

## Synthèse décembre 2017

La croissance française du PIB devrait nettement augmenter en 2017 à 1,8 % en moyenne annuelle (cjo), après 1,1 % en 2016. Elle évoluerait ensuite sur un rythme proche (1,7 % en 2018, 1,8 % en 2019 et 1,6 % en 2020). La demande intérieure, en particulier l'investissement privé, ralentirait un peu sur la période 2018-2020, tout en restant dynamique.

La croissance française ne serait en revanche plus freinée par le commerce extérieur, après plusieurs années exceptionnellement négatives.

Le chômage baisserait sur l'horizon de projection et l'écart de production (*output gap*) estimé par la Banque de France se refermerait en 2019.

Si les réformes entreprises se traduisent par un accroissement de la croissance potentielle dès cet horizon, la croissance pourrait être plus forte qu'actuellement projeté. Ceci améliorerait aussi les finances publiques, qui restent fragiles, la dette publique se stabilisant seulement en 2020 dans le scénario actuel.

L'inflation se redresse nettement en 2017 à 1,2 % en moyenne annuelle, après 0,3 % en 2016, sous l'effet de la remontée des prix de l'énergie.

L'inflation évoluerait ensuite avec des à-coups, avant d'augmenter plus franchement en 2020 (1,6 % en moyenne annuelle). L'inflation hors produits alimentaires et énergie, freinée par différents facteurs spécifiques, augmenterait seulement progressivement, en lien avec la baisse du chômage.

## SYNTHÈSE DES PROJECTIONS FRANCE

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>IPCH</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>
<b>IPCH hors énergie et alimentaire</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>
Déflateur du PIB	1,1	0,4	0,6	0,9	1,3	1,5
<b>PIB réel</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>
Contributions (points de PIB) <sup>a)</sup> :						
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	1,2	2,0	1,8	1,6	1,6	1,6
<i>Exportations nettes</i>	-0,5	-0,8	-0,5	0,2	0,1	0,1
<i>Variations de stocks</i>	0,3	-0,1	0,6	-0,1	0,0	0,0
Consommation des ménages (53 %) <sup>b)</sup>	1,3	2,1	1,2	1,5	1,7	1,6
Consommation publique (24 %)	1,1	1,2	1,5	0,7	0,7	0,7
Investissement total (22 %)	0,9	2,7	3,5	2,8	2,4	2,3
<i>Investissement public (3 %)</i>	-3,0	-0,1	-1,3	3,0	2,5	2,4
<i>Investissement des ménages (5 %)</i>	-2,1	2,4	5,1	2,1	1,3	1,9
<i>Investissement des entreprises (SNF-SF-EI) (13 %)</i>	3,1	3,6	4,1	3,0	2,8	2,4
Exportations (29 %)	4,0	1,9	3,3	5,9	4,3	3,7
Importations (31 %)	5,5	4,2	4,7	4,7	3,6	3,3
Revenu disponible brut (RDB) réel des ménages	0,8	1,8	1,6	1,7	2,5	1,8
Créations nettes d'emplois (en milliers)	60	197	281	147	184	192
Taux de chômage (BIT, France entière, % population active)	10,4	10,1	9,6	9,6	9,2	8,8

Taux de croissance annuel sauf indication contraire.

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 2016.

Sources : Insee pour 2015, 2016 et les trois premiers trimestres 2017, publication du 29 novembre 2017, projections Banque de France sur fond bleuté.

### La croissance française serait solide en 2017 (1,8 %)

Après trois années de croissance modérée (1,0 % en 2014 et 2015 et 1,1 % en 2016), l'activité française accélère en 2017 pour atteindre 1,8 %, le taux de croissance annuel le plus élevé depuis 2011. Comme en 2016, la demande intérieure continue à soutenir la croissance, mais avec une composition différente : un investissement des entreprises et des ménages plus dynamique, et une consommation des ménages plus modérée. Les exportations rebondissent, dans le sillage de la demande mondiale adressée à la France (après un impact négatif, important mais temporaire, d'événements exceptionnels en 2016 et début 2017) ; la contribution nette du commerce extérieur reste cependant négative en moyenne annuelle (cf. tableau), mais elle est neutre en variation trimestrielle depuis le deuxième trimestre. Enfin, les enquêtes de conjoncture les plus récentes indiquent en cette fin d'année un élan significatif, mais aussi la montée de contraintes d'offre.

### En 2018-2020, la progression de l'activité se maintiendrait sur un rythme proche, nettement supérieur à la croissance potentielle

La croissance se stabiliserait sur un rythme de l'ordre de 1,6 %-1,8 % par an sur 2018-2020. Ce rythme de croissance resterait bien supérieur à celui de la croissance potentielle, estimée autour de 1,3 % sur les années de projection. En conséquence, l'écart de production serait refermé en 2019 et la possibilité de maintenir un rythme de croissance élevé en 2020 dépendrait également de l'évolution de la croissance potentielle.

Cette projection a été finalisée le 30 novembre 2017 dans le cadre des exercices de projection coordonnés de l'Eurosystème. Elle repose donc sur des hypothèses techniques arrêtées le 22 novembre et les comptes nationaux trimestriels Insee du 29 novembre. Elle incorpore également les mesures annoncées en lois de finances. Au-delà, sur 2019 et 2020, les effets des réformes récemment entreprises et les orientations de politique économique des prochaines années auront aussi un impact sur le rythme de croissance.

## Les facteurs de cette croissance se rééquilibreraient

Sur la période 2018-2020, les exportations gagneraient nettement en vigueur, en particulier en 2018 (+ 5,9%). La demande mondiale adressée à la France croîtrait en effet à un rythme soutenu. En outre, le rattrapage des performances décevantes observées jusqu'au début 2017 contribuerait à un redressement des parts de marché en 2018, malgré les effets défavorables, avec un délai, de l'appréciation du change qui a eu lieu cet été. Les importations restent toujours dynamiques, la contribution du commerce extérieur serait légèrement positive.

L'investissement des entreprises continuerait à être soutenu par la progression de l'activité économique ainsi que le bas niveau des taux d'intérêt et croîtrait toujours nettement plus vite que le PIB. Il ne conserverait toutefois pas le rythme de progression élevé de 2016 et 2017, qui a porté le taux d'investissement des entreprises à un niveau supérieur au précédent pic de 2008, mais qui s'est aussi accompagné d'un besoin de financement et d'un taux d'endettement élevés.

La consommation des ménages resterait robuste avec des gains de pouvoir d'achat favorisés par l'accélération des revenus salariaux, alors que le chômage continuerait à baisser. Les mesures fiscales prévues en lois de finances soutiendraient également le revenu des ménages à partir de la fin 2018. Une partie de ces gains contribuerait à la remontée du taux d'épargne, vers 15,2% fin 2020, un niveau proche de sa moyenne sur longue période (cf. partie 2).

L'investissement des ménages a, lui, été exceptionnellement dynamique en 2017 (+ 5,1%). Il ralentirait nettement en 2018-2020, pour s'établir alors sur un rythme proche de celui du revenu des ménages, plus soutenable à long terme.

## L'inflation française, après son redressement en 2017, progresserait peu en 2018-2019, mais augmenterait de nouveau nettement en 2020, vers 1,7% en fin d'année

L'inflation, mesurée avec l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), resterait en 2018 (1,4%) et 2019 (1,2%) sur un rythme proche de celui de 2017 (1,2%), le regain de 2018 étant essentiellement lié aux mesures fiscales sur le tabac et l'énergie. L'inflation augmenterait plus nettement en 2020, à 1,6% en moyenne annuelle. L'inflation hors énergie et alimentaire se redresserait progressivement (0,8% en 2018, 0,9% en 2019, 1,2% en 2020, après 0,6% en 2017), en lien avec la baisse du taux de chômage, mais aussi l'impact de différents facteurs spécifiques (cf. partie 3).

L'inflation des produits manufacturés resterait en effet contenue jusqu'en 2019, en raison des effets de l'appréciation récente du change. L'inflation des services resterait aussi freinée par la progression modérée du coût du travail (nécessaire à l'amélioration de la compétitivité française), accentuée par la bascule du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) en baisses de cotisations sociales employeurs en 2019. Enfin, le profil de l'inflation serait affecté par différentes mesures prévues en lois de finances : la baisse des loyers dans le secteur HLM réduirait chaque année l'inflation des services ; en revanche, les hausses sur trois années de la fiscalité sur le tabac et le renforcement de la fiscalité énergétique accentueraient la progression de l'inflation d'ensemble. En 2020, avec des délais, la croissance et la baisse du chômage soutiendraient plus nettement l'inflation.

## Un déficit public juste inférieur à 3% du PIB en 2017 et 2018, nécessitant un pilotage renforcé des dépenses

Notre projection intègre les mesures du projet de loi de finances (PLF) 2018 et des projets de lois de finances rectificatives des 2 et 15 novembre 2017. Le déficit des administrations publiques se réduirait, dans ce cadre, de 3,4% du PIB en 2016 à 2,9% en 2017, principalement grâce à l'environnement macroéconomique porteur, puis se stabiliserait en 2018 à ce niveau, sous la limite de Maastricht. Un suivi permanent et une capacité de réaction à toute indication de dégradation des finances publiques sont donc cruciaux (cf. partie 4).

En 2018, le ratio des prélèvements obligatoires diminuerait de 0,3 point de pourcentage à 44,3% du PIB, après 44,6% en 2017 (hors effet temporaire lié au remboursement de la taxe sur les dividendes). Les nouveaux allègements prévus, portant notamment sur la fiscalité des ménages, auraient ensuite un effet plus marqué en 2019 et 2020. Les dépenses publiques primaires (hors crédit d'impôts et déflatées par l'IPC hors tabac) continueraient de croître en volume de 1,0% en 2018, après 1,1% en 2017. Les économies en dépenses prévues dans les projets de lois de finances pour 2018 limiteraient en effet la progression des dépenses en 2018, mais pas suffisamment pour empêcher une dégradation du solde structurel dans un contexte de baisse des prélèvements obligatoires. Le solde structurel primaire resterait ainsi globalement stable en 2017, mais se dégraderait sensiblement de 0,4 point de PIB en 2018. Le ratio dette/PIB continuerait d'augmenter jusqu'en 2019 et se stabiliserait seulement en 2020.

## Sommaire

1	Hypothèses techniques et environnement international : accélération de la demande mondiale mais appréciation du change	4
	Encadré 1 : Révision de la projection entre juin et décembre 2017	5
2	Perspectives économiques : une croissance qui permettrait de fermer l'écart de production sur l'horizon de la projection	6
	Point de départ conjoncturel et enquêtes	6
	Les échanges extérieurs seraient soutenus par l'accélération de la demande mondiale et ne pèseraient plus sur la croissance française	7
	Les forts gains de pouvoir d'achat soutiendraient la consommation mais favoriseraient aussi une remontée du taux d'épargne des ménages	7
	L'investissement des ménages ralentirait en 2018, après deux années de très forte hausse, pour évoluer ensuite à un rythme plus soutenable	8
	L'investissement des entreprises serait freiné par leur capacité d'autofinancement, tout en restant dynamique	9
	Le taux de chômage continuerait de baisser	9
	Encadré 2 : Des créations nettes d'emplois très dynamiques depuis mi-2015	10
	La progression des salaires réels oscillerait autour de 1,0% par an, comme la productivité	11
	Encadré 3 : La transformation du CICE en allègements de cotisations sociales employeurs en 2019 devrait favoriser la poursuite de fortes créations d'emplois	12
3	Inflation totale : elle se redresserait à 1,7% fin 2020	13
4	Finances publiques : un déficit qui serait juste inférieur à 3% du PIB en 2017 et 2018, nécessitant un pilotage renforcé des dépenses	15
5	Ces perspectives d'activité et d'inflation restent sujettes à des aléas	17
	Annexe	18

# 1 | Hypothèses techniques et environnement international : accélération de la demande mondiale mais appréciation du change

Notre projection économique repose sur les hypothèses techniques (taux de change, taux d'intérêt, prix des matières premières) et sur les projections internationales de l'Eurosystème (cf. notes du tableau 1) arrêtées au 22 novembre 2017.

