HAL open science

Débat sur les perspectives économiques à court terme du 21 novembre 2018

François Cabau, Olivier Vigna, Eric Heyer, Mathieu Plane, Xavier Ragot, Christine Rifflart

To cite this version:

François Cabau, Olivier Vigna, Eric Heyer, Mathieu Plane, Xavier Ragot, et al.. Débat sur les perspectives économiques à court terme du 21 novembre 2018. Revue de l'OFCE, 2018, Perspectives économiques 2018-2020, 5 (159), pp.255-266. 10.3917/reof.159.0255 . hal-03475424

HAL Id: hal-03475424

https://sciencespo.hal.science/hal-03475424v1

Submitted on 10 Dec 2021

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

DÉBAT SUR LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES À COURT TERME DU 21 NOVEMBRE 2018

Participants au débat :

François Cabau : *Économiste Europe Senior, BARCLAYS*

Olivier Vigna : *Directeur des études économiques d'HSBC France*
Chef économiste France du groupe HSBC

Éric Heyer, Mathieu Plane, Xavier Ragot, Christine Rifflart : *OFCE*

Monde

Xavier Ragot : Nous avons l'habitude de commencer le débat par une discussion sur la conjoncture au niveau mondial, avec quelques questions précises : Quel est l'impact de la politique budgétaire aux États-Unis ? Y-a-t-il un risque de krach boursier aux États-Unis ? Quelles peuvent être les conséquences de la guerre commerciale ? et enfin les tensions financières dans les pays émergents augurent-elles une nouvelle crise ?

François Cabau : Nous avons globalement un chiffrage similaire à celui de l'OFCE en ce qui concerne les prévisions d'activité mondiale mais notre analyse englobe beaucoup d'incertitudes : le *mispricing* (par rapport aux anticipations du marché) des hausses de taux de la Fed, la guerre commerciale, les vulnérabilités internes à la Chine et aux autres pays émergents, le Brexit, l'Italie. Sur la politique budgétaire aux États-Unis, la bonne nouvelle est la prolongation du cycle ; il ne s'agit pas tant d'une accélération de l'économie américaine mais un cycle qui s'allonge, ce qui est un facteur rassurant du point de vue des marchés financiers. Nous constatons néanmoins un ralentissement de l'investissement, ce qui suggère donc qu'il n'y a pas d'accélération de la croissance potentielle. La Fed a continué son resserrement monétaire, se rapprochant en cette fin d'année de niveaux de taux de moins en moins accommodants pour l'économie. Et de là, on peut craindre un

choc qui viendrait de l'économie américaine en interne, de l'appréciation du dollar qui aurait un impact sur les pays émergents et/ou d'une matérialisation des risques mentionnés précédemment. Nous sommes dans une zone d'incertitude très élevée qui nous rend prudents quant aux perspectives pour 2019.

Olivier Vigna : Sur les États-Unis, nous pensons que nous sommes aujourd'hui en phase de décélération, du fait aussi de l'impact de la réforme fiscale de fin 2017. Nous prévoyons en effet 2,9 % pour la croissance du PIB américain en 2018, 2,5 % en 2019 et 1,8 % en 2020, pour un potentiel de croissance estimé à environ 2 %. Le marché du travail est pourtant toujours robuste ce qui est rassurant, et le taux de chômage pourrait baisser encore l'an prochain, mais au prix de déséquilibres de plus en plus patents : le déficit public approcherait selon nous les 5 points de PIB en 2020 et le déficit courant les 3 points de PIB à cet horizon. Or, on n'a rarement vu un tel déficit public avec un chômage aussi bas depuis des décennies. Cette réforme fiscale est donc largement pro-cyclique, d'autant qu'elle est concentrée pour une bonne part sur les trois premières années de sa mise en place.

Mais si l'on regarde le marché de l'immobilier, on voit des signes de ralentissement, notamment des ventes de logements ou des demandes de prêts immobiliers. Cependant, les principaux risques venant des États-Unis sont davantage liés à la montée du protectionnisme. En octobre, les salaires horaires ont augmenté de 3,1 % sur un an, signe que l'on ne voit pas de dérapage salarial à ce stade. Nous prévoyons même une baisse des taux de la Fed fin 2020, car à ce moment-là, elle pourrait souhaiter utiliser ses marges de manœuvre pour amortir l'impact du ralentissement économique. Il est vrai que nous pourrions connaître le plus long cycle de toute l'histoire de l'économie américaine, le cycle actuel ayant commencé mi-2009 selon le NBER.

