total, en intégrant l'ensemble des personnes fragilisées vis-à-vis de l'emploi, le taux de sous-emploi au sens élargi s'élève à 19,5 %, soit près de 4 points de plus qu'avant la crise (graphique 4).

Enfin, la situation des finances publiques s'est profondément altérée avec la crise. Les déficits publics, laissés béants après la grande récession de 2008-2009 (-7,2 % du PIB en 2009), ont

Graphique 3. Taux d'investissement par agent

En % du PIB



Sources : INSEE ; calculs OFCE.

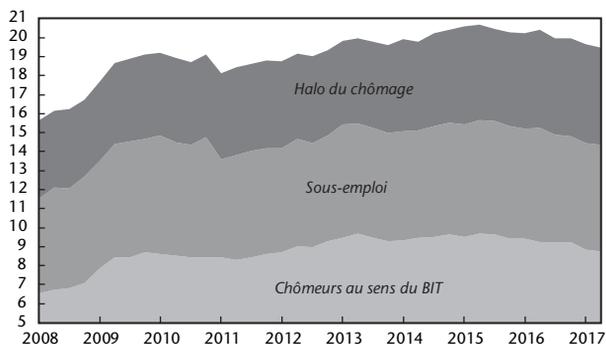
certaines ont été réduites à partir de 2010 à grand renfort d'austérité pour revenir à - 3,4 % du PIB en 2016, mais en atteignant 96,3 % du PIB la dette publique est plus élevée, en 2016, de 32 points par rapport à son niveau de 2007 (64,3 % du PIB), contraignant pour longtemps encore les marges de manœuvre de la politique budgétaire.

La « vraie-fausse » reprise de 2015 et 2016

Le PIB par tête a dépassé son niveau de début 2008 grâce à une accélération de la croissance depuis le quatrième trimestre 2016. Pourtant, dès 2015, les conditions économiques semblaient réunies pour une véritable reprise. En effet, la baisse du prix du pétrole et la dépréciation de l'euro, en soutenant l'activité à hauteur de 1,2 point de PIB sur la période 2015-2016, auraient pu se traduire par une accélération de la croissance (tableau 1). Par ailleurs, la politique budgétaire qui a continué à peser négativement sur la croissance française en 2015 (- 0,6 point de PIB après - 1,1 point en moyenne sur la période 2011-2014) n'a plus eu d'effet négatif puissant en 2016. Malgré ce contexte plus favorable, la croissance française n'a pas connu d'accélération notable en 2015 et 2016, avec respectivement 1 % et 1,1 %

Graphique 4. **Chômage, halo et sous-emploi**

En % de la population active au sens large*



* Population active + halo du chômage.

Sources : INSEE ; calculs OFCE.

(contre 1 % en 2014). Pourtant des éléments tangibles de reprise sont apparus dès 2015. Les facteurs de production tout d'abord ont connu une croissance dynamique. Le marché du travail a renoué en 2015 avec des créations nettes d'emplois dans le secteur marchand, après trois années consécutives de destructions. Au total, du début de l'année 2015 à la mi-2017, l'économie marchande a créé près de 500 000 emplois. Du côté du capital productif, l'investissement des entreprises s'est raffermi : alors qu'il n'avait pas augmenté entre la fin 2011 et la fin 2014, le taux d'investissement s'est redressé de 0,7 point de PIB depuis le début de l'année 2015 (graphique 5).

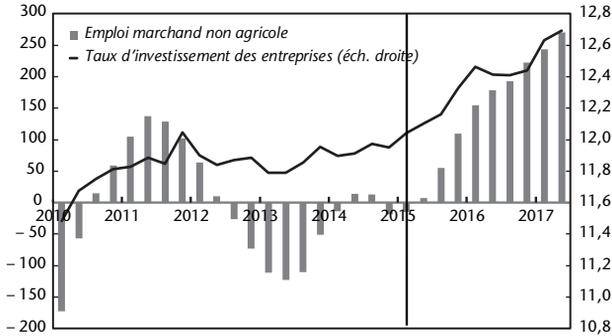
Cette accélération de la croissance des facteurs de production depuis 2015 fait écho au dynamisme de la demande intérieure (hors stocks). En effet, celle-ci a crû en moyenne de 1,2 % en 2015 et de 2,0 % en 2016, atteignant même un pic à 2,3 % en glissement annuel au 2^e trimestre 2016. Le PIB, quant à lui, a crû de seulement 1 % en moyenne sur la période 2015-2016, la croissance (en glissement annuel) plafonnant à 1,2 % au cours de ces deux années (graphique 6).