Le taux de change effectif nominal de l'euro s'est fortement apprécié au deuxième trimestre 2017, en particulier par rapport au dollar. Sur la base des évolutions constatées jusqu'au 22 novembre, puis d'une stabilisation en projection, il progresserait ainsi nettement en moyenne annuelle (ma) en 2017 (2,2%) et 2018 (2,9%). Le prix du pétrole en euros a rebondi après l'été, pour atteindre 53 euros en novembre (hypothèses arrêtées au 22 novembre 2017), soit une progression de 10 euros depuis août. Ce niveau de prix du pétrole est plus élevé que celui, autour de 47 euros, qui était attendu pour fin 2017 lors de l'exercice de juin. Les cours à terme indiquent ensuite une légère baisse du prix du pétrole sur l'horizon de projection. En moyenne annuelle, le prix du pétrole en euros progresserait ainsi de 8 euros en 2017, de 4 euros en 2018, puis baisserait de 4 euros environ pour s'établir à 49 euros en 2020.

La politique monétaire accommodante continuerait à maintenir les taux d'intérêt nominaux à des niveaux bas. Le taux d'intérêt des obligations d'État à 10 ans, tel que l'anticipent les marchés, remonterait seulement très graduellement.

L'environnement international serait nettement plus favorable qu'envisagé en juin et la demande adressée à la France est révisée en forte hausse, surtout en 2017 et 2018. Elle progresserait ainsi de 5,3% en 2017 (+ 0,8 pp depuis juin), un rythme très supérieur à celui de 2016 (2,6%). Elle décélérerait ensuite mais continuerait d'être soutenue, à 4,9% en 2018, 4,1% en 2019 et 3,7% en 2020. La demande issue des pays en dehors de la zone euro, très faible en 2016, rebondirait en 2017, tout en restant sur un rythme toujours nettement inférieur à celui observé en moyenne de 1995 à 2007 (7,5%). La demande adressée à la France provenant des autres pays de la zone euro resterait, elle, légèrement plus dynamique que celle adressée par les pays situés en dehors de l'Union monétaire.

**Tableau 1 : Hypothèses techniques et environnement international <sup>a)</sup>**

	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Hypothèses techniques</b>					
Pétrole, baril de <i>Brent</i> (USD)	44,0	54,3	61,6	58,9	57,3
Pétrole, baril de <i>Brent</i> (EUR)	39,8	48,2	52,5	50,2	48,9
Matières premières hors énergie (EUR, évolution en %)	- 3,6	5,9	- 0,8	3,4	4,3
USD/EUR	1,11	1,13	1,17	1,17	1,17
Taux de change effectif nominal (évolution en %) <sup>b)</sup>	3,8	2,2	2,8	0,0	0,0
Euribor à 3 mois <sup>c)</sup>	- 0,3	- 0,3	- 0,3	- 0,1	0,1
Taux longs sur les obligations de l'État français à 10 ans <sup>c)</sup>	0,5	0,8	0,7	1,0	1,3
<b>Environnement international, évolution en %</b>					
Prix des concurrents à l'export extra-zone euro (en euros)	- 4,8	2,4	- 0,9	2,4	2,4
PIB mondial	3,0	3,6	3,6	3,6	3,5
PIB mondial hors zone euro	3,2	3,7	3,9	3,8	3,7
Commerce mondial hors zone euro	1,2	5,6	4,5	4,2	3,7
Demande adressée à la France	2,6	5,3	4,9	4,1	3,7
<i>Intra-zone euro</i>	4,4	5,2	5,0	4,4	3,9
<i>Extra-zone euro</i>	1,1	5,4	4,8	3,9	3,4

a) Ces hypothèses techniques et d'environnement international sont établies au 22 novembre 2017 selon des principes explicités dans l'article : « *Guide to Eurosystem Staff macroeconomic projection exercises* », juin 2001, disponible à l'adresse : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/staffprojectionsguideen.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 trente-huit pays partenaires de la zone euro.

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

Sources : Eurosystème, projections Banque de France sur fond bleuté.

## RÉVISION DE LA PROJECTION ENTRE JUIN ET DÉCEMBRE 2017

La croissance du PIB (cjo) s'établirait en moyenne annuelle à 1,8% en 2017, 1,7% en 2018 et 1,8% en 2019. **La croissance est donc révisée à la hausse par rapport à la publication de juin 2017<sup>1</sup>, en particulier pour l'année en cours, avec des conséquences positives pour les années qui suivent** (+ 0,5 point de pourcentage – pp – en 2017, + 0,2 pp en 2018 et + 0,1 pp en 2019)<sup>2</sup>. Par rapport à l'exercice précédent, l'inflation IPCH est, elle, inchangée en 2017, révisée à la hausse en 2018 (+ 0,2 pp), mais à la baisse en 2019 (– 0,2 pp). L'inflation hors énergie et alimentaire est en revanche révisée significativement en baisse sur l'ensemble de l'horizon de projection (– 0,1 pp en 2017 et – 0,4 pp en 2018 et 2019). Pour l'activité comme pour l'inflation, ces révisions traduisent à la fois la prise en compte de l'information nouvelle depuis juin (acquis, loi de finances pour 2018, hypothèses techniques et environnement international) et la modification de certains de nos jugements.

En 2017, la très forte révision à la hausse de la croissance du PIB (+ 0,5 pp) traduit essentiellement la révision de l'acquis à l'issue du troisième trimestre (+ 0,4 pp par rapport à juin) et, plus marginalement, une révision à la hausse de la projection pour le dernier trimestre de l'année. La croissance du PIB a ainsi été légèrement plus soutenue aux deuxième et troisième trimestres 2017 qu'attendu lors de notre précédente publication (+ 0,1 pp chaque trimestre). Surtout, **l'estimation de la croissance du premier trimestre 2017 a été fortement revue en hausse (+ 0,3 pp) depuis juin, avec un impact important sur la moyenne annuelle**. Sur l'ensemble de l'année 2017, l'investissement des ménages et celui des entreprises apparaissent aujourd'hui nettement plus dynamiques qu'attendu en juin. En revanche, les exportations sont légèrement plus faibles. Enfin, malgré une demande finale globalement plus soutenue, les importations sont moins dynamiques qu'escompté et les reconstitutions de stocks plus vigoureuses, deux évolutions qui contribuent à la révision en hausse de l'activité sur l'année.

**En 2018 et 2019, trois facteurs affectent la projection de croissance du PIB : i) les révisions de l'environnement extérieur depuis juin sont globalement neutres car le plus fort dynamisme de la demande mondiale et la baisse des taux d'intérêts sont compensés par l'appréciation du change et l'augmentation du prix du pétrole ; ii) la prise en compte du projet de loi de finances (PLF) 2018 induit une impulsion légèrement positive sur l'activité, en particulier en 2019 ; iii) notre appréciation globale sur la dynamique de l'investissement des ménages est revue en hausse.**

En 2018, la croissance du PIB est revue à la hausse de + 0,2 pp par rapport à notre précédente projection, à 1,7%. Cette révision reflète celle de l'acquis à l'issue du dernier trimestre 2017, tandis que la dynamique au long de l'année 2018 est globalement inchangée. Sur l'ensemble de l'année, la demande intérieure est revue légèrement à la hausse, en raison essentiellement d'un jugement plus optimiste sur l'investissement des ménages ainsi que des effets accélérateurs usuels sur l'investissement des entreprises, dans un contexte où la reprise, depuis 2017, est plus forte. La prise en compte du PLF 2018 conduit à réviser à la baisse la consommation publique mais à la hausse l'investissement public, avec un effet globalement neutre sur l'activité de l'année. Par ailleurs, les mesures de la loi de finances affectent plutôt négativement le pouvoir d'achat des ménages en 2018, notamment avec les hausses de la fiscalité indirecte. Ceci est néanmoins compensé par une dynamique plus favorable de l'emploi dans le secteur privé, avec le surcroît global d'activité depuis 2017. La progression attendue de la consommation des ménages est ainsi inchangée. Sur le commerce extérieur, les à-coups entre exportations, importations et stocks sont très forts jusqu'au quatrième trimestre 2017, de sorte qu'il est plus pertinent d'examiner la contribution jointe du commerce extérieur et des stocks à la croissance de l'année 2018. Elle est revue à la hausse de + 0,1 pp, ce qui traduit essentiellement les conséquences en moyenne annuelle de la dynamique plus favorable au long de l'année 2017. Sur les premiers trimestres de l'année 2018, malgré l'appréciation du change, les exportations sont attendues plus dynamiques qu'en juin, conséquence d'un jugement plus favorable sur le potentiel de rattrapage dans certains secteurs, notamment celui du matériel de transport. Ceci serait toutefois compensé assez largement par des variations de stocks révisées en légère baisse pour traduire les cycles usuels de livraisons-déstockage dans le secteur.

En 2019, la croissance du PIB est révisée en hausse de + 0,1 pp, à 1,8%. Comme pour 2018, le jugement sur la dynamique de l'investissement des ménages est plus favorable. En outre, l'impulsion liée aux finances publiques est plus positive qu'en juin. La consommation publique est certes révisée nettement à la baisse en 2019, mais le pouvoir d'achat des ménages et leur consommation bénéficient alors, en année pleine, des baisses prévues de prélèvements obligatoires. En outre, la transformation du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) en baisse de charges employeurs en 2019 aurait un effet favorable sur l'emploi privé (cf. encadré 3) et viendrait renforcer encore les revenus d'activité des ménages par rapport à notre projection de juin. Cependant, seule une partie de ces revenus supplémentaires sera probablement consommée et la consommation des ménages est revue à la hausse de + 0,2 pp seulement, tandis que le taux d'épargne des ménages progresserait de 0,6 pp en 2019 (alors qu'il se redressait déjà, mais dans une moindre mesure, de 0,2 pp dans la projection de juin). Enfin, la contribution nette du commerce extérieur et des stocks est globalement inchangée sur l'année.

.../...

<sup>1</sup> Cf. tableau A1 des révisions en annexe de cette publication.

<sup>2</sup> Les écarts présentés ici sont des arrondis d'écarts et non des écarts de chiffres arrondis à une décimale, d'où des différences possibles de 0,1 pp.



L'inflation d'ensemble, depuis notre projection de juin, est quasiment inchangée en 2017 (1,2%), révisée à la hausse en 2018 (+ 0,2 pp, à 1,4%), mais à la baisse en 2019 (- 0,2 pp, à 1,2%), avant de se redresser plus nettement en 2020, année non couverte par la précédente projection.

