

# PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES DE L'OFCE

sous la direction d'Éric Heyer et Xavier Timbeau

## Vers une nouvelle Grande Modération ?

*Perspectives 2017-2019 pour l'économie mondiale et la zone euro*

Sous la direction d'Éric Heyer et Xavier Timbeau, ces textes synthétisent l'analyse de la conjoncture menée par le Département analyse et prévision de l'OFCE à l'automne 2017. Ils s'appuient sur le travail de l'équipe internationale animée par Christophe Blot composée de Céline Antonin, Amel Falah, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Christine Riffart et Sébastien Villemot et de l'équipe France animée par Mathieu Plane composée de Bruno Ducoudré, Pierre Madec, Hervé Péléraux et Raul Sampognaro. Cette prévision intègre les informations disponibles au 17 octobre 2017.

Page 3

France : croissance en héritage  
*Perspectives 2017-2019 pour l'économie française*

L'économie mondiale s'est engagée sur un nouveau sentier de croissance, plus robuste, commun à un nombre croissant de pays et caractérisé par une faible inflation dans les pays industrialisés comme dans les pays émergents. Cette situation n'est pas sans rappeler la période dite de Grande Modération dans laquelle l'économie mondiale se trouvait, avant l'éclatement de la crise financière globale en 2007. À court terme, l'accélération de la croissance permettra la poursuite de la réduction du taux de chômage et l'amélioration de l'emploi. Mais, à plus long terme se pose la question du potentiel de croissance, qui pourrait être bien plus faible qu'avant la crise. La résorption des déséquilibres hérités de la Grande Récession, mais aussi la conduite des politiques monétaires pourraient être complexes dans un environnement de faible croissance nominale. Plus qu'un fonctionnement vertueux de l'économie mondiale, cette nouvelle Grande Modération pourrait annoncer des difficultés à venir de l'économie mondiale.

Les chiffres de croissance du premier semestre 2017 témoignent d'une accélération de la croissance mondiale qui devrait se traduire par une hausse du PIB de 3,2 % sur l'ensemble de l'année contre 3,0 % en 2016. Les tensions financières observées en Europe en 2015 après la crise grecque ou dans les pays émergents – liées à la crainte d'un atterrissage brutal de l'économie chinoise – se sont dissipées. De même,

le scénario de l'éclatement de la zone euro semble s'être éloigné. Le Brexit serait la principale entaille au projet européen, mais il aurait pour principale conséquence de réduire la croissance britannique qui passerait de 2,2 % en 2015 à 1,4 % en 2017 puis 1 % en 2018. Les répercussions sur les autres économies européennes devraient être négligeables. Certains facteurs externes qui avaient permis de soutenir la reprise en 2015 – pétrole et taux de change pour les pays de la zone euro – se sont neutralisés, voire inversés. Mais la croissance s'est depuis solidifiée et s'appuie désormais sur des ressorts internes, comme l'investissement des entreprises ou encore celui des ménages, ainsi que sur le soutien monétaire de la BCE. Ainsi, dans la zone euro, la croissance s'élèverait à 2,1 % en 2017 avant de diminuer progressivement à 1,6 % en 2019. Aux États-Unis, la normalisation de la politique monétaire est amorcée depuis la fin de l'année 2015, mais ne se traduit pas par une remontée significative des taux d'intérêt à long terme. Ainsi, les taux réels restent à des niveaux historiquement bas pour les États-Unis et l'ensemble des pays avancés. En 2018, l'économie américaine sera en outre soutenue par un plan massif de baisses d'impôts qui stimulera la croissance qui s'élèverait à 2,8 % avant de retomber à 2 % en 2019. Enfin, du côté des pays émergents, le ralentissement de l'économie chinoise se poursuit. Mais l'atterrissage de la

## 1. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	PIB en volume <sup>1</sup>			
	2016	2017	2018	2019
DEU	1,9	2,0	1,5	1,3
FRA	1,1	1,8	1,7	1,9
ITA	1,0	1,4	1,1	0,9
ESP	3,2	3,0	2,6	2,4
EUZ	1,8	2,1	1,7	1,6
GBR	1,8	1,4	1,0	1,2
NPM <sup>2</sup>	3,0	4,4	3,4	3,0
UE 28	1,9	2,3	1,8	1,7
USA	1,5	2,1	2,8	2,0
JPN	1,0	1,6	1,3	0,9
Pays développés	1,6	2,1	2,1	1,7
RUS	-0,6	1,1	1,2	1,2
CHN	7,1	6,6	6,5	6,5
IND	7,9	7,0	7,7	7,7
PVD	4,2	4,1	4,5	4,5
Monde	3,0	3,2	3,4	3,3

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

2. Pologne, Hongrie, République tchèque, Roumanie, Bulgarie et Croatie.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2017.

deuxième puissance économique mondiale semble maîtrisé par le gouvernement en grande partie grâce au soutien de la politique budgétaire. Il s'ensuit que la croissance des pays émergents se stabiliserait à 4,2 % en 2017 avant d'accélérer en 2018 et 2019 pour atteindre 4,6 %.

