

Septembre 2019

- La croissance du PIB en France résisterait à 1,3 % en 2019 et 2020, puis 1,4 % en 2021. Notre prévision est peu modifiée depuis celle de juin. Plusieurs facteurs se compensent en effet.
- Les perspectives de demande adressée par nos partenaires commerciaux se sont de nouveau dégradées pendant l'été. Mais inversement, la baisse du prix du pétrole, notamment, soutiendrait l'activité en France.
- Les importants gains de pouvoir d'achat des ménages se confirmeraient en 2019 (2,3 % en moyenne par habitant) et 2020. Dans leur sillage, mais avec un décalage, la consommation des ménages a déjà commencé à accélérer et devrait se renforcer au cours des prochains trimestres.
- Les créations d'emplois ont surpris par leur vigueur en début d'année et resteraient importantes en 2019. Ensuite l'économie française continuerait à créer des emplois, mais plus modérément à mesure que les gains de productivité se redresseraient. Le taux de chômage poursuivrait sa baisse pour atteindre 7,9 % fin 2021 (total France, y compris outre mer).
- L'inflation totale (IPCH) continuerait à reculer jusqu'à 1,1 % en moyenne annuelle en 2020, en lien avec des prix de l'énergie en baisse. Elle se redresserait à 1,3 % en 2021. L'inflation hors énergie et alimentation serait encore faible en 2019 (0,6 %), mais remonterait progressivement pour atteindre 1,3 % en 2021, en lien avec la baisse du chômage et la hausse des salaires.
- Cette projection de croissance et d'inflation est sujette à des aléas importants et négatifs sur le plan extérieur, en particulier étant donné les incertitudes sur le calendrier et les modalités du Brexit.

SYNTHÈSE DES PROJECTIONS FRANCE

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
PIB réel	1,0	2,4	1,7	1,3	1,3	1,4
Contributions (points de PIB) ^{a)}						
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	1,8	2,3	1,3	1,5	1,6	1,5
<i>Exportations nettes</i>	- 0,4	- 0,1	0,7	- 0,1	- 0,3	0,0
<i>Variations de stocks</i>	- 0,3	0,2	- 0,2	- 0,1	0,0	0,0
Consommation des ménages (52 %) ^{b)}	1,6	1,6	0,9	1,3	1,7	1,5
Consommation publique (23 %)	1,4	1,5	0,8	0,9	1,0	1,1
Investissement total (23 %)	2,5	5,0	2,8	2,7	2,1	1,7
<i>Investissement public (3 %)</i>	0,0	0,5	2,4	2,9	1,5	0,6
<i>Investissement des ménages (5 %)</i>	2,8	6,6	2,0	1,1	0,9	0,8
<i>Investissement des entreprises (SNF-SF-EI) (14 %)</i>	3,1	5,5	3,2	3,3	2,7	2,3
Exportations (31 %)	1,8	4,0	3,5	2,3	2,3	3,0
Importations (32 %)	3,0	4,1	1,2	2,4	3,1	3,1
Revenu disponible brut (RDB) réel des ménages	1,6	1,4	1,2	2,5	1,7	1,4
Créations nettes d'emplois (en milliers)	176	275	288	271	169	104
Taux de chômage (BIT, France entière, % population active)	10,1	9,4	9,1	8,5	8,1	8,0
IPCH	0,3	1,2	2,1	1,3	1,1	1,3
IPCH hors énergie et alimentation	0,6	0,5	0,9	0,6	1,0	1,3
Déflateur du PIB	0,5	0,5	0,8	1,6	0,9	1,1

Données corrigées des jours ouvrables.

a) La somme des contributions ne correspond pas nécessairement à la croissance du PIB du fait d'arrondis.

b) Les pourcentages entre parenthèses correspondent à la part de chaque poste dans le PIB en 2018.

Sources : Insee jusqu'au 2^e trimestre 2019 (comptes trimestriels du 29 août 2019), projections Banque de France sur fond bleuté.

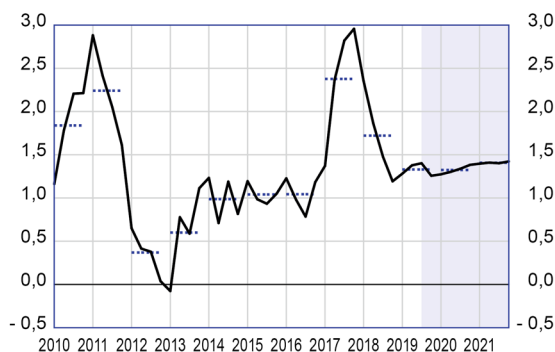
Une croissance française résiliente sur un rythme entre 1,3 % et 1,4 % en prévision

La croissance de l'activité en France s'est installée sur un rythme assez stable depuis mi-2018, entre 1,2 % et 1,4 % en glissement annuel sur un an (cf. graphique 1). La France affiche ainsi une résilience plus marquée que d'autres économies de la zone euro, notamment l'Allemagne où l'activité progresse de seulement 0,4 % sur un an à mi-2019. Ce rythme se poursuivrait dans les prochains trimestres (cf. graphique 1) : sur la base des enquêtes de conjoncture de la Banque de France publiées le 9 septembre, notre estimation de la croissance du PIB pour le troisième trimestre 2019 s'établit à 0,3 % en variation trimestrielle.

En moyenne annuelle, la croissance du PIB s'établirait à 1,3 % en 2019, après 1,7 % en 2018. Ce ralentissement traduirait essentiellement celui des exportations (cf. graphique 2), alors même que la demande intérieure, notamment la consommation des ménages, accélérerait. Le retour à la normale des importations après une année 2018 particulièrement peu dynamique contribuerait également à dégrader la contribution du commerce extérieur net à la croissance.