**Les composantes énergie et alimentaire sont révisées à la hausse.** En 2018, la hausse constatée fin 2017 du prix du pétrole en euros se cumule en effet au relèvement, non prévu en juin, de la fiscalité énergétique et du tabac. Ces hausses de taxes indirectes contribuent ainsi pour + 0,5 pp de révision de l'inflation IPCH totale. En 2019, la hausse du prix du tabac (contribution de + 0,2 pp à la révision de l'inflation totale) continue de contribuer à augmenter l'inflation mais la hausse de la fiscalité énergétique est compensée par des prix du pétrole moins dynamiques.

En revanche, l'inflation hors énergie et alimentaire (qui constitue environ 70 % de l'inflation totale) est fortement révisée à la baisse (- 0,1 pp en 2017, - 0,4 pp en 2018 et 2019) depuis notre projection de juin. En effet, **l'appréciation du change intervenue depuis l'été 2017 impacte les prix finaux des produits manufacturés avec un délai de plusieurs trimestres et contribue ainsi à la révision à la baisse de l'inflation de cette composante en 2018 et 2019.** Par ailleurs, une modération accrue du coût du travail (nécessaire au redressement de la compétitivité française), accentuée par la bascule du CICE en baisse de cotisations sociales employeurs en 2019 et couplée à la prise en compte de la baisse prévue des loyers HLM, explique la révision à la baisse de l'inflation des prix des services en 2018 et 2019.

## 2| Perspectives économiques : une croissance qui permettrait de fermer l'écart de production sur l'horizon de la projection

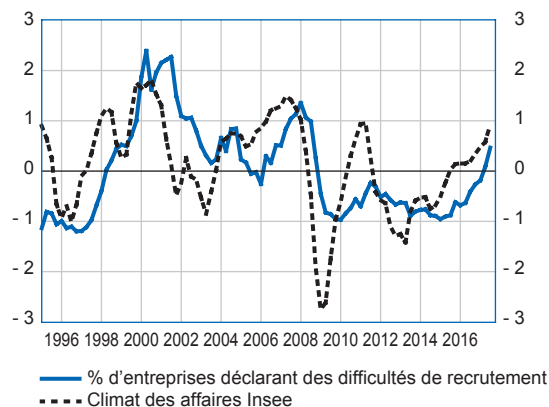
### Point de départ conjoncturel et enquêtes

La croissance du PIB devrait continuer à être soutenue au quatrième trimestre 2017. Dans l'industrie manufacturière, les enquêtes dans leur ensemble suggèrent que le climat des affaires s'établit à un niveau historiquement élevé. Dans le secteur des services marchands, les enquêtes de conjoncture indiquent également un climat des affaires favorable. Dans le secteur de la construction, les indicateurs de mises en chantier et les enquêtes dans la promotion immobilière et l'artisanat du bâtiment pointent en revanche vers un ralentissement de l'activité au quatrième trimestre.

En dépit des signaux positifs fournis par les enquêtes, le rythme de croissance pour les trimestres à venir pourrait toutefois être limité par les tensions rapportées par les entreprises sur leur appareil de production. Ainsi, selon la dernière enquête trimestrielle dans l'industrie de l'Insee, le pourcentage d'industriels déclarant des difficultés d'offre augmente, et dépasse pour la première fois depuis 2008 le pourcentage d'entreprises déclarant des difficultés de demande. Les entreprises sont en particulier nombreuses à signaler des difficultés de recrutement (cf. graphique 1).

### Graphique 1 : Indicateur de climat des affaires et difficultés de recrutement (tous secteurs)

(données trimestrielles, séries centrées et réduites)



Note : Les séries sont centrées et réduites. Indicateur agrégé obtenu à partir des proportions d'entreprises déclarant des difficultés de recrutement dans les enquêtes Insee dans l'industrie, les services et le bâtiment (pondération glissante : poids de la valeur ajoutée en valeur de chaque secteur dans le total). L'enquête sur les difficultés de recrutement ne comprend pas le commerce, contrairement au climat des affaires. Source : Insee, derniers points : troisième trimestre 2017.

## Les échanges extérieurs seraient soutenus par l'accélération de la demande mondiale et ne pèseraient plus sur la croissance française

En 2016, la contribution du commerce extérieur net à la croissance a été très négative (- 0,8 pp, cf. graphique 2) avec notamment une faible progression des exportations (1,9%) liée au manque de vigueur de la demande adressée par les partenaires de la France et aussi à des évolutions défavorables, et probablement temporaires, dans certains secteurs (tourisme, agriculture et aéronautique). **La contribution du commerce extérieur net resterait nettement négative en 2017 (- 0,5 pp) mais la moyenne annuelle masque une amélioration qui a déjà commencé.** Ainsi, les parts de marché à l'exportation se redressent, après un point bas début 2017. En outre, les mouvements de stocks et les échanges extérieurs ont été importants pendant l'année, du fait des à-coups de livraisons et approvisionnements dans le secteur du matériel de transport, et la contribution cumulée du commerce extérieur et des stocks traduit probablement mieux les tendances à l'œuvre (cf. graphique 3). Elle serait légèrement positive en 2017 alors qu'elle était très négative en 2016.

**Le rebond des parts de marché après les chocs défavorables temporaires de 2016 se poursuivrait jusque début 2018** ce qui, conjugué au dynamisme retrouvé des échanges mondiaux, conduirait à une croissance forte des exportations sur l'année (+ 5,9%), malgré l'appréciation du change. En 2019 et 2020, les exportations resteraient sur un rythme soutenu, proche de celui de la demande adressée à la France, avec des parts de marché qui seraient donc assez stables.

**Les importations resteraient dynamiques de 2018 à 2020**, malgré le caractère plus contenu de la demande interne. En effet, le taux de pénétration (calculé comme le rapport des importations aux postes de la demande pondérés par leur contenu en importations) continuerait de croître sur l'horizon de la projection sur sa tendance historique.

**Au total, la contribution nette des échanges extérieurs serait légèrement positive sur l'horizon de projection.**

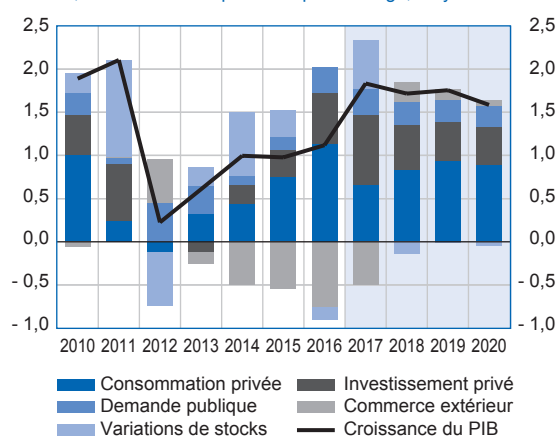
## Les forts gains de pouvoir d'achat soutiendraient la consommation mais favoriseraient aussi une remontée du taux d'épargne des ménages

La consommation des ménages perdrait en vigueur en 2017 (1,2% en ma), après une année 2016 très dynamique (2,1%). Tout d'abord, les gains de pouvoir d'achat des ménages, soutenus par des revenus d'activité dynamiques mais pénalisés par la remontée de l'inflation énergétique, seraient plus faibles (1,6%, après 1,8% en 2016). En outre, le taux d'épargne des ménages remonterait quelque peu, à 14,3%, après avoir atteint en 2016 son niveau le plus bas depuis le début des années 1990 (14,0%, cf. graphique 4 *infra*).

**Soutenus par la dynamique du marché du travail, les gains de pouvoir d'achat des ménages resteraient élevés à l'horizon 2020. Ils connaîtraient en outre un pic en 2019 (+ 2,5%)** sous l'effet de la baisse des prélèvements obligatoires.

### Graphique 2 : Contributions à la croissance du PIB

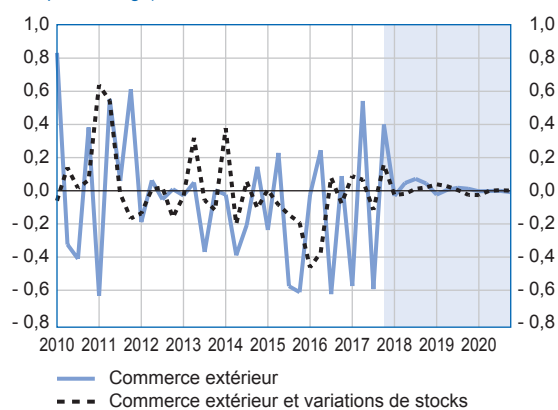
(croissance en %, contributions en points de pourcentage, moyenne annuelle)



Note : L'investissement privé regroupe l'investissement des entreprises et celui des ménages. La demande publique regroupe consommation et investissement publics.  
Sources : Insee jusqu'en 2016, Banque de France en projections.

### Graphique 3 : Contributions du commerce extérieur et des variations de stocks à la croissance du PIB

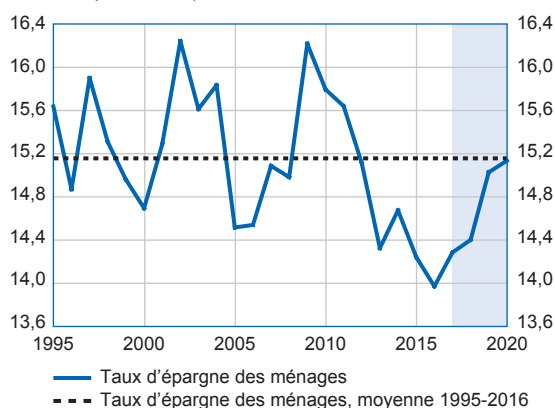
(en points de pourcentage)



Sources : Insee jusqu'au troisième trimestre 2017, Banque de France en projections.

## Graphique 4 : Taux d'épargne des ménages

(en % du revenu disponible brut)



Sources : Insee jusqu'en 2016, Banque de France en projections.

En moyenne sur l'année 2018, l'impact des allègements d'impôts prévus en lois de finances (taxe d'habitation, création de l'impôt sur la fortune immobilière et du prélèvement forfaitaire unique) serait en effet fortement réduit par l'effet du décalage calendaire entre la hausse de la CSG et les baisses de cotisations sociales salariales. C'est ainsi seulement à partir de fin 2018, et donc en moyenne annuelle en 2019, que les baisses de prélèvements produiraient leur plein effet sur le revenu des ménages.

Ces baisses des prélèvements obligatoires, cumulées à une amélioration des revenus financiers, favoriseraient une légère accélération de la consommation des ménages en 2019, mais aussi la remontée du taux d'épargne vers sa moyenne de long terme (15,2% au quatrième trimestre 2020, cf. graphique 4). Cette remontée s'inscrirait en miroir des évolutions intervenues au moment des fortes hausses de prélèvements obligatoires en 2012 : leur augmentation, amortie par une baisse du taux d'épargne, avait eu des conséquences limitées sur les dépenses de consommation, en cohérence avec l'idée que la pension marginale à consommer ces revenus est plus faible (cf. graphique 5).