Tous les signaux sont au vert et permettent d'anticiper une fermeture progressive des écarts de croissance, et partant, une baisse du taux de chômage. Dans certains pays, notamment l'Allemagne et les États-Unis, la production potentielle serait atteinte à un horizon proche, plaçant ces économies sur leur sentier de long terme. Paradoxalement, l'incertitude méthodologique qui entoure ces estimations ne les empêche pas de converger et d'assumer le diagnostic d'un déclin de la productivité tendancielle. Associé à une faible inflation, cela alimente l'anticipation d'une faible croissance nominale qui ne réduira pas les dettes – publiques comme privées, internes comme externes – héritées de la Grande Récession. Par ailleurs, contrairement à l'interprétation avancée pour la Grande Modération des années 1990-2000 selon laquelle la baisse de l'inflation était le fruit de politiques monétaires renouvelées, le contexte actuel pointe l'incapacité des banques centrales à (ré-)ancrer les anticipations d'inflation sur leur cible. Par conséquent, plus que le témoin d'un fonctionnement vertueux de l'économie mondiale, cette nouvelle Grande Modération pourrait au contraire ouvrir de nouvelles interrogations sur la soutenabilité du régime de croissance futur ■

## 2. Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières

	2016				2017				2018				2016	2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>Taux de change<sup>1</sup></b>																
1 €=...dollars	1,09	1,14	1,11	1,10	1,06	1,09	1,16	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,11	1,13	1,20	1,20
1 \$=...yens	118	109	103	107	115	111	112	110	110	110,0	110,0	110,0	109,3	112,0	110,0	110,0
1 £=...euros	1,32	1,27	1,19	1,15	1,17	1,17	1,13	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,23	1,14	1,10	1,10
<b>Taux d'intérêt directeurs des banques centrales<sup>1</sup></b>																
USA	0,50	0,50	0,50	0,55	0,79	1,05	1,25	1,33	1,50	1,67	1,83	2,00	0,51	1,10	1,75	2,50
JPN	0,00	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	-0,07	0,00	0,30	0,30
EUZ	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,08	0,25	0,01	0,00	0,08	0,75
GBR	0,50	0,50	0,34	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,42	0,40	0,25	0,29	0,73
<b>Prix du pétrole Brent, en \$<sup>1</sup></b>																
	34,1	45,6	45,9	49,5	53,8	49,8	52,1	54,0	54,0	52,0	50,0	50,0	43,8	52,4	51,5	50,0
<b>Prix du pétrole Brent, en €<sup>1</sup></b>																
	31,3	40,1	41,2	45,1	50,7	45,6	45,0	45,0	45,0	43,3	41,7	41,7	39,4	46,6	42,9	41,7

1. Moyenne sur la période.

Sources : Taux de change et pétrole : relevé des cotations quotidiennes. Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Prévision OFCE octobre 2017.

# France : croissance en héritage

## Perspectives 2017-2019 pour l'économie française

Cette prévision a été réalisée à l'aide du modèle trimestriel de l'économie française, *e-mod.fr*. La prévision tient compte des informations disponibles au 17 octobre 2017 et intègre les comptes nationaux trimestriels du 2<sup>e</sup> trimestre 2017.

Après cinq années de croissance atone (0,8 % en moyenne sur la période 2012-16), une reprise se dessine enfin en France avec des hausses attendues du PIB de 1,8 % en 2017, 1,7 % en 2018 et 1,9 % en 2019. Certains facteurs négatifs qui ont marqué 2016 (chute de la production agricole, impact des attentats sur le tourisme, conflits autour de la loi travail, ...) ont disparu en 2017 et l'économie devrait désormais profiter pleinement des effets positifs des politiques d'offre instituées sous la présidence Hollande. À ceci s'ajoute l'effet d'entraînement des autres économies européennes. La consolidation budgétaire de faible ampleur (0,3 point de PIB sur 2018-2019) et les choix fiscaux et budgétaires prévus en 2018 par le nouveau gouvernement diminueraient la croissance de 0,2 point de PIB en 2018 et 2019. Mais ceci n'aurait pas un impact négatif suffisant pour remettre en cause la reprise en cours et la baisse du chômage entamée en 2015.

Le Projet de loi de finances pour 2018 ne vise pas une réduction à marche forcée du déficit public. En revanche, il organise des transferts qui poursuivent des objectifs multiples et qui vont modeler la trajectoire du PIB à court et long terme. Le gouvernement a fait le choix dès 2018 de réduire massivement la fiscalité du capital alors que les mesures directes de soutien au pouvoir d'achat seront étalées sur plusieurs années. Par ailleurs, la hausse du montant versé du CICE en 2018 et la baisse de l'impôt sur les sociétés décidées sous le quinquennat précédent auxquelles s'ajoute la suppression de la taxe sur les dividendes vont continuer à réduire significativement les prélèvements sur les entreprises. Les