Pour résumer, on ne voit donc pas de récession poindre aux États-Unis compte tenu de ce bon triptyque qui a soutenu pour l'instant la croissance américaine : une Fed qui a augmenté la taille de son bilan et le contracte désormais prudemment, un marché du travail très robuste et un marché boursier qui jusque-là contribue à tirer la confiance des ménages. Au total, tous ces éléments réunis laissent aujourd'hui entrevoir rien de plus qu'un ralentissement économique.

Éric Heyer : Quelle est votre hypothèse d'impulsion budgétaire aux États-Unis en 2020 ? La politique budgétaire est-elle une des raisons qui explique ce ralentissement ?

Olivier Vigna : Nous prévoyons un déficit public qui devrait se creuser aux États-Unis, avec à la fois un ralentissement de l'investissement des entreprises, un tassement de la consommation des ménages et une décélération du PIB.

Pour revenir sur l'impact du protectionnisme, il pourrait se traduire par moins de pouvoir d'achat pour les ménages et davantage d'incertitudes pour les entreprises, donc un report de certaines décisions d'investissement, ce qui pourrait également inciter la Fed à être beaucoup plus prudente et à tenir compte du risque d'inflation importée. Nous anticipons toutefois un dollar plus fort par rapport à la plupart des autres devises, du fait du différentiel de taux courts favorable au dollar, plus rémunérateur.

Pour la parité euro-dollar en particulier, nous prévoyons 1,10 fin 2019. Trois variables peuvent en principe influencer le change : les variables politiques (la volonté exprimée par certains dirigeants d'influencer la parité de leur devise), les variables structurelles (du type déficits jumeaux aux États-Unis) et les variables cycliques (le différentiel de taux courts), ces dernières nous paraissant aujourd'hui particulièrement pertinentes pour anticiper une appréciation du dollar. Même si l'on était dans un scénario de récession mondiale, le dollar pourrait se renforcer face aux principales devises en tant que valeur refuge. Le seul scénario pouvant se traduire par un dollar plus faible serait le cas où la Fed cesserait de remonter ses taux et où les autres banques centrales les remonteraient, ce que nous ne prévoyons pas aujourd'hui.

François Cabau : Un fait marquant de cette fin d'année est le très faible *pricing* de hausses de taux supplémentaires de la Fed en 2019. Le fond de notre inquiétude est l'effet ciseau qui se met en place entre les taux qui augmentent graduellement et qui durcissent les conditions financières et en même temps une impulsion budgétaire qui devrait diminuer et permettre à l'économie de retrouver son rythme potentiel un peu en dessous de 2 %. Pour 2019, nous nous attendons à un marché de l'emploi dynamique, qui est la condition nécessaire et suffisante pour éviter une récession.

Olivier Vigna : Notre prévision de taux longs américains est inférieure à celle du consensus, puisque nous tablons sur un taux américain à 10 ans à 2,50 % fin 2019. Nos analyses montrent en effet que l'infla-

tion devrait rester basse dans la plupart des zones, ces prochaines années : ainsi, la globalisation continue de peser sur les marges des entreprises, la productivité est faible, les marchés du travail segmentés, et les salariés intériorisent la faiblesse de l'inflation, ils affichent donc des revendications salariales moins dynamiques qu'auparavant, d'où une auto-réalisation d'anticipations de faible inflation. Certes, la divergence États-Unis/Allemagne sur les taux à 2 ans est spectaculaire aujourd'hui, mais partout les taux longs ont été orientés à la baisse depuis de nombreuses années.

Éric Heyer : Votre croissance potentielle est prévue autour de 2 %, de même que l'inflation, comment alors expliquer une telle baisse des taux longs ?

Olivier Vigna : Les incertitudes sur la soutenabilité de la politique budgétaire américaine pourraient en théorie faire remonter les taux longs, d'autant qu'avec une Chambre des représentants à majorité démocrate, on pourrait avoir davantage de dépenses en matière d'infrastructures, mais nous ne prévoyons pas de hausse des taux longs de façon durable.

