

L'état de l'économie française

I / Analyse historique et prospective

1. La situation conjoncturelle : croissance épargnée

Hervé Péléraux et Mathieu Plane

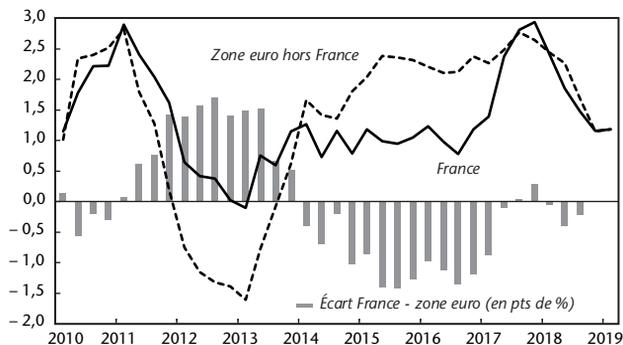
Avec une croissance en demi-teinte, à 1,7 %, l'année 2018 a montré les fragilités de la reprise de l'économie française. Alors que, en 2017, la France a enregistré sa meilleure croissance depuis dix ans (2,4 %), avec un taux d'investissement des entreprises et des créations d'emplois au plus haut depuis plus d'une décennie, l'année 2018 a été marquée par un net retournement conjoncturel. La croissance, en glissement annuel, est passée en l'espace d'un an de 2,9 % à la fin 2017 à seulement 1,2 % à la fin 2018 (graphique 1). Les raisons de ce retournement, relativement violent, sont d'origine à la fois externe et interne.

La France a d'abord été affectée par la dégradation rapide de son environnement extérieur, et plus particulièrement celui de la zone euro, Allemagne et Italie en tête. La croissance de la demande adressée à l'économie française, qui synthétise l'évolution de ses débouchés à l'exportation, a perdu plus de 1,5 point de glissement annuel entre le quatrième trimestre 2017 et la fin 2018 (passant de 4,4 % à 2,7 %). Dans la foulée, les exportations de la France ont ralenti de 6,1 % fin 2017 à 2,5 % fin 2018.

Si le tassement de la croissance est commun aux grandes économies de la zone euro, celui de la France a été cependant plus marqué que celui de ses partenaires européens au premier semestre 2018, avant que le ralentissement ne s'accroisse chez eux au second semestre, en particulier en Allemagne et en

Graphique 1. Taux de croissance du PIB en France et en zone euro hors France

En %, t/t-4



Sources : Eurostat ; Insee ; calculs OFCE.

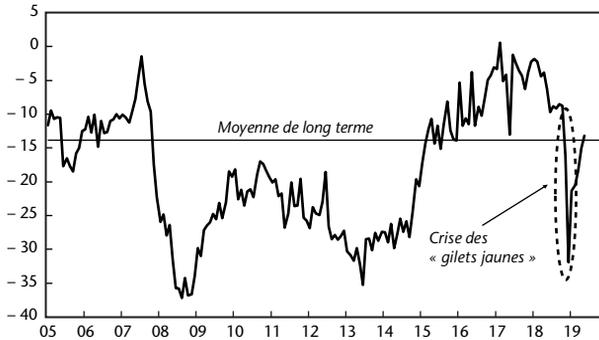
Italie qui se sont rapprochées de la récession. Au final, au tournant de 2018 et 2019, les performances de la France comparées à celles de la zone euro sont identiques.

La montée de l'inquiétude

Plusieurs raisons expliquent cette originalité française. Tout d'abord, le calendrier fiscal a été défavorable au début de l'année 2018 (hausses de la taxe carbone et des taxes sur le tabac, augmentation de la contribution sociale généralisée – CSG – non intégralement compensée par des baisses de cotisations salariés). Dans une mesure moindre, les grèves à la SNCF au deuxième trimestre 2018 ont pénalisé la consommation de transports. Ces éléments ont pesé sur le pouvoir d'achat et la demande intérieure, accentuant le ralentissement de l'économie dans l'Hexagone en comparaison de ses voisins européens. En revanche, la fin de l'année 2018 a été marquée par des mesures fiscales de soutien au revenu (première tranche de réduction de la taxe d'habitation, seconde baisse des cotisations sociales salariés) qui ont conduit à une hausse du pouvoir d'achat du revenu disponible brut (RDB) des ménages de 1,1 % sur le seul dernier trimestre 2018, soit sa plus forte progression depuis la fin 2006.