Ainsi, la reprise a bien eu lieu dès 2015 mais s'est limitée à la seule demande intérieure. Cette contre-performance de la

Graphique 5. **Emploi et investissement des entreprises**

En milliers, glissement annuel

En % du PIB

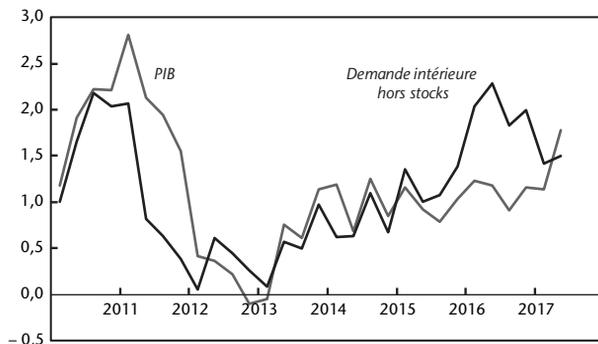


Sources : INSEE ; calculs OFCE.

croissance du PIB au cours des dernières années s'explique principalement par les mauvais résultats du commerce extérieur. En effet, celui-ci a pesé à hauteur de $-1,3$ point de PIB sur la période 2015-2016 ($-1,8$ point si l'on inclut 2014). Or, depuis 2014, la France a enregistré une croissance moins dynamique que celle de ses partenaires de la zone euro, la France accumulant un retard de croissance de 2,5 points de PIB au cours des trois dernières années et demie. Si le moindre dynamisme de la consommation privée en France (relativement à celui de la zone euro) explique un quart de l'écart de PIB sur cette période, l'écart sur les contributions de la consommation publique et de la formation brute de capital (investissement total, y compris variations de stocks) est marginal (graphique 7). Au final, environ trois quarts de la différence de croissance entre la France et la zone euro depuis début 2014 s'expliquent par une mauvaise performance du commerce extérieur français relativement à celui de la zone euro. Et, au sein du commerce extérieur, ce ne sont pas les importations mais les exportations qui expliquent les mauvais résultats de la France. En effet, avec une croissance de la demande intérieure relativement similaire entre la France et la zone euro sur la période considérée, il apparaît que la contribution négative des importations à la croissance du PIB a été nettement plus faible en

Graphique 6. PIB et demande intérieure hors stocks

En %, glissement annuel, volume



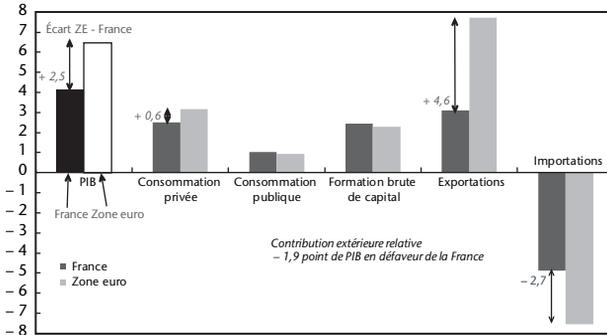
Sources : INSEE; calculs OFCE.

France que dans la zone euro (+ 2,7 points de PIB). En revanche, la faiblesse des exportations françaises (+ 11 % de début 2014 à la mi-2017) par rapport à celles de la zone euro (+ 18 % sur la même période) est la source du décrochage de la France vis-à-vis des partenaires européens. Sur la période analysée, elles ont contribué à augmenter la croissance de seulement 3,1 points de PIB contre 7,7 points dans la zone euro.

Cette faiblesse des exportations françaises est d'autant plus surprenante qu'elle correspond à la période de baisse des prix du pétrole, de dépréciation de l'euro (dont les effets sont communs avec ceux des autres pays de la zone euro) mais surtout 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, les décisions de politique économique ont entraîné une réduction de la fiscalité des entreprises d'environ 40 milliards d'euros sur la période 2014-2017 (CICE, Pacte de responsabilité, suramortissement fiscal pour l'investissement industriel, prime à l'embauche...). Si la politique d'offre ne semble pas avoir dynamisé les exportations françaises depuis 2014, elle a en revanche contribué à l'amélioration des marges des entreprises, en particulier dans le secteur exportateur. En effet, le taux de marge moyen du secteur exportateur s'est

Graphique 7. Contribution du PIB par composante en France et dans la zone euro du 1^{er} trimestre 2014 au 2^e trimestre 2017

En points de PIB



Sources : Eurostat ; INSEE ; calculs OFCE.