Graphique 1 : Croissance du PIB réel en France

(en %)

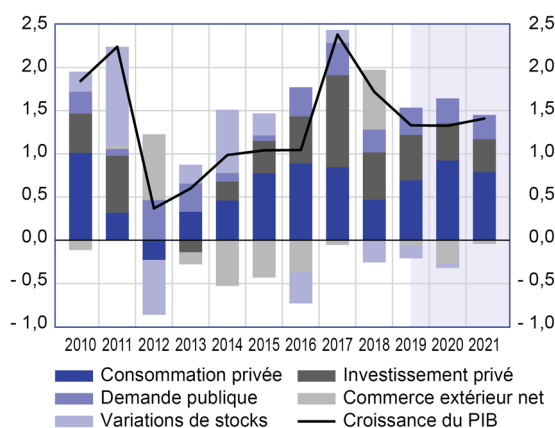


Note : La courbe représente les glissements annuels et les traits horizontaux les moyennes annuelles.

Sources : Insee jusqu'au deuxième trimestre 2019, projections Banque de France sur fond bleuté.

Graphique 2 : Contributions à la croissance du PIB

(croissance en %, contributions en points de pourcentage, moyenne annuelle)



Note : L'investissement privé regroupe l'investissement des entreprises et celui des ménages. La demande publique regroupe consommation et investissement publics.

Sources : Insee jusqu'au deuxième trimestre 2019, projections Banque de France sur fond bleuté.

En 2020, la demande extérieure et donc les exportations resteraient peu dynamiques, mais la demande intérieure gagnerait en vigueur grâce, notamment, à la poursuite de l'accélération des dépenses des ménages dès lors que ceux-ci ajusteraient progressivement leur consommation aux gains importants de pouvoir d'achat depuis fin 2018. En 2021, les perspectives d'activité de nos partenaires s'amélioreraient et les exportations se raffermiraient, favorisant une accélération de l'activité en France.

Par rapport à notre publication de juin, l'arrondi de la prévision de croissance pour 2019 est inchangé à 1,3 %, mais la prévision est légèrement révisée à la hausse, grâce à un acquis fin T2 2019 légèrement plus élevé qu'attendu. Elle est en revanche légèrement révisée en baisse en 2020 (– 0,1 point). Les exportations sont certes pénalisées par des perspectives d'activité plus dégradées qu'en juin chez nos partenaires, mais plusieurs facteurs amortissent cette évolution : la forte baisse des taux longs pendant l'été soutient les perspectives d'investissement ; le recul du prix du pétrole augmente le pouvoir d'achat des ménages ; la politique budgétaire soutient un peu plus le revenu des ménages en 2020 et 2021.

Notre prévision intègre en effet désormais les mesures budgétaires annoncées ou confirmées ces dernières semaines (baisse de l'impôt sur le revenu en 2020, réforme de l'indemnisation chômage, prolongation en 2020 du gel de point d'indice dans la fonction publique, à partir de 2021 extension à tous les ménages de la suppression de la taxe d'habitation). Ces mesures, qui se compensent en partie, ont, par rapport à notre prévision de juin, un effet net supplémentaire positif mais limité sur le pouvoir d'achat des ménages en 2020 et 2021.

Cette projection s'appuie par ailleurs sur les comptes nationaux trimestriels jusqu'au deuxième trimestre 2019, publiés par l'Insee le 29 août. Elle repose sur les hypothèses techniques et d'environnement international (cf. tableau A2 en annexe) de l'exercice de projection de septembre de l'Eurosysteme, arrêtées le 19 août.

D'importants gains de pouvoir d'achat par habitant confirmés à 2,3 % en moyenne en 2019

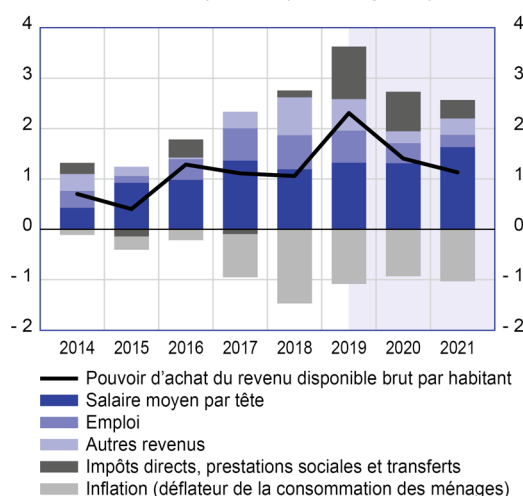
Le pouvoir d'achat par habitant accélérerait notablement en 2019 avec une progression de 2,3 %, son plus fort taux de croissance depuis 2007. Il conserverait en 2020 un rythme de 1,4 %. En 2021, les gains de pouvoir d'achat par habitant retrouveraient un rythme proche de celui du PIB par habitant (1,1 %). Ces évolutions moyennes sur l'ensemble de la population recouvrent bien sûr des situations contrastées selon les catégories de ménages.

Différents facteurs contribueraient à cette progression du pouvoir d'achat du revenu des ménages (cf. graphique 3), légèrement revue en hausse depuis la prévision de juin (cf. tableau A1 en annexe).

Tout d'abord, le prix du pétrole a beaucoup baissé depuis mi-2018. Au troisième trimestre 2019, le prix du baril de *Brent* en euros s'établirait à 54 euros, soit une baisse de 11 euros sur un an, nettement plus marquée que ce qui était attendu dans nos prévisions de juin. L'hypothèse pour cette prévision, tirée des prix à terme est celle d'une baisse qui se poursuit, avec une stabilisation autour de 50 euros en 2021.