Xavier Ragot : C'est une très bonne nouvelle pour les finances publiques avec 4 % de croissance nominale et des taux si bas, c'est excellent pour le coût de financement de la dette.

Olivier Vigna : Pour être précis, nous voyons le déficit public américain avoisiner -5,0 % du PIB en 2020, après -4,7 % en 2019 et -3,8 % en 2018. On estime le potentiel de croissance à environ 2 % aux États-Unis.

Xavier Ragot : Une question sur les risques de krach boursier si les taux sont bas, pouvez-vous identifier les fragilités financières de l'économie américaine dans les deux ans à venir ?

Olivier Vigna : Notre scénario sur les fragilités de l'économie américaine est prudent, mais les risques augmentent. Ces risques concernent le protectionnisme, un dollar qui se renchérirait trop pour les pays émergents et une Fed qui augmenterait ses taux plus que ce que nous prévoyons. Plus la Fed remontera ses taux, plus la charge d'intérêt, y compris pour les entreprises américaines, s'accroîtra. Aujourd'hui l'impact de ce resserrement monétaire est atténué par la réforme fiscale de fin 2017, mais la dette des ménages américains est déjà élevée. Heureusement, le dynamisme du marché du travail soutient la consommation, pour laquelle nous ne sommes donc pas inquiets. Les résultats

des entreprises américaines nous laissent aujourd'hui relativement confiants quant à la durée du cycle économique américain actuel.

François Cabau : En effet nous avons un début de retournement sur l'immobilier américain, les défauts sur les crédits à la consommation américains ont touché un point bas et commencent à remonter, même s'ils sont à un faible niveau pour le moment, la croissance américaine tient très bien autour de 3 %, y compris sur l'année prochaine, et en même temps on observe des vulnérabilités comme le protectionnisme par exemple. Sur ce dernier, il est important de se rappeler que nous sommes véritablement entrés dans le vif du sujet depuis seulement 2 mois, on n'a pas vu encore de statistiques macro sur les conséquences de ce protectionnisme. Donc de ce fait le T4 peut être encore très bon et on pourrait en voir les effets par une dégradation des échanges en 2019. Ainsi, il faut se prémunir d'établir trop rapidement un séquençage d'effets directs puis effets indirects des mesures de protectionnisme américaines. On pourrait avoir l'inverse, des échanges commerciaux qui tiennent grâce au *front loading* alors que les indicateurs de confiance se sont déjà notablement dégradés. Sur la Chine on prévoit un net ralentissement interne appuyé par la guerre commerciale avec les États-Unis. Il semble que les autorités chinoises sont pour la première fois depuis longtemps contraintes et déploient une palette large d'outils de politique monétaire, de provision de liquidités et budgétaire pour chercher à relancer l'économie. La demande chinoise domestique ralentit. Nous prévoyons une croissance à 6,2 % en 2019, et nous sommes prudents pour les années à venir sur la croissance en Chine compte tenu de ses vulnérabilités internes.

Éric Heyer : Avez-vous identifié des moments clés qui pourraient faire basculer les perspectives à la baisse ?

François Cabau : Comme souvent, on sent qu'un choc peut se produire mais la grande question est quand ? Le G20 à la fin du mois peut être un moment important mais surtout avec le président américain, rien n'est assuré sur la mise en place des taxes ; aujourd'hui le dialogue semble s'être renoué avec la Chine, mais Trump pourrait faire appliquer des tarifs douaniers différents à quelconque instant.

Xavier Ragot : Finalement par rapport à ce qui a été annoncé, vous anticipez des bonnes nouvelles, donc des réductions d'incertitudes ?

François Cabau : À long terme, les incertitudes demeurent comme je l'ai expliqué au début. Cependant à court terme, il pourrait y avoir une réduction des antagonismes, notamment liée à l'inquiétude des

autorités chinoises sur la croissance. En effet, notre indicateur en temps réel de l'activité en Chine révèle une divergence accrue, à la baisse, par rapport aux statistiques officielles. En tous cas nous envisageons dans notre scenario de base que cette guerre commerciale est là pour durer.