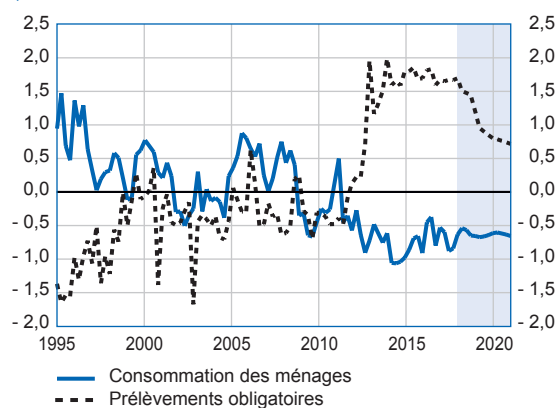
## L'investissement des ménages ralentirait en 2018, après deux années de très forte hausse, pour évoluer ensuite à un rythme plus soutenable

Après avoir chuté (-8%) entre 2011 et 2015, l'investissement des ménages se redresse fortement depuis deux ans : il a progressé de 2,4% en 2016 et augmenterait de 5,1% en 2017. Outre l'amélioration du marché du travail et du pouvoir d'achat des ménages, ce rebond intervient dans un environnement de taux d'intérêts bas et de politiques temporaires de soutien significatives (assouplissement du prêt à taux zéro, dispositif Pinel).

Depuis le premier trimestre 2017, la croissance de l'investissement des ménages se réduit toutefois et la stabilisation des mises en chantier, ainsi que la baisse des ventes de logement et des flux mensuels de crédits à l'habitat (hors renégociation) depuis l'été, laissent présager une accentuation de ce ralentissement sur les trimestres à venir. L'investissement des ménages freinerait ainsi en 2018 (2,1%) et de nouveau en 2019 (1,3%). Il retrouverait en 2020 un rythme (1,9%) proche de celui des gains de pouvoir d'achat, plus soutenable à long terme. Rapporté à leur revenu disponible nominal, l'investissement des ménages se stabiliserait à partir du début 2019 autour de 8,4%, proche des pics de 2017 et 2011.

## Graphique 5 : Consommation et prélèvements obligatoires

(en points)



Note : Ce graphique représente le ratio entre la consommation des ménages (en valeur) et le revenu disponible brut (RDB) hors prélèvements obligatoires (PO) ainsi que le ratio entre les PO et le RDB hors PO. Les variables sont exprimées en écart à leur moyenne de longue période (1995T1-2017T2). Sources : Insee jusqu'au deuxième trimestre 2017, Banque de France en projections.

## Tableau 2 : Évolution de la consommation et du revenu disponible brut (RDB) des ménages

(en %, moyenne annuelle)	2016	2017	2018	2019	2020
Consommation réelle des ménages (volume)	2,1	1,2	1,5	1,7	1,6
RDB réel	1,8	1,6	1,7	2,5	1,8
RDB nominal	1,7	2,5	2,9	3,5	3,2
Contributions au taux de croissance du RDB nominal					
Excédent brut d'exploitation	0,4	0,4	0,4	0,6	0,5
Salaires bruts	1,3	2,0	1,6	1,7	1,8
Intérêts nets et revenus de la propriété	-0,3	0,0	0,3	0,5	0,6
Transferts courants	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Prestations sociales	0,6	0,6	0,8	0,8	0,9
Impôts directs	-0,2	-0,3	-1,3	-0,1	-0,4
Cotisations sociales effectives	-0,2	-0,3	1,0	0,0	-0,2

Sources : Comptes nationaux trimestriels Insee du 29 novembre 2017, projections Banque de France sur fond bleuté.



Ceci permettrait à l'épargne financière des ménages, qui rapporte leur capacité de financement (après leur investissement donc) à leur revenu disponible brut, d'augmenter de 4,5% en 2017 à 5,4% en 2020, ce qui la maintiendrait à un niveau encore légèrement inférieur à sa moyenne depuis 1995.

## L'investissement des entreprises serait freiné par leur capacité d'autofinancement, tout en restant dynamique

**Le taux de marge des sociétés non financières (SNF) serait globalement stable en prévision, autour de 31,5% de la valeur ajoutée**, un niveau qui demeure inférieur à celui d'avant la crise (il s'était maintenu dans une fourchette de 32 à 33% entre 1996 et 2008). Après avoir atteint un point historiquement bas en 2013, le taux de marge des SNF s'est fortement redressé jusqu'au début 2016. Il s'inscrit de nouveau en recul depuis plusieurs trimestres (-0,7 pp entre le premier trimestre 2016 et le deuxième trimestre 2017), en particulier parce que la vigueur des créations d'emplois a fortement réduit les gains de productivité apparente du travail.

### Tableau 3 : Ratios des sociétés non financières

(en %, moyenne annuelle)	2016	2017	2018	2019	2020
Taux de marge	31,8	31,5	31,4	33,1	31,6
Taux d'investissement	23,3	23,9	24,1	24,1	24,2
Taux d'autofinancement	84,3	82,7	84,6	89,3	81,2
Taux d'épargne	19,7	19,8	20,4	21,6	19,7

Sources : Comptes nationaux trimestriels Insee du 29 novembre 2017, projections Banque de France sur fond bleuté.

À l'horizon de la prévision, le redressement des gains de productivité et l'accélération des prix de valeur ajoutée favoriseraient une stabilisation du taux de marge. **Il est à noter que le taux de marge des SNF augmenterait temporairement de manière très forte en 2019, à la faveur de la coexistence sur l'année du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) perçu au titres des rémunérations versées en 2018 et de l'allègement de cotisations sociales sur les rémunérations de 2019 (cf. encadré 3). Dans cette projection, ce supplément ponctuel de trésorerie est utilisé par les entreprises pour réduire leur endettement et n'a pas de conséquence sur l'activité réelle ou les prix.**

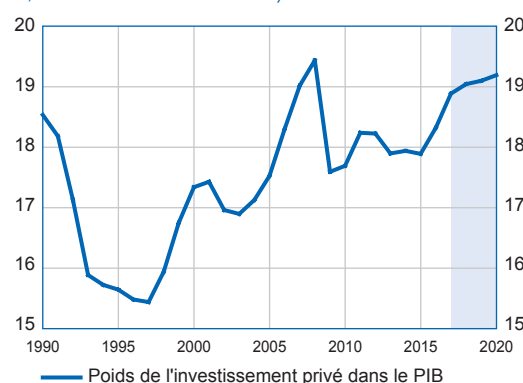
Le taux d'épargne des entreprises serait stable sur l'horizon de prévision mais demeurerait tout de même à un niveau historiquement élevé, grâce à la faiblesse des charges financières.

L'investissement des entreprises (SNF-SF-EI) a progressé sur un rythme très soutenu en 2016 (3,6% en ma), qui s'est prolongé sur les trois premiers trimestres de l'année 2017 malgré la fin de la mesure d'incitation fiscale de suramortissement mi-avril 2017. **En prévision, sans conserver le rythme de progression exceptionnel de ces deux dernières années, l'investissement des entreprises resterait dynamique (3,0% en 2018, 2,5% en 2019 et 2,4% en 2020, après 4,1% en 2017). Il continuerait de progresser à un rythme supérieur à celui de l'activité, comme attendu en période de fermeture de l'écart de production, avec en outre l'effet favorable du bas niveau des taux d'intérêt.** L'effort d'investissement des entreprises resterait ainsi élevé : exprimé en pourcentage de leur valeur ajoutée, le taux d'investissement des SNF a dépassé son point haut précédent de 2008 et continuerait à progresser pour atteindre 24,2% de leur valeur ajoutée fin 2020.

**Au total, le poids de l'investissement privé (ménages et entreprises) dans le PIB atteint aujourd'hui un niveau élevé et, malgré un certain ralentissement de ses deux composantes à l'horizon de la prévision, ce poids continuerait d'augmenter pour se rapprocher du pic de 2008 (cf. graphique 6).**

### Graphique 6 : Poids de l'investissement privé dans le PIB

(en % du PIB, données annuelles en valeur)



Note : L'investissement privé regroupe l'investissement des entreprises et celui des ménages. Sources : Insee jusqu'en 2016, Banque de France en projections.

## Le taux de chômage continuerait de baisser

Le taux de chômage a baissé de 0,8 pp au cours des deux dernières années, passant de 10,5% de la population active au deuxième trimestre 2015 à 9,7% au troisième trimestre 2017. Cette amélioration suit la forte accélération de l'emploi salarié marchand (190 000 en 2016 et 252 000 attendus en 2017 en ma, cf. encadré 2), légèrement amortie par la décélération de l'emploi non-marchand et la baisse du nombre d'emplois non-salariés. Le dynamisme des créations d'emplois marchands a été favorisée par les mesures de réduction du coût du travail (CICE, pacte de responsabilité et de solidarité – PRS –, dispositif embauche PME) avec notamment un effet plus tardif qu'attendu, mais qui semble finalement important, du CICE (cf. encadré 3).

## Encadré 2

### DES CRÉATIONS NETTES D'EMPLOIS TRÈS DYNAMIQUES DEPUIS MI-2015

Après sept années de dégradation de la situation du marché du travail, qui ont porté le taux de chômage français à 10,5% de la population active au deuxième trimestre 2015, les créations nettes d'emplois ont repris à un rythme très dynamique depuis mi-2015 (cf. graphique). En moyenne annuelle, le nombre de créations nettes d'emplois salariés et non-salariés a atteint 197 000 en 2016, et devrait monter à 281 000 en 2017 (l'acquis s'élevant déjà à 273 000 emplois à l'issue du troisième trimestre 2017).

#### De très nombreuses créations d'emplois salariés dans les secteurs marchands et en particulier les services en 2016 et 2017

La reprise de l'emploi est essentiellement tirée par les effectifs salariés dans les secteurs marchands (entreprises et ménages). L'augmentation de ces derniers a été de 190 000 en 2016 et serait de 252 000 en 2017, la plus élevée depuis 2007. Cette forte dynamique permet de compenser le ralentissement notable de l'emploi non-salarié et de l'emploi non-marchand. L'emploi non-salarié marque le pas depuis 2015, après avoir été l'un des principaux moteurs des créations d'emplois entre 2010 et 2014, suite à la mise en place du statut d'auto-entrepreneur en 2009. La progression de l'emploi non-marchand s'est installée sur un rythme faible (+ 14 000 en 2016 et + 29 000 en 2017) qui devrait encore fléchir dans les années à venir (cf. *infra*).

Ce dynamisme de l'emploi salarié marchand au cours des deux dernières années a été concentré dans les secteurs des services marchands (+ 232 000 en 2016 et un acquis de + 253 000 pour 2017 après le troisième trimestre). À l'inverse, l'emploi industriel poursuit son recul et l'emploi dans la construction n'a amorcé une légère reprise que début 2017.