Graphique 3 : Contributions aux gains de pouvoir d'achat du RDB des ménages et gains de pouvoir d'achat par habitant

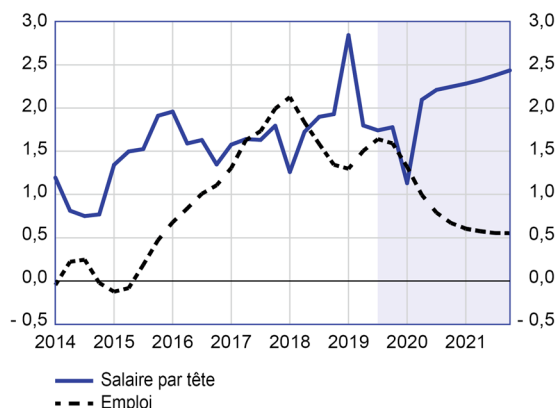
(croissance en %, contributions en points de pourcentage, moyenne annuelle)



Sources : Insee jusqu'au deuxième trimestre 2019, projections Banque de France sur fond bleuté.

Graphique 4 : Salaires et emploi dans le secteur marchand

(glissement annuel de séries trimestrielles, en %)



Sources : Insee jusqu'au deuxième trimestre 2019, projections Banque de France sur fond bleuté.

Ensuite, la succession des soutiens budgétaires a un impact important. Comme dans notre prévision de juin, les mesures déjà votées et mises en œuvre affectent en particulier l'année 2019 : baisse de cotisations des salariés, baisse de la taxe d'habitation, hausse de la prime d'activité, défiscalisation des heures supplémentaires, etc. Cette prévision de septembre inclut aussi les mesures annoncées récemment pour 2020 et 2021 (baisse de l'impôt sur le revenu en 2020 et réduction additionnelle de la taxe d'habitation à partir de 2021). Elles sont en partie contrebalancées par les économies annoncées sur la réforme de l'indemnisation chômage et la prolongation du gel du point d'indice dans la fonction publique en 2020.

Enfin, la progression du pouvoir d'achat des ménages serait toujours favorisée par la bonne tenue des revenus du marché du travail. Malgré la réduction du rythme de croissance de l'activité depuis début 2018, la croissance de l'emploi a résisté jusqu'à fin 2018 et même fortement surpris à la hausse début 2019. Ce décalage entre l'emploi et l'activité est usuel dans le cycle même si le début d'année 2019 est plus inattendu (cf. encadré). La progression de l'emploi serait toutefois plus limitée à l'avenir à mesure que les effets du tassement passé de l'activité se feraient sentir alors que la productivité retrouverait un rythme de hausse plus élevé. En moyenne annuelle, les créations nettes d'emplois seraient encore fortes en 2019, de l'ordre de 271 000. Elles ralentiraient ensuite progressivement à mesure que les gains de productivité se redresseraient, avec 169 000 créations nettes en 2020 et 104 000 en 2021. Dans ce contexte, la baisse du taux de chômage se poursuivrait, pour atteindre 7,9 % fin 2021. Le redressement de la productivité apparente du travail permettrait aux entreprises d'augmenter le rythme de progression des salaires (cf. graphique 4) à l'horizon de la projection (2,0 % en 2019, 1,9 % en 2020 et 2,4 % en 2021). Le léger ralentissement du coût du travail en 2020 par rapport à 2019 traduirait seulement le contrecoup de la prime exceptionnelle versée au début 2019.

Encadré

LE DYNAMISME DES CRÉATIONS D'EMPLOIS A EU POUR EFFET UN CYCLE DE PRODUCTIVITÉ, ASSEZ USUEL EN 2018, MAIS PLUS INATTENDU EN 2019, QUI DEVRAIT SE NORMALISER EN PRÉVISION

Depuis début 2018, l'emploi dans l'ensemble de l'économie reste robuste alors que la croissance de l'activité s'est affaiblie, ce qui se traduit par un ralentissement important de la productivité apparente du travail (cf. graphique A). Au deuxième trimestre 2019, son rythme de progression sur un an est ainsi de seulement 0,4 % (contre 0,8 % en moyenne sur vingt ans). Le ralentissement observé de la productivité jusqu'à fin 2018 traduit globalement un cycle de productivité usuel : l'emploi a suivi avec retard les mouvements de l'activité et est resté porté par les effets décalés de la vigueur de la croissance jusqu'à fin 2017. En revanche, la persistance de ce phénomène au début de l'année 2019 apparaît plus surprenante. Dans notre prévision, au second semestre 2019, l'emploi

.../...

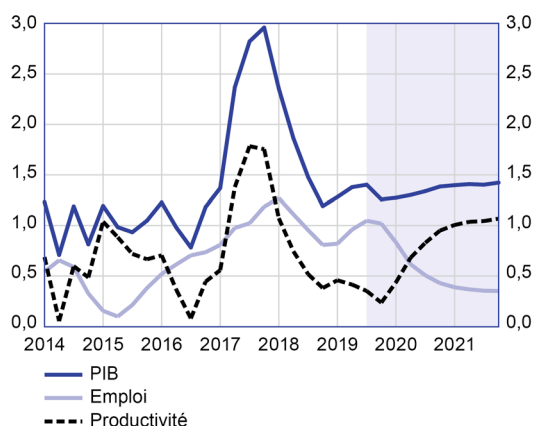
continuerait d'être dynamique, mais son évolution reviendrait ensuite progressivement en ligne avec le cycle de productivité habituel : le rythme des créations d'emplois serait plus modéré alors que les gains de productivité se redresseraient (cf. graphique A). L'hypothèse retenue dans cette projection d'un retour de la productivité vers sa tendance à l'horizon de la prévision est prudente au regard des évolutions récentes si, notamment, l'ensemble des mesures prises ces dernières années sur le marché du travail augmentait, au moins temporairement, le contenu de la croissance en emplois.

