



**HAL**  
open science

## Perspectives économiques 2018-2019

Eric Heyer, Xavier Timbeau

► **To cite this version:**

Eric Heyer, Xavier Timbeau. Perspectives économiques 2018-2019. Revue de l'OFCE, 155, pp.5 - 13, 2018. hal-03387602

**HAL Id: hal-03387602**

**<https://sciencespo.hal.science/hal-03387602>**

Submitted on 20 Oct 2021

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

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

DOSSIER

## PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2018-2019

---

### Présentation générale

Éric Heyer et Xavier Timbeau

### La fin d'un cycle ?

*Perspectives 2018-2019 pour l'économie mondiale et la zone euro*

Département analyse et prévision

### France : retour à meilleure fortune

*Perspectives 2018-2019 pour l'économie française*

Département analyse et prévision

### Les effets de la politique budgétaire depuis 2008 dans six économies avancées

Raul Sampognaro

### Taux de change d'équilibre et ampleur des désajustements internes à la zone euro

Sébastien Villemot, Bruno Ducoudré, Xavier Timbeau

### Taux de change euro/dollar : un effet BCE ou Réserve fédérale ?

Christophe Blot, Paul Hubert, Rémi Odry

### Débat sur les perspectives économiques

## OFCE

L'Observatoire français des conjonctures économiques est un organisme indépendant de prévision, de recherche et d'évaluation des politiques publiques. Créé par une convention passée entre l'État et la Fondation nationale des sciences politiques approuvée par le décret n° 81.175 du 11 février 1981, l'OFCE regroupe plus de 40 chercheurs (es) français et étrangers. « Mettre au service du débat public en économie les fruits de la rigueur scientifique et de l'indépendance universitaire », telle est la mission que l'OFCE remplit en conduisant des travaux théoriques et empiriques, en participant aux réseaux scientifiques internationaux, en assurant une présence régulière dans les médias et en coopérant étroitement avec les pouvoirs publics français et européens. Philippe Weil a présidé l'OFCE de 2011 à 2013, à la suite de Jean-Paul Fitoussi, qui a succédé en 1989 au fondateur de l'OFCE, Jean-Marcel Jeanneney. Depuis 2014, Xavier Ragot préside l'OFCE. Il est assisté d'un conseil scientifique qui délibère sur l'orientation de ses travaux et l'utilisation des moyens.

### **Président**

Xavier Ragot.

### **Direction**

Jérôme Creel, Estelle Frisquet, Éric Heyer, Lionel Nesta, Xavier Timbeau.

### **Comité de rédaction**

Guillaume Allègre, Luc Arrondel, Frédérique Bec, Christophe Blot, Carole Bonnet, Julia Cagé, Ève Caroli, Virginie Coudert, Anne-Laure Delatte, Brigitte Dormont, Bruno Ducoudré, Michel Forsé, Guillaume Gaulier, Sarah Guillou, Florence Legros, Éloi Laurent, Mauro Napoletano, Hélène Périvier, Mathieu Plane, Franck Portier, Corinne Prost, Romain Rancière et Raul Sampognaro.

### **Publication**

Xavier Ragot, *directeur de la publication*

Sandrine Levasseur, *rédactrice en chef*

Laurence Duboys Fresney, *secrétaire de rédaction*

Najette Moummi, *responsable de la fabrication*

### **Contact**

OFCE | 10, place de Catalogne 75014 Paris

Tel. : +33(0)1 44 18 54 24

web : [www.ofce.sciences-po.fr](http://www.ofce.sciences-po.fr)

## PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2018-2019

Sous la direction d'Éric Heyer et de Xavier Timbeau

<b>Présentation générale</b> .....	5
Éric Heyer, Xavier Timbeau	

### PRÉVISION

<b>La fin d'un cycle ?</b> .....	17
<i>Perspectives 2018-2019 pour l'économie mondiale et la zone euro</i>	
Département analyse et prévision	
<b>France : retour à meilleure fortune</b> .....	171
<i>Perspectives 2018-2019 pour l'économie française</i>	
Département analyse et prévision	

### ÉTUDES SPÉCIALES

<b>Les effets de la politique budgétaire depuis 2008 dans six économies avancées</b> .....	269
Raul Sampognaro	
<b>Taux de change d'équilibre et ampleur des désajustements internes à la zone euro</b> .....	303
Sébastien Villemot, Bruno Ducoudré, Xavier Timbeau	
<b>Taux de change euro/dollar : un effet BCE ou Réserve fédérale ?</b> ..	335
Christophe Blot, Paul Hubert, Rémi Odry	

<b>Débat sur les perspectives économiques</b> .....	353
<i>Index tableaux, graphiques, encadrés</i> .....	367
<i>Liste des abréviations de pays</i> .....	374

Les propos des auteurs et les opinions qu'ils expriment n'engagent qu'eux-mêmes  
et non les institutions auxquelles ils appartiennent.

### PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2018-2019

Éric Heyer et Xavier Timbeau

OFCE, Sciences Po

Ce numéro de la *Revue de l'OFCE* consacré aux prévisions économiques pour les années 2018 à 2019 est composé de plusieurs articles qui peuvent être lus indépendamment.

Le premier article, intitulé « **La fin d'un cycle ?** » présente le scénario de prévision pour l'économie mondiale et la zone euro. Comme le rappellent les économistes du Département analyse et prévision de l'OFCE, la dynamique de croissance de l'économie mondiale est confirmée en fin d'année 2017. L'activité continue de se renforcer dans les grandes zones économiques – en particulier dans les pays industrialisés – et porte le taux de croissance de l'économie mondiale à 3,5 % contre 3,1 % en 2016. À court terme ce scénario devrait se poursuivre, ce qui porterait la croissance mondiale à 3,7 % en 2018 puis 3,5 % en 2019. Les politiques monétaires continueront à apporter un soutien à l'économie même si la normalisation est en cours aux États-Unis et sera amorcée prochainement dans la zone euro. L'orientation des politiques budgétaires sera fortement expansionniste aux États-Unis. Le premier budget de l'ère Trump est marqué par une baisse des prélèvements obligatoires et une augmentation des dépenses portant l'impulsion budgétaire cumulée 2018-2019 à 3 points de PIB. S'il existe encore quelques pays qui n'ont pas retrouvé leur PIB d'avant-crise – Italie, Grèce, Portugal et Finlande notamment – ou dont le taux de chômage élevé signale la persistance du sous-emploi, l'évolution récente de la situation macroéconomique devrait effacer progressivement les conséquences de la Grande Récession qui avait débuté en 2008. Du côté des pays émergents, le Brésil et la Russie retrouvent progressivement le chemin de la croissance tandis que le ralentissement en cours de la Chine reste sous contrôle et la croissance accélère à nouveau en Inde. Pour l'ensemble des pays émergents, la croissance passerait de 4,3 %

en 2016 à 4,7 % en 2018 et 2019. Dans ce contexte se pose la question de la capacité des économies développées – dont le taux de chômage retrouve son niveau d'avant-crise – à maintenir un rythme de croissance élevé. Certains indicateurs suggèrent que les contraintes d'offre deviendraient plus prégnantes, ce qui pose la question de la croissance potentielle et du niveau du chômage structurel. La fin de la crise n'implique pas nécessairement un retour à la situation qui prévalait en 2007 et la poursuite de la reprise reste nécessaire pour résorber les déséquilibres hérités de la crise. L'inflation est plus basse, sauf au Royaume-Uni où le vote en faveur du Brexit a provoqué une dépréciation de la livre. Pourtant, les politiques monétaires ont été et restent expansionnistes. Les taux d'intérêt directeurs des banques centrales sont plus faibles et la taille de leur bilan est bien plus élevée du fait des politiques d'achats de titres menées pendant la crise. Ensuite, les ratios de dette publique sur PIB sont aussi plus importants, reflétant le soutien apporté par les gouvernements au début de la récession mais surtout les pertes importantes d'activité enregistrées pendant la crise. Il en a résulté un déficit public conjoncturel sur une période prolongée. Les écarts de production mesurant la différence entre le PIB et le niveau potentiel sont restés négatifs entre 2008 et 2017 et se ferment progressivement. La mesure statistique de ces écarts reste soumise à de nombreuses incertitudes mais, parmi les grands pays, ils se seraient refermés ou quasi-refermés en Allemagne, au Japon, au Royaume-Uni et aux États-Unis. Dans les autres pays, cette fermeture pourrait être effective d'ici la fin de l'année 2019, ce qui marquerait la fin de la dynamique de reprise dans la plupart des économies. Le cycle conjoncturel va-t-il progressivement prendre fin ou se poursuivra-t-il à un rythme soutenu qui permettrait d'améliorer les conditions d'emploi et de réduire les déséquilibres issus de la crise financière globale ? La réduction de la dette publique, permettant de retrouver des marges de manœuvre budgétaire, sera favorisée par le dynamisme de la croissance nominale, ce qui suppose la poursuite du cycle de croissance en cours et le retour de l'inflation vers la cible de 2 %, voire au-dessus. Or, même dans les pays où le taux de chômage est inférieur à son niveau d'avant-crise, l'inflation sous-jacente demeure basse, inférieure à 2 % aux États-Unis et à 1 % dans la zone euro. Par ailleurs, une fois la phase de reprise achevée dans tous pays, la croissance convergera-t-elle vers son potentiel ? Ce qui rendrait cruciale la question de l'évaluation de ce sentier de croissance. Le ralentissement concomitant de la croissance de la population active et de la productivité tendancielle implique un ralentissement de la croissance potentielle. Ces évolutions restent néanmoins soumises à de nombreuses incertitudes statistiques et

méthodologiques. Dans ces conditions, le défi des gouvernements et des banques centrales est de normaliser progressivement et pragmatiquement les politiques budgétaires et monétaires. Des restrictions précipitées, donnant une importance excessive à des indicateurs de tensions fragiles, risqueraient de freiner, voire de casser la dynamique de croissance et donc les facteurs qui favoriseront la correction des déséquilibres hérités de la crise. En même temps, des politiques trop longtemps expansionnistes pourraient alimenter de nouveaux déséquilibres de compte courant ou financiers.

**Tableau 1. Perspectives de croissance mondiale**

Taux de croissance annuels, en %

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

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

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

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE avril 2018.

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

	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>Taux de change <sup>1</sup></b>																
1 €=...dollars	1,06	1,09	1,17	1,17	1,22	1,25	1,25	1,25	1,30	1,30	1,30	1,30	1,11	1,12	1,24	1,30
1 \$=...yens	115	111	111	113	110	110,0	110,0	110,0	110,0	110,0	110,0	110,0	109,3	112,6	109,9	110,0
1 £=...euros	1,17	1,17	1,11	1,14	1,13	1,13	1,13	1,13	1,10	1,10	1,10	1,10	1,23	1,15	1,13	1,10
<b>Taux d'intérêt directeurs des banques centrales<sup>1</sup></b>																
USA	0,79	1,05	1,25	1,30	1,58	1,75	2,00	2,33	2,60	2,80	3,10	3,33	0,51	1,10	1,92	2,96
JPN	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,07	-0,10	-0,10	0,00
EUZ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,33	0,50	0,01	0,00	0,00	0,27
GBR	0,25	0,25	0,25	0,45	0,50	0,50	0,58	0,75	0,83	1,00	1,08	1,25	0,46	0,30	0,58	1,04
<b>Taux d'intérêt à 10 ans<sup>1</sup></b>																
USA	2,4	2,3	2,2	2,4	2,7	2,8	3,0	3,3	3,5	3,7	3,9	4,0	1,8	2,3	2,96	3,78
JPN	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	-0,1	0,1	0,09	0,31
EUZ	1,3	1,3	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,4	1,5	1,6	1,7	1,7	0,9	1,2	1,20	1,63
GBR	1,4	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,3	1,2	1,53	1,70
<b>Matières premières</b>																
Prix du pétrole Brent, en \$ <sup>1</sup>	53,8	49,8	52,1	61,5	66,0	70,0	68,0	68,0	71,0	71,0	71,0	71,0	43,8	54,3	68,00	71,00
Prix du pétrole Brent, en € <sup>1</sup>	50,7	45,6	44,5	52,4	54,1	56,0	54,4	54,4	54,6	54,6	54,6	54,6	39,4	48,3	54,72	54,62
Matières premières industrielles <sup>2</sup>	5,8	-7,5	2,5	13,1	7,8	-3,9	-4,1	-2,1	0,0	0,0	2,2	0,0	-12,7	20,5	10,9	-3,6

1. Moyenne sur la période.

2. Variation par rapport à la période précédente, en %.

Sources : Taux de change et pétrole : relevé des cotations quotidiennes. Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Prévision OFCE avril 2018.

Le deuxième article détaille l'analyse conjoncturelle de l'économie française. Il s'intitule « **France : retour à meilleure fortune** ». Après cinq années de croissance atone (0,8 % en moyenne sur la période 2012-2016), la reprise s'est enfin concrétisée en 2017 avec une hausse du PIB en volume de 2 %. Des facteurs négatifs qui ont marqué 2016 (chute de la production agricole, impact des attentats sur le tourisme, ...), et qui ont contribué à la mauvaise performance du commerce extérieur se sont estompés, permettant à l'économie française de profiter pleinement du redressement de sa demande intérieure. Si l'écart de production (*output gap*) a commencé à se réduire en 2017, il reste néanmoins négatif (-1,9 point de PIB selon notre évaluation). Avec une croissance attendue de 2 % en 2018 et 2,1 % 2019, l'économie française se rapprocherait de sa production potentielle (dont le taux de croissance est de 1,2 %) d'ici à la fin de l'année 2019. Des tensions, signalées par les enquêtes de conjoncture, apparaissent mais ne se traduisent pas par une accélération des salaires au-delà de la productivité, signe que l'économie française ne bute pas sur ses capacités de production. Le choix du gouvernement de conduire une politique de consolidation budgétaire modérée sur la première moitié du quinquennat (0,2 point de PIB d'effort structurel sur 2018-2019) ne remettrait pas en cause la remise en marche, d'autant plus que l'économie bénéficie des mesures économiques passées (CICE, Pacte de responsabilité). Les mesures de politique économique contemporaines et passées, qui intègrent à la fois les mesures issues du budget 2018 mais aussi celles des budgets antérieurs, et dont les effets sont différés, auront un impact positif sur la croissance en 2018 et 2019 (respectivement +0,1 et +0,2 point de PIB).

En revanche, le profil trimestriel de la croissance du PIB de 2018 sera marqué par le calendrier des mesures fiscales qui vont affecter le pouvoir d'achat et donc la trajectoire de consommation des ménages. Le premier trimestre sera marqué par une contraction du pouvoir d'achat en raison de la hausse de la fiscalité indirecte et de la CSG. Cet effet sera temporaire car le revenu réel des ménages devrait s'accroître au cours des trimestres suivants avec une forte accélération en fin d'année sous l'impulsion de la baisse de la taxe d'habitation et de la seconde tranche de baisse de cotisations sociales. Ainsi, la dynamique de consommation, faible au premier semestre et forte au second, conduira à une accélération de la croissance tout au long de l'année, de 0,3 % au premier trimestre à 0,7 % en fin d'année. En 2019, sous l'effet de la montée en charge des mesures fiscales de soutien au pouvoir d'achat des ménages, ce dernier augmenterait de 2,4 % (après 1,6 %

en 2018) dynamisant la consommation sur l'ensemble de l'année (2,2 % en 2019 après 1,5 % en 2018), et ce malgré une nouvelle hausse de la fiscalité indirecte. La croissance de l'investissement des entreprises resterait robuste en 2018 et en 2019, soutenue par l'amélioration continue du taux de profit, un coût du capital toujours bas et une demande dynamique qui maintient un taux d'utilisation élevé. Après plusieurs années de contraction, l'investissement des administrations publiques repartirait à la hausse en 2018 et 2019 avec le déploiement progressif du Grand Plan d'Investissement et l'objectif de préserver l'investissement des collectivités locales. L'investissement des ménages ralentirait, comme l'indique le retournement des enquêtes de demande de logements et des perspectives de mises en chantier, en lien probablement avec la réduction des moyens budgétaires alloués au logement et avec l'attentisme sur le marché de la construction à la suite des discussions à attendre autour du projet de loi ELAN. L'orientation favorable des enquêtes sur les perspectives d'exportations, les niveaux records des taux de marges des exportateurs et la vigueur de l'investissement productif seraient favorables à la dynamique des exportations. Au sein d'un environnement économique porteur en zone euro, le commerce extérieur ne serait plus un frein à la croissance de la France en 2018 et 2019. Une incertitude persiste cependant quant au rétablissement durable du commerce extérieur. Avec une croissance robuste en 2018 et en 2019, les créations d'emplois, portées par le secteur marchand, resteraient dynamiques (194 000 en 2018 et 254 000 en 2019), ce qui permettrait de réduire le taux de chômage à 8,4 % fin 2018 et de terminer l'année 2019 à 7,9 % (contre 8,6 % au quatrième trimestre 2017). En revanche, la forte baisse des nouveaux contrats aidés en 2018 (de 300 000 à 120 000) pèserait sur la vitesse de réduction du chômage malgré la montée en charge du Plan Formation et de la Garantie jeunes. La réduction du déficit public sera lente (2,4 % en 2018 et 2,5 % en 2019 après 2,6 % en 2017), mais cette lenteur ne doit pas masquer l'amélioration significative du solde public qui atteindrait 1,6 % en 2019 hors mesure ponctuelle liée à la transformation du CICE en baisses de cotisations sociales. La réduction du déficit serait suffisante pour assurer la sortie du bras correctif du Pacte de stabilité et entamer une décrue de la dette publique (de 97 % du PIB en 2017 à 95,4 % en 2019). De plus, cette prévision n'intègre pas d'éventuelles bonnes surprises sur les recettes fiscales, comme en 2017, qui sont possibles en phase de retour durable de la croissance.