Graphique 2. Enquête auprès des ménages sur l'opportunité de faire des achats importants

En %, solde d'opinions



Source : Insee.

Contrairement à ce qui aurait pu être anticipé, ce supplément de revenu ne s'est pas traduit par un rebond de la consommation en fin d'année mais par une forte hausse du taux d'épargne, ce dernier atteignant 15,3 % au premier trimestre 2019, son plus haut niveau depuis six ans. Deux facteurs exceptionnels ont en effet perturbé la trajectoire de la consommation. Premièrement, la mise en place de nouvelles normes automobiles antipollution en septembre 2018 a poussé les clients à anticiper leurs achats. Les immatriculations de véhicules ont donc fortement augmenté avant le 1^{er} septembre 2018, avant de retomber par la suite. La consommation en matériels de transport a augmenté de 2,5 % au deuxième trimestre et de 1,9 % au troisième trimestre, avant de baisser de 5 % au quatrième trimestre (contribuant pour -0,3 point à la consommation du trimestre).

Le mouvement des « gilets jaunes » semble être la seconde, et la principale, explication à la faiblesse de la consommation au quatrième trimestre 2018, que ce soit en raison de son impact direct lié à la perturbation des transports et des commerces en centre-ville ou de son impact indirect créé par le climat de méfiance et d'inquiétude dans la population, ce qui a engendré une épargne de précaution de la part des ménages. La déconnexion entre le

climat de confiance des consommateurs en même temps, la confiance des ménages a toujours été déconnectée de la consommation de ces derniers mesurée par l'enquête de conjoncture auprès des ménages et la hausse du pouvoir d'achat au quatrième trimestre 2018 est sur ce point historique (graphique 2).

La croissance stimulée par les mesures socio-fiscales

L'absence de réaction de l'activité aux mesures en faveur des ménages devrait s'interrompre en 2019. Le cumul des chocs sur l'économie française serait positif à hauteur de + 0,4 point cette année, sous l'effet principalement du stimulus budgétaire (tableau 1). En 2019, la croissance devrait être soutenue par la forte augmentation du pouvoir d'achat (+ 2,5 %).

Tableau 1. Cadrage macroéconomique pour la France

En points de pourcentage

	2018	2019	2020	2021
Croissance du PIB	1,6	1,5	1,4	1,2
Impact sur la croissance du PIB dû :				
– aux évolutions du pétrole	– 0,3	0,0	0,1	0,0
– à la compétitivité-prix	– 0,2	0,0	– 0,1	– 0,2
– à la politique monétaire	0,1	0,0	0,0	– 0,1
– aux politiques budgétaires	0,0	0,5	– 0,2	– 0,2
– au cycle mondial	0,1	– 0,1	0,0	0,1
Effet de l'acquis de croissance	0,3	– 0,3	0,1	0,0
Total des chocs	0,0	0,1	0,0	– 0,2
<i>Croissance spontanée hors chocs</i>	<i>1,5</i>	<i>1,4</i>	<i>1,4</i>	<i>1,4</i>
<i>Croissance potentielle</i>	<i>1,2</i>	<i>1,2</i>	<i>1,2</i>	<i>1,2</i>
Output gap	– 1,0	– 0,7	– 0,5	– 0,5
<i>Vitesse de fermeture de l'OG</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,2</i>	<i>0,2</i>

Sources : Commission européenne ; calculs OFCE.

D'abord, les mesures socio-fiscales redistribueront aux ménages près de 12 milliards d'euros sur l'année (équivalant à + 0,8 point de revenu disponible brut). Ensuite, la hausse du salaire réel (+ 1,5 % en 2019 après + 0,3 % par an sur la période 2017-2018) sera significative. La masse salariale nominale profitera de la prime exceptionnelle défiscalisée versée aux salariés, et de la baisse du chômage qui redynamisera les négociations

salariales. En outre, sous l'effet de la baisse des prix du pétrole de près de 10 dollars en moyenne entre 2018 et 2019 inscrite dans nos prévisions et de l'annulation de la hausse de la taxe carbone, l'inflation se replierait de 1,7 % à 1,1 % entre 2018 et 2019 selon le déflateur de la consommation issu des comptes nationaux, redonnant par ce biais du pouvoir d'achat aux salariés.