Pour analyser ces évolutions, il est utile de recourir à l'équation d'emploi marchand de notre modèle macroéconomique de prévision (FR-BDF). Selon cette équation, l'emploi converge à long terme vers une cible qui dépend d'une tendance de long terme de productivité, de l'activité, avec une élasticité unitaire, et du coût du travail, avec une élasticité de l'ordre de 0,5. D'autres déterminants, comme la durée du travail ou la position dans le cycle, jouent un rôle plus marginal. L'équation implique par ailleurs une dynamique d'ajustement à court terme vers la cible de long terme en réaction à des chocs sur les déterminants de l'emploi. En particulier, après des chocs sur l'activité, elle reproduit bien le fait que l'emploi réagit habituellement avec retard, induisant un cycle de productivité : le décalage entre l'activité et l'emploi engendre à court terme de faibles gains de productivité apparente dans les phases de ralentissement (comme observé en 2018) et inversement des gains importants de productivité apparente dans les phases d'accélération (comme observé en 2017).

Le graphique B présente la dynamique simulée de l'emploi marchand selon cette équation, ainsi que la contribution des résidus, c'est-à-dire l'écart entre l'emploi marchand observé et simulé. L'évolution de l'emploi sur les trimestres de 2018 est assez bien expliquée par cette équation et les résidus sont même négatifs, c'est-à-dire que l'emploi est moins dynamique que ce qui pourrait être attendu. En revanche, la vigueur de l'emploi début 2019 n'est pas expliquée, comme l'indiquent les contributions nettement positives des résidus. En prévision, les résidus resteraient positifs jusqu'à fin 2019. Ils seraient ensuite légèrement négatifs à l'horizon de 2021, compensant partiellement les surprises très positives de début 2019.

Graphique A : PIB, emploi total et productivité apparente du travail

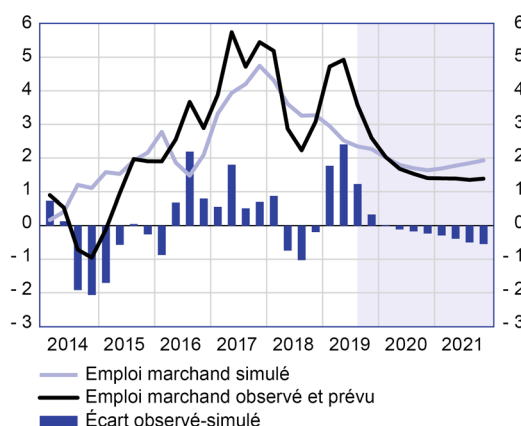
(glissement annuel de séries trimestrielles, en %)



Sources : Insee jusqu'au deuxième trimestre 2019, projections Banque de France sur fond bleuté.

Graphique B : Emploi marchand observé et simulé

(variations trimestrielles, en %)



Sources : Insee jusqu'au deuxième trimestre 2019 et calculs Banque de France, projections Banque de France sur fond bleuté.

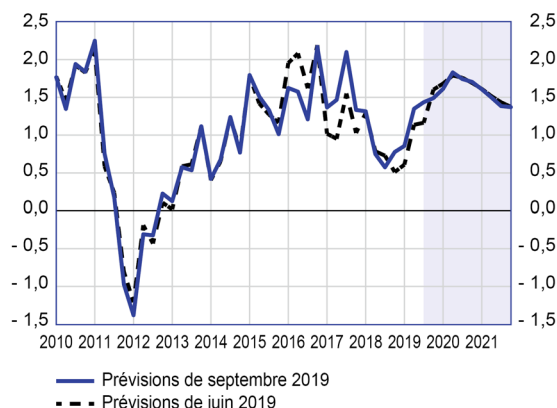
Le taux d'épargne se stabiliserait et la consommation des ménages soutiendrait plus fermement la demande intérieure sur l'horizon de prévision, en particulier en 2020

Depuis mi-2018, les gains de pouvoir d'achat des ménages ont été importants, avec un rythme de progression sur un an qui a connu un pic à 3,1 % au premier trimestre 2019 et se maintient au deuxième trimestre à 2,1 %. Comme anticipé dans la prévision de juin (cf. graphique 5), la consommation des ménages a commencé à accélérer avec en outre des révisions des données de comptabilité nationale sur les trimestres récents qui accentuent ce mouvement : elle augmente sur un an de 1,3 % au deuxième trimestre 2019, après un point bas à 0,6 % au troisième trimestre 2018. Une part importante des gains de pouvoir d'achat a toutefois été épargnée : le taux d'épargne des ménages a fortement augmenté à 15,1 % en moyenne au premier semestre 2019, contre 14,2 % en moyenne en 2018.

Avec des gains de pouvoir d'achat soutenus au cours des trimestres à venir, l'accélération de la consommation des ménages devrait se poursuivre (cf. graphique 5). Celle-ci connaîtrait ainsi un pic de croissance en 2020 (1,7 %, après 1,3 % en 2019) et conserverait un rythme soutenu en 2021 (1,5 %), le taux d'épargne des ménages se stabilisant désormais autour du niveau atteint début 2019 (cf. graphique 6).

Graphique 5 : Consommation des ménages

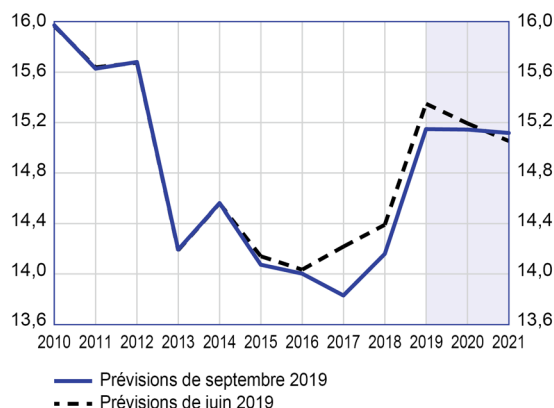
(glissement annuel de séries trimestrielles, en %)



Sources : Insee jusqu'au deuxième trimestre 2019, projections Banque de France sur fond bleuté.