### Tableau 3. Résumé de la prévision pour l'économie française

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>PIB</b>	0,7	0,6	0,5	0,7	0,3	0,4	0,5	0,7	0,5	0,5	0,5	0,6	1,1	2,0	2,0	2,1
<b>PIB par habitant</b>	0,6	0,5	0,4	0,6	0,2	0,3	0,4	0,6	0,4	0,4	0,4	0,5	0,7	1,5	1,6	1,7
<b>Consommation des ménages</b>	0,2	0,3	0,5	0,2	0,2	0,4	0,5	0,8	0,5	0,5	0,5	0,6	2,1	1,3	1,5	2,2
<b>Consommation publique</b>	0,3	0,5	0,6	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1,2	1,6	1,2	0,6
<b>FBCF totale dont :</b>	1,7	0,9	0,9	1,1	0,7	0,9	0,9	0,9	0,7	0,7	0,7	0,8	2,7	3,8	3,6	3,1
<i>Entreprises non financières</i>	2,4	1,0	1,1	1,5	0,8	1,1	0,9	1,1	0,7	0,7	0,8	0,9	3,4	4,4	4,3	3,5
<i>Ménages</i>	1,8	1,4	0,9	0,6	0,5	0,4	0,5	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	2,4	5,3	2,5	1,3
<i>Administrations publiques</i>	-0,6	0,1	-0,2	0,5	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	-0,1	-1,0	2,6	4,0
<b>Exportations de biens et services</b>	-0,7	2,2	1,0	2,5	0,6	0,4	0,8	1,0	1,0	0,8	0,9	1,0	1,9	3,3	4,6	3,6
<b>Importations de biens et services</b>	1,2	0,0	2,2	0,3	0,8	0,9	0,8	1,1	1,0	0,7	0,8	0,8	4,2	4,1	3,5	3,6
<b>Contributions :</b>																
<b>Demande intérieure hors stocks</b>	0,6	0,5	0,6	0,5	0,3	0,5	0,5	0,7	0,5	0,5	0,5	0,6	2,0	1,9	2,0	2,1
<b>Variations de stocks</b>	0,7	-0,5	0,3	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,4	-0,1	0,0
<b>Commerce extérieur</b>	-0,6	0,7	-0,4	0,7	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	-0,3	0,2	0,0
<b>Prix à la consommation (IPCH)*</b>	1,5	1,0	0,9	1,2	1,6	1,2	1,5	1,4	1,3	1,4	1,7	1,8	0,3	1,2	1,4	1,6
<b>Taux de chômage</b>	9,3	9,1	9,3	8,6	8,6	8,6	8,5	8,4	8,3	8,2	8,1	7,9	9,8	9,1	8,5	8,1
<b>Solde public, en % du PIB</b>													-3,4	-2,6	-2,4	-2,5
<b>Dettes public, en % du PIB</b>													96,6	97,0	96,6	95,4
<b>Impulsion budgétaire, en points de PIB **</b>													0,0	0,2	0,0	-0,2
<b>PIB de la zone euro</b>	0,6	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5	1,8	2,5	2,3	1,9

\* Pour les trimestres, glissement annuel ; pour les années, moyenne annuelle.

\*\* Mesurée comme l'inverse de l'effort budgétaire structurel.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévisions OFCE, *e-mod.fr*, 2018-2019, avril 2018.

Trois études spéciales complètent et enrichissent l'analyse conjoncturelle.

Dans la première, Raul Sampognaro analyse « **Les effets de la politique budgétaire depuis 2008 dans six économies avancées** ». La Grande Récession a marqué le retour en grâce de la politique budgétaire comme instrument de stabilisation conjoncturelle. Au lendemain de la crise des *subprime*, les grandes économies avancées ont mis en place un vaste plan de relance de façon coordonnée pour stopper la récession. Ensuite, à partir de 2011, avec le début de la reprise et de la normalisation financière, une phase de consolidation budgétaire a été engagée. Depuis 2016, la politique budgétaire est devenue neutre. Le recours à l'outil budgétaire pour stabiliser la croissance a réanimé les débats sur l'efficacité de ce choix. Au regard des nombreuses études, il existe tout de même un consensus relatif sur la valeur du multiplicateur à court terme. Il serait positif et proche de l'unité. En revanche, l'effet à long terme d'un choc budgétaire dépend de la situation conjoncturelle. Les effets de la politique budgétaire peuvent être pérennes s'il y a un nombre significatif d'agents privés contraints financièrement ou si la banque centrale ne peut pas réagir à la politique budgétaire.

Ainsi, les effets dynamiques de la politique budgétaire dépendront du contexte conjoncturel. La prise en compte de la dynamique du multiplicateur permet d'améliorer l'évaluation des effets de la politique budgétaire au cours de la dernière décennie. Selon les calculs de l'auteur, le PIB allemand aurait été soutenu par les nouvelles mesures budgétaires, alors que le PIB aurait diminué en Italie, en France et au Royaume-Uni d'un montant compris entre 1,5 et 3,5 points de PIB. Enfin, le PIB espagnol aurait été amputé de 7,5 points.

Dans la seconde étude intitulée « **Taux de change d'équilibre et ampleur des désajustements internes à la zone euro** », les auteurs, Sébastien Villemot, Bruno Ducoudré et Xavier Timbeau cherchent à quantifier, à partir d'une modélisation des taux de change réel d'équilibre, les ajustements à effectuer – aussi bien à l'intérieur de la zone euro que vis-à-vis du reste du monde – pour parvenir à résorber les déséquilibres de balance courante tout en stabilisant les positions extérieures nettes des pays de la zone euro. Leurs estimations indiquent que des désajustements substantiels subsistent, le désajustement moyen (en valeur absolue) par rapport au niveau de l'euro s'élevant à 11 % en 2016. Le différentiel nominal relatif entre l'Allemagne et la France s'élèverait à 25 %. La prise en compte des incertitudes sur la valeur des élasticités-prix des exportations et des importations ne

remet pas en cause le diagnostic, mais une incertitude forte subsiste sur la quantification des désajustements, un désajustement de près de 35 % de l'Allemagne par rapport à la moyenne de ses partenaires ne pouvant être écarté dans le pire des scénarios. Enfin, les auteurs estiment la cible de long terme de la parité euro/dollar à 1,35 dollar pour un euro.

Dans la dernière étude, intitulée « **Taux de change euro/dollar, un effet BCE ou Réserve fédérale ?** », Christophe Blot, Paul Hubert et Rémi Odry analysent les effets différenciés des politiques monétaires de la BCE et de la Réserve fédérale sur l'évolution du taux de change euro/dollar. Deux types d'effets sont quantifiés : l'effet de signal lié à l'annonce des politiques monétaires et l'effet macroéconomique lié à la mise en œuvre de celle-ci. Les résultats obtenus suggèrent que l'effet de signal des décisions de la Réserve fédérale serait plus important que celui associé aux décisions de la BCE mais que les chocs de politique monétaire en zone euro se traduiraient par une réaction plus forte du taux de change euro/dollar.

Enfin, ce numéro se termine par la retranscription du débat sur les perspectives économiques qui a permis de confronter les analyses de l'OFCE à celles Paola Monperrus-Veroni du Crédit Agricole et de Laurent Clavel d'Axa.



## PRÉVISIONS

---

<b>La fin d'un cycle ?</b> . . . . .	<b>17</b>
<i>Perspectives 2018-2019 pour l'économie mondiale et la zone euro</i>	
Département analyse et prévision	
<b>France : retour à meilleure fortune</b> . . . . .	<b>171</b>
<i>Perspectives 2018-2019 pour l'économie française</i>	
Département analyse et prévision	

---



# LA FIN D'UN CYCLE ?

## PERSPECTIVES 2018-2019 POUR L'ÉCONOMIE MONDIALE ET LA ZONE EURO

Département analyse  
et prévision  
Sous la direction d'Éric Heyer  
et de Xavier Timbeau

L'activité économique se renforce dans les grandes zones économiques portant la croissance de l'économie mondiale à 3,5 % en 2017 contre 3,1 % en 2016. Ce scénario se poursuivrait en 2018 et 2019 avec une croissance qui atteindrait respectivement 3,7 % et 3,5 %. Même si la normalisation de la politique monétaire se poursuivait aux États-Unis et débutait dans la zone euro, les politiques monétaires resteraient expansionnistes. Par ailleurs, la politique budgétaire sera fortement expansionniste aux États-Unis, ce qui stimulera la croissance mais se traduira également par une augmentation du déficit budgétaire et du déficit courant. La croissance accélère également dans les pays émergents et passerait de 4,3 % en 2016 à 4,7 % en 2018 et 2019. Au-delà de la dynamique de court terme, se pose la question de la poursuite de la dynamique de croissance, notamment dans les pays où le taux de chômage retrouve son niveau d'avant-crise. Dans ce contexte, se pose la question de la capacité des économies développées, dont le taux de chômage retrouve son niveau d'avant-crise, à maintenir leur rythme de croissance élevé. Certains indicateurs suggèrent que les contraintes d'offre deviendraient plus prégnantes, ce qui pose la question de la croissance potentielle et du niveau du chômage structurel. Autrement dit, le cycle conjoncturel va-t-il progressivement prendre fin ou se poursuivra-t-il à un rythme soutenu, ce qui permettrait d'améliorer les conditions d'emploi et de réduire les déséquilibres issus de la crise financière globale ? Si tel est le cas, force est de constater que les pays n'auront pas résorbé l'ensemble des déséquilibres issus de la crise, ce qui interroge de fait sur la conduite de la politique économique. Le principal défi des gouvernements et des banques centrales est donc de normaliser progressivement et pragmatiquement les politiques budgétaires et monétaires.

\* Ce texte synthétise l'analyse de la conjoncture menée par le Département analyse et prévision de l'OFCE au printemps 2018. Ces analyses s'appuient sur le travail de l'équipe internationale animée par Christophe Blot composée de Céline Antonin, Amel Falah, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Christine Riffart et Sébastien Villemot et de l'équipe France animée par Mathieu Plane composée de Bruno Ducoudré, Pierre Madec, Hervé Péléraux et Raul Sampognaro. Cette prévision intègre les informations disponibles au 10 avril 2018.

## Perspectives 2018-2019 pour l'économie mondiale et la zone euro

### 1. Synthèse du scénario : la fin d'un cycle ? ..... 19

#### *Parties thématiques*

### 2. Un sentier de reprise de faible ampleur ..... 46

### 3. Une reprise avec peu d'inflation ..... 57

### 4. Cycle de productivité et emploi : retour sur les ajustements depuis la crise ..... 66

### 5. Politique monétaire : les banques centrales face à l'absence d'inflation ..... 76

### 6. Politiques budgétaires : accélération sans crise ..... 84

### 7. Quel taux de change d'équilibre pour l'euro-dollar ? ..... 96

### 8. Les crédits au secteur non financier : des taux d'endettement qui restent élevés ..... 103

### 9. Tour du monde de la situation conjoncturelle ..... 117

Les États-Unis à la relance ..... 117

Royaume-Uni : navigation à vue ..... 121

Allemagne : croissance sans limite ? ..... 131

Italie : l'incertitude politique de retour ..... 134

Espagne : la reprise est finie, vive la croissance ! ..... 141

Pays émergents : vers la fin du ralentissement ..... 146

Pétrole : stabilité des cours ..... 152

#### **ANNEXE (tableaux)**

A1. Principales hypothèses ..... 160

A2. Équilibre marché pétrole ..... 161

A3. États-Unis ..... 162

A4. Zone euro ..... 163

A5. Allemagne ..... 164

A6. France ..... 165

A7. Italie ..... 166

A8. Espagne ..... 167

A9. Royaume-Uni ..... 168

A10. Asie ..... 169

A11. Amérique latine ..... 169

A12. Nouveaux États membres de l'Union ..... 169

## 1. Synthèse : la fin d'un cycle ?

---

La dynamique de croissance de l'économie mondiale a été confirmée en fin d'année 2017. L'activité continue de se renforcer dans les grandes zones économiques – en particulier dans les pays industrialisés – et porte le taux de croissance de l'économie mondiale à 3,5 % contre 3,1 % en 2016. À court terme, ce scénario devrait se poursuivre. Les politiques monétaires continueront à apporter un soutien à l'économie même si la normalisation est en cours – en particulier aux États-Unis – et sera amorcée prochainement dans la zone euro. L'orientation des politiques budgétaires sera fortement expansionniste aux États-Unis où le premier budget de l'ère Trump est marqué par une baisse des prélèvements obligatoires et une augmentation des dépenses. S'il existe encore quelques pays qui n'ont pas retrouvé leur PIB d'avant-crise – Italie, Grèce, Portugal et Finlande notamment – ou dont le taux de chômage élevé signale la persistance du sous-emploi, l'évolution récente de la situation macroéconomique devrait effacer progressivement les conséquences de la Grande Récession qui avait débuté en 2008. Du côté des pays émergents, le Brésil et la Russie retrouvent progressivement le chemin de la croissance tandis que le ralentissement en cours de la Chine reste sous contrôle et que la croissance accélère à nouveau en Inde. Dans ce contexte, se pose la question de la capacité des économies développées, dont le taux de chômage retrouve son niveau d'avant-crise, à maintenir un rythme de croissance élevé. Certains indicateurs suggèrent que les contraintes d'offre deviendraient plus prégnantes, ce qui pose la question de la croissance potentielle et du niveau du chômage structurel.

La fin de la crise n'implique pas nécessairement un retour à la situation qui prévalait en 2007 et la poursuite de la reprise reste nécessaire pour résorber les déséquilibres hérités de la crise. L'inflation est plus basse, sauf au Royaume-Uni où le vote en faveur du Brexit a provoqué une dépréciation de la livre sterling. Pourtant, les politiques monétaires ont été et restent expansionnistes. Les taux d'intérêt directeurs des banques centrales sont plus faibles et la taille de leur bilan est bien plus importante du fait des politiques d'achats de titres menées pendant la

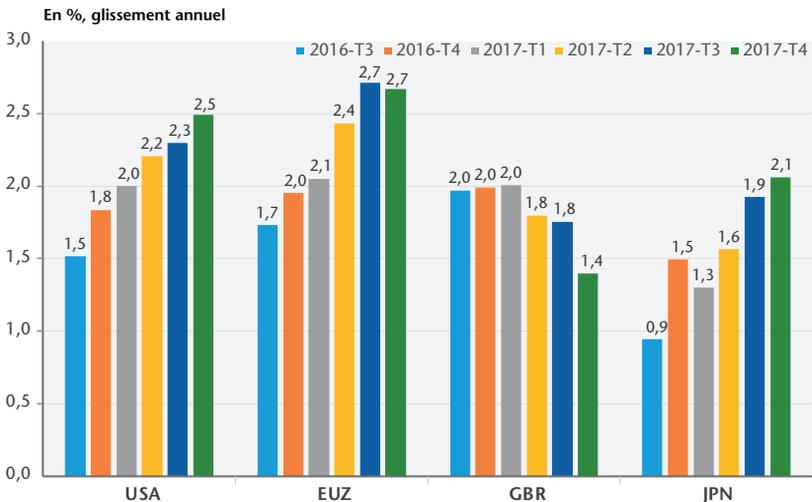
crise. Ensuite, les ratios de dette publique sur PIB sont aussi plus élevés reflétant le soutien apporté par les gouvernements au début de la récession et plus encore les pertes importantes d'activité enregistrées pendant la crise, ce qui a conduit à une dégradation du déficit public conjoncturel sur une période prolongée. Les écarts de production mesurant la différence entre le PIB observé et son niveau potentiel sont restés négatifs entre 2008 et 2017 et se ferment progressivement. La mesure statistique de ces écarts est soumise à de nombreuses incertitudes mais, parmi les grands pays, ils seraient refermés ou quasi-fermés en Allemagne, au Japon, au Royaume-Uni et aux États-Unis. Dans la plupart des autres grands pays, cette fermeture pourrait être effective d'ici la fin de l'année 2019, ce qui marquerait la fin de la dynamique de reprise. Le cycle conjoncturel va-t-il progressivement prendre fin ou se poursuivra-t-il à un rythme soutenu, ce qui permettrait d'améliorer les conditions d'emploi et de réduire les déséquilibres issus de la crise financière globale ?

La réduction de la dette publique, permettant de retrouver des marges de manœuvre budgétaire, sera favorisée par le dynamisme de la croissance nominale, ce qui suppose la poursuite du cycle de croissance en cours et le retour de l'inflation vers la cible de 2 %, voire au-dessus. Or, même dans les pays où le taux de chômage est inférieur à son niveau d'avant-crise, l'inflation sous-jacente demeure basse. Par ailleurs, une fois que la phase de reprise sera achevée dans tous pays, la croissance convergera-t-elle vers son rythme potentiel, ce qui rendrait cruciale la question de l'évaluation de ce sentier de croissance ? Le ralentissement concomitant de la croissance de la population active et de la productivité tendancielle implique un ralentissement de la croissance potentielle. Ces évolutions restent néanmoins soumises à de nombreuses incertitudes statistiques et méthodologiques. Dans ces conditions, le défi des gouvernements et des banques centrales est de normaliser progressivement et pragmatiquement les politiques budgétaires et monétaires. Des restrictions précipitées, donnant une importance excessive à des indicateurs de tensions fragiles, risqueraient de freiner, voire de casser la dynamique de croissance et donc les facteurs qui favoriseront la correction des déséquilibres hérités de la crise. En même temps, des politiques trop longtemps expansionnistes pourraient alimenter de nouveaux déséquilibres de comptes courants ou financiers.