Olivier Vigna : Comme vous le dites, les prochaines décisions américaines en termes d'éventuelles sanctions commerciales conservent une part d'incertitude, puisque des lois de 1962 et 1974 permettent de prendre des sanctions unilatéralement au regard de la sécurité nationale. Il n'est donc pas surprenant de voir les autorités américaines les utiliser.

Sur les perspectives chinoises, nous prévoyons une croissance à 6,6 % en 2019 et 6,5 % en 2020. En réalité, les exportations chinoises ou les ventes au détail sont toujours dynamiques et même les investissements en infrastructures se sont récemment redressés. Nous pensons surtout que les autorités chinoises devraient réagir aux sanctions américaines déjà prises ou à venir. Nous nous attendons à ce que le ratio des réserves obligatoires baisse encore d'ici 2020, de même que des baisses de TVA puissent être décidées (en Chine, la consommation des ménages représente entre 60 % et 70 % du PIB), ou encore des baisses de charges sociales ou d'impôts mises en place. En même temps, le défi des autorités chinoises est de continuer à restructurer les entreprises peu rentables et à maîtriser la croissance des prêts à l'économie, dans un contexte où le PIB a été fortement soutenu par le crédit depuis de nombreuses années. Les volumes d'exportations de la Chine vers les États-Unis par rapport au PIB chinois étant quatre fois supérieurs au poids des exportations américaines vers la Chine dans le PIB américain, on peut penser que la Chine devrait aussi continuer à réorienter ses échanges économiques vers d'autres zones, en Asie et en Amérique latine notamment. Le commerce extérieur de la Chine dépend déjà aujourd'hui davantage des pays émergents que des pays avancés.

Xavier Ragot : Qu'en est-il du débat sur la fragilité du système bancaire chinois, certains ne s'en inquiètent pas parce que l'État chinois aurait des marges de manœuvre pour émettre de la dette publique, s'il fallait aider son système bancaire ?

Olivier Vigna : Il est vrai que les dettes locales chinoises ont augmenté ces dernières années et posent des défis en termes de mesure statistique, mais la banque centrale paraît aujourd'hui convaincue qu'il faut traiter la question de la soutenabilité de l'endettement domestique total. En effet, les créances douteuses au sein du

système bancaire chinois ont cru récemment. Mais aujourd'hui, un autre sujet, plus urgent peut-être, est d'utiliser l'épargne des ménages chinois, qui est voisine de 50%, pour soutenir la consommation privée, et non pas de trop freiner le crédit. De même, un autre défi est de redéployer le commerce extérieur chinois avec des pays dont la croissance reste dynamique.

Christine Rifflart : Le redéploiement vers d'autres pays émergents en Amérique latine est restreint car beaucoup de pays sont en mauvaise position, comme l'Argentine par exemple.

Olivier Vigna : Je parle surtout des pays émergents asiatiques et aussi la nouvelle Route de la soie. La somme Chine et Inde a apporté environ 1 point de PIB au monde ces dernières années et en Inde on prévoit 7,3 ou 7,4 de croissance. Les principaux risques pour les pays émergents, c'est un dollar trop fort et une Fed trop dure et un commerce mondial plus ralenti qu'anticipé. Aujourd'hui, à part certaines zones de risques fragilisées pour des raisons domestiques (Argentine, Turquie ou Afrique du Sud et peut être le Mexique qu'il faut surveiller), les pays émergents se portent relativement bien. Le danger dans tous les pays, à part en Allemagne, c'est la montée des dettes, et parmi les pays avancés, si on ajoute le secteur financier, les dettes totales dépassent souvent les 400 points de PIB, cela signifie que les banques centrales sont très contraintes dans leur sortie des politiques accommodantes, c'est un sujet très préoccupant.

Xavier Ragot : Les dettes ont augmenté énormément, la croissance se stabilise, la courbe des taux s'aplatit, nous sommes dans un monde où il n'y a plus de relation entre les volumes de dettes et les taux, comment se fait-il que les dettes augmentent partout et les taux semblent baisser : est-ce un effet qualité, les capitaux américains sont privilégiés, mais cela signifie que les taux devraient augmenter encore plus ailleurs ; par ailleurs en Chine on tente de faire baisser les taux par le soutien à la demande, globalement on voit mal l'équilibre sur le marché international.