Graphique 6 : Taux d'épargne des ménages

(en % du revenu disponible brut)



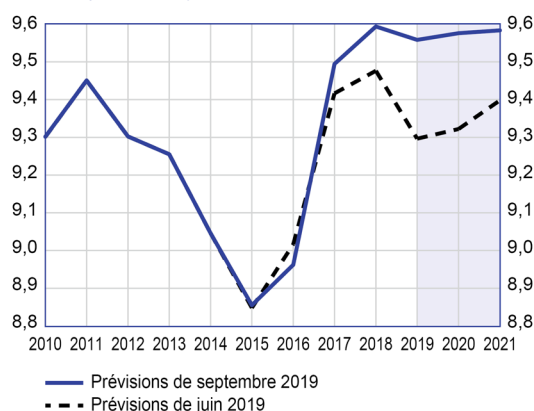
Sources : Insee jusqu'au deuxième trimestre 2019, projections Banque de France sur fond bleuté.

Le diagnostic sur l'investissement des ménages (dépenses de construction et d'entretien des logements) a été fortement modifié par les révisions des comptes nationaux fin mai 2019. Le taux d'investissement des ménages (cf. graphique 7), rapportant leurs dépenses d'investissement à leur revenu, est en effet significativement plus élevé aujourd'hui, à la fois parce que le pic de 2017 est plus marqué et parce que le recul est moins important en 2018 et début 2019. Dans ce contexte, les marges pour une accélération de l'investissement des ménages dans les trimestres à venir apparaissent plus réduites qu'au moment de la réalisation de la prévision de juin malgré la baisse des taux d'intérêt. Notre scénario est ainsi désormais celui d'une poursuite de la progression de l'investissement des ménages sur un rythme plus modéré, proche de 1,0 %, stabilisant leur taux d'investissement en pourcentage du revenu disponible.

Sur la base des données disponibles jusqu'à mi-2019, l'investissement des entreprises devrait, lui, se maintenir à un rythme assez soutenu en moyenne annuelle en 2019 (3,3 %). Après des surprises positives répétées de 2014 à 2017, il connaît depuis mi-2017 une évolution globalement conforme à ses déterminants, essentiellement l'activité et le coût du capital. Dans ce contexte, le ralentissement global de l'activité devrait conduire à une modération progressive du rythme de croissance de l'investissement (2,7 % en 2020 et 2,3 % en 2021). Celui-ci resterait néanmoins un peu supérieur à celui du PIB en raison notamment de la faiblesse persistante des taux d'intérêt.

Graphique 7 : Taux d'investissement des ménages

(en % du revenu disponible brut)



Sources : Insee jusqu'au deuxième trimestre 2019, projections Banque de France sur fond bleuté.

L'environnement extérieur s'est dégradé

Notre prévision de juin était marquée par une révision importante de la demande mondiale adressée à la France (- 1,1 point de pourcentage en 2019 et - 0,9 pp en 2020). En septembre, l'environnement extérieur continue de se dégrader. La demande adressée à la France est ainsi révisée de - 0,6 pp supplémentaire et progresserait de seulement 1,4 % en 2019, au plus bas depuis 2012. La révision depuis juin provient notamment d'importations plus dégradées au Royaume-Uni et de perspectives à la baisse pour la demande en provenance de la zone euro, en particulier d'Italie. Le rebond de la demande mondiale resterait modeste en 2020 (2,3 %, révisé de - 0,5 pp depuis juin), en raison d'un ralentissement plus durable qu'anticipé dans les économies émergentes et d'un ralentissement plus marqué du commerce international.

Les exportations françaises subiraient donc globalement les effets du ralentissement de la demande adressée. Elles résisteraient toutefois en 2019 avec un taux de croissance (2,4 %) assez nettement supérieur à celui de la demande mondiale. Les performances à l'exportation se redresseraient ainsi en 2019 en moyenne annuelle, en raison notamment des hausses intervenues depuis fin 2018, qui annuleraient en partie les baisses enregistrées en 2016 et 2017 (cf. graphique 8). On observe notamment un redressement significatif des livraisons dans le secteur aéronautique.

Graphique 8 : Performances à l'exportation

(base 100 = T1 2010)



Note : Performance à l'exportation définie comme le rapport entre les exportations et la demande adressée.

Sources : Eurosystem, Insee jusqu'au deuxième trimestre 2019, projections Banque de France sur fond bleuté.

Avec des performances à l'exportation globalement stables, les exportations progresseraient ensuite en 2020 sur un rythme proche de celui de 2019, puis gagneraient en vigueur en 2021 dans le sillage de la demande mondiale, ce qui contribuerait à ramener la croissance de l'activité sur un rythme un peu plus soutenu.

Pour leur part, les importations évolueraient en lien avec la dynamique de la demande. En particulier, la hausse des importations liée à l'accélération de la consommation des ménages en 2020 expliquerait en partie la contribution nette négative du commerce extérieur cette année-là (-0,3 pp).