La politique budgétaire nationale, par laquelle transite une grande partie de la hausse du pouvoir d'achat aux ménages, aura donc un impact très positif (+ 0,5 point) sur la croissance du PIB en 2019. La loi relative aux mesures d'urgence économiques et sociales de décembre 2018 devrait à elle seule y contribuer à hauteur de + 0,3 point, le reste du soutien provenant de l'effet retardé d'autres mesures fiscales prises antérieurement.

Du côté de l'environnement international, l'appréciation de l'euro face au dollar vers notre évaluation du taux de change d'équilibre (1,3 dollar pour un euro fin 2021) amputerait la croissance de -0,1 et -0,2 point respectivement en 2020 et 2021, tandis qu'un effet légèrement positif dû au repli du prix du pétrole de près de 10 dollars en 2019 est attendu en 2020. Le fort ralentissement attendu du commerce mondial va peser sur la demande adressée à la France et, par le canal du commerce extérieur, imprimer une perte de croissance de -0,1 point en 2019 (contre + 0,2 en moyenne sur la période 2015-2017).

Le cumul des chocs sur l'économie française serait donc positif en 2019 (+ 0,4 point), et négatif en 2020 et 2021. Sous l'effet de l'inversion des politiques budgétaires positives de 2019, la croissance effective du PIB devrait donc revenir vers la croissance potentielle à l'horizon 2021.

Peu de fuites de la consommation vers les importations

Si, après une forte hausse au tournant de 2018 et de 2019, le taux d'épargne doit baisser à partir du deuxième trimestre 2019, il resterait à un niveau élevé. Il serait en moyenne de 15,1 % en 2019 et de 14,7 % en 2020 alors qu'il était en moyenne de 14,2 % sur la période 2013-2018. Cette élévation ne répond pas aux fondamentaux de long terme qui expliquent habituellement les comportements d'épargne (niveau du taux de chômage, effet de richesse patrimoniale) ; elle reflète une

hausse durable du climat d'incertitude engendrant une épargne de précaution autre que celle liée au risque de chômage. Un retour plus rapide à des comportements conformes à ceux de long terme conduirait à une baisse plus marquée du taux d'épargne dès 2019, à une plus forte hausse de la consommation et à davantage de croissance. Clairement ici, l'aléa pesant sur les comportements est haussier.

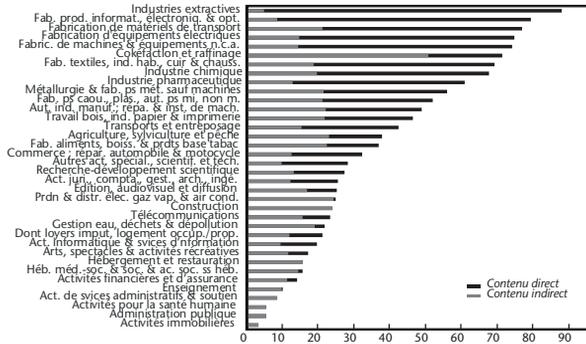
L'impact sur l'activité de la baisse de l'épargne dépendra dans une large mesure de la part de la demande supplémentaire qui sera servie par la production domestique. La crainte existe que l'effet d'entraînement de la production nationale soit, pour une grande partie, neutralisé par un surplus d'importations, creusant la balance commerciale et exportant la reprise à l'extérieur avec un effet faible sur l'activité domestique.

Un examen détaillé du contenu en importations de la consommation finale des ménages montre que ces craintes ne doivent pas être exagérées. Le contenu en importations, défini comme la valeur des importations nécessaires à la satisfaction de la demande finale d'un produit, soit directement si le produit est importé en totalité, soit indirectement par l'importation des consommations intermédiaires nécessaires à sa fabrication sur le territoire, varie fortement d'un produit à l'autre (graphique 3). Il est maximal pour les produits issus des industries extractives comme le pétrole (89 %) et minimal pour les activités immobilières (2 %). En moyenne, les biens industriels ont un contenu en importations de 63 % (dont 21 % de contenu indirect), les services ont un contenu en importations bien plus faible de 19 % (dont 11 % de contenu indirect) et la construction de 24 % (uniquement par le contenu indirect).