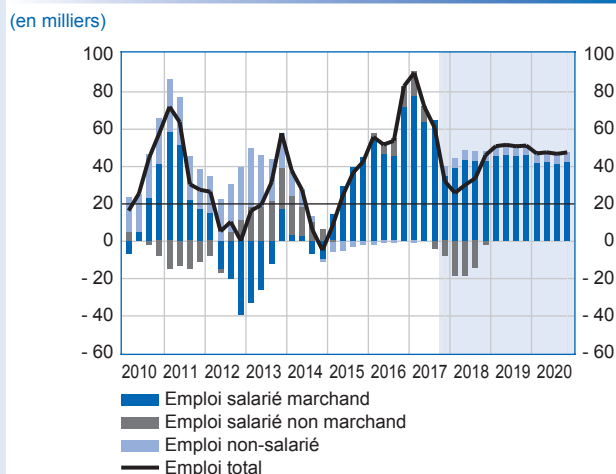
#### Des créations nettes d'emplois favorisées par la politique de l'emploi

Cette accélération de l'emploi salarié marchand est d'autant plus remarquable que la croissance était encore faible en 2015 et 2016 (1,0% en 2015 et 1,1% en 2016 pour le PIB réel), et n'a franchement et durablement repris que fin 2016. Comme détaillé dans l'encadré 3, on peut sans doute attribuer ces très bonnes performances à la politique de l'emploi (crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi – CICE –, pacte de responsabilité et de solidarité – PRS –, dispositif embauche PME), qui a déjà contribué à enrichir la croissance en emplois de près de 400 000 personnes. En miroir de ces créations d'emplois dynamiques, les gains de productivité apparente du travail ont été faibles.

#### Un léger ralentissement des créations nettes d'emplois en prévision (dans un contexte de gains de productivité plus forts qu'en 2017), mais le taux de chômage continuerait de baisser nettement d'ici fin 2020

Selon notre prévision, les créations nettes d'emploi demeureraient soutenues dans les années à venir, grâce au dynamisme de l'activité économique. Elles ralentiraient certes en 2018, avant de remonter sur le reste de l'horizon de prévision (+ 147 000 en 2018, + 184 000 en 2019 et + 192 000 en 2020). En 2018, cet affaiblissement proviendrait de deux facteurs ponctuels. D'une part, l'emploi non marchand pâtirait de la baisse du nombre d'emplois aidés. D'autre part, les effets de la politique de l'emploi s'estomperaient progressivement et la productivité apparente du travail retrouverait un rythme annuel de hausse plus usuel, autour de 1%. À partir de 2019, les créations d'emplois regagneraient en dynamisme, les emplois aidés se stabilisant à politique inchangée. Par ailleurs, la transformation du CICE en allègements de cotisations sociales soutiendrait l'emploi salarié marchand (cf. encadré 3). Le taux de chômage, en conséquence de l'ensemble de ces éléments, continuerait de baisser pour atteindre 8,6% fin 2020, son plus bas niveau depuis début 2009.

#### Graphique : Évolution trimestrielle de l'emploi



Sources : Insee, projections Banque de France sur fond bleuté.

#### Tableau : Créations nettes d'emplois

(en milliers, moyenne annuelle)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Emploi total</b>	<b>67</b>	<b>122</b>	<b>60</b>	<b>197</b>	<b>281</b>	<b>147</b>	<b>184</b>	<b>192</b>
Emploi salarié marchand	- 97	- 1	56	190	252	176	177	172
Emploi non-marchand	58	70	12	14	29	- 46	- 13	0
Emploi non-salarié	106	52	- 8	- 8	- 1	16	20	20
<b>Population active</b>	<b>228</b>	<b>129</b>	<b>98</b>	<b>120</b>	<b>163</b>	<b>147</b>	<b>74</b>	<b>68</b>
<b>Chômage</b>	<b>162</b>	<b>7</b>	<b>37</b>	<b>- 76</b>	<b>- 118</b>	<b>0</b>	<b>- 110</b>	<b>- 124</b>
<b>Taux de chômage</b> (BIT, France entière, % population active)	<b>10,3</b>	<b>10,3</b>	<b>10,4</b>	<b>10,1</b>	<b>9,6</b>	<b>9,6</b>	<b>9,2</b>	<b>8,8</b>

Note : L'emploi salarié « marchand » est ici l'emploi salarié des entreprises (SNF, SF et EI) et des ménages. L'emploi « non-marchand » est l'emploi des administrations publiques (APU) et des institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM). La population active est projetée à partir du quatrième trimestre 2017 à l'aide du scénario central de projection active de l'Insee à l'horizon 2070.

Sources : Insee, projections Banque de France sur fond bleuté.

L'enrichissement de la croissance en emplois qui résulte de ces politiques a fortement limité les gains de productivité des entreprises (- 0,2% en 2016 et + 0,2% en 2017).

**Malgré la bonne tenue de l'activité et des créations d'emplois significatives, le taux de chômage ne baisserait pas en 2018 (9,6%, comme en 2017).** Les effets des politiques de l'emploi s'estomperaient en effet et les gains de productivité gagneraient en vigueur, comme attendu en phase de reprise de l'activité (1,0% en 2018). Les créations d'emplois marchands seraient ainsi moins soutenues que les années précédentes (+ 176 000). Enfin, l'emploi dans les secteurs non marchands connaîtrait une forte baisse en 2018 (- 46 000) avec la réduction du nombre d'emplois aidés.

**La baisse du chômage reprendrait sur un rythme plus important en 2019 et 2020 (- 0,4 pp par an).** L'emploi marchand continuerait d'être soutenu par le dynamisme de l'activité. En outre, la transformation du CICE en allègements de cotisations sociales employeurs en 2019 favoriserait progressivement une nouvelle accentuation des créations d'emplois marchands (cf. encadré 2). Enfin, l'emploi dans les secteurs non marchands se stabiliserait après la forte baisse enregistrée en 2018.

## La progression des salaires réels oscillerait autour de 1,0% par an, comme la productivité

Comme déjà observé dans les comptes nationaux trimestriels de l'Insee jusqu'au deuxième trimestre, les salaires nominaux moyens par tête dans le secteur privé (c'est-à-dire les entreprises - SNF-SF-EI) accéléreraient nettement en 2017 (1,9% en ma, après 1,2% en 2016), en cohérence avec la baisse du taux de chômage. Pour autant, les gains de salaires réels (déflatés par le déflateur de la consommation) seraient inférieurs à ceux de l'année 2016 (1,1%, après 1,3%), du fait du rebond important du prix du pétrole.

**Les salaires nominaux continueraient à être soutenus à l'horizon 2020 par l'amélioration de la situation du marché du travail, le redressement de l'inflation passée et des gains de productivité.** Le salaire moyen par tête (SMPT) dans le secteur privé progresserait ainsi de 1,9% en moyenne en 2018 puis 2,2% en 2019 et 2,3% en 2020. La progression du SMIC, selon l'application de la formule de revalorisation, serait plus modérée que celle du SMPT du secteur privé, même s'il rebondirait nettement début 2018, après plusieurs années de faible croissance.

**La progression des salaires réels (déflatés par le déflateur de la consommation des ménages) du secteur privé serait toutefois affectée en 2018 par le pic d'inflation lié à l'augmentation des taxes sur le tabac et des prix énergétiques. Mais ils retrouveraient ensuite une progression plus soutenue, proche de l'évolution tendancielle de la productivité.**

Avec la transformation du CICE en allègements de cotisations sociales employeurs en 2019, les coûts salariaux unitaires (CSU) tels que mesurés dans la comptabilité nationale baisseraient brutalement au premier trimestre 2019 (- 1,8% en ma en 2019 dans le secteur privé) parce qu'ils n'intègrent pas le CICE sur les années précédentes. Une mesure alternative des CSU corrigés du CICE sur la période 2014-2018 montre une évolution plus significative économiquement et moins heurtée (cf. graphique 7). Cependant, **les CSU corrigés du CICE progresseraient faiblement en 2018 et 2019. D'une part, l'accélération des salaires resterait contenue tandis que la productivité se redresserait. D'autre part, le taux du CICE perçu en 2018 (sur les rémunérations versées en 2017) augmente, puis la transformation en 2019 du CICE en allègements de charges induit sur le coût du travail (retour d'impôt sur les sociétés non inclus) un impact plus élevé que le CICE. Ceci freinerait transitoirement les CSU corrigés. Les CSU se redresseraient ensuite plus nettement en 2020.**

**Tableau 4 : Évolution des salaires et de la productivité dans le secteur privé**

(en %, moyenne annuelle)	2016	2017	2018	2019	2020
Déflateur de la valeur ajoutée	0,4	0,5	0,7	1,2	1,4
Coûts salariaux unitaires	1,1	1,7	0,9	- 1,8	1,5
Productivité par tête	- 0,2	0,2	1,0	1,0	0,8
Salaire moyen par tête, nominal	1,2	1,9	1,9	2,2	2,3
Salaire moyen par tête, réel <sup>a)</sup>	1,3	1,1	0,7	1,1	1,0

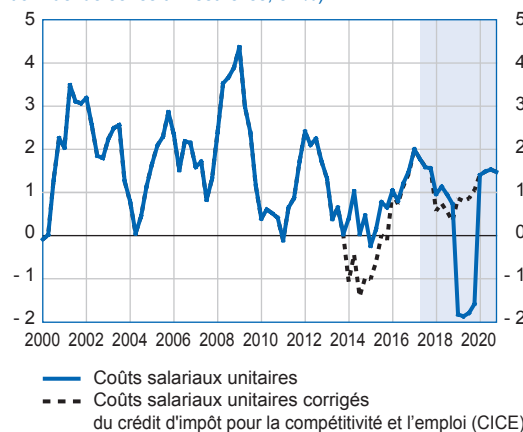
a) Déflaté par le déflateur de la consommation des ménages.

Note : Le secteur privé est défini comme les entreprises (SNF-SF-EI).

Sources : Comptes nationaux trimestriels Insee du 29 novembre 2017, projections Banque de France sur fond bleuté.

**Graphique 7 : Évolution des coûts salariaux unitaires dans le secteur privé**

(glissement annuel de séries trimestrielles, en %)



Sources : Insee jusqu'au deuxième trimestre 2017, Banque de France en projections.

## Encadré 3

# LA TRANSFORMATION DU CICE EN ALLÈGEMENTS DE COTISATIONS SOCIALES EMPLOYEURS EN 2019 DEVRAIT FAVORISER LA POURSUITE DE FORTES CRÉATIONS D'EMPLOIS

Entré en vigueur en 2013, le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) est un crédit d'impôt calculé sur les rémunérations inférieures à 2,5 SMIC versées au cours d'une année civile. Son taux est passé successivement de 4 % en 2014 (sur les rémunérations versées en 2013) à 6 % en 2015. Il devrait être relevé à 7 % en 2018, avant de revenir à 6 % en 2019.

Le projet de loi de financement de la sécurité sociale (PLFSS) 2018 prévoit pour 2019 une transformation du CICE en un allègement permanent de cotisations sociales, de 6 points pour les rémunérations inférieures à 2,5 SMIC. Par ailleurs, le dispositif des allègements généraux, concentré sur les bas salaires (maximum au niveau du SMIC puis dégressif jusqu'à 1,6 SMIC), sera renforcé de 10 points environ au niveau du SMIC. Au total, la transformation du CICE se ferait à coût budgétaire quasi constant (compte tenu du « retour d'impôt sur les sociétés » sur les allègements de charges, cf. partie 4 – Finances publiques), à l'exclusion de l'année de transition (2019) qui verra les entreprises cumuler les montants de CICE au titre des salaires versés en 2018 et les allègements de cotisations sociales sur les rémunérations versées en 2019.