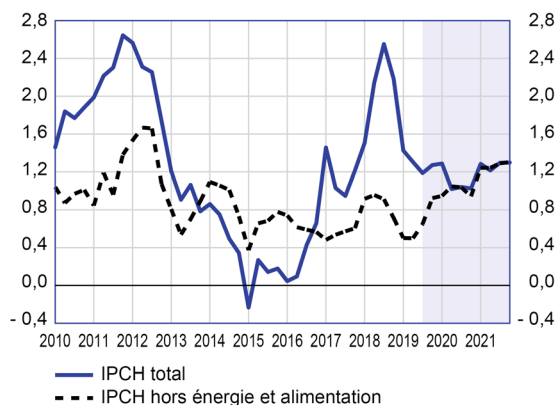
L'inflation serait d'abord affectée par la baisse des prix de l'énergie et de facteurs idiosyncratiques mais se redresserait *in fine* modérément pour atteindre 1,3 % en 2021, aussi bien sur l'IPCH total que sur la mesure hors énergie et alimentation

Après avoir atteint un pic à 2,6 % pendant l'été 2018, l'inflation IPCH (indice des prix à la consommation harmonisé) a progressivement diminué ces derniers mois pour s'établir en glissement annuel à 1,3 % en août 2019 (cf. graphique 9). Ce recul s'explique notamment par la baisse de l'inflation de l'énergie résultant à la fois de la baisse du prix du pétrole et de l'absence de hausse de la taxe intérieure de consommation sur les produits énergétiques (TICPE) début 2019, deux facteurs qui avaient poussé les prix de l'énergie fortement à la hausse en 2018. Cette pression baissière est néanmoins en partie contrebalancée par la progression des prix de l'alimentation qui reste très soutenue.

Par ailleurs, l'inflation des prix hors énergie et alimentation a été assez faible début 2019. L'appréciation du taux de change effectif de l'euro jusqu'à mi-2018 s'est diffusée aux prix des produits manufacturés, avec quelques trimestres de décalage. La faiblesse des prix des services début 2019 a été plus inattendue mais ceux-ci se redressent désormais depuis mai.

Graphique 9 : IPCH et IPCH hors énergie et alimentation

(glissement annuel de séries trimestrielles, en %)



Sources : Insee jusqu'en août 2019, projections Banque de France sur fond bleuté.

Au total, l'inflation IPCH hors énergie et alimentation s'établirait en moyenne annuelle à seulement 0,6 % en 2019, après 0,9 % en 2018 et l'inflation IPCH totale s'établirait à 1,3 % en moyenne sur l'année, après 2,1 % en 2018. Cette dernière se replierait encore quelque peu en 2020, à 1,1 %. C'est en effet en 2020 que les effets de la baisse des prix de l'énergie se feraient pleinement sentir en moyenne annuelle. En outre, les prix de l'alimentation ralentiraient, passé les hausses conjoncturelles récentes. L'inflation IPCH totale regagnerait ensuite en dynamisme, pour atteindre 1,3 % en 2021, essentiellement portée par l'inflation hors énergie et alimentation.

En effet, en 2020 et 2021, l'inflation hors énergie et alimentation se redresserait graduellement à 1,0 % en 2020, puis 1,3 % en 2021. Sur les dernières années, la progression du déflateur de la valeur ajoutée, et donc des facteurs inflationnistes sous-jacents, a été contenue par la faible progression des coûts des facteurs de production, à la fois le coût du travail et le coût du capital. Les entreprises ont ainsi pu amortir par une légère compression de leurs marges la reprise des salaires. Le dynamisme du marché du travail favoriserait toutefois progressivement le redressement de l'inflation sous-jacente. Par ailleurs, les effets de l'appréciation passée du change se dissiperaient et les prix des produits manufacturés seraient plus fortement soutenus par la progression des prix d'imports.

Notons cependant que l'inflation hors énergie et alimentation présenterait un profil heurté, notamment en 2020, sous l'effet de différentes mesures de politique économique : nouvelle baisse des loyers dans le parc social au mois de janvier (après une première baisse en juin 2018) ; impact de la loi santé sur le reste à charge nul concernant les prothèses optiques, auditives et dentaires. Cette dernière réforme pourrait favoriser une baisse significative des prix des équipements optiques (et auditifs), et donc ceux des produits manufacturés en début d'année. En retour, les prix des assurances complémentaires santé pourraient augmenter, et pousser à la hausse l'indice des services.

En 2019, le déficit public avoisinerait le seuil de 3 % du PIB, mais seulement un peu plus de 2 % hors effet temporaire de la transformation du CICE. Il resterait légèrement au-dessus de 2 % du PIB en 2020, avant de baisser en dessous de ce seuil en 2021. Cela ne suffirait pas encore à faire baisser la dette publique

Le déficit public, qui a atteint 2,5 % du PIB en 2018, est prévu à 3,0 % en 2019 avec l'effet temporaire de la transformation du CICE en baisse pérenne de cotisations sociales. Hors cet effet temporaire, le déficit serait de 2,1 % du PIB en 2019. En tenant compte des dernières annonces budgétaires gouvernementales (baisse de l'impôt sur le revenu en 2020, suppression progressive de la taxe d'habitation sur les résidences principales pour les ménages qui n'en avaient pas encore bénéficié à partir de 2021, réforme de l'indemnisation chômage), même si elles restent encore à préciser dans les prochaines lois de finances, le déficit public serait un peu supérieur à 2 % du PIB en 2020 avant de diminuer à un niveau légèrement inférieur à 2 % du PIB en 2021.

Une réduction du taux de prélèvements obligatoires d'1 point de PIB entre 2018 et 2021 s'accompagnerait d'une augmentation des dépenses, en volume hors crédits d'impôts, qui s'approcherait de 0,7 % en moyenne de 2019 à 2021 (et de 0,6 % hors effet de périmètre dû à l'inclusion de France Compétences dans le champ des administrations publiques). Outre les économies sur la masse salariale publique (gel de point d'indice de la fonction publique) et sur les prestations sociales (réforme de l'assurance chômage), cette évolution intègre la baisse continue de la charge d'intérêt sur l'horizon de projection. Les dépenses primaires (hors charge d'intérêt) en volume s'accroîtraient ainsi de 1,3 % en moyenne de 2019 à 2021, bien plus nettement que les dépenses totales. L'ajustement structurel primaire serait négatif sur l'ensemble de la période de projection et le ratio de dette publique sur PIB continuerait à croître jusqu'en 2020 et ne se stabiliserait qu'à la fin de l'horizon de projection autour de 99 % du PIB.