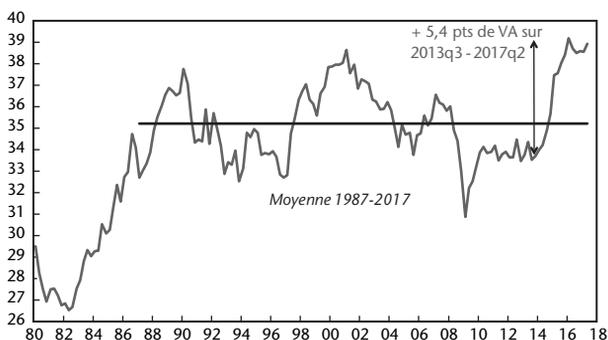
redressé de façon spectaculaire depuis 2014 (près de 5 points de VA de début 2014 à fin 2016, graphique 8). Il semblerait que les exportateurs français aient fait le choix, à partir de 2014, de redresser leurs marges plutôt que de réduire les prix à l'exportation, bridant alors les exportations. Ce redressement spectaculaire apparaît comme une bouffée d'oxygène pour un secteur industriel asphyxié par plusieurs années de bilans dégradés. Si le rétablissement des marges ne semble pas encore avoir porté ses fruits, l'amélioration des situations financières des exportateurs hexagonaux s'avère un atout pour l'avenir, qu'ils fassent le choix de réinvestir leurs marges dans la compétitivité hors-coût visant une montée en gamme des produits fabriqués en France, ou de les redéployer dans une baisse des prix afin de leur assurer des gains immédiats de compétitivité-prix et de parts de marché à l'exportation.

La reprise se dessine

Les conditions semblent désormais réunies pour que s'enclenche un mouvement de reprise durable en France. Tout d'abord, les conditions extérieures sont favorables : les taux

Graphique 8. Taux de marge du secteur exportateur

En % de la VA



Sources : INSEE ; calculs OFCE.

d'intérêt restent bas, l'austérité généralisée a pris fin en zone euro et le pétrole est bon marché. La demande adressée aux exportateurs français devrait donc être dynamique. La réappréciation de l'euro, de 1,05 dollar pour 1 euro à la fin de 2016 vers 1,2 à l'automne 2017 (soit une hausse de près de 15 %), pourrait toutefois entamer les bénéfices attendus du redressement de la demande adressée. Selon nos estimations, l'effet négatif de la compétitivité-prix sur la croissance resterait modéré, de l'ordre de -0,1 point chaque année à l'horizon de la prévision (tableau 1).

Les conditions internes sont aussi propices à la formation d'un sentier d'expansion plus soutenu que celui de ces dernières années. Grâce au contre-choc pétrolier survenu dans la seconde moitié de 2014 et aux mesures en faveur des entreprises instituées au cours de la présidence Hollande, la situation financière des entreprises s'est sensiblement améliorée. Ce redressement laisse à penser que cette manne n'a pas été utilisée dans un premier temps pour regagner de la compétitivité sur les marchés extérieurs par des baisses de prix à l'exportation. Néanmoins, ce processus pourrait être arrivé à son terme, dans la mesure où, si les politiques d'offre développent leurs effets avec des délais longs, elles n'en finissent pas moins par aboutir à leur objectif initial, renforcer la position concurrentielle des producteurs nationaux. Les prémices de ce

résultat peuvent être décelées dans l'amélioration récente du commerce extérieur, visible à travers l'accélération des exportations, et qui n'a plus contribué négativement à la croissance, en moyenne, entre le quatrième trimestre 2016 et le deuxième trimestre 2017.

Tableau 1. Les freins à la croissance en France depuis 2014

En points de % du PIB

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Croissance du PIB	1,0	1,0	1,1	1,8	1,7	1,9
Impact sur le PIB dû...						
... aux évolutions du pétrole	0,2	0,6	0,3	-0,1	-0,1	0,0
<i>Effet direct sur l'économie nationale</i>	<i>0,2</i>	<i>0,5</i>	<i>0,3</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Effet via la demande adressée</i>	<i>0,0</i>	<i>0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
... à la compétitivité-prix	-0,4	0,3	0,0	0,0	-0,1	-0,1
<i>Effet intrazone euro</i>	<i>0,0</i>	<i>0,2</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,0</i>
<i>Effet hors zone euro</i>	<i>-0,3</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,1</i>
... aux conditions financières	0,2	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1
<i>Effet direct sur l'économie nationale</i>	<i>0,2</i>	<i>0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,1</i>
<i>Effet via la demande adressée</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
... aux politiques budgétaires	-1,0	-0,6	-0,1	0,0	0,0	0,2
<i>Effet direct sur l'économie nationale</i>	<i>-0,8</i>	<i>-0,6</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,2</i>
<i>Effets mesures d'offre passées (dont transformation CICE 2019)</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,3</i>	<i>0,4</i>
<i>Effet via la demande adressée</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
... au ralentissement chinois	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0
<i>Effet direct sur l'économie nationale</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Effet via la demande adressée</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
... au Brexit	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
<i>Effet lié au taux de change</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Effet direct sur l'économie nationale</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Effet via la demande adressée</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
Effet d'acquis	0,5	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1
Chocs internes	-0,3	-0,3	-0,4	0,3	0,1	0,0
Total des chocs	-0,8	-0,3	-0,4	0,1	0,0	0,2
<i>Part non expliquée</i>	<i>0,4</i>	<i>-0,3</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
Rythme de croissance spontanée hors chocs	1,4	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7
<i>Croissance potentielle</i>	<i>1,3</i>	<i>1,3</i>	<i>1,3</i>	<i>1,2</i>	<i>1,2</i>	<i>1,2</i>
Output gap	-2,2	-2,5	-2,7	-2,1	-1,6	-0,9