La perspective de cette transformation amène à s'interroger, d'une part sur l'effet déjà réalisé du CICE sur l'emploi, et d'autre part sur l'impact éventuel encore à venir de la baisse des charges qui se substituera au CICE. On s'intéresse ici uniquement à l'effet « de moyen terme » des dispositifs, hors le cumul temporaire de 2019 et sans prise en compte de leur financement.

### Quel effet du CICE sur l'emploi jusqu'à aujourd'hui ?

Le CICE a été créé avec le triple objectif de favoriser la compétitivité, l'investissement et les créations d'emplois. S'agissant spécifiquement des créations d'emplois, les évaluations restent fragiles. Le rapport du comité de suivi, publié en octobre 2017 <sup>1</sup>, estime que les effets sur l'emploi entre 2013 et 2015 sont incertains et avance une fourchette large de 10 000 à 200 000 emplois créés. En raison du manque de disponibilité des données, ces évaluations sur données microéconomiques présentent cependant l'inconvénient de ne porter que sur une analyse de trois ans après la réforme (les entreprises n'ayant commencé à recevoir le crédit d'impôt qu'en 2014) et n'incluent donc pas la période récente de très forte accélération de l'emploi. Or, selon les comptes nationaux, du deuxième trimestre 2015 au deuxième trimestre 2017, 450 000 emplois ont été créés dans le secteur privé (entreprises – SNF-SF-EI). Il est en effet envisageable que la complexité du dispositif <sup>2</sup> ait généré des délais d'ajustement importants.

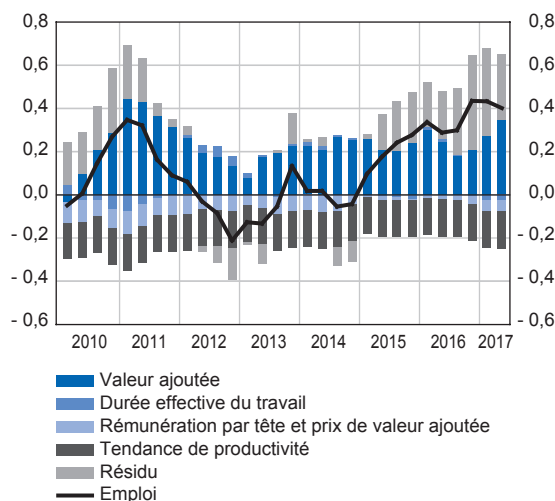
L'équation macroéconomique de prévision de l'emploi salarié dans le secteur privé utilisée par la Banque de France montre ainsi que depuis deux ans, les créations d'emplois sont nettement plus dynamiques que ce qui était attendu au regard des fondamentaux traditionnels <sup>3</sup> : le surcroît est d'environ 395 000 emplois depuis la mise en place du CICE en 2014. En retenant par ailleurs l'évaluation de l'Insee d'un impact de 20 000 emplois de la prime à l'embauche PME, et un effet additionnel du ciblage des allègements de cotisations sociales du pacte de responsabilité et de solidarité (PRS) de 55 000 emplois, **cette approche macroéconomique suggère que le CICE aurait permis la création d'environ 320 000 emplois jusqu'au deuxième trimestre 2017** <sup>4</sup>.

### Un effet additionnel des allègements du coût du travail mis en œuvre en 2019 ?

Les allègements de charges mis en œuvre en 2019 sont davantage ciblés sur les bas salaires que le CICE et on escompte une élasticité de l'emploi à son coût plus forte. Les estimations par le Trésor <sup>5</sup> d'élasticités de l'emploi au coût du travail par tranches

### Graphique : Contributions aux variations trimestrielles de l'emploi dans le secteur privé

(emploi en %, contributions en points de pourcentage)



Sources : Insee, calculs Banque de France.

.../...

1 Rapport 2017 du Comité de suivi du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi, France stratégie,

2 En particulier, le fait qu'il s'agisse d'un crédit d'impôt différé n'est pas sans effet, notamment pour les entreprises peu profitables.

3 Techniquement, le CICE n'affectant pas le coût du travail, il n'affecte aucun des déterminants de l'équation d'emploi et son effet se retrouve donc dans les « résidus ».

4 Dans une approche macroéconomique sur la période 2014-2017T2, l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE) conclut en 2017 à un impact particulièrement important.

5 Cf. S. Bock, P. Lissot et S. Ozil, « Matis : une maquette d'évaluation des effets sur l'emploi de variations du coût du travail », Les Cahiers de la DG Trésor, n° 2015/02, mars 2015.



de salaires permettent d'estimer qu'un allègement uniforme concentré entre 1 et 2,5 SMIC présente une élasticité moyenne totale de l'emploi au coût du travail de 0,7, soit environ 330 000 emplois pour l'allègement de cotisations sociales de 6 points entre 1 et 2,5 SMIC. En outre, les allègements, maximum au niveau du SMIC et dégressifs jusqu'à 1,6 SMIC, présentent une élasticité moyenne de 1,1. L'allègement supplémentaire, dit « zéro charge » permettrait ainsi la création de 90 000 emplois additionnels.

À long terme, les mesures d'allègements de cotisations sociales qui prendront le relais du CICE en 2019 auraient un impact de l'ordre de 420 000 emplois créés. **Comme développé précédemment, une partie de ces emplois a déjà été créée suite à la mise en œuvre du CICE et on attend ainsi un effet supplémentaire à venir de l'ordre de 100 000 emplois. Ceci conduit à une projection modérée du rythme de productivité à l'horizon de la prévision.**

### 3| Inflation totale : elle se redresserait à 1,7 % fin 2020

**L'inflation totale se redresserait à 1,6 % en moyenne en 2020, mais sa progression serait entre temps assez irrégulière.**

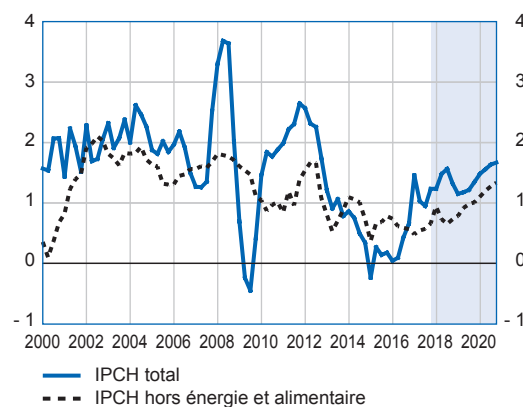
En 2017, l'inflation (IPCH) s'établirait à 1,2%, en ma, après 0,3% en 2016. Sa progression jusqu'en 2020 serait assez heurtée, avec, en moyenne annuelle, une hausse de l'IPCH de 1,4% en 2018, puis de seulement 1,2% en 2019 et enfin de 1,6% en 2020. En glissement annuel, l'IPCH atteindrait ainsi un premier pic à 1,6% au troisième trimestre 2018, avant de revenir à 1,2% mi-2019 puis de se redresser ensuite à 1,7% en fin d'horizon de projection (cf. graphique 8). Ce profil de progression heurté résulterait largement de celui des hausses de taxes sur le tabac, ponctuelles et significatives en 2018, et plus étalées les années suivantes. En moyenne annuelle, l'évolution de l'inflation IPCH hors énergie et alimentaire serait plus progressive. En 2017, elle resterait faible, à 0,6%, comme en 2016. Elle progresserait ensuite légèrement en 2018 (0,8%) et en 2019 (0,9%). En 2020, le redressement serait plus franc, avec une progression de 1,2%, tirée, entre autres, par la remontée des prix d'importations et l'accélération plus marquée du coût du travail après une période de modération.

**En 2017, le redressement de l'inflation totale a été tiré par l'inflation des produits énergétiques.**

L'inflation IPCH totale devrait atteindre 1,2% en moyenne sur l'année, en hausse de 0,9 pp par rapport à 2016. La remontée du prix du pétrole à partir du début de l'année 2016 a en effet fortement affecté la composante énergie des prix à la consommation, qui augmenterait de 6,0% en ma en 2017, et contribuerait pour 0,5 pp à l'inflation totale après avoir pesé négativement de 2014 à 2016. En revanche, l'inflation hors produits alimentaires et énergétiques resterait faible en 2017, à 0,6% en ma, comme en 2016. L'inflation des prix des services serait en légère baisse, à 0,9% en ma, contre 1,0% en 2016, limitée par la baisse des prix des communications observée depuis le début de l'année. L'inflation des produits manufacturés s'établirait à -0,1% en ma sous l'effet, en particulier, des baisses des prix d'importations hors énergie observées en 2016.

#### Graphique 8 : IPCH et IPCH hors énergie et alimentaire

(glissement annuel de séries trimestrielles, en %)



Sources : Insee jusqu'au troisième trimestre 2017, Banque de France en projections.

**En 2018, l'inflation totale serait fortement impactée par la hausse de la fiscalité du tabac. L'inflation hors énergie et alimentaire n'augmenterait que légèrement.**

En 2018, l'inflation totale serait marquée par une forte progression de l'inflation alimentaire due à la hausse significative de la fiscalité applicable au tabac prévue dans le projet de loi de financement de la sécurité sociale (PLFSS) 2018. L'inflation alimentaire contribuerait ainsi pour 0,5 pp à l'inflation totale en 2018, dont 0,3 pp dû au tabac. En outre, l'inflation énergétique resterait soutenue, à 3,9%, en raison du rebond du prix du pétrole observé fin 2017 et de la hausse de la fiscalité sur les produits pétroliers inscrite en lois de finances.



L'inflation hors produits alimentaires et énergétiques resterait en revanche faible en 2018, à 0,8% en ma, en légère hausse par rapport à 2017. L'inflation des services augmenterait certes significativement, atteignant 1,3% en ma, après 0,9% en 2017. Ce redressement serait en partie mécanique, avec la « sortie de glissement » des fortes baisses des prix des communications observées début 2017. Il traduirait toutefois également l'effet favorable de la reprise économique, dont notamment l'accélération des salaires nominaux sur un certain nombre de services intensifs en main-d'œuvre, même si la progression des coûts salariaux serait atténuée par l'augmentation du taux du CICE en 2018 (sur les rémunérations de 2017). Cependant, l'inflation des prix des services serait temporairement freinée par des baisses de loyers dans le parc social, comme prévu en lois de finances, qui contribueraient en particulier à une baisse de l'inflation des services au moment de sa mise en œuvre, au deuxième trimestre 2018.

En revanche, le ralentissement, puis la baisse des prix d'importation hors énergie suite à l'appréciation du change mi-2017, commenceraient à peser négativement sur l'inflation des produits manufacturés à partir du deuxième trimestre 2018 et celle-ci s'établirait à -0,2% en ma, après -0,1% en 2017.

**En 2019, l'inflation totale serait en légère baisse, à 1,2% en moyenne annuelle, en raison du ralentissement de ses composantes volatiles (tabac et énergie). En revanche l'inflation hors énergie et alimentaire continuerait de progresser.**

Les prix de l'alimentaire ralentiraient en effet en 2019 du fait de sorties de glissements de la hausse du tabac en mars 2018 : les hausses de fiscalité prévues pour 2019 sont plus étalées dans l'année que celles de 2018. L'inflation énergétique baisserait également nettement en raison de la décrue, d'après les cours à terme, du prix du pétrole par rapport au pic de début 2018. Les prix énergétiques seraient toutefois à nouveau impactés à la hausse par une nouvelle augmentation de la fiscalité énergétique.