## La reprise se poursuit

La croissance du PIB en glissement annuel s'est renforcée dans de nombreux pays industrialisés et émergents aux troisième et quatrième trimestres 2017 (graphiques 1 et 2)<sup>1</sup>. C'est le cas aux États-Unis où la croissance américaine, principalement soutenue par la consommation des ménages et par l'investissement, a accéléré tout au long de l'année. En glissement annuel, elle s'élevait à 2,6 % au quatrième trimestre, soit 1,1 point de plus qu'au troisième trimestre 2016. La dynamique de croissance est de même ampleur dans la zone euro avec un glissement annuel du PIB de 2,7 % en fin d'année 2017 contre 1,7 % au troisième trimestre 2016. À la différence des États-Unis, la croissance de la zone euro a davantage été tirée par le commerce extérieur en cette fin d'année que par la demande intérieure. Au sein de la zone euro, l'Allemagne joue toujours le rôle de locomotive même si la contribution de la croissance française, et dans une moindre mesure celle de l'Italie, augmentent depuis le début de l'année 2017. Quant à l'Espagne, la croissance en glissement annuel est stable autour de 3 % sur les six derniers trimestres. L'activité progresse également au cours du second semestre 2017 au Japon. Au troisième trimestre, elle fut surtout portée

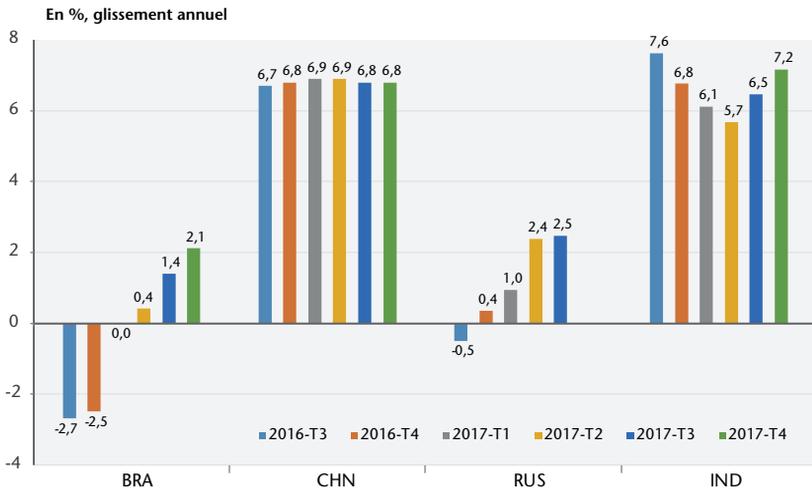
Graphique 1. PIB des pays industrialisés



Source : Comptes nationaux.

1. Voir « Tour du monde de la situation conjoncturelle » pour des analyses plus détaillées sur l'Allemagne l'Italie, l'Espagne, le Royaume-Uni et les États-Unis.

Graphique 2. PIB des pays émergents



Source : Comptes nationaux.

par le commerce extérieur tandis qu'au quatrième trimestre, c'est la consommation des ménages qui fut le principal moteur de la croissance. Parmi les pays industrialisés, le Royaume-Uni fait figure d'exception. La perspective du Brexit et la politique budgétaire ont entraîné un ralentissement de la croissance. Le glissement annuel du PIB a ralenti à 1,4 % au quatrième trimestre contre 2,1 % en début d'année<sup>2</sup>. L'investissement productif privé et en logements a ralenti et les exportations ont chuté (-0,9 %) au quatrième trimestre, après deux fortes hausses aux deuxième et troisième trimestres.

Le constat est identique du côté des pays émergents. D'une part, les deux pays qui avaient été touchés par la récession – la Russie et le Brésil – voient leur croissance accélérer (graphique 2). En fin d'année, les glissements annuels du PIB sont repassés au-dessus de 2 %, en lien notamment avec l'investissement et la consommation des ménages. Le recul de l'inflation au Brésil a permis d'améliorer le pouvoir d'achat des ménages et a redonné des marges de manœuvre à la banque centrale pour assouplir sa politique monétaire. De même, la croissance accélère à nouveau en Inde après le ralentissement depuis le premier trimestre 2016 alors qu'elle reste stable en Chine. En Inde, la réforme visant à

2. Il faut cependant préciser qu'en rythme trimestriel, l'activité a respectivement progressé de 0,5 et 0,4 % respectivement lors des deux derniers trimestres 2017 contre 0,3 et 0,2 % au cours des deux premiers.

démonétiser les billets de 500 et 100 roupies ainsi que l'introduction d'un impôt sur la consommation avaient ralenti la croissance, notamment la consommation des ménages. L'économie chinoise continue de croître à un rythme légèrement inférieur à 7 % avec activité économique tirée par les dépenses d'infrastructures, les investissements dans l'immobilier ainsi que la consommation des ménages.

Ce cycle de croissance résulte d'un ensemble de facteurs – politiques budgétaires, conditions de crédit, compétitivité, cycle mondial, pétrole – qui sont devenus favorables en 2016 et 2017 alors qu'ils avaient plutôt pesé sur la croissance entre 2011 et 2015 (graphique 3). En 2017, les effets du Brexit ont cependant ralenti la croissance britannique *via* notamment un ralentissement de l'investissement et de la consommation des ménages. Ainsi, les politiques budgétaires ont été peu restrictives ces deux dernières années, contrairement à l'épisode de consolidation budgétaire observé entre 2010 et 2015. La vague de restrictions budgétaires dans la zone euro fut la conséquence de la panique qui s'est emparée des marchés à partir de 2010 et qui a poussé les gouvernements à durcir leur politique budgétaire dans l'espoir de gagner en crédibilité. Blot, Ducoudré et Timbeau (2016) montrent cependant que la crédibilité liée à une politique budgétaire plus restrictive dépend de la valeur des multiplicateurs. En effet, lorsque ceux-ci sont relativement élevés, une politique budgétaire restrictive dégrade fortement l'activité. Si les marchés intègrent que la dette va continuer à augmenter malgré la consolidation budgétaire, ils vont demander une prime de risque plus élevée ; la crédibilité ne s'améliore donc pas nécessairement. De fait, les primes de risque n'ont pas diminué en lien avec la mise en œuvre de politiques budgétaires. Comme le soulignent par exemple De Grauwe et Yi (2013), la causalité fut plutôt inversée ; l'augmentation des primes de risque incitant les gouvernements à accentuer les mesures de consolidation. Il a surtout fallu attendre la déclaration faite par Mario Draghi en juillet 2012 – le fameux « Whatever it takes » – et l'annonce de la mise en œuvre de l'OMT pour que le risque souverain diminue<sup>3</sup>.

Par la suite, la réduction progressive des déficits publics en zone euro a réduit la pression sur les gouvernements qui ont également pu tirer profit des flexibilités offertes par le Pacte de stabilité et de croissance pour mener des politiques budgétaires plus neutres. En 2015, l'impulsion budgétaire en zone euro était certes toujours négative mais

---

3. Voir Altavilla, Giannone et Lenza (2014), De Santis (2016) ou Szczerbowicz (2015).

de seulement 0,1 point de PIB pour devenir nulle en 2016 puis positive (+0,2 point) en 2017. L'impact de ces mesures sur la croissance dépend non seulement de la composition de l'impulsion budgétaire – selon que les mesures portent sur les prélèvements obligatoires ou les dépenses – mais aussi de la position de l'économie dans le cycle. La littérature récente suggère en effet que les multiplicateurs budgétaires sont plus élevés lorsque la situation conjoncturelle est dégradée. Ainsi, en 2017, la politique budgétaire aurait plutôt soutenu la croissance en Allemagne (+0,1 point), en Italie (+0,6 point), en Espagne (+0,7 point) et aux États-Unis (+0,7 point) tandis que son impact fut neutre en France et négatif au Royaume-Uni (-0,4 point). Ces effets dépendent non seulement des mesures prises pour l'année 2017 mais aussi des mesures passées<sup>4</sup>.

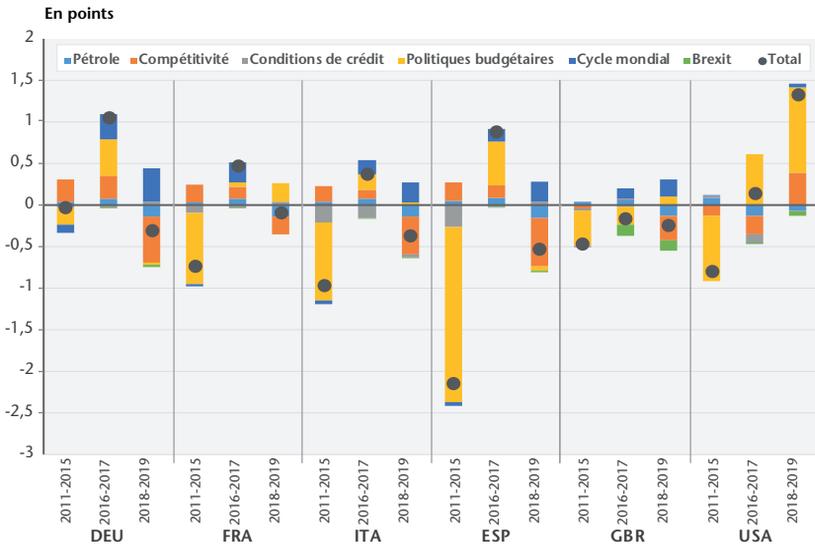
Hors effet de la politique budgétaire, l'accélération de la croissance mondiale en 2016-2017 a stimulé les importations, ce qui a notamment bénéficié à l'Allemagne où les exportations représentent plus de 48 % du PIB. L'effet fut également positif mais de moindre ampleur dans les autres pays européens et quasi-nul aux États-Unis, économie plus fermée que les pays européens. Par ailleurs, dans la zone euro, alors que la baisse du prix du pétrole et de l'euro avait permis de soutenir le pouvoir d'achat des ménages, les marges des entreprises et la compétitivité-prix<sup>5</sup> en 2015 et 2016, l'impact de ces deux facteurs s'est depuis progressivement atténué, voire inversé. Les mécanismes de rattrapage post-crise ont également contribué au dynamisme de la croissance. Les politiques monétaires ont joué un rôle de soutien à l'activité en maintenant les taux d'intérêt à un niveau bas. La faiblesse de l'inflation – hors effet des prix de l'énergie – a permis de soutenir le pouvoir d'achat des ménages. Du côté des entreprises, après avoir baissé au début de la crise, les marges se sont progressivement rétablies par la suite permettant ainsi de soutenir l'investissement. Aux États-Unis, le taux de marge des entreprises est passé d'un pic à 34 % avant la crise à 28,1 % au troisième trimestre 2008 avant de se redresser pour atteindre 34,6 % en fin d'année 2017. Dans la zone euro prise dans son ensemble, la part des profits dans la valeur ajoutée des sociétés non-financières avait chuté de 3,1 points entre la fin de l'année 2007 et le début de l'année 2010. La moyenne sur quatre trimestres s'est depuis redressée pour atteindre 22,9 % au troisième trimestre 2017.

---

4. Voir « Politiques budgétaires : accélération sans crise ».

5. Cet effet de compétitivité-prix était lié à la dépréciation de l'euro en 2014. S'il fut positif dans la zone euro, il a joué un rôle négatif aux États-Unis.

Graphique 3. Effet des chocs sur la croissance



Source : calculs OFCE.

Cette embellie conjoncturelle s'accompagne d'une amélioration de la situation sur le marché du travail. Aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, le taux de chômage est désormais inférieur au niveau qu'il avait atteint avant la crise. Néanmoins, aux États-Unis, l'évolution du taux d'emploi, mesurant le ratio entre l'emploi et la population en âge de travailler, conduit à nuancer le constat d'un retour vers une situation de chômage proche ou inférieure à son niveau d'avant-crise. En effet, au premier trimestre 2007, le taux d'emploi s'élevait à 63,3 %. Il a baissé de 5 points pendant la crise pour atteindre un creux au troisième trimestre 2011. Malgré sa remontée au cours des sept dernières années, il reste inférieur de plus de 3 points à son niveau d'avant-crise. Au Royaume-Uni, malgré un contexte économique moins favorable, le taux de chômage a continué à baisser jusqu'à la mi-2017, pour se stabiliser depuis à 4,4 % (contre 4,9 % en moyenne annuelle en 2016), le taux d'emploi étant supérieur au niveau observé en début d'année 2007. Enfin, la reprise économique plus tardive en zone euro s'est traduite par une baisse du chômage qui n'a débuté qu'en 2013 et une amélioration du taux d'emploi à partir de 2014. En fin d'année 2017, le taux de chômage de l'ensemble de la zone euro s'élevait à 8,7 %, soit un niveau supérieur de 1,4 point à celui observé au premier trimestre 2008. Au sein de la zone euro, il y a néanmoins une forte hétérogénéité des situations puisque le chômage est largement inférieur à son niveau

d'avant-crise en Allemagne (-3,5 points fin 2017) alors qu'il n'a pas retrouvé le niveau du premier trimestre 2008 dans la majorité des autres pays. En Espagne, malgré une baisse de 9,6 points depuis le pic du début d'année 2013, le taux de chômage est encore 8,6 points au-dessus du niveau du premier trimestre 2007. Il reste que la poursuite de cette dynamique de croissance et de baisse du taux de chômage pourrait arriver à terme marquant la fin du cycle de reprise entamée en 2010 aux États-Unis et plus tardivement dans la zone euro.

Pour 2018-2019, l'impact moyen des chocs serait négatif dans la zone euro, en grande partie du fait de l'appréciation de l'euro qui dégraderait la compétitivité-prix. Il faut cependant noter que cet impact serait bien moins négatif qu'il ne l'a été entre 2011 et 2015 et n'entraînerait donc pas de rupture dans la dynamique de croissance. L'accumulation d'excédents courants dans la zone euro et, inversement, l'augmentation du déficit courant aux États-Unis contribueront à l'appréciation de la monnaie unique qui se stabiliserait autour de 1,3 dollar pour un euro en 2019<sup>6</sup>. Si nos estimations indiquent une valeur du taux de change d'équilibre de l'euro autour de 1,35, l'orientation plus expansionniste de la politique monétaire en zone euro et plus expansionniste de la politique budgétaire aux États-Unis atténueront ces perspectives d'appréciation. De plus, l'impact négatif de l'appréciation de l'euro serait en partie compensé par le dynamisme de l'économie mondiale qui soutiendrait la croissance. Dans la zone euro, la politique budgétaire resterait globalement neutre. Elle resterait expansionniste en Allemagne mais son impact sur la croissance restera modéré sous l'hypothèse de multiplicateurs bas. L'orientation de la politique budgétaire serait beaucoup plus marquée au Royaume-Uni et aux États-Unis. La politique budgétaire britannique conservera une orientation restrictive avec une impulsion de -0,3 point de PIB par an en 2018 et 2019, soit une austérité atténuée par rapport aux trois dernières années. L'effet sur la croissance britannique serait même très légèrement positif en raison de l'effet des mesures passées. L'impact du Brexit serait encore négatif (de près de 0,3 point en 2018, comme en 2017 mais disparaîtrait en 2019 sous l'hypothèse que les négociations, susceptibles de se poursuivre jusqu'en 2020, n'entraînent pas un Brexit « dur ». Aux États-Unis, la croissance serait au contraire fortement stimulée par la politique budgétaire du fait d'une forte impulsion

---

6. Voir « Quel taux de change d'équilibre pour l'euro-dollar ? » ainsi que l'étude spéciale sur le même sujet.

positive liée à la baisse de la fiscalité pour les ménages et les entreprises ainsi que d'une augmentation des dépenses publiques. En moyenne sur 2018-2019, l'impact de la politique budgétaire sur la croissance américaine – qui tient compte de l'incidence des impulsions passées – serait de 1 point.

À court terme, les enquêtes de conjoncture envoient des signaux contrastés sur la poursuite de la croissance. D'un côté, on observe le retour de la confiance des ménages vers des niveaux records depuis le début de la Grande Récession en 2008 (graphique 4). À nouveau, le Royaume-Uni n'est pas au diapason des autres grands pays puisque la confiance des ménages y a significativement reculé en 2015 et ne remonte que depuis quelques mois. De l'autre, la traduction des différentes enquêtes de conjoncture en signaux de croissance suggère l'amorce d'un ralentissement de la croissance au début de 2018, notamment dans la zone euro. Ainsi, pour la France, la prise en compte des enquêtes de conjoncture publiées fin mars indique un léger ralentissement de la croissance trimestrielle<sup>7</sup>. Dans la zone euro, nous anticipons une croissance de 0,5 % lors des deux premiers trimestres<sup>8</sup>, soit un léger ralentissement relativement aux taux de croissance observés dans la zone euro en fin d'année 2017, qui s'expliquerait par un taux de croissance plus faible en début d'année en France et en Espagne mais stable en Allemagne et en Italie. Ces signaux pourraient aussi suggérer que la dynamique de reprise touche à sa fin et que le taux de croissance des économies va diminuer progressivement pour retrouver son rythme potentiel.