Si l'on combine le contenu en importations de chaque produit avec la structure du panier de biens, c'est-à-dire la part de chaque produit dans la consommation totale, il est possible d'estimer le contenu en importations du panier moyen de consommation des ménages. Ainsi, sur 100 euros de consommation, 31,7 seraient d'origine étrangère, le reste étant produit sur le territoire. Ce chiffre suggère que les fuites vers les importations engendrées par la baisse de l'épargne et la relance de la consommation seraient somme toute limitées.

Le contenu en importations de la demande engendrée directement par les mesures de soutien au pouvoir d'achat dépend de

Graphique 3. Contenu en importations par poste de consommation
En %



Sources : Insee (comptabilité nationale) ; calculs OFCE.

deux paramètres liés au comportement des ménages : 1) la part du surplus de revenu qui sera dépensée, donc de la réaction du taux d'épargne, et 2) la composition par produit des nouveaux achats. En partant du niveau du taux d'épargne observé au quatrième trimestre 2018 (14,9 %), ce qui est une hypothèse haute, on peut tabliser sur un surplus de consommation de l'ordre de + 0,4 point de PIB lié à la hausse de 0,5 point de PIB du revenu des ménages en 2019. Si cette demande supplémentaire était répartie conformément à la structure du panier de consommation, avec un contenu en importations de 31,7 %, il en résulterait une hausse des importations équivalant à 0,1 point de PIB, et par conséquent un effet net sur l'activité de 0,3 point de PIB.

L'investissement des entreprises resterait robuste

Avec une croissance de 3,9 % en 2018, l'investissement des entreprises est resté dynamique malgré le ralentissement de l'activité et le haut niveau d'endettement brut des sociétés non financières. Les entreprises continueront à profiter en 2019 d'un contexte financier porteur, malgré les incertitudes entourant le ralentissement mondial et celles propres à la France avec la crise des « gilets jaunes ».

En effet, les entreprises disposent actuellement de capacités financières très élevées. Le niveau de leur taux d'épargne, supérieur à 22 % de la valeur ajoutée (VA) en 2018, est équivalent à ses plus hauts niveaux observés depuis la fin des années 1990. En 2019, avec la transformation du CICE en baisse de cotisations sociales patronales qui se cumule avec le crédit d'impôts de l'année précédente, les entreprises vont bénéficier d'une rentrée exceptionnelle de près de 20 milliards d'euros (1,5 point de valeur ajoutée des sociétés non financières), ce qui va renforcer d'autant leurs capacités financières et leur trésorerie.

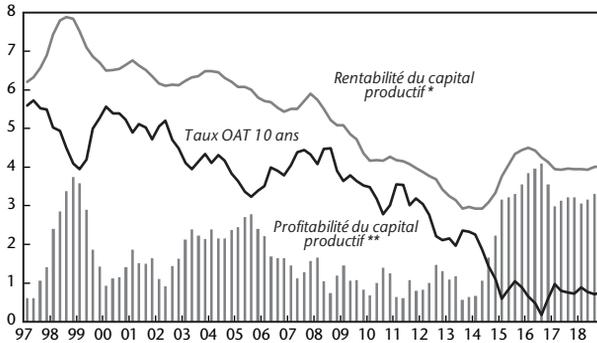
De plus, la poursuite de la politique monétaire accommodante de la Banque centrale européenne (BCE) va maintenir des conditions de financement favorables pour les entreprises. Malgré le niveau record de la dette brute des sociétés non financières (133 % de la VA au troisième trimestre 2018 contre 103 % dix ans plus tôt selon la Banque de France), les entreprises n'ont jamais payé aussi peu de charges d'intérêts (5,2 points de VA fin 2018 contre 11,6 points fin 2008). Au final, la charge d'intérêts nets n'a jamais été aussi faible et ne représente que 0,3 point de VA actuellement contre 4,4 points dix ans plus tôt.

La profitabilité du capital productif se situe à des niveaux élevés pour la quatrième année consécutive, à un niveau comparable à celui de la seconde moitié des années 1990 (graphique 4). Cela s'explique à la fois, à partir de 2014, par le redressement de la rentabilité du capital productif, soutenue par les mesures fiscales en direction des entreprises (CICE, pacte de responsabilité, baisse de la contribution sociale de solidarité des entreprises [C3S] et de l'impôt sur les sociétés [IS], suramortissement fiscal pour les biens industriels, prime à l'embauche) et la baisse tendancielle des taux à 10 ans sur les obligations assimilables du Trésor (OAT, considérées comme un actif sans risque) qui ont atteint des niveaux historiquement bas depuis 2015.