L'inflation hors énergie et alimentaire continuerait de se redresser très graduellement et atteindrait 0,9% en ma. Les prix des services accéléreraient seulement légèrement, dans un contexte de coût du travail contenu, accentué par la bascule du CICE en allègements de cotisations sociales employeurs en 2019. L'inflation des produits manufacturés se redresserait peu à peu courant 2019, tirée par l'accélération des prix d'importations hors énergie.

**En 2020, toutes les composantes de l'IPCH contribueraient positivement à l'inflation totale, qui finirait l'année à 1,7%.**

En 2020, l'inflation alimentaire continuerait d'être soutenue par les hausses de la fiscalité du tabac en avril et novembre 2020. Le prix du pétrole continuerait de baisser d'après les cours à terme, mais l'inflation de la composante énergie serait soutenue par de nouvelles hausses de la fiscalité énergétique. L'inflation des services progresserait de nouveau plus franchement, tirée par les hausses de salaires plus significatives et la baisse du taux de chômage. Enfin, les prix des produits manufacturés progresseraient de nouveau tout au long de l'année car l'effet des baisses passées des prix d'importations s'estomperait plus nettement.

**Sur l'horizon de projection, l'inflation IPCH hors énergie et alimentaire en France resterait inférieure à celle attendue en zone euro, notamment parce que l'amélioration de la situation du marché du travail doit encore être plus nette, pour se rapprocher de celle de l'Union monétaire dans son ensemble <sup>1</sup>.**

<sup>1</sup> Voir aussi Bloc-notes Éco du 30 novembre 2017 : [Les causes de l'écart d'inflation sous-jacente France / Zone euro](#), De Charsonville (L.), Faubert (V.) et Sigwalt (A.).

## 4| Finances publiques : un déficit qui serait juste inférieur à 3 % du PIB en 2017 et 2018, nécessitant un pilotage renforcé des dépenses

L'amélioration des finances publiques se poursuit et le déficit des administrations publiques serait ramené à 2,9% du PIB en 2017, après 3,4% du PIB en 2016. En 2018, le déficit serait stable en pourcentage du PIB, compte tenu du remboursement de la taxe sur les dividendes à la suite de la décision du Conseil constitutionnel. Nous avons retenu, comme le gouvernement, une hypothèse de remboursements de 5 milliards d'euros en 2017 (financés par une contribution exceptionnelle à l'impôt sur les sociétés cette année), ainsi que de 5 milliards d'euros en 2018. Sans ce remboursement exceptionnel, le déficit aurait diminué de 0,2 point de PIB en 2018, grâce principalement à l'environnement macroéconomique porteur. Il ne peut cependant pas être exclu que le déficit au sens de Maastricht comptabilise sur la seule année 2017 l'ensemble des remboursements exceptionnels attendus suite à la décision du Conseil constitutionnel<sup>2</sup>. Dans ce cas, le déficit 2017 au sens de Maastricht serait supérieur d'environ 0,2 point de PIB à celui que nous projetons ici.

**Dans le cadre européen, la sortie de la procédure de déficit excessif nécessitera donc un suivi rapproché et une capacité de réaction à toute éventuelle indication de dégradation des finances publiques, quelles qu'en soient les causes. La faiblesse des efforts structurels prévus rend cela d'autant plus nécessaire.** La Commission européenne a d'ailleurs souligné, dans son avis du 22 novembre 2017, les risques liés à la trajectoire du solde structurel français étant donné les règles communautaires.

On peut distinguer les évolutions sur les prélèvements obligatoires de celles sur les dépenses publiques.

**Les prélèvements obligatoires (PO)**, en 2017, devraient croître à un rythme supérieur à celui du PIB nominal, conduisant à une hausse du ratio des prélèvements obligatoires de 44,4% à 44,6% du PIB. En 2018, les mesures fiscales auraient en revanche globalement un effet à la baisse sur le ratio de PO. Ces mesures représenteraient une baisse nette de 7 milliards d'euros cette année-là (essentiellement les effets différés des mesures votées sous la précédente législature, avec notamment la hausse du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi – CICE – et la baisse de l'impôt sur les sociétés). Les nouveaux allègements inscrits en lois de finances concernent principalement les ménages, comme l'exonération pour une partie d'entre eux de la taxe d'habitation, la transformation de l'ISF en Impôt sur la fortune immobilière et la mise en place du prélèvement forfaitaire unique sur les revenus du capital. En moyenne sur l'année 2018, ces nouveaux allègements seraient cependant partiellement compensés par la hausse de la CSG (dont la contrepartie attendue *via* la diminution des cotisations salariales ne viendra en totalité qu'en fin d'année) et par les hausses de la fiscalité énergétique et du tabac. Du fait notamment de ce décalage entre hausse de la CSG et baisse des cotisations sociales salariales, les nouveaux allègements votés en lois de finances auront un effet en année pleine plus marqué en 2019, à la baisse sur la pression fiscale des ménages et donc à la hausse sur leur revenu disponible brut. Le remboursement des contentieux sur la taxe sur les dividendes, neutre sur le taux des PO en 2017 car financé par la surtaxe d'impôt sur les sociétés, aurait un effet baissier temporaire de 0,2 point de PIB sur le taux des PO en 2018, qui s'établirait à 44,3% du PIB hors ce remboursement.

**Les dépenses publiques hors crédits d'impôts** augmenteraient de 1,9% en valeur en 2017, après 1,2% en 2016. L'accélération par rapport à 2016 s'expliquerait notamment par une progression plus forte de la masse salariale de la fonction publique en 2017, liée à la revalorisation du point d'indice après plusieurs années de gel, par les dépenses exceptionnelles pour la recapitalisation d'Areva SA<sup>3</sup> ainsi que par la remontée de l'inflation, tirant à la hausse la consommation publique et les prestations sociales en valeur. L'évolution des prestations sociales serait toutefois atténuée par la baisse du chômage et un ralentissement temporaire des dépenses de retraite. L'investissement public serait quant à lui stable.

En 2018, notre trajectoire de dépenses intègre les mesures d'économies détaillées dans les projets de lois de finances pour 2018. Elles portent principalement sur la masse salariale publique, la revalorisation des prestations de retraite, les aides personnalisées au logement (APL), ainsi qu'une diminution des contrats aidés. Calculées en volume et hors charge d'intérêt, les dépenses primaires hors crédits d'impôt augmenteraient ainsi de 1,0% en 2018 (après 1,1% en 2017) soit sur un rythme similaire à celui de la période de consolidation budgétaire depuis 2010 (entre 2010 et 2016, les dépenses publiques primaires hors crédits d'impôt en volume ont crû en moyenne de 0,9% par an).

<sup>2</sup> Le traitement retenu, qui relève de règles de comptabilité nationale du système européen des comptes (SEC) 2010, sera déterminé par l'Insee en lien avec Eurostat.

<sup>3</sup> L'État assure 4,5 milliards d'euros de l'augmentation de capital pour Areva (2 milliards d'euros pour Areva SA et 2,5 milliards d'euros pour Areva NewCo, cette dernière bénéficiant également de l'entrée au capital d'investisseurs privés). Il subsiste des incertitudes sur le traitement de ces opérations en comptabilité nationale : soit en opérations financières, ce qui n'aurait donc pas d'effet sur le déficit, soit en transferts en capital, ce qui dégraderait alors le solde public. Nous avons intégré les 2 milliards d'euros (0,1% du PIB) dépensés dans Areva SA, qui sont sans perspective de rentabilité, dans les dépenses publiques (mais pas les 2,5 milliards d'euros investis au côté d'investisseurs privés dans Areva NewCo).

Par ailleurs, malgré la hausse des taux d'intérêt de marché implicite dans la courbe des taux actuelle, l'environnement de taux d'intérêt bas continuerait de faciliter la politique budgétaire (comme en 2017), car une bonne partie des nouvelles émissions d'OAT resteraient émises à des taux plus bas que celles qu'elles remplacent (par exemple des émissions d'il y a dix ans). La charge d'intérêt sur la dette continuerait donc à baisser, passant de 1,9% du PIB en 2016 à 1,8% du PIB en 2017, puis 1,6% du PIB en 2018.

L'ajustement structurel <sup>4</sup>, calculé avec la méthodologie et la croissance potentielle de la Commission européenne, est estimé dans notre projection à 0,1 point de PIB en 2017. Il provient essentiellement de la baisse de la charge d'intérêt, l'ajustement structurel primaire étant, lui, proche de zéro. Ensuite, en 2018, le solde structurel se dégraderait (-0,2 point de PIB), traduisant l'allègement des prélèvements obligatoires au-delà des économies en dépenses prévues. Calculé hors baisse de la charge d'intérêt, le solde structurel primaire se dégraderait plus nettement en 2018 (-0,4 point de PIB).

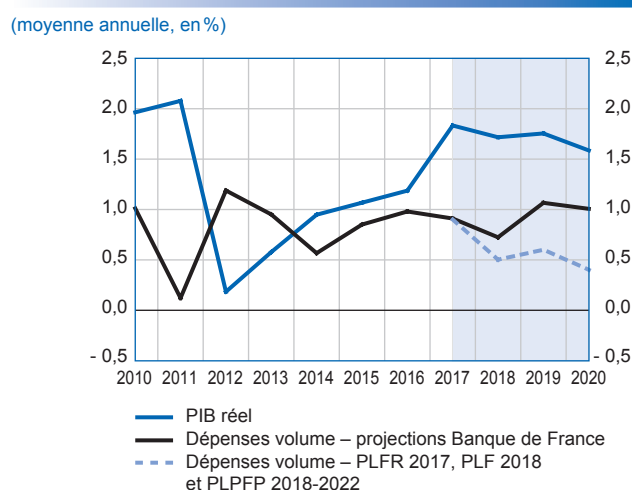
Sur l'ensemble de l'horizon de notre projection, la stratégie du gouvernement, qui consiste à baisser le ratio des PO sur PIB au début du quinquennat, et celui des dépenses plus graduellement jusqu'en 2022, a un double effet : elle pénalise moins la croissance, mais elle réduit l'ajustement structurel et diffère la stabilisation de la dette publique sur notre horizon de prévision.

Conformément au principe de prudence des prévisions de l'Eurosystème, notre prévision intègre une moindre maîtrise des dépenses publiques que celle du gouvernement : elle ne peut en effet prendre en compte que les économies suffisamment étayées. Ainsi en 2018, notre projection retient une hausse des dépenses en volume de 0,7%, contre 0,5% dans le PLF 2018 (hors crédits d'impôt). Au-delà de 2018, l'évolution retenue dans la prévision du gouvernement (0,5% par an en moyenne) correspond à un objectif à atteindre, avec des économies supplémentaires qui restent à définir (notamment dans le cadre d'une revue des dépenses et par une contractualisation avec les collectivités locales). Dans notre projection, ces dernières ne peuvent pas être prises en compte. En conséquence, l'évolution des dépenses à moyen terme revient sur leur tendance des années récentes, autour de 1% par an en volume (cf. graphique 9).

Par ailleurs, en 2019, la transformation du CICE en allègements de charges sociales pérennes pèserait ponctuellement pour environ 1 point de PIB sur le déficit public, qui atteindrait ainsi 3,6% du PIB. Cette mesure serait néanmoins neutre budgétairement à moyen terme (et en termes d'impact économique, cf. encadré 3).