Olivier Vigna : Les dettes ont beaucoup augmenté car les taux d'intérêt courts et longs ont été orientés à la baisse depuis la crise, ce qui a restauré l'investissement privé dans un grand nombre de pays. Mais parfois, l'excès d'épargne par rapport à l'investissement est massif : en zone euro par exemple, on a un surplus courant dépassant 10 points de PIB aux Pays-Bas et 8 points en Allemagne.

Europe

Xavier Ragot : Le pari italien peut-il réussir ? La croissance au T3 en zone euro indique-t-elle la fin de la reprise ? L'inflation va-t-elle augmenter en Allemagne ? Quand la BCE augmentera-t-elle les taux ? et enfin le Brexit aura-t-il encore des effets sur l'économie britannique ?

Olivier Vigna : Pour l'Italie, la Commission européenne semble vouloir entrer dans une procédure de déficit excessif, l'Italie paraît s'y résoudre, elle qui en était sortie en 2012. La Commission, gardienne du respect des traités, veut jouer son rôle, mais ira-t-elle jusqu'au bout en termes de sanctions financières ? Il n'est pas acquis qu'elle souhaite appliquer des amendes durant une année 2019 déjà marquée par les élections européennes. Jean-Claude Junker va quitter son poste fin octobre, ce qui signifiera un nouveau collège de commissaires. La BCE aussi va changer de président à la même date et le tout, dans une phase de ralentissement économique. Le défi est ici : est-il possible de créer sans attendre des outils pare-feu dans une telle situation, comme le voudraient Emmanuel Macron et Angela Merkel ? Une amende sera-t-elle infligée à l'Italie dans ce contexte ? Si oui, comment l'Italie paierait-elle, alors que le pays apporte une contribution nette au budget européen tout en bénéficiant de ses fonds structurels ? L'Italie peut être tentée d'attendre de voir si son pari keynésien réussit. Selon nous, elle ne va pas afficher une croissance voisine de 1,5 %. Depuis 1995, Rome n'a jamais fait eu de croissance supérieure à celle de la zone euro. Notre estimation du potentiel de croissance pour l'Italie est proche de 0,7 %, et nous prévoyons 0,7 % de croissance en 2019 avant 0,9 % en 2020, bien en-dessous des hypothèses du gouvernement italien. Difficile donc de voir le pari italien réussir, parce que la croissance est insuffisante. Le budget 2019 ne s'attaque pas aux vrais problèmes structurels et l'Italie diverge toujours de la zone euro : les crédits bancaires aux entreprises sont mal orientés, la population décroît et la productivité stagne.

Ce qui peut inquiéter en Europe, c'est l'absence de solidarité en faveur de réformes à accomplir. Si l'Italie ne rassure pas ses partenaires européens quant au respect des règles européennes, le couple franco-allemand risque d'être isolé pour promouvoir des réformes d'envergure en zone euro. La Grèce représente moins de 2 % du PIB de la zone euro, mais l'Italie en est la troisième économie et a été un pays fondateur.

Xavier Ragot : Y a-t-il un risque de rééchelonnement ou de restructuration de la dette publique en Italie ?

François Cabau : Trois points importants pour l'Italie : une question de budget, on prévoit 2,9 % de déficit public sur 2019 avec une croissance autour de 1 % ; la BCE ne va pas acheter davantage de bons du Trésor italien et les banques italiennes ne peuvent plus en acheter non plus, donc restent les épargnants italiens pour absorber le surplus d'émission d'obligations d'État pour compenser la frilosité des investisseurs étrangers. On peut penser que ces acheteurs domestiques soutiennent la confiance du gouvernement italien. De plus la volonté actuelle de flexibiliser encore plus le marché de l'emploi peut rassurer à court terme mais à long terme l'effet risque d'être négatif sur la croissance potentielle. Enfin, la coalition gouvernementale n'est pas stable et on pourrait assister à des élections anticipées.

Xavier Ragot : Pour résumer, vu le volume de la dette italienne et les maigres possibilités d'absorption, on risquerait la restructuration de la dette publique.