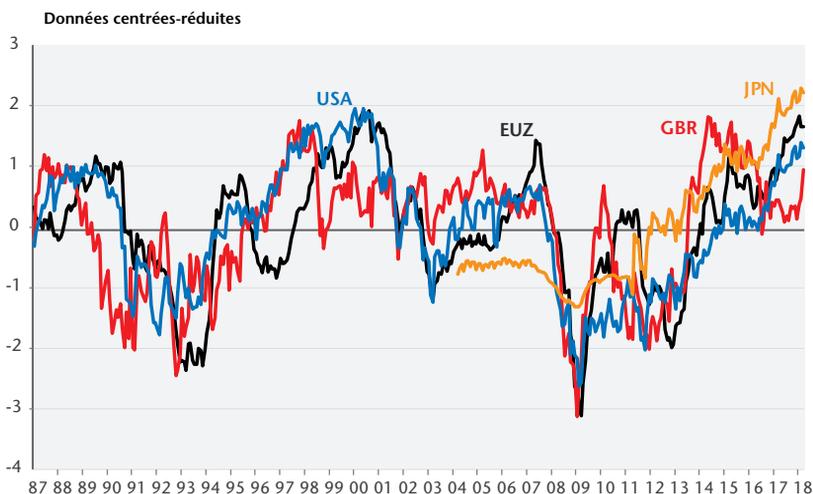
Au-delà du court terme et en tenant compte de l'évolution des principaux facteurs – politiques budgétaires, politique monétaire, taux de change, pétrole, ... – qui influencent la situation macroéconomique et de l'absence de tensions inflationnistes, c'est la poursuite du cycle de croissance engagé ces deux dernières années qui se dessine pour la zone euro en 2018 avec une croissance qui atteindrait 2,3 % en moyenne annuelle (tableau 1). Les composantes de cette croissance

---

7. Voir Péléraux (2018) : <https://www.ofce.sciences-po.fr/blog/lindicateur-avance-trou-dair-au-premier-semestre/>.

8. Cette prévision est proche de celle donnée par l'indicateur avancé pour la zone euro et qui est décrite ici (<https://www.ofce.sciences-po.fr/indic&prev/indicateureuro.php>). La prévision de PIB à court terme dans la zone euro n'est pas cependant pas calée sur cet indicateur dans la mesure où elle résulte de l'agrégation des prévisions faites pour chaque pays de la zone euro, ce qui explique les écarts possibles avec l'analyse issue d'un indicateur avancé qui s'appuie sur les enquêtes de conjoncture pour l'ensemble de la zone.

Graphique 4. Confiance des ménages



seraient également très proches de celles observées en 2017 avec un rôle premier de la demande intérieure. Sur l'ensemble des trimestres, la contribution du commerce extérieur serait négative ou nulle mais elle resterait positive, en moyenne annuelle, en raison d'un effet d'acquis. Pour 2019, la fermeture progressive des écarts de croissance ralentirait la dynamique de rattrapage observée ces trois dernières années. Il y aurait donc un ralentissement de la croissance dans la plupart des pays à l'exception de la France<sup>9</sup>. Aux États-Unis, la réforme fiscale se traduira par une hausse du revenu disponible des ménages. La consommation resterait dynamique en 2018 et 2019, même si une partie des gains sera épargnée. L'investissement des entreprises serait également porté par des anticipations de demande en hausse et une amélioration de la rentabilité. Il en résultera une croissance du PIB de 2,9 % en 2018 et de 2,7 % en 2019. Au Royaume-Uni, la croissance se poursuivrait à un rythme de 1,4 % par an en 2018 et 2019, résultant d'une contribution de 1,2 point de la demande intérieure et pour 0,2 point du commerce extérieur. Bien que la dépréciation passée de la livre permette d'améliorer la compétitivité des entreprises britanniques, les effets sur la croissance restent modérés, du fait du comportement de marge des exportateurs et d'une faible élasticité-prix des exportations. Pour l'ensemble des pays avancés, la croissance atteindrait 2,4 % en 2018 avant de reculer vers 2,1 % en 2019.

9. Voir la synthèse « France : Retour à meilleure fortune ».

Tableau 1. Scénario de croissance mondiale

Taux de croissance en %

	Poids <sup>1</sup> dans le total	PIB en volume				Révision 2017	Révision 2018	Révision 2019
		2016	2017	2018	2019			
DEU	3,7	1,9	2,5	2,3	1,7	0,5	0,8	0,4
FRA	2,6	1,1	2,0	2,0	2,1	0,2	0,3	0,2
ITA	2,3	1,0	1,5	1,3	0,9	0,1	0,2	0,0
ESP	1,6	3,3	3,1	2,6	1,9	0,0	-0,1	-0,5
NLD	0,8	2,1	3,2	3,1	1,7	-0,2	0,7	0,0
BEL	0,5	1,5	1,7	1,7	1,8	0,0	0,3	0,3
FIN	0,4	2,1	3,0	2,2	1,9	0,3	0,5	0,1
AUT	0,3	1,4	3,2	2,7	2,3	0,5	1,0	0,6
PRT	0,3	1,5	2,6	1,6	1,6	0,0	0,0	0,0
GRC	0,2	-0,3	3,0	2,2	1,9	2,1	0,3	-0,1
IRL	0,2	5,1	7,0	5,5	2,8	3,2	2,5	0,5
EUZ	13,4	1,8	2,5	2,2	1,8	0,3	0,5	0,2
GBR	2,4	1,9	1,8	1,4	1,4	0,4	0,4	0,2
SWE	0,4	3,2	2,4	2,7	2,1	-0,5	0,2	-0,2
DNK	0,3	2,0	2,1	1,9	1,9	-0,4	-0,2	-0,2
Nouveaux pays membres <sup>2</sup>	2,4	3,2	4,8	3,8	3,3	0,4	0,4	0,3
UE à 28	18,6	1,9	2,6	2,2	1,8	0,3	0,4	0,1
CHE	0,4	1,4	1,1	2,1	1,7	-0,3	0,4	0,0
NOR	0,3	1,0	1,8	2,1	2,1	0,1	0,2	0,2
Europe	19,4	1,9	2,6	2,3	1,9	0,3	0,4	0,1
USA	17,2	1,5	2,3	2,9	2,7	0,2	0,5	0,9
JPN	4,8	0,9	1,7	1,7	1,1	0,1	0,4	0,2
CAN	1,6	1,5	3,0	2,1	2,0	0,0	0,0	0,0
Pays avancés	44,5	1,6	2,3	2,4	2,1	0,2	0,4	0,4
Pays candidats à l'UE <sup>3</sup>	1,6	3,2	6,6	4,0	3,8	2,2	0,6	0,8
RUS	3,6	-0,2	1,5	1,9	1,8	-0,3	0,3	0,3
Autres CEI <sup>4</sup>	0,8	1,9	2,9	3,0	3,6	0,0	0,0	0,0
CHN	14,9	7,1	6,9	6,7	6,5	0,1	0,1	0,0
Autres pays d'Asie	16,6	5,6	5,2	5,5	5,6	0,0	-0,1	0,0
Amérique latine	8,8	-0,4	1,8	2,3	2,8	0,1	-0,1	0,2
Afrique subsaharienne	2,3	1,4	2,7	3,3	3,5	0,1	-0,1	0,1
M-O et Afrique du nord	6,8	4,9	2,5	3,6	3,5	-0,1	0,1	0,0
Pays en développement	55,6	4,3	4,4	4,7	4,7	0,1	0,0	0,1
Monde	100	3,1	3,5	3,7	3,5	0,1	0,2	0,2

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

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

3. Turquie, ancienne République yougoslave de Macédoine, Monténégro, Serbie et Albanie.

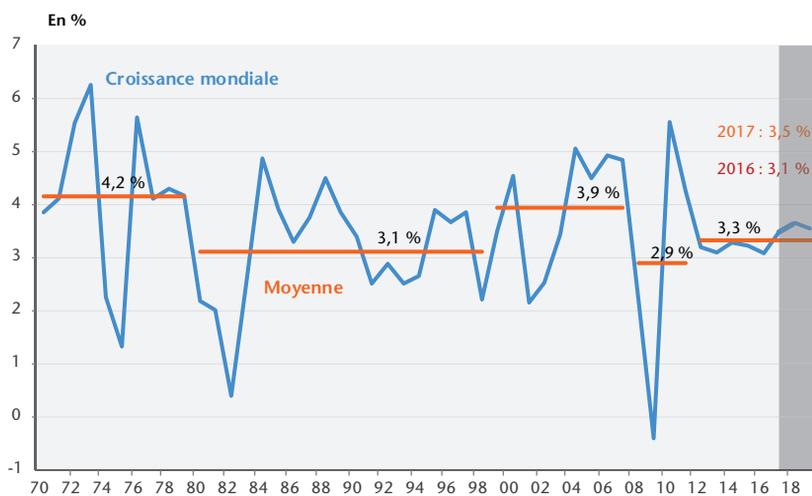
4. Communauté des États indépendants.

Le calcul des révisions est effectué relativement à la prévision OFCE d'octobre 2017.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE avril 2018.

Alors que l'accélération de la croissance mondiale en 2017 avait été principalement tirée par les pays industrialisés, l'accélération prévue pour 2018 serait surtout liée aux pays en développement dont la croissance passerait de 4,4 % à 4,7 % en 2018 et 2019. La croissance augmenterait dans la plupart des zones et notamment en Asie et en Amérique latine. Au niveau mondial, l'embellie observée en 2017 s'amplifierait, portant la croissance mondiale à 3,7 %, soit un niveau proche de la moyenne observée dans les années 1990 (graphique 5). Étant donné l'ampleur de la crise qui a frappé l'économie mondiale en 2008-2009, ce rebond de la croissance reste relativement modéré – 3,3 % en moyenne depuis 2012 soit un niveau proche de la moyenne des années 1980 – si bien que la période actuelle semble davantage correspondre à une nouvelle Grande modération<sup>10</sup> qui se caractériserait par une moindre volatilité de la croissance et une réduction de l'inflation.

Graphique 5. Croissance mondiale



Sources : FMI, prévision OFCE avril 2018.

## Vers un épuisement de la croissance ?

La reprise amorcée après la Grande Récession s'est traduite par une croissance annuelle moyenne supérieure à 2 % aux États-Unis, en Allemagne et au Royaume-Uni. Aux États-Unis, le taux de chômage est inférieur au précédent point bas d'avant-crise. Si la situation reste

10. Voir Cornilleau, Le Bayon et Riffart (2017).

dégradée sur le marché du travail en France, en Italie et en Espagne, les perspectives de croissance continuent d'être bien orientées et en l'absence de chocs négatifs devraient conduire ces pays vers une situation proche de celle du premier groupe. La fin de cette dynamique de rattrapage *post* Grande Récession posera – à différentes échéances – la question de la poursuite du cycle de croissance et la convergence vers un sentier de croissance potentielle. Or dans un contexte de faible inflation et de dette plus importante, la baisse à long terme de la croissance rendrait plus difficile le processus de résorption des déséquilibres hérités de la crise.

La possibilité d'une croissance future contrainte suppose néanmoins une réponse positive à deux questions. Les pays sont-ils en fin de cycle ? La trajectoire de croissance potentielle a-t-elle diminué pendant la crise<sup>11</sup> ? Force est de constater que les réponses à ces deux questions sont soumises à une forte incertitude puisqu'elles s'appuient sur l'estimation du niveau du potentiel – pour pouvoir juger de l'écart d'activité – et de son taux de croissance. Or les estimations de ces écarts de croissance divergent selon les instituts. Ainsi, certaines estimations suggèrent que les pertes liées à la crise auraient été récupérées, notamment en Allemagne où les instituts s'accordent tous sur un écart de croissance positif en 2017. Le constat est légèrement plus nuancé pour le Royaume-Uni et les États-Unis. Mais, dans ce dernier cas, les perspectives de croissance pour 2018 devraient conduire à clore ce débat.

Passé le seuil d'un écart de croissance nul, la trajectoire hors choc se stabiliserait alors autour de la croissance potentielle qui dépend de la quantité disponible des facteurs de production ainsi que de leur productivité. À cet égard, les évolutions récentes de la population active et les estimations de la productivité tendancielle suggèrent que le sentier de croissance serait inférieur à celui d'avant-crise, d'où le ralentissement progressif de la croissance hors-chocs dans les pays où le taux de chômage est le plus bas et pour lesquels on peut supposer que l'écart de croissance est refermé.

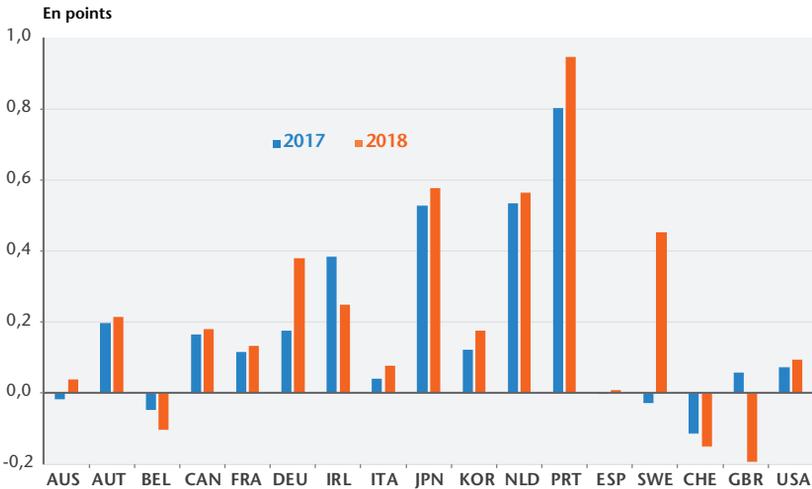
Cette hypothèse suppose que la croissance potentielle varie assez peu en prévision. Les estimations faites par l'OCDE indiquent cependant une réévaluation de la croissance potentielle en 2017 et 2018 entre les estimations publiées en décembre 2016 et celle de décembre 2017 (graphique 6). Ces révisions à la hausse ne semblent pas nécessai-

---

11. Voir « Un sentier de reprise de faible ampleur ».

rement plus fortes dans les pays où le taux de chômage est inférieur à son niveau d'avant-crise. Les révisions de la croissance potentielle sont de même ampleur en France et aux États-Unis. L'estimation de la croissance potentielle en Allemagne s'accroît de 0,4 point tandis que la perspective du Brexit au Royaume-Uni semble réduire ponctuellement la croissance potentielle.

Graphique 6. Révisions de la croissance potentielle



Ce type d'analyse suppose par ailleurs l'absence de dynamiques endogènes susceptibles d'amplifier les cycles, ce qui correspond à une vision néo-keynésienne où l'économie atteint un sentier d'équilibre stable dès lors qu'elle n'est pas perturbée par un choc exogène. D'autres approches contestent l'hypothèse de retour systématique à l'équilibre et privilégient une explication endogène des cycles. Dans le modèle de Goodwin, les phases de croissance et de récession se succèdent du fait de l'évolution de la répartition de la valeur ajoutée entre salaires et profits et donc de la dynamique de la consommation et de l'investissement. L'approche de type Minsky suppose que l'amélioration de la croissance permet aux agents de s'endetter, ce qui stimule la dépense. Les phases de croissance et de ralentissement sont alors intrinsèquement liées au cycle financier endogène. Cette analyse rend notamment compte de la situation de l'économie mondiale dans les années 2000, pendant laquelle la croissance a été alimentée par un endettement croissant des ménages puis interrompue par la chute du

prix des actifs. Plus de 10 ans après l'éclatement de la crise financière, les ménages se sont généralement désendettés<sup>12</sup> et les banques ont assaini leur bilan<sup>13</sup>, ce qui peut aussi expliquer le manque de vigueur de la reprise. Les dynamiques des salaires réels et d'endettement ne permettent pas pour l'instant d'alimenter l'hypothèse d'une forte amplification du cycle. Si l'écart de croissance devient positif aux États-Unis, c'est avant tout la conséquence d'une politique budgétaire fortement expansionniste plutôt que d'une augmentation de l'endettement ou la déformation de la valeur ajoutée en faveur des salariés. Néanmoins, les salaires réels devraient croître plus rapidement que la productivité en Allemagne et aux États-Unis en 2018 et 2019.

### Une reprise sans tensions inflationnistes

La dynamique engagée ne devrait pas s'interrompre brutalement à l'horizon de la prévision si bien que la réduction du chômage se poursuivrait dans les grands pays<sup>14</sup>. Aux États-Unis, l'accélération de la croissance s'accompagnerait certes d'une augmentation de la productivité, mais elle serait suffisamment forte pour réduire le taux de chômage encore d'un point. En fin d'année 2019, celui-ci atteindrait 3,2 % (graphique 7). En Allemagne, le taux de chômage ne baisserait que très légèrement en 2018 et serait stable en 2019. La baisse serait plus marquée dans les pays où la réduction du chômage a été plus tardive comme en France, en Italie et en Espagne. Enfin, au Royaume-Uni, la poursuite d'une croissance à 1,4 % (au lieu de 2 %) conduirait à une remontée du taux de chômage de 0,3 point à fin 2019. Pour autant, le taux de chômage resterait proche du point bas atteint au milieu des années 2000. Ainsi, pour l'ensemble de ces pays, les améliorations de la situation sur le marché du travail seront substantielles, les taux de chômage devenant inférieurs à leur niveau d'avant-crise ou convergeant vers ce niveau.

Même si cette évolution ne doit pas masquer le fait que les taux d'emploi ou les taux d'activité n'ont pas nécessairement retrouvé les points du précédent cycle, les différents indicateurs montrent que les stigmates de la crise s'effacent progressivement. Si l'on compare à la

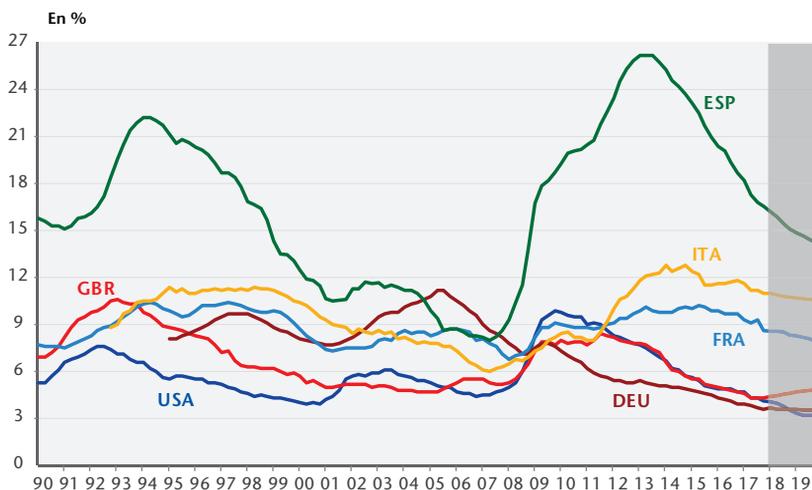
---

12. Voir « Les crédits au secteur non financier : des taux d'endettement qui restent élevés ».

13. Ce que Koo (2013) qualifie de « balance-sheet recession » lorsque les agents privilégient l'assainissement de leur situation financière à la dépense. Cette analyse renvoie également à celle d'Abiad, Dell'Ariccia et Li (2011) sur les reprises sans crédit.