Au final, le ratio de dette publique continuerait à augmenter en début de période (97,0% du PIB en 2017, 97,6% en 2018 et 98,4% en 2019), avant de se stabiliser en 2020 <sup>5</sup>.

**Graphique 9 : Dépenses publiques hors crédits d'impôt en volume et PIB réel**



Note : Les dépenses sont déflatées par l'IPC hors tabac.  
Sources : Insee, projet de loi de finances rectificative (PLFR) 2017, projet de loi de finances (PLF) 2018, projet de loi de programmation des finances publiques (PLPFP) 2018-2022, Banque de France en projections.

<sup>4</sup> Variation du solde structurel public, soit variation du solde public hors effet cyclique et mesures exceptionnelles. Le remboursement du contentieux relatif à la taxe sur les dividendes étant une mesure exceptionnelle, il n'a pas d'effet sur l'évaluation de l'ajustement structurel.

<sup>5</sup> Il est important d'analyser aussi la trajectoire de la dette publique française sur plus long terme : voir pour cela les [Bloc-notes Éco](#) à paraître, qui étudieront, d'une part, les conditions, notamment en matière de rythme des dépenses publiques, d'une baisse durable de la dette publique au-delà de l'horizon de cette projection et qui décriront, d'autre part, plusieurs scénarios possibles pour se rapprocher des pays ayant déjà réussi à faire baisser leur dette publique de façon significative.

## 5| Ces perspectives d'activité et d'inflation restent sujettes à des aléas

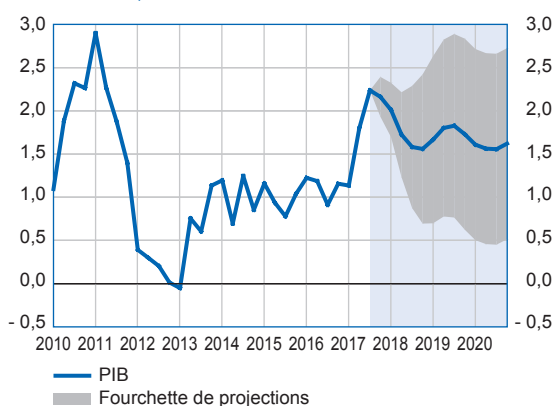
Un certain nombre d'aléas, relatifs à l'activité économique et au redressement de l'inflation, entourent cette projection. Ils sont illustrés par les graphiques 10 et 11 en éventail (estimés à partir des erreurs constatées historiquement).

**Les risques relatifs à l'activité sont globalement équilibrés.** Tout d'abord, si les **réformes** entreprises se traduisaient par un accroissement de la **croissance potentielle** dès cet horizon, la croissance pourrait être plus forte qu'actuellement projeté. Ensuite, si de nombreux éléments suggèrent que la croissance de l'**investissement des ménages** a atteint un pic début 2017, l'importance et la durée de ce ralentissement sont incertaines. La projection suppose par ailleurs une forte remontée du **taux d'épargne des ménages** à l'horizon 2020 vers sa moyenne de long terme, en symétrie de la baisse intervenue en 2012. Il est possible que celle-ci ne se matérialise pas avec cette ampleur ou à ce rythme. En revanche, la projection très dynamique des exportations, en particulier en 2018, est liée, d'une part à la stabilisation des parts de marché en 2018 à un niveau supérieur à celui de 2017, et d'autre part à un scénario allant de **demande mondiale** : ceci constitue un risque baissier si la reprise mondiale s'avérait moins persistante qu'attendu ou si les **performances à l'exportation** s'avéraient décevantes.

**Les aléas sont plutôt orientés à la hausse pour la projection de l'inflation.** Les cours à terme du pétrole décrivent en effet une baisse à partir du début 2018 qui pourrait ne pas se matérialiser. Notre révision à la baisse de l'inflation hors alimentaire et énergie traduit de plus, de façon importante, l'hypothèse d'un impact notable des mesures de baisses du **coût du travail** (CICE jusqu'en 2018 et baisse des cotisations sociales à partir de 2019) ; mais dans un contexte de baisse assez significative du chômage, l'inflation pourrait rapidement retrouver un rythme supérieur, tel qu'estimé avec des **courbes de Phillips**. La prévision incorpore également une baisse des loyers dans le parc social, comme prévu en lois de finances, même si le calendrier d'application de cette mesure demeure incertain. Enfin, les **réformes sur le marché du travail** ont, elles, un impact incertain sur l'inflation : elles pourraient conduire à une amélioration du marché de l'emploi et à des gains de productivité à moyen-long terme, mais pourraient également peser à la baisse sur certaines négociations salariales et l'inflation à court terme.

**Graphique 10 : Fourchette de projections de la croissance du PIB**

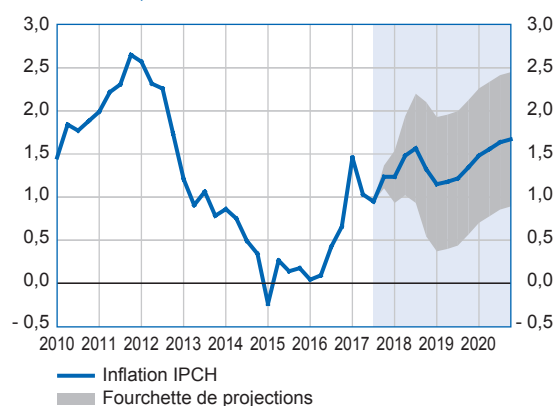
(glissement annuel, en %)



Sources : Insee pour 2000-2017T3, Banque de France en projections.

**Graphique 11 : Fourchette de projections de l'inflation IPCH**

(glissement annuel, en %)



Sources : Insee pour 2000-2017T3, Banque de France en projections.

## Annexe : révision des projections depuis juin 2017

**Tableau A1 : Révision des projections depuis le BMPE de juin 2017**

	BMPE de décembre 2017					Révisions depuis le BMPE de juin 2017			
	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019
<b>IPCH</b>	<b>0,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>- 0,2</b>
<b>IPCH hors énergie et alimentaire</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>	<b>0,0</b>	<b>- 0,1</b>	<b>- 0,4</b>	<b>- 0,4</b>
Déflateur du PIB	0,4	0,6	0,9	1,3	1,5	- 0,4	- 0,2	- 0,2	0,0
<b>PIB réel</b>	<b>1,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>
Contributions (points de PIB) <sup>a)</sup> :									
<i>Demande intérieure hors stocks</i>	2,0	1,8	1,6	1,6	1,6	0,1	0,2	0,1	0,1
<i>Exportations nettes</i>	- 0,8	- 0,5	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0
<i>Variations de stocks</i>	- 0,1	0,6	- 0,1	0,0	0,0	- 0,1	0,2	0,0	0,0
Consommation des ménages (53%) <sup>b)</sup>	2,1	1,2	1,5	1,7	1,6	0,3	- 0,1	0,0	0,2
Consommation publique (24%)	1,2	1,5	0,7	0,7	0,7	- 0,2	0,3	- 0,2	- 0,4
Investissement total (22%)	2,7	3,5	2,8	2,4	2,3	0,0	0,9	0,7	0,4
<i>Investissement public (3%)</i>	- 0,1	- 1,3	3,0	2,5	2,4	0,6	- 2,7	1,1	0,4
<i>Investissement des ménages (5%)</i>	2,4	5,1	2,1	1,3	1,9	0,3	2,0	0,9	0,9
<i>Investissements des entreprises (SNF-SF-EI) (13%)</i>	3,6	4,1	3,0	2,8	2,4	- 0,3	1,5	0,5	0,2
Exportations (29%)	1,9	3,3	5,9	4,3	3,7	0,7	- 0,1	0,8	0,0
Importations (31%)	4,2	4,7	4,7	3,6	3,3	0,7	- 0,2	0,4	- 0,2
Revenu disponible brut (RDB) réel des ménages	1,8	1,6	1,7	2,5	1,8	- 0,1	0,5	0,1	0,7
Taux d'épargne des ménages (% RDB)	14,0	14,3	14,4	15,0	15,1	- 0,6	- 0,1	0,0	0,4
Taux de chômage (BIT, France entière, % population active)	10,1	9,6	9,6	9,2	8,8	0,0	- 0,1	0,0	- 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. Cela peut également affecter le calcul des révisions depuis le dernier BMPE.

b) Les pourcentages entre parenthèses correspondent à la part de chaque poste dans le PIB en 2016.

Sources : Insee pour 2016, publication du 29 novembre 2017, projections Banque de France sur fond bleuté.

**Tableau A2 : Hypothèses techniques et environnement international<sup>a)</sup>**

	BMPE de décembre 2017					Révisions depuis le BMPE de juin 2017			
	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019
<b>Hypothèses techniques</b>									
Pétrole, baril de <i>Brent</i> (USD)	44,0	54,3	61,6	58,9	57,3	0,0	2,8	10,2	7,4
Pétrole, baril de <i>Brent</i> (EUR)	39,8	48,2	52,5	50,2	48,9	0,0	0,6	5,5	3,1
Matières premières hors énergie (EUR, évolution en %)	- 3,6	5,9	- 0,8	3,4	4,3	0,0	- 2,7	- 2,0	- 1,1
USD/EUR	1,11	1,13	1,17	1,17	1,17	0,0%	4,1%	7,4%	7,4%
Taux de change effectif nominal (évolution en %) <sup>b)</sup>	3,8	2,2	2,8	0,0	0,0	0,1	2,6	2,5	0,0
Euribor à 3 mois <sup>c)</sup>	- 0,3	- 0,3	- 0,3	- 0,1	0,1	0,0	0,0	- 0,1	- 0,2
Taux longs sur les obligations de l'État français à 10 ans <sup>c)</sup>	0,5	0,8	0,7	1,0	1,3	0,0	- 0,1	- 0,4	- 0,5
<b>Environnement international, évolution en %</b>									
Prix des concurrents à l'export extra-zone euro (en euros)	- 4,8	2,4	- 0,9	2,4	2,4	0,1	- 3,1	- 3,3	- 0,2
PIB mondial	3,0	3,6	3,6	3,6	3,5	0,1	0,2	0,1	0,0
PIB mondial hors zone euro	3,2	3,7	3,9	3,8	3,7	0,1	0,2	0,1	0,0
Commerce mondial hors zone euro	1,2	5,6	4,5	4,2	3,7	0,3	1,2	0,7	0,3
Demande adressée à la France	2,6	5,3	4,9	4,1	3,7	0,5	0,8	1,0	0,3
<i>Intra-zone euro</i>	4,4	5,2	5,0	4,4	3,9	0,5	- 0,3	0,5	0,2
<i>Extra-zone euro</i>	1,1	5,4	4,8	3,9	3,4	0,5	1,7	1,5	0,4

Les révisions depuis le BMPE de juin sont des variations absolues lorsque la variable prévue dans le BMPE de décembre 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 au 22 novembre 2017 pour les données de marché et de demande adressée à la France selon des principes explicités dans l'article : « *Guide to Eurosystem Staff macroeconomic projection exercises* », juin 2001, disponible à l'adresse : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/staffprojectionsguideen.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 trente-huit 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 : Eurosystem, projections Banque de France sur fond bleuté.