Au final, le niveau historiquement haut de l'épargne des entreprises, qui offre de larges capacités d'autofinancement des dépenses d'investissement, couplé à une profitabilité élevée du capital productif et des taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie supérieurs à leur moyenne de long terme, explique la robustesse de la croissance de l'investissement qui se prolongerait en 2019 (+ 3 %). Les incertitudes mondiales, mais aussi nationales avec l'émergence de la crise des « gilets jaunes »,

Graphique 4. Rentabilité et profitabilité du capital productif

En % de l'actif net productif des SNF



* Calculée comme l'EBE-CCF-IS rapporté à l'actif net productif des SNF.

** Calculée comme l'écart entre la rentabilité du capital productif des SNF et le taux des OAT à dix ans.
Sources : Insee ; calculs OFCE.

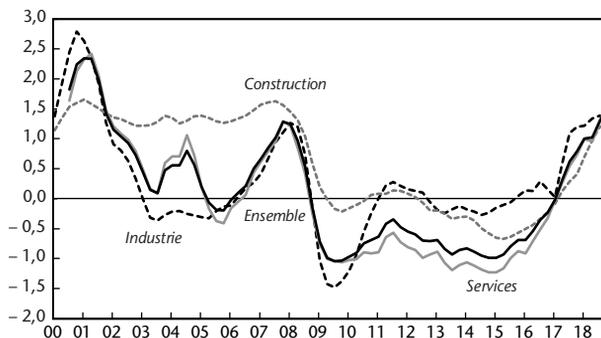
font naturellement peser un risque sur l'investissement. Mais le rebond attendu de la consommation et le versement exceptionnel de 20 milliards d'euros aux entreprises avec la transformation du CICE pourraient contrebalancer les effets négatifs liés à ces incertitudes. À partir de 2020, le ralentissement de la croissance, couplé à la normalisation progressive de la politique monétaire, et le rapprochement du PIB de son potentiel conduiraient à un ralentissement progressif de l'investissement.

Pas de frein à la poursuite de l'amélioration du marché du travail

En 2018, et pour la troisième année consécutive, l'économie française a connu une croissance de l'emploi marchand (+ 214 000 emplois entre la fin 2017 et la fin 2018) suffisante pour faire baisser le chômage. La reprise des créations d'emplois, secteur non marchand inclus, s'est timidement amorcée en 2015 (+ 104 000 emplois), puis a accéléré en 2016 (+ 242 000) pour atteindre un pic en 2017 (+ 357 000) et fléchir ensuite en 2018 (+ 196 000). Les créations d'emplois ont été soutenues dans un premier temps par les mesures de baisse du coût du

Graphique 5. Difficultés de recrutement*

En %, centré-réduit



* Pourcentage d'entreprises déclarant éprouver des difficultés de recrutement.

Sources : Insee ; calculs OFCE.

travail (CICE, pacte de responsabilité, puis prime à l'embauche à partir de janvier 2016) et les emplois aidés, puis dans un second temps, à partir de la fin 2016, par l'accélération de la croissance. Les créations nettes d'emplois étant supérieures à l'évolution de la population active, le nombre de chômeurs a diminué (- 440 000 depuis fin 2014), portant en France le taux de chômage au sens du BIT à 8,8 % de la population active au quatrième trimestre 2018, contre 10,4 % fin 2014.

Le haut niveau des créations d'emplois, dans un contexte de reprise de la croissance à partir de la seconde moitié de 2016 et de baisse du chômage, a fait resurgir des tensions sur les recrutements selon les déclarations des entreprises dans les enquêtes de conjoncture. Les difficultés de recrutement se situent au voisinage du pic observé en 2007 avant crise mais en deçà de celui du début des années 2000 (graphique 5). Elles ne se sont pas traduites pour le moment par une accélération des salaires, signe que le niveau de chômage accélérateur des salaires, ou chômage structurel, n'a pas été franchi.