14. Voir « Cycle de productivité et emploi : retour sur les ajustements depuis la crise ».

Graphique 7. Taux de chômage dans les principaux pays industrialisés



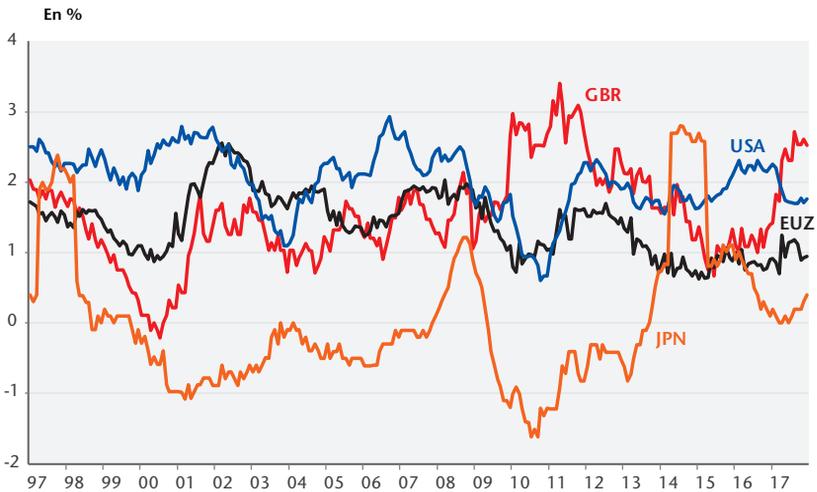
Sources : Comptes nationaux, prévision OFCE avril 2018.

situation d'avant-crise, on serait même tenté de voir dans cette réduction du taux chômage un risque de tensions inflationnistes. Celles-ci ne sont pourtant pas réapparues même dans les pays où les performances en termes de croissance ont été plus fortes et où le taux de chômage a baissé plus tôt et plus fortement, comme en Allemagne et aux États-Unis. Le rebond de l'inflation observé en 2017 résulte notamment de l'évolution du prix du pétrole mais, une fois que l'on corrige des effets des prix plus volatils – prix de l'énergie et des matières alimentaires –, l'inflation sous-jacente n'atteignait pas 2 % aux États-Unis et s'est stabilisée autour de 1 % dans la zone euro (graphique 8). Au Japon, après un rebond lié à l'augmentation de la TVA, l'inflation est revenue vers zéro en 2017. Enfin, l'inflation plus élevée au Royaume-Uni s'explique par la dépréciation de la livre qui a renchéri le prix des produits importés.

L'évolution du prix du pétrole marquerait la dynamique de l'inflation au cours du premier semestre 2018, conduisant à une accélération des prix. Cet effet se dissiperait ensuite progressivement<sup>15</sup>. De plus, l'évolution des taux de change et en particulier de l'euro-dollar se répercutera sur le prix des produits importés de part et d'autre de l'Atlantique. Ces deux effets seront inflationnistes aux États-Unis et

15. Voir « Une reprise avec peu d'inflation ».

Graphique 8. Inflation sous-jacente dans les principaux pays industrialisés



Source : Comptes nationaux.

pousseraient le glissement annuel de l'inflation à 2,7 % au deuxième trimestre 2018. L'inflation reculerait ensuite mais resterait supérieure à 2 % en moyenne annuelle en 2018 et 2019. Au Royaume-Uni, les tensions inflationnistes se poursuivraient également et maintiendraient l'inflation au-dessus de la cible de 2 % de la Banque d'Angleterre. Dans la zone euro, l'inflation baisserait à nouveau en 2018 et 2019. Après avoir atteint 1,5 % en 2017, elle serait inférieure à 1,5 % en 2018 et 2019 notamment du fait d'une baisse en Italie et en Espagne. En Allemagne, malgré un taux de chômage au plus bas, l'inflation se stabiliserait autour de 1,7 %.

L'évolution récente des prix ne semble donc pas faire craindre de risques de surchauffe à court terme dans les principales économies avancées. Même dans les pays où le chômage retrouve un niveau plus faible qu'avant la crise, aucune tension inflationniste n'apparaît. Aux États-Unis, le chômage serait plus bas qu'en 2000 et 2006. Or, au cours de ces deux périodes, l'inflation dépassait 3 % et le sous-jacent était légèrement supérieur à 2,5 %. En fait, il n'y a qu'au Royaume-Uni que les prix ont accéléré en 2017, mais dans un contexte économique particulier. Le niveau de chômage est également faible mais l'économie, qui avait retrouvé en 2013 son niveau de PIB d'avant-crise, a ralenti depuis sous l'effet de la politique budgétaire et du « Brexit ». Outre-Manche, l'accélération des prix dans la période récente est surtout liée à celle du taux de change de la livre. En France, en Italie et

en Espagne, la faiblesse de l'inflation est plus cohérente avec un taux de chômage qui n'a pas retrouvé son niveau d'avant-crise et avec l'idée qu'il existe encore un écart de production négatif.

La faible inflation au regard de l'évolution de l'activité renvoie à la pertinence de la courbe de Phillips pour expliquer et prévoir les évolutions de l'inflation<sup>16</sup>. Une analyse de Berson *et al.* (2018) pose la question de la stabilité des paramètres de la courbe de Phillips évoquant la possibilité que l'inflation soit devenue moins sensible à l'activité. Les estimations réalisées pour les pays du G7 indiquent cependant que la réaction de l'inflation à l'écart entre le taux de chômage et le chômage structurel n'aurait pas significativement diminué sur la période récente. Une autre explication de l'absence de rebond de l'inflation pourrait être liée à une mesure imparfaite des tensions sur l'appareil productif ou le marché du travail utilisées dans les différentes spécifications de la courbe de Phillips. L'écart de production ou la différence entre chômage et chômage structurel dépendent de variables inobservées telles que le PIB potentiel ou le taux de chômage structurel. Qu'elles résultent de l'estimation d'une fonction de production ou d'approches statistiques, ces mesures s'appuient sur des méthodes de filtrage et sont régulièrement révisées. Ainsi, l'appréciation faite par l'OCDE des écarts de production lors du précédent pic cyclique de 2007 a été fortement modifiée. Ainsi, les écarts de production estimés aujourd'hui sont bien plus positifs que l'estimation qui en était faite en décembre 2008 (graphique 9), suggérant implicitement une situation macroéconomique bien plus favorable, voire de surchauffe dans certains pays. Pour autant, l'inflation de l'année 2007 n'a pas été révisée à la hausse si bien que l'existence d'une relation estimée à partir de ces estimations semble pour le moins fragile.

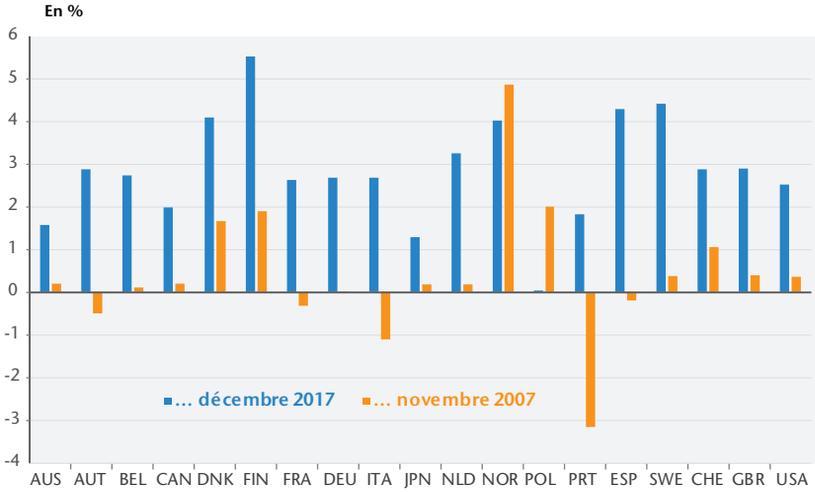
Au-delà de la question de la mesure, d'autres indicateurs de la situation sur le marché du travail suggèrent que le taux de chômage est une mesure imparfaite du sous-emploi. Aux États-Unis l'évolution du taux d'emploi apporte un diagnostic plus nuancé de l'amélioration de la situation sur le marché du travail. Des mesures du taux de chômage tenant compte de chômeurs dits découragés ou de personnes en emploi mais souhaitant travailler plus indiquent également un niveau

---

16. Ce débat fait écho à l'idée d'une désinflation manquante pendant la crise, c'est-à-dire au fait que les pertes d'activité observées pendant la Grande Récession auraient dû entraîner une baisse de l'inflation plus importante. Hubert et Le Moigne (2018) montrent que l'inflation en zone euro fut bien conforme aux prédictions d'une courbe de Phillips.

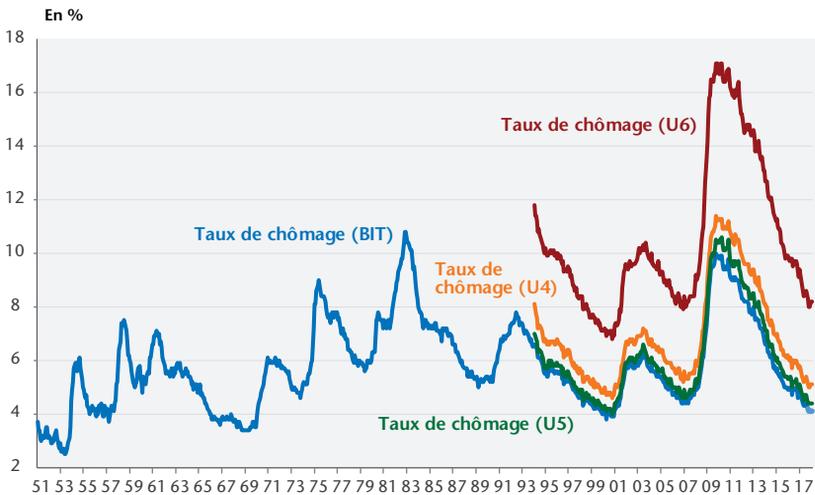
de chômage plus élevé relativement au concept standard – au sens du BIT – du taux de chômage. Néanmoins, dans le cas des États-Unis, ces différentes mesures du chômage ont toutes significativement baissé et sont proches, voire inférieures aux niveaux observés lors des derniers

Graphique 9. Mesures de l'écart de production de l'année 2007



Source : OCDE – *Economic Outlook*, n° 82 et n° 10.

Graphique 10. Mesures alternatives du taux de chômage aux États-Unis



Note: Le taux de chômage U4 inclut également les chômeurs découragés auxquels s'ajoutent les personnes comptabilisées dans la population active mais qui ne sont pas en recherche active d'emploi pour former le taux de chômage US. U6 ajoute les individus en emploi mais qui souhaitent travailler plus.

Source : Bureau of Labor Statistics.

pics de conjoncture (graphique 10). Enfin, des évolutions structurelles – développement de l’emploi à temps partiel, baisse de la représentativité des syndicats – sur le marché du travail ainsi que l’adoption récente de nombreuses réformes visant à accroître la flexibilité du marché du travail et à favoriser la décentralisation des négociations salariales pourraient également avoir réduit le pouvoir des salariés. Par ailleurs, Verdugo (2016) montre par exemple que la moindre sensibilité des salaires à l’activité résulterait d’un effet de composition – évolution du niveau d’éducation et de l’expérience – de la population active. Une fois cet effet corrigé, les salaires continueraient à réagir significativement au taux de chômage.

### Quelle stratégie pour les politiques économiques ?

La faiblesse de l’inflation conduit les banques centrales à s’interroger sur l’orientation de la politique monétaire et la vitesse à laquelle le processus de normalisation doit être mené. Pendant la crise, elles ont porté les taux directeurs vers zéro et ont mis en œuvre des programmes d’achat de titres, ce qui leur a permis d’influencer les taux d’intérêt à long terme. L’objectif de ces mesures était d’apporter un stimulus monétaire afin de lutter contre un risque déflationniste prégnant. Avec le retour de la croissance et la réduction du risque de déflation, la normalisation de la politique monétaire est en cours, plus avancée aux États-Unis que dans la zone euro. La Réserve fédérale a en effet déjà remonté ses taux à plusieurs reprises depuis décembre 2014 et a plus récemment amorcé la réduction de la taille de son bilan<sup>17</sup>. Dans la zone euro, la première étape de la normalisation vient d’être lancée avec une diminution des achats nets mensuels de titres de 30 milliards d’euros. La BCE devrait ensuite stabiliser la taille de son bilan à partir de septembre 2018 avant d’envisager une première hausse des taux à la fin du premier semestre 2019<sup>18</sup>. Néanmoins, avec une inflation qui serait encore inférieure à sa cible, la BCE fait face à un dilemme. D’une part, l’amélioration des perspectives économiques incite la banque centrale à normaliser la politique monétaire mais, d’autre part, la faiblesse de l’inflation plaide pour une politique monétaire restant expansionniste et qui ne se durcit pas trop hâtivement.

---

17. Voir Blot et Hubert (2017).

18. Voir « Politique monétaire : les banques centrales face à l’absence d’inflation ».

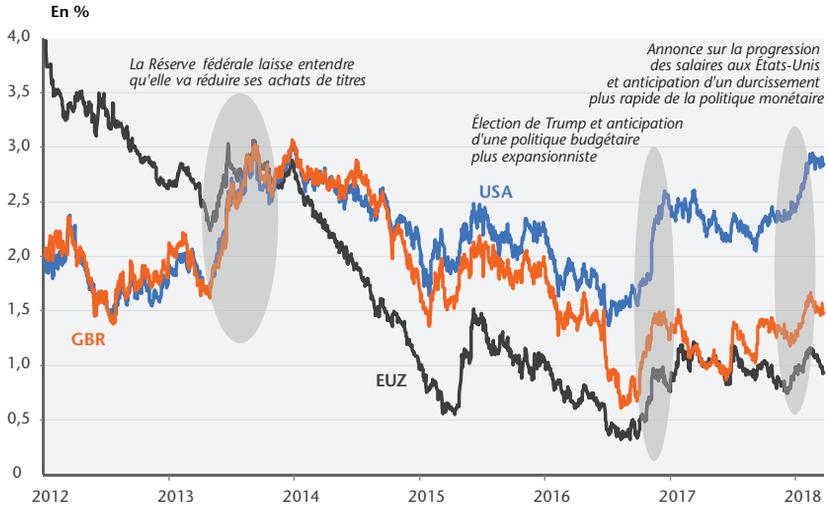
Le dilemme serait moins marqué pour la Réserve fédérale. Il n'y aurait certes pas de dérapage de l'inflation mais celle-ci se stabiliserait légèrement au-dessus de sa cible. Dans ces conditions, la banque centrale américaine fera le choix de poursuivre la stratégie de normalisation en augmentant les taux directeurs et en réduisant la taille du bilan au rythme annoncé en juin 2017. La principale difficulté pour la Réserve fédérale est de parvenir à guider la réaction des marchés afin d'éviter une surrection des taux de long terme. L'annonce au printemps 2013 d'un arrêt progressif des achats de titres avait provoqué une hausse significative des taux d'intérêt de long terme, non seulement aux États-Unis mais aussi en zone euro et au Royaume-Uni (graphique 11). Les pays émergents avaient été également touchés par un reflux de capitaux vers les États-Unis provoquant une appréciation des monnaies, notamment au Brésil et en Inde<sup>19</sup>. Plus récemment, l'élection de Donald Trump a été accueillie par une nouvelle hausse de près de 0,8 point des taux longs en quelques semaines en raison des anticipations d'une politique budgétaire plus expansionniste et donc d'une offre supplémentaire de titres de dette publique américaine. En début d'année 2018, c'est l'annonce d'une hausse des salaires plus forte qu'anticipée qui a conduit les marchés à revoir subitement leurs anticipations d'inflation à la hausse et à faire le pari d'un durcissement plus prononcé de la politique monétaire. L'enjeu de la poursuite de la normalisation pour les banques centrales est donc d'opérer un resserrement progressif de la politique monétaire afin de regagner des marges de manœuvre en cas de chocs négatifs, sans provoquer un durcissement brutal des conditions de financement. Blot et Hubert (2017) montrent que les annonces passées de la Réserve fédérale impliquant une orientation plus restrictive de la politique monétaire n'ont pas toutes été suivies d'une hausse des taux longs. L'avenir ne sera pas forcément identique et les taux pourraient s'ajuster rapidement en réaction à de nouvelles informations. Une hausse trop forte des taux longs risquerait de freiner la dynamique de croissance dans les pays industrialisés mais aussi dans les pays émergents en cas de « sudden stop », c'est-à-dire de sorties massives de capitaux provoquant une brutale dépréciation de leur monnaie. Ce risque « émergents » semble cependant limité pour l'instant. Si les réactions faisant suite aux déclarations de Bernanke en 2013 avaient fragilisé certains pays émergents, l'évolution récente des taux de change des pays d'Amérique latine et

---

19. Voir Eichengreen et Gupta (2015).

d'Asie ne témoigne pas d'une volatilité accrue malgré la remontée des taux longs aux États-Unis.