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévisions OFCE, *e-mod.fr*, 2017-2019, octobre 2017.

Parallèlement, la reprise de l'investissement contribue à l'amélioration des conditions d'offre, tandis que l'enrichissement de la

croissance en emplois et le recul du chômage soutiennent le pouvoir d'achat et la consommation. De plus, depuis la fin 2015, l'investissement en logement contribue à nouveau positivement à la croissance, après plusieurs années de dépression depuis le déclenchement de la crise en 2007.

À la différence des années antérieures, la politique budgétaire ne devrait plus pénaliser la croissance au cours de la période 2017-2019, mais cette neutralité apparente est la résultante d'effets contraires. D'un côté, les mesures décidées par le gouvernement Philippe en faveur de l'offre, visant à réduire la fiscalité du capital, auront peu d'effets positifs à court terme, tandis que les mesures de financement (baisse des dépenses publiques, hausse de la fiscalité écologique et des taxes sur le tabac) auront des effets multiplicateurs élevés et négatifs à court terme. L'effet consolidé de ces deux volets sera négatif, respectivement $-0,2$ point de croissance successivement en 2018 et 2019. En revanche, les mesures en faveur de l'offre, mises en place sous la présidence Hollande, développeront pleinement leurs effets positifs ($0,3$ et $0,4$ point de croissance en 2018 et 2019), contrebalançant l'effet négatif initial des mesures Macron.

Cette meilleure donne macroéconomique transparaît dans les informations conjoncturelles de court terme et laissent présager la poursuite du mouvement de reprise engagé au quatrième trimestre 2016. Les enquêtes de conjoncture, qui fournissent une information qualitative sur la perception qu'ont les chefs d'entreprise et les ménages de leur propre situation et des décisions qu'elle sous-tend, se situent nettement au-dessus de leur moyenne de longue période et continuent à progresser. Selon l'indicateur avancé, fondé sur cette information, les taux de croissance attendus aux troisième et quatrième trimestres 2017 devraient rester proches de ceux affichés par les comptes nationaux depuis le quatrième trimestre 2016 ($+0,5\%$). De plus, les facteurs ponctuels négatifs qui avaient pesé en 2016, la mauvaise production agricole, la baisse de la fréquentation touristique liée aux attentats, les inondations, les grèves dans les raffineries ne joueront plus en 2017, laissant alors intacte la trajectoire de reprise. En revanche, quelques points négatifs subsistent, notamment la fin du suramortissement fiscal qui pourrait pénaliser l'investissement, la fin de la prime à l'embauche et la réduction des emplois aidés.

Mais l'incertitude majeure reste celle de la capacité de l'économie française à enrayer son déclin sur les marchés extérieurs. Si les entreprises exportatrices réinjectaient leurs marges abondantes accumulées depuis deux ans dans l'amélioration de la compétitivité-prix et dans la compétitivité hors-prix, les pertes de parts de marché perdraient le caractère structurel qu'elles semblent revêtir jusqu'à maintenant.

Ainsi, la croissance française est attendue à 1,8 % en 2017, avec une trajectoire similaire au cours des deux années à venir (+ 1,7 % en 2018 et + 1,8 % en 2019). Dans ce contexte, le taux de chômage devrait poursuivre sa décruce, bien que freiné par la réduction du volume d'emplois aidés. Il atteindrait 9,1 % de la population active fin 2017, 8,8 % fin 2018 et 8,3 % fin 2019 en France métropolitaine.

Le retour de croissance permettrait au gouvernement de tenir ses engagements en termes de finances publiques. Le déficit public repasserait sous la barre des 3 % du PIB en 2017, pour la première fois depuis dix ans. Il atteindrait 2,7 % du PIB en 2018 et remonterait temporairement à 3 % en 2019 en raison de la transformation du CICE en allègement de cotisations patronales (pour un coût exceptionnel de 1 point de PIB). La dette publique quant à elle serait quasiment inchangée sur la période 2017-2019, à 97 % du PIB.