Éric Heyer : Vous dites que le bilan va rester inchangé, en revanche la dette européenne va baisser, ne pourrait-il pas y avoir des rééquilibrages par exemple de la dette allemande et la dette italienne ? Par ailleurs vous parlez de croissance potentielle faible en Italie (0,7), quel est votre chiffrage pour l'Espagne ?

François Cabau : La BCE ne peut pas aider sur des émissions supplémentaires hors de la politique de réinvestissement et par ailleurs une révision des clés de capitaux ne prévoit pas de tels volumes. Pour l'Espagne le scénario est différent, on envisage plus de 1 % de croissance potentielle contre 0,5 % en Italie.

Olivier Vigna : Sur la BCE, la clé de capital restera en 2019 un principe cardinal pour réinvestir les titres arrivant à maturité, mais on peut aussi imaginer le lancement d'autres TLTRO afin d'avoir des soutiens à la liquidité des banques italiennes notamment. S'agissant des taux italiens à 10 ans, ils devraient rester bas, redescendant à 2,5 % fin 2019.

Concernant la zone euro toutefois, nous pouvons être surpris depuis plusieurs mois de l'optimisme affiché par la BCE, qui prévoit 0,5 point de croissance pour le PIB par trimestre en 2019. Nous prévoyons de notre côté une décélération beaucoup plus marquée, avec 1,3 % de croissance en 2020 pour un potentiel voisin de 1,25 %. Cette décéléra-

tion économique toucherait les quatre grands pays de la zone euro, avec, même en Allemagne, une inflation inférieure à 2 % d'ici 2020 (1,7 % en zone euro en 2020). Mais il est difficile de partager le sentiment de la BCE autour de risques équilibrés. Car le facteur inquiétant, c'est le manque de marges de manœuvre des autorités pour laisser jouer les stabilisateurs automatiques si ce ralentissement était plus prononcé.

Sur le Brexit la probabilité d'un « hard Brexit » demeure significative. Nous suivons attentivement la parité sterling/dollar, que nous prévoyons à 1,30 fin 2019, en attendant de connaître le vote du Parlement britannique sur le Brexit.

François Cabau : Grosse surprise sur la croissance de la zone euro au T3, ralentissement qui semble lié aux services et pas uniquement à l'activité industrielle, mais cela n'empêche pas de prévoir que la zone euro va atteindre son potentiel en 2019. Ce ralentissement est cohérent avec un *output gap* encore un peu ouvert et des pressions inflationnistes très modérées.

Sur le Brexit, pour nous le fait qu'il y ait un accord signifierait le « hard Brexit » ou la sortie du marché commun, ce qui est différent du crash, qui serait une sortie sans accord (le « soft Brexit » pour nous serait que le Royaume-Uni reste dans le marché commun). Donc l'inquiétude est de savoir la teneur des relations commerciales futures. Mais même si la négociation n'a pas encore abouti, rien que l'idée du Brexit a créé un impact négatif *via* la hausse de l'inflation qui a ralenti la consommation, alors que la confiance des entreprises notamment sur le secteur manufacturier s'est également ajustée, laissant présager d'un ralentissement de l'investissement.

France

Xavier Ragot : L'*output gap* est-il complètement refermé en France ? Comment peut-on interpréter les difficultés de recrutement sans tensions salariales ? Quelles sont les raisons de la rechute de l'investissement des ménages ? Est-ce durable ? La France va-t-elle regagner des parts de marché à l'horizon 2020 ? Quel impact de la politique budgétaire sur la croissance 2018-2020 ? Quel impact de la réduction des contrats aidés sur le chômage ? À l'inverse que peut-on attendre du Plan investissement et compétences ?

Olivier Vigna : Les trois premiers trimestres de la France en 2018 ont été très décevants. Nous prévoyons 1,5 % de croissance en 2018 et en 2019 avant 1,4 % en 2020, pour un potentiel voisin de 1,25 aujourd'hui. Nous constatons toutefois des risques à la baisse, avec des phénomènes de rattrapage (corrigeant des facteurs temporaires) espérés d'un trimestre à l'autre, mais qui ne se matérialisent toujours pas. Ces derniers temps, c'est beaucoup l'investissement des entreprises qui a tiré la croissance, et on peut se demander si le relais de la consommation privée va rapidement se faire sentir. Un risque serait de voir l'épargne des ménages augmenter encore, et la consommation faiblir, même si le marché du travail s'améliore.