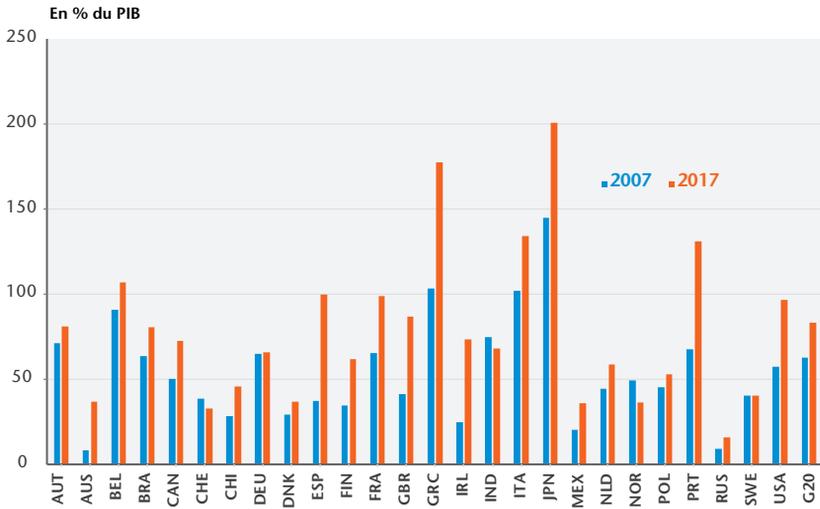
Graphique 11. Taux d'intérêt publics à long terme



Source : Thomson Reuters Eikon.

Cette remontée des taux longs n'est pas un facteur de risque uniquement pour les pays émergents. Dans les pays avancés, une remontée soudaine des taux se transmettrait sur la charge de la dette dans des économies où l'endettement public s'est fortement accru pendant la crise (graphique 12). En moyenne pour les pays du G20, les crédits accordés au secteur public sont passés de 63 % du PIB en 2007 à 83 % en 2017. Cette augmentation résulte non seulement des mesures de soutien à l'activité mises en œuvre au début de la crise mais aussi des plans de sauvetage du secteur financier et de la dégradation du solde budgétaire conjoncturel. L'augmentation dépasse 30 points de PIB dans de nombreux pays dont la France, l'Espagne, le Royaume-Uni, le Japon et les États-Unis. Le record de hausse de la dette est observé en Grèce (+74 points). Dans quelques pays, la dette a peu augmenté, voire diminué entre 2007 et 2017. Il s'agit notamment de l'Allemagne, de la Suède et de la Suisse. Dans le cas de l'Allemagne, la dette publique s'est accrue de près de 20 points entre 2007 et 2010, soit une variation très proche de celle de la France. Elle a ensuite baissé à partir de 2012 en Allemagne alors qu'elle a poursuivi sa trajectoire haussière en France.

Graphique 12. Évolution de la dette publique brute



Note : Pour l'année 2017, il s'agit de prévisions.

Source : Banque des règlements internationaux.

Ce constat met en lumière deux points importants pour la conduite de la politique économique. Avec un niveau de dette accrue, les marges de manœuvre de la politique budgétaire peuvent être contraintes par une augmentation des taux d'intérêt, en particulier dans la zone euro où les règles du Pacte de stabilité et de croissance imposent une cible nominale de déficit budgétaire à 3 % et une cible de 0,5 % pour le déficit structurel. Bien que les pays sortent progressivement du volet correctif du PSC, nombre d'entre eux restent théoriquement contraints de poursuivre l'ajustement<sup>20</sup>. Or une charge de la dette plus élevée pourrait imposer des choix budgétaires plus restrictifs afin de rester dans les clous des règles budgétaires. Par ailleurs, la situation de l'Allemagne met en avant le rôle de la croissance pour réduire la dette. En effet, la réduction de la dette allemande résulte essentiellement d'une amélioration de la situation conjoncturelle plutôt que de la mise en œuvre d'une politique plus restrictive que dans les autres pays de la zone euro. L'impulsion budgétaire allemande cumulée entre 2011 et 2017 fut bien moindre que celle des autres pays de la zone euro. Inversement, malgré des efforts structurels inédits, la dette grecque a continué à augmenter. Il faut ajouter que la bonne

20. En pratique, les ajustements prévus dans le cadre du volet préventif du Pacte de stabilité n'ont pas été systématiquement réalisés.

santé de l'économie n'est pas non plus une condition suffisante pour réduire la dette. Malgré une croissance nominale moyenne sur la période 2010-2017 très proche aux États-Unis et en Allemagne, les trajectoires de dette publique ont divergé, avec une hausse de 32 points aux États-Unis et une baisse de 12 points outre-Rhin.

Ces différents éléments montrent que la voie que peuvent emprunter les États est étroite entre le souhait de réduire la dette publique et celui de ne pas compromettre le sentier de croissance. La situation macroéconomique actuelle plaide pour la mise en œuvre d'impulsions budgétaires plutôt neutres, ce qui permet de laisser jouer les stabilisateurs automatiques. Il s'agit là d'une préconisation très générale qui doit bien entendu être adaptée aux circonstances propres à chaque pays. Lorsque la croissance est forte et la dette publique élevée, l'orientation pourrait être légèrement restrictive. À cet égard, les choix budgétaires du gouvernement américain semblent inappropriés et portent surtout en eux les germes d'une consolidation future qui risque d'être mise en œuvre à contretemps puisque les États-Unis ont une dette publique élevée en situation de haut de cycle. Dans les pays où la phase de reprise n'est pas terminée, les gouvernements doivent veiller à ne pas casser cette dynamique par une politique budgétaire trop restrictive. Une politique expansionniste peut même être souhaitable si les multiplicateurs sont élevés. Enfin, l'interaction entre politique monétaire et politique budgétaire est dans ce contexte primordiale puisque la réduction de la dette dépend fortement de la croissance nominale. La capacité à retrouver une inflation proche, voire supérieure à la cible de 2 % et la poursuite de la trajectoire de croissance réelle seront utiles pour réduire l'endettement public mais aussi privé. Au-delà du court terme, le désendettement dépendra donc du potentiel de croissance à moyen- et long-terme.

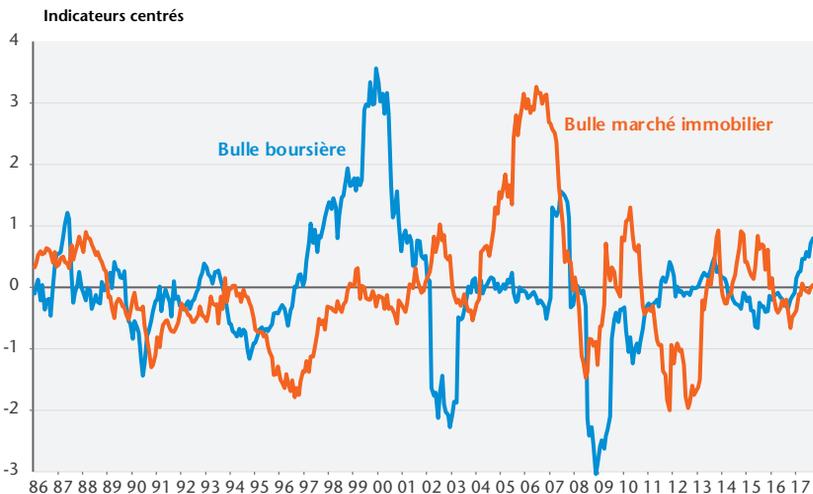
## Les risques pour la croissance

Le cycle de croissance des années 2000 s'est interrompu brutalement avec l'éclatement de la crise financière partie des États-Unis et qui s'est propagée à l'ensemble du système financier mondial. La croissance avait été largement alimentée par un ensemble de déséquilibres financiers : bulle des prix d'actifs (notamment une bulle immobilière aux États-Unis), boom du crédit (notamment du crédit aux ménages) et hypertrophie du système financier. Concernant le crédit et l'endettement des agents privés, Mian et Sufi (2009), par exemple, ont montré

le rôle des crédits *subprime* dans le déclenchement de la crise immobilière aux États-Unis. Guerini, Moneta, Napoletano et Roventini (2018) montrent que la dette publique et la dette des entreprises privées ont un effet positif sur la croissance tandis qu'une augmentation de la dette des ménages réduirait la croissance. Ces résultats rappellent la nature ambiguë du crédit puisque la dette permet de financer les dépenses d'investissement et alimente donc la demande présente et l'offre future. Mais une dynamique excessive du crédit au regard des revenus futurs est un facteur de risque.

La surveillance du système financier est donc cruciale pour juger de la capacité de l'économie mondiale à poursuivre sa phase de croissance sans la mettre en péril. À cet égard, les vulnérabilités financières semblent moins importantes aujourd'hui qu'elles ne l'étaient en 2007. L'évolution récente des cours boursiers – en particulier aux États-Unis – semble indiquer la présence d'une bulle positive. Néanmoins, sa taille au dernier trimestre 2017 est bien moindre que celle observée lors des épisodes passés de bulle sur ce marché (graphique 13). En outre, le niveau de risque associé au marché immobilier semble bien moins élevé.

**Graphique 13. Bulles sur les marchés actions et immobiliers aux États-Unis**



Par ailleurs, le risque de récession associé à l'éclatement des bulles sur le marché immobilier est d'autant plus important que la dynamique des prix s'accompagne d'une forte croissance du crédit (Jorda, Schularick et Taylor, 2015). Or, depuis le début de l'année 2008, les

ménages se sont désendettés, notamment dans les pays où la bulle immobilière avait été la plus marquée : États-Unis, Espagne ou Irlande (tableau 2). Inversement, les ménages français et belges ont continué à s'endetter, notamment les ménages les plus aisés<sup>21</sup>. La situation des sociétés non financières en termes d'endettement est plus contrastée. La dette privée s'est accrue assez nettement en Belgique, en France<sup>22</sup> et en Irlande mais elle a baissé en Espagne et dans une moindre mesure au Royaume-Uni. Pris dans leur ensemble, ces différents éléments suggèrent que le risque financier est dans l'ensemble bien moins élevé qu'il ne l'était en 2007. Le cycle de reprise qui a débuté en 2010 aux États-Unis et plus tardivement dans l'UE n'a pas été alimenté par une nouvelle frénésie financière, même si des facteurs de risque subsistent sur certains marchés tels que la bourse américaine.

**Tableau 2. Évolution de l'endettement des agents privés depuis 2008**

En % du PIB

	Ménages	Sociétés non financières	Secteur privé
BEL	12,5	30,4	42,9
FRA	11,6	29,1	40,7
DEU	-7	-1	-8
GRC	5,9	4,6	10,5
IRL	-51,9	70,7	18,8
ITA	2,9	-6,4	-3,5
PRT	-17,1	-3,3	-20,4
ESP	-19,2	-25,6	-44,8
NLD	-3	6,3	-3,3
GBR	-6,5	-13,8	-20,3
USA	-19,5	2,6	-16,9

Source : BRI.

L'autre principal facteur de risque pour l'économie mondiale est lié aux craintes d'une guerre commerciale initiée par la décision unilatérale des États-Unis de taxer les importations d'acier et d'aluminium avec la mise en place de droits de douane de respectivement 25 % et 10 %. Depuis son élection, Donald Trump a fait de la réduction du déficit commercial un enjeu de sa politique en pointant les excédents

21. Voir « Les crédits au secteur non financier : des taux d'endettement qui restent élevés ».

22. Dans le cas de la France, cette augmentation de dette va de pair avec une hausse de l'actif financier si bien que rapportée à la richesse financière, la dette des sociétés non financières françaises a baissé, suivant ainsi la même tendance que celle des autres grands pays.

des partenaires commerciaux des États-Unis et notamment de l'Allemagne et de la Chine, accusés de dumping monétaire. La menace de sanctions douanières sur certains produits ciblés est donc une nouvelle étape de la stratégie américaine. La somme des importations américaines d'acier et d'aluminium s'élevait à 48 milliards de dollars en 2018. Sur ces deux marchés, le premier fournisseur des États-Unis est le Canada, qui a été rapidement exempté de sanctions tout comme le Mexique, l'autre partenaire des États-Unis dans le cadre de l'ALENA. Des exemptions temporaires sont également prévues pour l'Union européenne et la Corée si bien que la décision pourrait surtout peser sur la Chine et ainsi ouvrir une guerre commerciale entre les deux pays. Il apparaît surtout ici que Donald Trump use d'une stratégie de menace visant surtout à négocier avec ses partenaires commerciaux et obtenir des accords en vue d'une ouverture plus forte de certains marchés.

Selon Bellora et Jean (2018), l'impact macroéconomique direct de ces sanctions serait négligeable ou faible. Les précédents historiques, notamment dans le secteur de l'acier en 2002 après une décision similaire prise par Georges W. Bush, n'ont généralement pas produit les effets escomptés. Le risque est surtout celui d'une amplification du conflit. Les autorités chinoises ont d'ailleurs rapidement annoncé des sanctions portant sur 234 produits importés des États-Unis, ce qui pourrait en retour conduire le Président américain à lancer une nouvelle offensive. Il ne s'agit pour l'instant que de menaces mais une éventuelle guerre commerciale se traduirait par un choc négatif sur les échanges internationaux et une hausse du prix des biens importés réduisant le pouvoir d'achat des ménages ou les marges des entreprises.

À ces deux risques principaux peut aussi s'ajouter le risque d'une crise politique en Italie qui aurait des répercussions sur la gouvernance européenne et relancer les craintes d'un éclatement de la zone euro. Au-delà de l'Europe, la question de la stabilité du système financier chinois reste également posée.

## 2. Un sentier de reprise de faible ampleur

---

Si les symptômes d'une reprise économique sont visibles dans les grandes zones développées, y compris aujourd'hui en zone euro, la faiblesse des rythmes de croissance associés à cette période de sortie de crise peut surprendre et devenir inquiétante si le rattrapage conjoncturel devait toucher à sa fin.

Cette interruption apparente du sentier de croissance sur un horizon qui n'est plus de court terme a fait surgir des questions de fond sur la disparition possible du potentiel de croissance des économies développées. Le débat peut s'inscrire dans les considérations plus générales sur le devenir des économies industrialisées, et en particulier de l'économie américaine sur laquelle il s'est focalisé. Les tenants de l'entrée dans une phase de « stagnation séculaire », par la voix de Larry Summers, voient dans l'incapacité des économies à renouer avec un niveau d'activité conforme à la trajectoire d'avant la récession l'effet d'un mécanisme de déflation par les bilans, conséquence d'un excès d'endettement des agents privés avant la récession et publics depuis 2010. Face au gonflement des passifs, les agents sont contraints de réduire leurs dépenses pour dégager des marges de désendettement et assainir leur situation patrimoniale. Le processus peut s'installer dans la durée, d'abord parce que l'apurement des dettes privées accumulées au cours de la bulle immobilière des années 2000 et la réduction des déficits publics abyssaux issus de la récession appellent un effort symétrique. Ensuite, parce que les pressions déflationnistes exercées par l'ajustement freinent le désendettement en s'opposant à la dévalorisation spontanée des dettes en termes réels et à la flexibilité des taux d'intérêt réels.

En plus de ces questionnements sur la trajectoire de la dépense, l'affaissement du sentier d'expansion a nourri le débat à propos des répercussions de la récession de 2008/09 sur l'offre potentielle des économies développées. Certaines études tentent d'éclairer les liens entre crises financières et pertes de potentiel pour conclure à des pertes définitives de production plutôt qu'à une inflexion de la croissance

après la crise<sup>23</sup>. Mais les preuves empiriques apportées sont loin d'être consensuelles et les canaux de transmission des crises financières au potentiel mal décrits. Dans une vision de la question très élargie au-delà du seul impact de la récession sur le potentiel de production, Gordon (2012) voit dans l'épuisement de l'effet des nouvelles technologies de l'informatique sur la croissance de la productivité depuis quelques années la fin du sentier de croissance tel que les économies l'ont connu avant 2008. Sans exclure que de telles considérations puissent effectivement en rendre compte, une approche plus centrée de l'impact de la récession sur les déterminants du potentiel peut aussi être mise en avant.

### Une faiblesse de la croissance potentielle...

L'évaluation de cet impact anime les débats avec deux visions, l'une accréditant l'idée qu'une partie des pertes de production héritées de la récession sont irrécupérables, ce qui se traduirait par une marche d'escalier du potentiel vers le bas, l'autre que seul le taux de croissance du potentiel a été touché, ce qui se traduirait par une inflexion du sentier d'expansion de moyen terme de l'économie. Ces deux visions ne sont naturellement pas exclusives l'une de l'autre, avec dans le cas le plus défavorable à la fois des pertes irrécupérables de production et un infléchissement du sentier.

Il ne fait guère de doute qu'après des années de quasi-stabilité de l'activité accompagnée d'un recul du volume d'investissement productif et d'une hausse du taux chômage, certains déterminants de la croissance potentielle, en dehors de la démographie qui n'a pas été impactée par la crise, se soient affaiblis. Le PIB potentiel dépend en effet de la quantité de facteurs de production disponibles, le travail et le capital, ainsi que de leur productivité. Le recul de l'investissement depuis le début de la crise a réduit le rythme de l'accumulation mais aussi très probablement la diffusion du progrès technique qui modèle la trajectoire de la productivité. Et les effets d'hystérèse sur le marché du travail excluraient de l'emploi potentiel un nombre croissant de chômeurs de longue durée, ce qui élèverait le taux de chômage structurel et réduirait le volant de main-d'œuvre disponible sans accélération des salaires. De plus, le niveau du PIB potentiel lui-même a pu subir un

---

23. Voir Furcieri & Zdzienicka (2011), Furcieri et Mourougane (2012) et Reinhart et Rogoff (2009).

choc à la baisse, les faillites et les destructions de capacité lors de la récession ayant certainement amputé le volume de capital disponible.