La montée des difficultés de recrutement tient plus certainement à l'accélération franche de l'activité économique en 2017 qui a pu constituer une surprise pour les entreprises, notamment dans l'industrie, après plusieurs années de réduction des

effectifs. Le comblement des besoins en main-d'œuvre a également pu buter à court terme sur le frein que constitue le temps des procédures d'embauche. Il en résulterait la formation chez les employeurs d'un sentiment de tension sur les recrutements, sans toutefois constituer une contrainte dure à moyen terme, compte tenu du niveau encore élevé du chômage et de la possibilité pour les entreprises de faire de la formation au poste à pourvoir en cas d'insuffisance de main-d'œuvre qualifiée. Paradoxalement, le maintien d'un haut niveau de difficultés de recrutement dans les entreprises montre que les entreprises n'ont pas renoncé à embaucher en 2019, ce que confirme la récente enquête de Pôle emploi sur les besoins en main-d'œuvre. Elles préjugent ainsi d'une poursuite des créations d'emploi qui, couplée avec le ralentissement de la population active tendancielle (63 000 personnes en moyenne sur la période 2019-2021, contre 146 000 personnes en moyenne chaque année sur la période 2008-2018), serait à même de prolonger la baisse du chômage. À l'horizon 2021, ce dernier demeurerait toutefois encore supérieur de 1 point à son niveau du premier trimestre 2008 qui a marqué l'entrée dans la crise.

Risques mondiaux négatifs, risques internes positifs

En dehors d'un risque de retournement brutal des marchés financiers qui provoquerait un choc négatif, la trajectoire de l'économie française à l'horizon 2021 reste sujette à des aléas. Le plus proche géographiquement est celui d'une sortie du Royaume-Uni de l'UE sans accord. De par les liens commerciaux entre la France et le Royaume-Uni, un *hard Brexit* pourrait, par le seul jeu de la hausse des droits de douane et des barrières non tarifaires, amputer le PIB de 0,6 point répartis sur plusieurs trimestres, selon une évaluation conduite dernièrement par l'Insee. Le Royaume-Uni est en effet le sixième pays de destination des exportations françaises qui représentent plus de 2 % du PIB de la France. La balance bilatérale de la France vis-à-vis du Royaume-Uni est celle dégageant le plus fort excédent commercial. Par ailleurs, la France est le troisième pays d'accueil des exportations britanniques.

L'intensification des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine ou entre les États-Unis et l'Union européenne,

ainsi qu'un ralentissement marqué de la croissance chinoise ou l'entrée en récession de l'économie américaine pèseraient davantage sur le commerce mondial, et partant sur les exportations françaises. Enfin, un choc sur le marché pétrolier, lié aux tensions entre l'Iran et les États-Unis et aux événements récents dans le détroit d'Ormuz, pourrait faire déraiser les prix du pétrole avec des conséquences négatives sur la croissance.

Si les aléas internationaux sont clairement négatifs, les risques internes à la France apparaissent positifs. Tout d'abord, dans l'hypothèse où les éléments d'incertitude qui ont conduit à la montée de l'épargne des ménages se lèveraient, le taux d'épargne pourrait retrouver un niveau plus conforme à son niveau de long terme et la consommation, rebondir fortement. L'apaisement de la crise des « gilets jaunes » depuis l'ouverture du Grand Débat ouvre cette possibilité.

Un autre aléa positif concerne le CICE. La transformation du CICE en baisse de cotisations sociales et le versement exceptionnel de 20 milliards aux entreprises en 2019 ne devraient pas avoir d'impact notable sur les entreprises en raison du faible nombre de celles qui sont contraintes par leur liquidité. Mais si une part de ce versement était utilisée pour verser des primes aux salariés ou des dividendes aux actionnaires, les effets macroéconomiques pourraient être significativement positifs au travers de la hausse du revenu des ménages.

Parallèlement, la transformation du CICE en baisse de cotisations sociales pourrait modifier le comportement d'embauche des entreprises. Bénéficiant d'un versement contemporain du CICE plutôt que d'un crédit d'impôt, les entreprises pourraient s'engager dans des politiques de recrutement plus offensives, avec à la clé des effets sur l'emploi potentiellement forts.

Enfin, les politiques initiées sous le précédent quinquennat en faveur de l'offre pourraient redresser les parts de marché des exportateurs français, tirées par les effets positifs mais retardés de la nette amélioration des marges de l'industrie et de la mise en place de réformes structurelles, notamment autour du marché du travail, visant à améliorer la compétitivité de l'économie française.