S'agissant des difficultés de recrutement rencontrées par les entreprises, elles sont réelles. Plutôt que d'augmenter les salaires d'embauche afin d'attirer un salarié, certains chefs d'entreprise ne peuvent honorer certaines commandes quand la main-d'œuvre fait défaut. Par ailleurs, le marché du travail s'améliore concernant le type d'emplois créés, avec davantage de CDI relativement aux CDD, mais l'investissement des entreprises n'évolue guère en termes de qualité : les entreprises remplacent les outils de production, mais sans forcément une montée en gamme ou une modernisation de leurs équipements.

Pourtant, la croissance potentielle pourrait être revue à la hausse au cours des prochaines années, si notre pays demeure attractif et si la lisibilité des réformes engagées y contribue.

François Cabau : Un peu plus pessimistes, nous sommes à 1,6 en 2018 et 1,6 en 2019 pour la France. La décélération sur le H1 a rendu difficile une bonne performance sur 2018. Cette année et l'année dernière devraient être prises ensemble. Le début 2019 devrait être meilleur. Pour nous la consommation va rester au même niveau en 2019, ce qui atteste du peu d'impact des mesures ; sur les salaires on note une accélération, notamment dans les services, qui va également bien avec les niveaux croissants d'utilisation des capacités de production. On remarque par ailleurs que l'investissement dans les services est très dynamique, mais dans ce secteur les marges ne s'améliorent pas et il n'y a pas d'effet des baisses de charges sur les salaires, contrairement à l'industrie qui par ailleurs a largement bénéficié de l'impact du CICE.

Xavier Ragot : Le potentiel s'améliore à quelle hauteur ?

François Cabau : On remarque que la structure de l'économie est en train de changer, donc avons-nous un bon *output gap* ? On peut

donc prévoir un référentiel plus haut que les 1,25 actuels compte tenu des réformes structurelles en cours.

Éric Heyer : Est-ce bien la tendance ? Si la structure de l'économie change au profit des services, compte tenu du fait que la productivité dans ce secteur est plus faible que dans l'industrie, le risque n'est-il pas au contraire une décélération et non une accélération du potentiel ?

François Cabau : Il faut prendre en compte aussi les aspects numérisation et digitalisation de l'économie et le niveau de la productivité dans les services n'est pas si faible et devrait augmenter. Le temps entre l'innovation et les gains de productivité sont toujours longs.

Xavier Ragot : Je vois que les chiffres de nos prévisions convergent alors que les analyses du potentiel sont complexes.

Mathieu Plane : C'est assez étonnant, les chiffres convergent, mais de notre côté on identifie peu d'effets à court terme liés aux réformes structurelles mais surtout un effet très fort lié au séquençage fiscal. La faible croissance du début d'année est très liée au choc négatif sur le pouvoir d'achat au premier trimestre (CSG, taxe carbone, taxe sur le tabac) et les effets positifs arrivent tardivement en fin d'année (baisse des cotisations sociales salariés et de la taxe d'habitation) qui vont jouer pleinement en 2019. Et on ne dit pas de notre côté que l'emploi déçoit mais que la croissance déçoit. En effet l'emploi est en ligne avec la valeur ajoutée mais le ralentissement en France et dans la zone euro est plus marqué que prévu.

Par ailleurs on remarque que lorsqu'il y a beaucoup de créations d'emplois, il y a des difficultés de recrutement. Les entreprises continuent donc à embaucher, mais elles recrutent beaucoup et peuvent faire face à des difficultés pour trouver les bons candidats et les délais de recrutement augmentent. Quant à l'attractivité, les derniers chiffres montrent que la France est devenue très compétitive en matière de coût du travail sur les bas salaires. La question du coût du travail ne peut à elle seule expliquer pourquoi le taux de chômage est décevant.

Enfin, pour conclure, ce que nos différents scénarios partagent le plus, c'est l'accroissement des incertitudes baissières sur la croissance ■