choix fiscaux en faveur du capital et des entreprises s'inscrivent dans un horizon long, avec des effets relativement faibles à court terme. En revanche, le financement des mesures par la réduction de la dépense publique, à travers notamment la politique du logement, le reflux des contrats aidés ou la maîtrise des dépenses de santé, ainsi que la hausse de la CSG, de la fiscalité écologique et du tabac auront des effets en 2018 plus négatifs sur le PIB que les effets positifs attendus des baisses de prélèvements. L'impact de l'ensemble des mesures sur le PIB serait de -0,2 point en 2018. Les effets positifs prendraient le pas sur les effets négatifs à partir de 2019. D'une part, les politiques d'offre développeront pleinement leurs effets positifs. D'autre part, la montée en charge des mesures de soutien au pouvoir d'achat des classes moyennes et modestes contribuerait positivement à l'activité, avec la réforme de la taxe d'habitation, le Grand Plan d'Investissement ou la revalorisation de la Prime d'activité et de certains minima sociaux. Malgré une consolidation budgétaire plus marquée en 2019 (-0,3 point de PIB hors effet du double impact comptable de la transformation du CICE) qu'en 2018 (0 point de PIB), l'impact sur la croissance du PIB serait identique les deux années (-0,2 point de PIB). De plus, l'activité bénéficie pleinement des mesures d'offre mises en place sous le précédent quinquennat, pour 0,3 point de PIB en 2018 mais aussi en 2019. Il faut ajouter à cela 0,1 point de PIB en 2019 au titre de la transformation du CICE en baisse de cotisations sociales patronales générant une avance de trésorerie de 1 point de PIB pour une année pour les entreprises. En évitant

de briser le rebond de l'activité par une consolidation budgétaire trop forte, la politique budgétaire ne permet qu'une réduction lente du déficit public (2,9 % du PIB en 2017, 2,6 % en 2018 et 2,9 % en 2019). Cela dit, la réduction est suffisante pour rester en-dessous de la barre des 3 %, assurer la sortie du bras correctif du Pacte de stabilité et le satisfecit de la Commission européenne.

Le rétablissement de la situation financière des entreprises françaises et le redressement de l'investissement productif depuis 2015 devraient enrayer les pertes de parts de marché à l'exportation. Au sein d'un environnement économique plus porteur en zone euro, le commerce extérieur ne devrait plus être un frein à la croissance de la France. Au final, la croissance économique serait suffisamment robuste et créatrice d'emplois dans le secteur marchand (247 000 en 2017, 161 000 en 2018 et 223 000 en 2019) pour faire baisser le taux de chômage en France métropolitaine de 9,2 % à la fin du second trimestre 2017 à 8,9 % fin 2018 et 8,5 % fin 2019. Mais la forte baisse

des nouveaux contrats aidés au second semestre 2017, accentuée en 2018 (de 320 000 en 2017 à 200 000 en 2018) et la fin de la montée en charge des dispositifs fiscaux d'enrichissement de la croissance en emplois (CICE, Pacte de responsabilité), voire même leur suppression (Prime à l'embauche), seraient un frein notable à la baisse du chômage en 2018.

En lien avec la hausse du pouvoir d'achat (+1,5 % en 2018 et +1,6 % en 2019), la consommation des ménages accélérerait, soutenue par une légère baisse du taux d'épargne (-0,2 point par an) portée par la réduction du taux de chômage. Le premier semestre 2018 serait moins favorable à la consommation que le second en raison du transfert partiel CSG/cotisations en janvier compensé intégralement à l'automne et de certaines revalorisations de prestations qui arrivent seulement à la fin de l'année. L'investissement des entreprises resterait dynamique malgré la fin du suramortissement fiscal et l'investissement des ménages continuerait à se redresser dans un contexte de hausse du revenu et de taux bas ■

### 3. Résumé de la prévision France

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2017		2018				2019				2017	2018	2019
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
<b>PIB</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>
Consommation des ménages	0,5	0,4	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	1,2	1,7	1,9
Consommation publique	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	1,1	0,4	0,5
FBCF totale dont :	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	3,3	2,8	3,0
<i>Productive privée</i>	0,4	0,8	0,7	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	0,8	3,8	3,0	3,2
<i>Logement</i>	1,2	1,1	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	0,7	5,0	3,7	3,3
<i>Publique</i>	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4	-1,6	0,1	1,2
Exportations de biens et services	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	2,9	3,4	3,3
Importations de biens et services	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	3,6	2,7	2,9
<b>Contributions :</b>													
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	1,6	1,6	1,8
Variations de stocks	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0
Commerce extérieur	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,1	0,0
Prix à la consommation (IPCH), t/t-4	1,2	1,1	1,2	0,8	1,0	1,4	1,4	1,5	1,6	1,5	1,2	1,1	1,5
Taux de chômage	9,2	9,1	9,1	9,1	9,0	8,9	8,9	8,8	8,6	8,5	9,2	9,0	8,7
Taux d'épargne des ménages, en % du RDB	14,4	14,3	13,9	13,9	14,1	14,5	14,1	13,9	13,9	13,8	14,3	14,1	13,9
Solde public, en % du PIB											-2,9	-2,6	-2,9
impulsion budgétaire*, en point de PIB											-0,2	0,0	-0,3

\* hors transformation CICE en 2019.

Sources : INSEE, prévisions OFCE 2017-2019.