### ... lié à un ralentissement généralisé des gains de productivité...

Si la tendance de long terme est au ralentissement des gains de productivité, le taux de croissance moyen de la productivité horaire dans le secteur marchand a connu toutefois des évolutions contrastées selon les pays. Sans remonter aussi loin que les analyses de Gordon illustrant la « grande vague<sup>24</sup> » correspondant à la seconde révolution industrielle du début du XX<sup>e</sup> siècle aux États-Unis (Gordon, 1999) suivie du rattrapage des niveaux de productivité américains par les économies européennes au milieu des années 1950 (Gordon, 2004), de nombreuses études ont analysé l'arrêt de ce rattrapage dans les années 1990<sup>25</sup>. Comme l'illustre le graphique 14, à partir de cette date, les taux de croissance de la productivité du travail, par tête comme horaire, ont continué à accélérer aux États-Unis<sup>26</sup> tandis qu'ils décéléraient régulièrement dans les autres grands pays développés, notamment européens. Notons également qu'aux environs de 1995 il semblerait que ce rattrapage<sup>27</sup> était loin d'être achevé dans certains pays comme le Royaume-Uni, notamment, et à un degré moindre l'Espagne, atténuant la rupture négative sur le taux de croissance de leur productivité au cours de cette décennie.

Depuis le début de la crise, les gains de productivité horaire continuent de ralentir globalement dans l'ensemble des pays excepté en Espagne où ils accélèrent. Le ralentissement est plus prononcé les premières années de la crise sous l'effet de la Grande Récession et de comportements d'ajustement différents selon les pays : certains pays

---

24. Pour Gordon, « The one big wave » est associée à l'utilisation croissante par les secteurs manufacturiers et du transport américains des « inventions majeures » de la fin du XIX<sup>e</sup> siècle (électricité ; moteur électrique et moteur à combustion interne mais aussi au développement de la chimie et des antibiotiques). Par ailleurs, toujours selon Gordon, au cours de cette période qui est aussi celle du New Deal, les syndicats, dont le pouvoir a été renforcé, ont obtenu une réduction de la durée du travail et une hausse des salaires : la première a engendré une augmentation de la productivité horaire tandis que la seconde, en accroissant le coût du travail, a incité les entreprises à substituer du capital au travail, stimulant la productivité par tête.

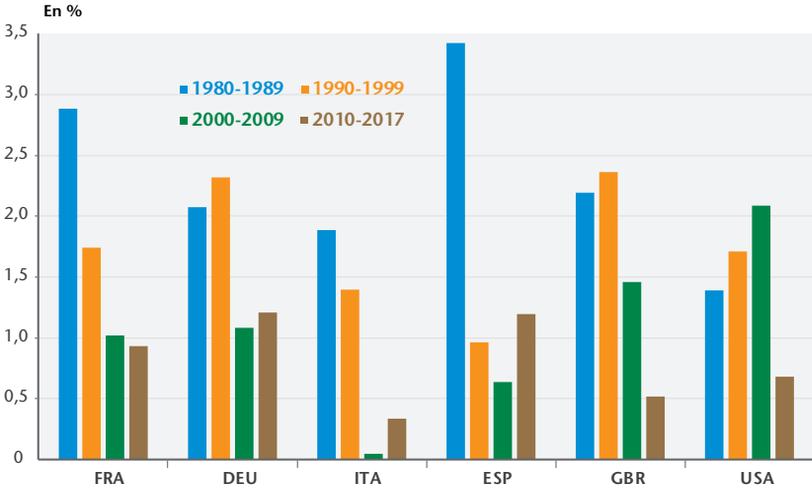
25. Voir par exemple Basu, Fernald et Shapiro (2001), Bergeaud, Cette et Lecat (2016), Crafts et O'Rourke (2013) et Lecat (2004).

26. Le découpage par décennie masque en fait une période exceptionnelle (troisième révolution industrielle) allant de 1996 à 2004, période durant laquelle la productivité s'est fortement accrue aux États-Unis avec la diffusion des nouvelles technologies d'information et de communication.

27. Précisons ici que cette analyse de faits stylisés suppose une grande confiance dans la mesure du PIB et dans sa standardisation qui fait l'objet d'un grand nombre de travaux dont Guvenen *et al.* (2017).

(France, Allemagne, Italie) privilégient les leviers d'ajustement internes (rétention de main-d'œuvre et baisse de la durée du travail) tandis que l'Espagne et les États-Unis ajustent plus rapidement l'emploi (Cochard *et al.*, 2010).

Graphique 14. Taux de croissance de la productivité horaire des salariés



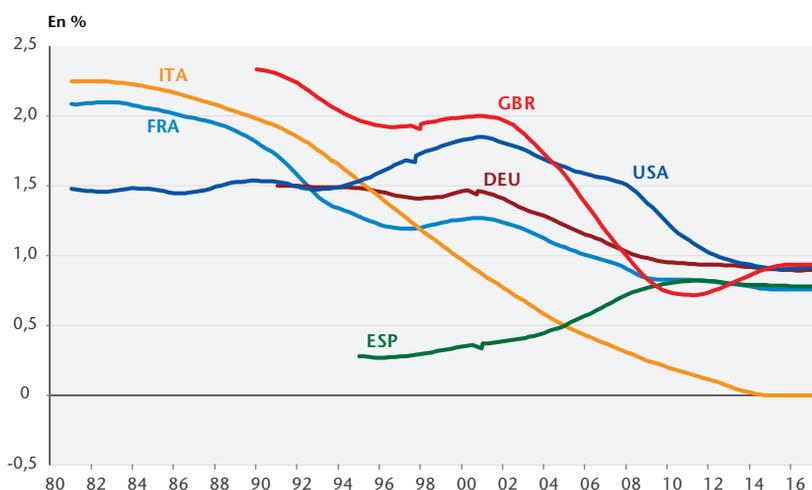
Source : OCDE.

Enfin, depuis 2010, le taux de croissance de la productivité du travail semble quelque peu s'homogénéiser entre les différents grands pays (à l'exception de l'Italie toutefois). Le taux de croissance de la productivité du travail se situerait aujourd'hui aux alentours de 1%, rythme bien inférieur à celui observé lors des décennies passées. Cependant, ces évolutions ne permettent pas de renseigner précisément de l'évolution de la tendance de productivité dans la mesure où elles captent la dynamique des cycles de productivité. Nos estimations de la productivité tendancielle réalisées à partir d'un filtre de Kalman sur des équations d'emploi<sup>28</sup> suggèrent également une réduction progressive de celle-ci qui, toutes choses égales par ailleurs, implique une baisse de la croissance potentielle. Selon nos estimations, le taux de croissance de la productivité tendancielle présente pour quatre pays (France, Allemagne, Italie, États-Unis et Royaume-Uni) une lente baisse depuis les années 1990 (graphique 15). La tendance de productivité, estimée à 1,5% aux États-Unis dans les années 1980, augmente au

28. Pour plus de détails, voir Ducoudré et Heyer (2017).

cours des années 1990 avec la vague de nouvelles technologies, puis diminue progressivement pour atteindre 0,9% en fin de période. Pour la France, l'Italie et l'Allemagne le rattrapage s'interrompt au cours des années 1990 (au cours des années 2000 pour l'Espagne) bien que le ralentissement des gains de productivité tendanciels s'interrompt brièvement entre le milieu des années 1990 et le début des années 2000. Excepté l'Italie, dont les gains tendanciels de productivité estimés sont nuls en fin de période, les taux de croissance tendanciels convergent vers un intervalle compris entre 0,8% et 1% de gains annuels de productivité tendancielle.

Graphique 15. Gains tendanciels de productivité horaire



Note : gains tendanciels de productivité horaire en rythme annuel.

Source : calculs OFCE.

### ... et de celui de la population active

Par ailleurs, l'évolution de la population active indique également de son côté un ralentissement de sa croissance entre 2000 et 2016 dans les pays développés (graphique 16) et tout particulièrement en Espagne<sup>29</sup>. Les raisons structurelles de ce ralentissement sont à chercher du côté de la baisse du taux de fécondité dans ces pays et de la fin de la montée de la participation des femmes au marché du travail. Plus conjoncturellement, on observe également un effet de flexion de la

29. La forte progression de la population active espagnole dans la première partie des années 2000 s'explique par une évolution positive du solde migratoire.

population active au moment de la crise de 2008, la hausse du chômage décourageant une partie des chômeurs qui deviennent alors inactifs, surtout en Espagne et aux États-Unis.

En contrepoint, les réformes des systèmes de retraite allongeant la durée des carrières et le report de l'âge minimum de départ en retraite ont contribué à soutenir le taux d'activité et à contrebalancer le ralentissement de la croissance de la population active. Pour la France, la croissance de la population active a d'ailleurs été plus dynamique que les projections de population active pour 2011-2015, de l'ordre de 0,2 à 0,3 point en moyenne chaque année. En Allemagne, la population active augmente de 0,4 % entre 2007 et 2017, avec une faible augmentation entre 2007 et 2011 (0,1 %) et une accélération plus franche entre 2011 et 2017 (+0,6 %). Sur l'ensemble de la période 2007-2016, la population en âge de travailler est quasiment stable en moyenne, alors que le taux d'activité augmente nettement. Mais si l'on décompose en sous-périodes, on constate que la population active est d'abord soutenue par la hausse du taux d'activité (concentrée sur la période 2007-2011) avant de bénéficier d'une augmentation de la population en âge de travailler (+0,6 % entre 2011 et 2017), sous l'effet de l'immigration, en provenance principalement de l'Europe de l'Est<sup>30</sup>.

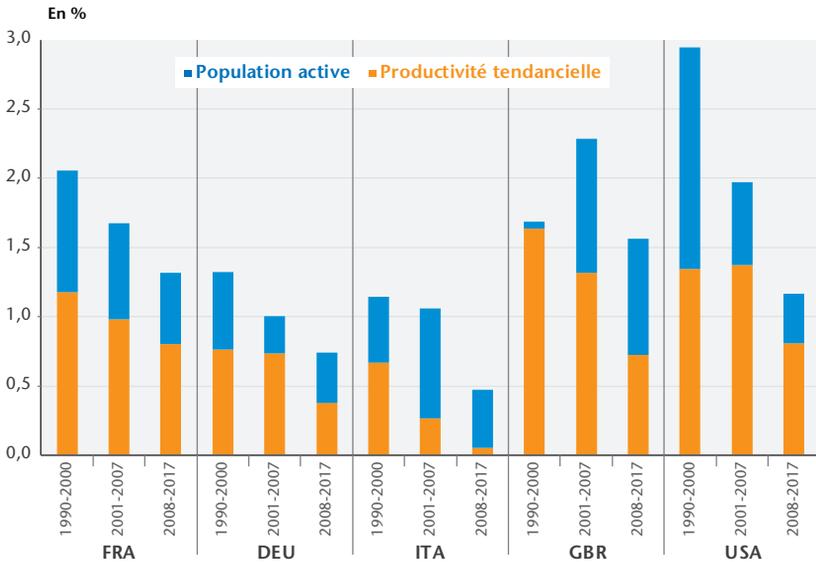
## Sommes-nous en fin de cycle ?

Nos estimations pour les grands pays industrialisés montrent un ralentissement de la croissance potentielle depuis 1990, principalement dû à la baisse des gains de productivité alors que l'impact des évolutions de population active est plus hétérogène, comme en Allemagne et au Royaume-Uni. Ces estimations suggèrent que la référence pour juger de la normalisation du niveau d'activité ne serait plus la trajectoire d'avant-crise, mais une trajectoire plus basse, qui donnerait une image moins dégradée du retard de l'activité par rapport au potentiel. Mais même si l'on accrédite cette thèse, la question se pose toujours de la persistance d'un écart de production (*l'output gap*) négatif.

---

30. Pour plus de détails, voir le chapitre sur le marché du travail et la démographie dans OFCE (2017).

Graphique 16. Décomposition et évolution de la croissance potentielle



Note : La population active est égale à la somme du nombre d'emplois total au sens de la comptabilité nationale et du nombre de chômeurs au sens du BIT. La productivité tendancielle est estimée par le filtre de Kalman.

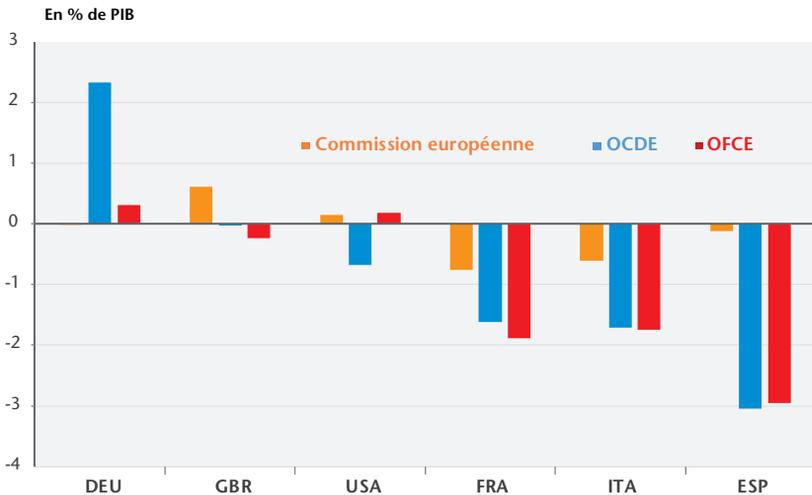
Source : calculs OFCE.

L'estimation des *output gap* est plus problématique encore dans la mesure où à l'incertitude sur la croissance potentielle mentionnée précédemment se rajoute celle associée à l'incidence de la grande récession sur le niveau de production potentielle et sur une éventuelle baisse définitive de celle-ci. Dans les faits, les économistes semblent s'accorder sur le fait que la crise économique traversée par les pays développés depuis 2007 a pu impacter à la fois le niveau et le taux de croissance de la production potentielle. Le chômage de masse et la dégradation durable de certaines capacités industrielles auraient en partie détruit l'appareil productif qui garderait ainsi à moyen terme les stigmates de la crise au travers des capacités de croissance réduites.

Si un consensus existe autour du fait que la crise économique ait pu avoir un impact à la fois sur le niveau et sur le taux de croissance de la production potentielle, le consensus autour de l'existence d'un potentiel de rebond des économies développées en 2017 est plus flou. En 2017, malgré un processus de reprise qui se consolide et se généralise, la plupart des économies développées accusent encore du retard par rapport à la trajectoire d'avant-crise. Seuls certains semblent avoir déjà comblé ce retard de croissance. Ainsi, deux catégories de pays

semblent émerger : la première – constituée notamment de l'Allemagne, des États-Unis et du Royaume-Uni – est celle des pays ayant rattrapé leur niveau de production potentielle et se situant en haut de cycle ; la seconde – dans laquelle figure la France, l'Italie et l'Espagne par exemple – est celle des pays connaissant encore un retard de production qui se situerait, selon les instituts de conjonctures économiques, entre 1 et 2 points de PIB pour la France et l'Italie et 0 (OCDE) et 3 points de PIB (Eurostat et OFCE) pour l'Espagne (graphique 17).

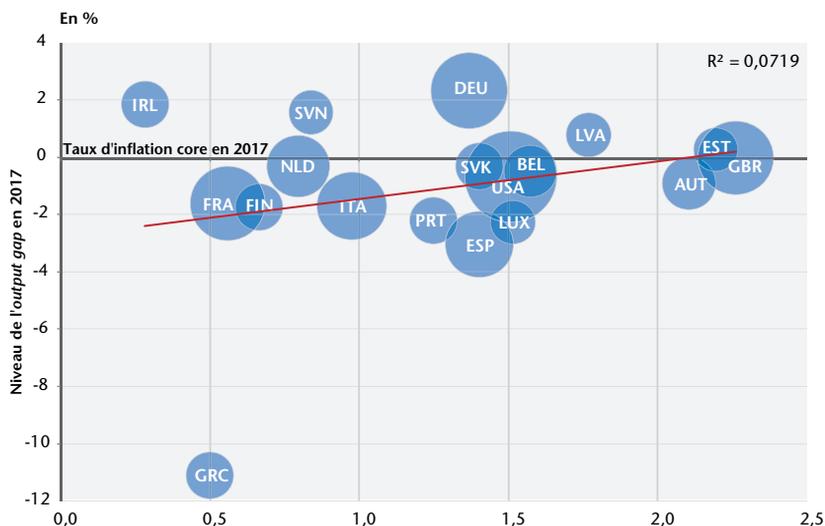
Graphique 17. Output gap en 2017 selon différents instituts



Sources : Commission européenne, OCDE, OFCE.

La présence de pays développés dans les deux catégories devrait en toute logique se traduire par l'apparition de tensions inflationnistes dans les pays figurant dans la première, et par un écart d'inflation avec ceux de la seconde. Or, ces deux phénomènes ne sont pas apparents en 2017 : comme l'illustre le graphique 18, le lien entre le niveau de l'*output gap* et le taux d'inflation sous-jacent est loin d'être clair, jetant un doute sur l'interprétation que l'on doit avoir du niveau de l'*output gap* : aux incertitudes mentionnées précédemment se rajoute celle associée au niveau de cet écart dans le passé, en 2007 par exemple.