Cette projection reste sujette à des aléas négatifs sur le plan extérieur, dont en particulier l'issue du Brexit qui pourrait affecter significativement cette prévision

Cette projection reste sujette à d'importants aléas, du fait notamment d'un contexte international particulièrement incertain. L'activité économique en France est susceptible d'être affectée négativement par un ralentissement plus prononcé chez ses partenaires de la zone euro, en particulier l'Allemagne, fortement impactée par le ralentissement du commerce mondial et les difficultés de son secteur automobile, et l'Italie, où les évolutions de la politique économique sont difficiles à prévoir. L'accroissement des tensions commerciales, entre la Chine et les États-Unis en particulier, est également toujours porteur de risques significatifs.

Surtout, si un scénario de Brexit désordonné survenait, et en particulier si ses conséquences dépassaient rapidement le cadre du Royaume Uni, alors que ce n'est pas notre scénario ici, cela créerait un environnement externe significativement différent, bien plus dégradé, qui pèserait alors sur les perspectives économiques en France.

En revanche sur un plan interne, les perspectives à court terme paraissent bien orientées d'après les enquêtes de conjoncture récentes, et l'investissement des entreprises pourrait surprendre à la hausse, notamment avec la baisse importante des taux longs observée récemment. L'incertitude autour de la vitesse à laquelle les gains de pouvoir

d'achat seront consommés reste par ailleurs un aléa significatif dans notre prévision, qui peut jouer à la hausse comme à la baisse. Enfin, les mesures budgétaires qui seront prises en loi de finances pour 2020, non connues dans le détail au moment de la finalisation de cet exercice, sont aussi susceptibles d'affecter la trajectoire décrite ici.

Des aléas peuvent aussi peser sur l'évolution des prix en France. Tout d'abord, la volatilité du cours du pétrole fait en général peser des incertitudes symétriques sur les prix de l'énergie. Par ailleurs, si la progression des prix hors énergie et alimentation a été plus faible qu'attendu au premier semestre 2019, elle semble se redresser, en particulier dans les services, en juillet et août, mais le caractère pérenne de ce redressement reste à confirmer. De plus, nous avons calculé un effet assez important de la loi « 100 % santé » en janvier 2020 à la baisse sur l'indice des prix des produits pharmaceutiques, mais quantifier exactement l'impact à venir de telles mesures sur l'inflation reste difficile. Enfin un scénario macroéconomique très différent, par exemple avec une issue du Brexit plus défavorable que celle inscrite dans cette prévision, impliquerait bien sûr une inflation différente, a priori plus faible.

Annexe A : révision des projections et des hypothèses techniques depuis les projections de juin 2019

Tableau A1 : Révision des projections depuis juin 2019

	Projections de septembre 2019			Révisions depuis les projections de juin 2019		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
PIB réel	1,3	1,3	1,4	0,1	- 0,1	0,0
Contributions (points de PIB) ^{a) b)}						
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	1,5	1,6	1,5	0,2	0,0	0,0
<i>Exportations nettes</i>	- 0,1	- 0,3	0,0	0,0	- 0,1	0,0
<i>Variations de stocks</i>	- 0,1	0,0	0,0	- 0,1	0,0	0,0
Consommation des ménages (52 %) ^{c)}	1,3	1,7	1,5	0,2	0,0	0,0
Consommation publique (23 %)	0,9	1,0	1,1	- 0,1	- 0,1	- 0,1
Investissement total (23 %)	2,7	2,1	1,7	0,8	0,2	0,0
<i>Investissement public (3 %)</i>	2,9	1,5	0,6	0,1	0,0	0,0
<i>Investissement des ménages (5 %)</i>	1,1	0,9	0,8	1,7	0,2	- 0,7
<i>Investissement des entreprises (SNF-SF-EI) (14 %)</i>	3,3	2,7	2,3	0,6	0,2	0,2
Exportations (31 %)	2,3	2,3	3,0	- 0,2	- 0,5	- 0,3
Importations (32 %)	2,4	3,1	3,1	- 0,1	- 0,3	- 0,4
Revenu disponible brut (RDB) réel des ménages	2,5	1,7	1,4	0,2	0,2	0,1
Créations nettes d'emplois (en milliers)	271	169	104	122	26	- 22
Taux de chômage (BIT, France entière, % population active)	8,5	8,1	8,0	- 0,2	- 0,2	- 0,2
IPCH	1,3	1,1	1,3	0,0	- 0,2	- 0,1
IPCH hors énergie et alimentation	0,6	1,0	1,3	0,0	0,0	- 0,1
Déflateur du PIB	1,6	0,9	1,1	0,2	- 0,3	- 0,1

Taux de croissance annuel sauf indication contraire. Les révisions sont en points de pourcentage.

a) La somme des contributions ne correspond pas nécessairement à la croissance du PIB du fait d'arrondis.

b) Les révisions affichées correspondent aux arrondis à une décimale des révisions, et non aux révisions des arrondis à une décimale.

c) Les pourcentages entre parenthèses correspondent à la part de chaque poste dans le PIB en 2018.

Sources : Projections Banque de France sur fond bleuté.

Tableau A2 : Hypothèses techniques et environnement international ^{a)}

	Projections de septembre 2019			Révisions depuis les projections de juin 2019		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Hypothèses techniques						
Pétrole, baril de <i>Brent</i> (USD)	62,5	57,0	56,3	- 5,6	- 8,8	- 6,4
Pétrole, baril de <i>Brent</i> (EUR)	55,6	51,0	50,4	- 5,0	- 7,7	- 5,6
Matières premières hors énergie (EUR, évolution en %)	1,7	4,0	3,7	0,3	- 0,3	- 0,2
USD/EUR	1,12	1,12	1,12	0,0	0,0	0,0
Taux de change effectif nominal (évolution en %) ^{b)}	- 0,6	0,5	0,0	0,4	0,4	0,0
Euribor à 3 mois ^{c)}	- 0,4	- 0,6	- 0,6	- 0,1	- 0,3	- 0,4
Taux longs sur les obligations de l'État français à 10 ans ^{c)}	0,1	- 0,2	- 0,1	- 0,3	- 0,7	- 0,8
Environnement international, évolution en %						
Prix des concurrents à l'export extra-zone euro (en euros)	3,6	2,2	2,4	- 1,2	- 0,4	0,1
PIB mondial	2,8	3,2	3,3	- 0,2	- 0,2	- 0,1
PIB mondial hors zone euro	3,1	3,4	3,5	- 0,3	- 0,2	- 0,1
Commerce mondial hors zone euro	0,4	2,2	2,9	- 0,2	- 0,6	- 0,5
Demande adressée à la France	1,4	2,3	2,9	- 0,6	- 0,5	- 0,2
<i>Intra-zone euro</i>	2,1	2,9	3,3	- 0,4	- 0,3	0,0
<i>Extra-zone euro</i>	0,8	1,8	2,6	- 0,7	- 0,7	- 0,4

Les révisions depuis juin 2019 sont des variations absolues lorsque la variable prévue est en niveau ; des variations en points de pourcentage lorsqu'il s'agit de taux de croissance.

a) Ces hypothèses techniques et d'environnement international sont établies par l'Eurosystème au 19 août pour les données de marché et de demande adressée à la France selon des principes explicités dans la publication *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, juillet 2016, disponible à l'adresse : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/staffprojectionsguide201607.en.pdf>. La demande mondiale correspond à la somme des importations des partenaires commerciaux de la France, pondérée par le poids de chaque marché dans les exportations françaises. La méthode de calcul est expliquée dans le document de travail « Trade consistency exercise in the context of the Eurosystem projection exercises – an overview », disponible à l'adresse : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp108.pdf>.

b) Calculé par rapport à 38 pays partenaires de la zone euro.

c) Les prévisions de taux d'intérêt sont obtenues à partir de l'information extraite de la courbe des taux.

Sources : Eurosystème, projections Eurosystème sur fond bleuté.

Annexe B : indicateurs complémentaires

Tableau B1 : Évolution de la consommation et du pouvoir d'achat des ménages

(en %, moyenne annuelle)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Consommation réelle des ménages	1,6	1,6	0,9	1,3	1,7	1,5
Pouvoir d'achat	1,6	1,4	1,2	2,5	1,7	1,4
Pouvoir d'achat par habitant	1,3	1,1	1,1	2,3	1,4	1,1
Taux d'épargne	14,0	13,8	14,2	15,1	15,1	15,1

Sources : Comptes trimestriels Insee du 29 août 2019, projections Banque de France sur fond bleuté.

Tableau B2 : Ratios des sociétés non financières

(en %, moyenne annuelle)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Taux de marge (en % de la valeur ajoutée)	31,7	31,8	31,2	32,9	31,6	31,5
Taux d'investissement (en % de la valeur ajoutée)	23,2	23,7	24,1	24,4	24,7	24,7
Taux d'autofinancement (investissement/épargne)	97,2	98,2	93,7	97,3	90,9	91,3

Sources : Comptes trimestriels Insee du 29 août 2019, projections Banque de France sur fond bleuté.

Tableau B3 : Évolution des salaires et de la productivité dans le secteur marchand

(en %, moyenne annuelle)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Déflateur de la valeur ajoutée	0,6	0,0	0,4	1,8	0,9	1,0
Coûts salariaux unitaires (CSU)	1,3	0,6	1,4	- 0,5	1,0	1,2
Productivité par tête	0,2	1,2	0,5	0,2	0,7	1,1
Salaire moyen par tête, nominal	1,6	1,7	1,7	2,0	1,9	2,4
Salaire moyen par tête, réel ^{a)}	1,4	0,8	0,2	0,9	1,0	1,3

a) Déflaté par le déflateur de la consommation des ménages.

Note : Seules les cotisations sociales sont intégrées aux CSU au sens de la comptabilité nationale. Le CICE (crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi) n'a donc pas d'impact sur cet indicateur : c'est ainsi la baisse de cotisations sociales employeurs mise en place en substitution au CICE qui explique la baisse apparente des CSU en 2019.

Sources : Comptes nationaux trimestriels Insee du 29 août 2019, projections Banque de France sur fond bleuté.

Tableau B4 : Variation de l'emploi et du chômage dans l'ensemble de l'économie

(en milliers, moyenne annuelle)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Emploi total	176	275	288	271	169	104
<i>Emplois salariés marchands</i>	152	282	296	264	167	102
<i>Emplois non marchands</i>	25	- 11	- 22	- 6	- 2	0
<i>Non salariés</i>	- 1	4	15	13	4	2
Population active	94	96	201	81	70	68
Chômage	- 82	- 180	- 87	- 189	- 99	- 36
Taux de chômage (BIT, France entière, % population active)	10,1	9,4	9,1	8,5	8,1	8,0

Note : La population active est projetée à partir du troisième trimestre 2019 à l'aide du scénario central de population active de l'Insee à l'horizon 2070.

Sources : Insee (enquête emploi, comptes nationaux trimestriels du 29 août 2019), projections Banque de France sur fond bleuté.