Face à cette forte incertitude, il semble opportun d'établir un diagnostic sur la base de la variation de cet *output gap* depuis 2007. Une telle analyse aboutit à un consensus plus net entre les différents instituts et à la disparition de la première catégorie de pays, ceux n'ayant plus de marge de croissance supplémentaire au-delà de leur

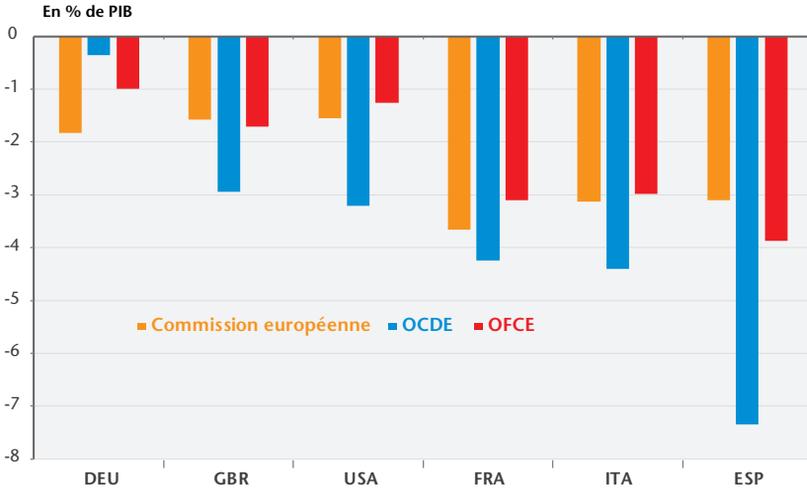
Graphique 18. Niveau de l'*output gap* et taux d'inflation sous-jacent en 2017

Source : OCDE.

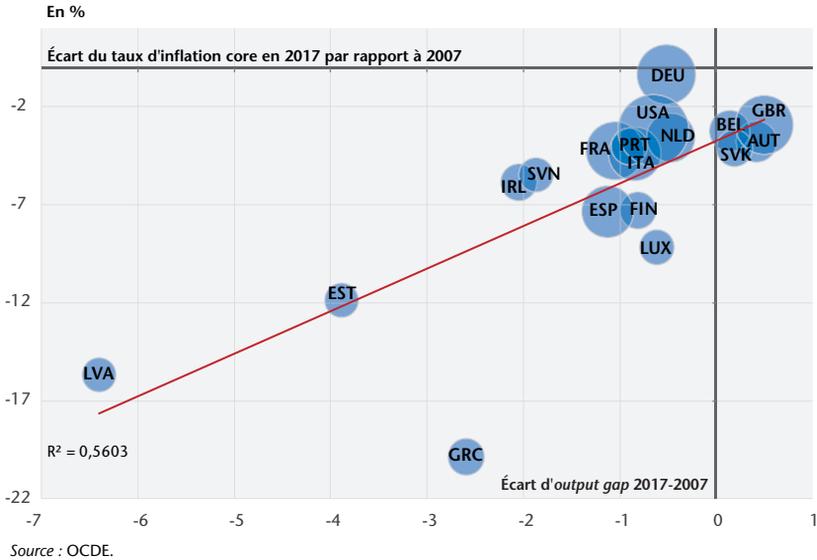
seule croissance potentielle. En effet, selon eux, aucun des grands pays développés n'aurait retrouvé en 2017 son niveau d'*output gap* de 2007, y compris l'Allemagne. Cet écart se situerait autour de 1 point de PIB pour l'Allemagne, de 2 points de PIB pour le Royaume-Uni et les États-Unis, au-delà de 3 points de PIB pour la France et l'Italie et autour de 5 points de PIB pour l'Espagne (graphique 19).

Cette analyse est davantage en ligne avec le diagnostic de reprise d'inflation basée sur le concept du sous-jacent : les économies des pays développés n'ayant pas retrouvé en 2017 leur niveau cyclique de 2007 expliquent des taux d'inflation inférieurs à ceux observés au cours de la période pré-crise (graphique 20). Ce constat est corroboré par une analyse basée sur d'autres critères que l'*output gap*, notamment la variation du taux de chômage et du taux d'emploi depuis le début de la crise ou taux de croissance de la durée du travail durant cette même période. Le graphique 21 illustre ces différents critères. Sur la base de ces derniers, le diagnostic qualitatif porté sur la situation cyclique des différentes économies est celui de l'existence de marges de rebond relativement élevées en Espagne, en Italie et en France. Ce potentiel de rebond est faible en Allemagne, aux États-Unis et au Royaume-Uni : seule l'augmentation du temps de travail pour le premier et du taux d'emploi pour les deux suivants pourrait le permettre.

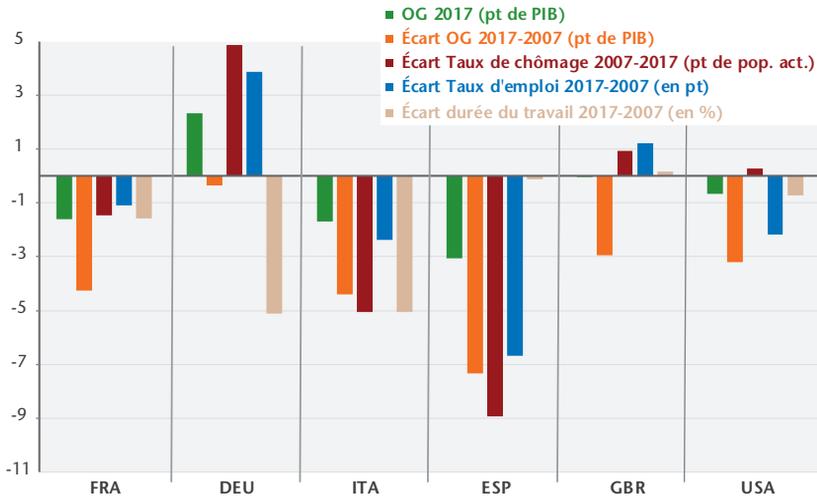
Graphique 19. Écart de l'output gap en 2017 par rapport à 2007 selon les différents instituts



Graphique 20. Écart d'output gap et de taux d'inflation sous-jacente entre 2017 et 2007



Graphique 21. Quelques mesures de l'écart de production en 2017



Sources : OCDE, *Perspectives Économiques*, n° 101, septembre 2017, calculs OFCE.

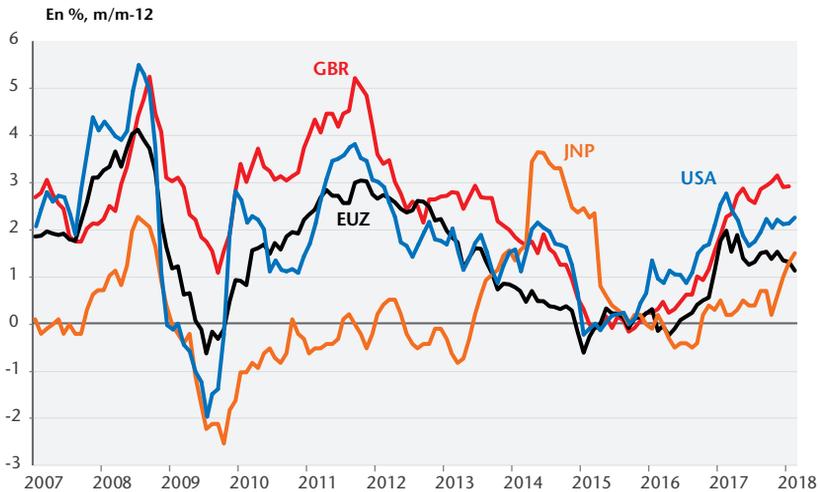
### 3. Reprise avec peu d'inflation

---

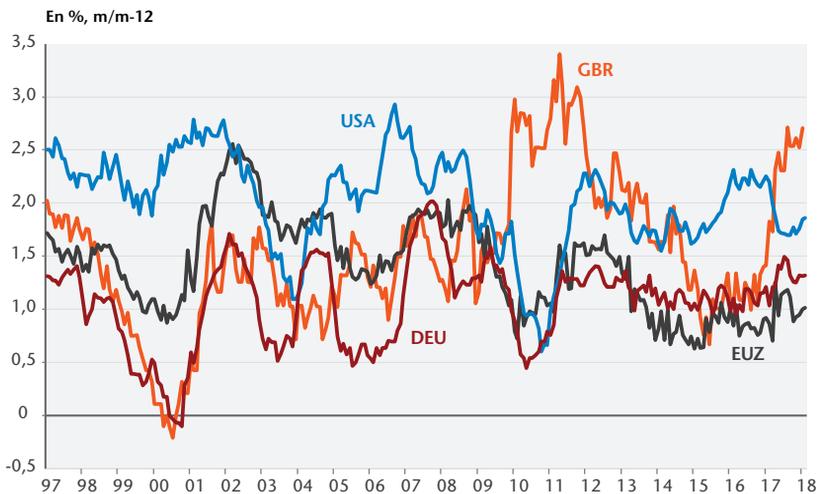
**E**n février 2018, dans les principaux pays avancés, l'inflation restait à un niveau bas au regard de ses précédents historiques (graphique 22). En glissement annuel, l'inflation mesurée selon les indices des prix à la consommation s'établissait à 2,3 % aux États-Unis, à 2,9 % au Royaume-Uni, à 1,1 % dans la zone euro et à 1,5 % au Japon. Le découplage qui prévaut en termes de rythme de croissance ou de taux de chômage se retrouve dans les niveaux d'inflation, avec d'un côté des pays anglo-saxons où l'inflation est relativement dynamique, et de l'autre la zone euro et le Japon avec une inflation deux à trois fois inférieure à celle des précédents. La remontée de l'inflation dans la seconde moitié de 2016, après 18 mois durant lesquels elle avait été nulle, répercute l'évolution du prix du pétrole. Le prix du baril de Brent a été divisé par 3 entre début 2014 (où il avoisinait 110 dollars) et le début 2016 (où il n'était plus que de 30 dollars), ce qui a imprimé mécaniquement un repli de l'inflation, mais le prix du Brent est remonté depuis jusqu'à 70 dollars. Les mouvements de change ont aussi modelé la trajectoire des indices de prix en 2017, avec d'un côté l'appréciation de l'euro contre le dollar de près de 20 % qui a freiné l'inflation de la zone euro et accentué celle des États-Unis, et de l'autre la dépréciation de la livre après le Brexit qui a porté la hausse des prix à 3 % au Royaume-Uni à la fin de 2017.

Le risque déflationniste, que nous avons souligné à de nombreuses reprises depuis le début de la crise, et qui a paru se matérialiser entre 2015 et 2016, s'éloigne, mais les tendances de fond de l'inflation, illustrées par l'évolution des indices de prix sous-jacents excluant l'énergie, l'alimentation et les produits volatils, restent peu dynamiques dans la phase de reprise actuelle. En 2017, l'inflation sous-jacente est repassée sous 2 % aux États-Unis, soit environ un point sous ses précédents pics cycliques de 2001 et 2007 (graphique 23). Le même constat s'applique à l'Allemagne si l'on compare le niveau d'inflation sous-jacente d'aujourd'hui, +1,3 %, à celui d'avant-crise, +2 %. Cette situation est paradoxale alors qu'aux États-Unis le taux de chômage a rejoint ses plus bas de 2000 ou de 2007 et qu'en Allemagne il baisse continûment depuis 2010, en dessous de tous ses niveaux précédents.

Graphique 22. Taux d'inflation dans les pays développés



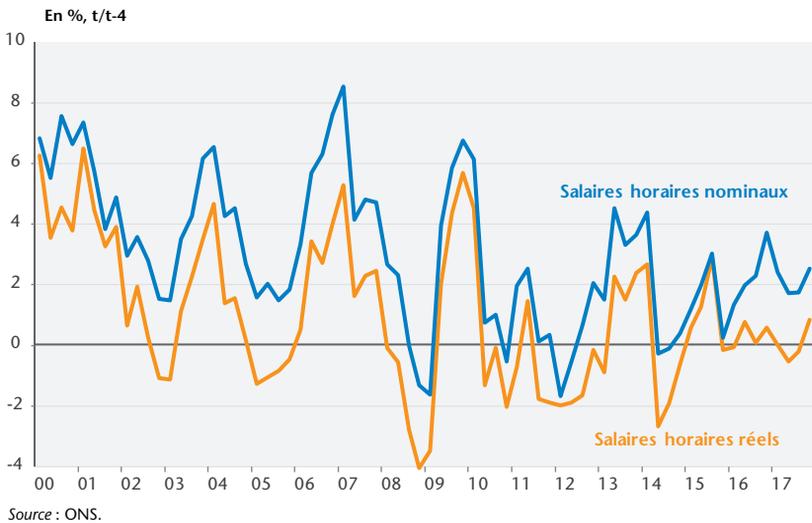
Graphique 23. Inflation sous-jacente dans les pays développés \*



La situation du Royaume-Uni diffère quelque peu de celle des deux précédents pays, puisque, si le taux de chômage est aussi revenu à son plus bas niveau depuis 1975, l'inflation sous-jacente, bien plus élevée que dans la décennie 2000, y est en apparence plus conforme à ses déterminants cycliques. Une partie de la reprise de l'inflation sous-

jacente au Royaume-Uni s'explique toutefois par la dépréciation de la livre consécutive au *Brexit* et n'est pas imputable au niveau très faible du taux de chômage. La progression des salaires, tant nominaux que réels, restait en 2017 très inférieure à ses pics de la décennie 2000 avec un niveau de chômage plus bas qu'à l'époque (graphique 24). Même si l'économie britannique apparaît entrée dans une phase de tensions inflationnistes, sa situation réelle s'apparente donc davantage à celle des États-Unis et de l'Allemagne qu'à celle d'une économie en surchauffe inflationniste.

Graphique 24. Évolution des salaires au Royaume-Uni



Si au sein de la zone euro l'Allemagne se distingue de ses partenaires par un taux de chômage très bas et une inflation basse, le paradoxe est moins flagrant pour la France, l'Espagne et l'Italie qui appartiennent au groupe de pays où l'inflation est basse et où le taux de chômage se situe encore au-dessus de son niveau d'avant-crise. Cette classification des pays en deux groupes, ceux où le chômage est bas et ceux où le chômage reste élevé, mais où la faiblesse de l'inflation est une caractéristique commune à tous, questionne sur le facteur déclenchant de l'inflation, certains ayant atteint le seuil de l'accélération des prix sans toutefois qu'elle ne se soit produite, les autres ne l'ayant pas encore atteint. Une première explication pourrait être trouvée dans le relâchement du lien entre salaires et chômage, à savoir la disparition de la courbe de Phillips traditionnelle selon laquelle la baisse du chômage entraîne des tensions sur le marché du travail et

corrélativement une hausse des salaires. Nos estimations montrent toutefois que la courbe de Phillips reste valide, c'est-à-dire que le taux de chômage demeure un facteur explicatif de l'évolution des salaires, mais que la relation s'est modifiée depuis la crise, avec une diminution de la sensibilité des salaires au taux de chômage<sup>31</sup>.

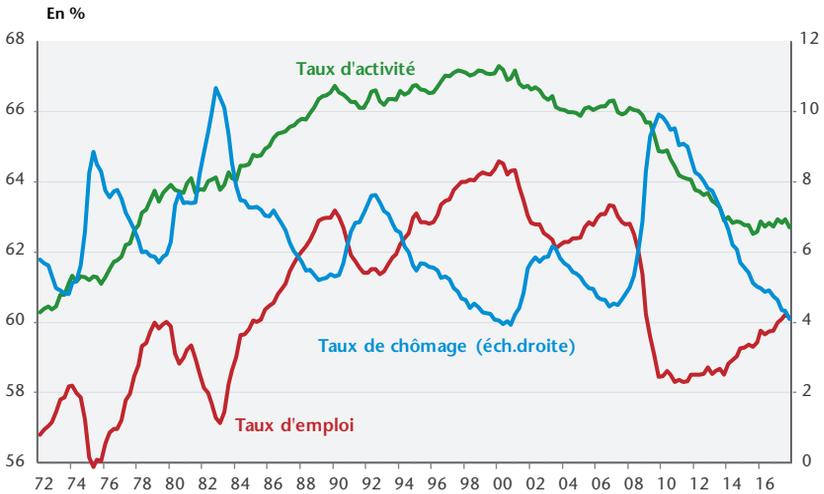
Cette altération du lien entre salaires et chômage pourrait s'expliquer par des évolutions plus profondes du marché du travail que ce que l'examen du seul taux de chômage révèle. En effet, un niveau bas du chômage peut masquer la persistance d'un sous-emploi à même de peser sur la dynamique des salaires. Ainsi, un chômeur découragé peut avoir renoncé à rechercher activement un emploi et ne plus répondre aux critères statistiques de comptabilisation du chômage. Sa sortie du marché du travail, et la baisse du chômage qu'elle induit, ne traduisent pas pour autant une amélioration de la situation en termes de sous-emploi. En dehors du marché du travail mais prêt à y revenir, ce chômeur non déclaré alimente un réservoir de main-d'œuvre mobilisable sans accélération des salaires. Aux États-Unis par exemple, le taux d'activité reste stable après sa chute depuis la crise (graphique 25), tandis que le taux de chômage est au plus bas. Le retour à l'emploi de ces personnes, actuellement en dehors de la population active, pourrait ainsi permettre à la croissance de se prolonger avec une poursuite de l'amélioration du taux d'emploi sans accélération des salaires. Les apports de population active consécutifs à la crise des réfugiés en 2015 en Europe, dans laquelle l'Allemagne s'est particulièrement investie, peut aussi expliquer la modération de l'inflation en dépit d'un taux de chômage historiquement faible. Ainsi aux États-Unis, et dans les pays où le chômage est très bas, les apports de population active pourront suppléer à la raréfaction du volant de chômeurs disponibles.

Une autre dimension du sous-emploi non mesurée par le taux de chômage est celle de la durée du travail. Le temps partiel subi sort en effet de la population des chômeurs les personnes en emploi mais qui souhaiteraient effectuer davantage d'heures. La baisse du chômage générée par les reprises d'emploi sous forme de petits boulots, d'emplois précaires ou de postes à temps réduit laisse donc subsister une forme de sous-emploi qui pèse sur l'évolution des salaires de deux manières : à l'embauche d'abord puis en cours de contrat ensuite puisque l'augmentation du nombre d'heures rémunérées des personnes en place peut se faire sans augmentation du taux de salaire.

---

31. Voir Blot C. *et al.* (2015).

Graphique 25. Taux d'activité, taux d'emploi et taux de chômage aux États-Unis



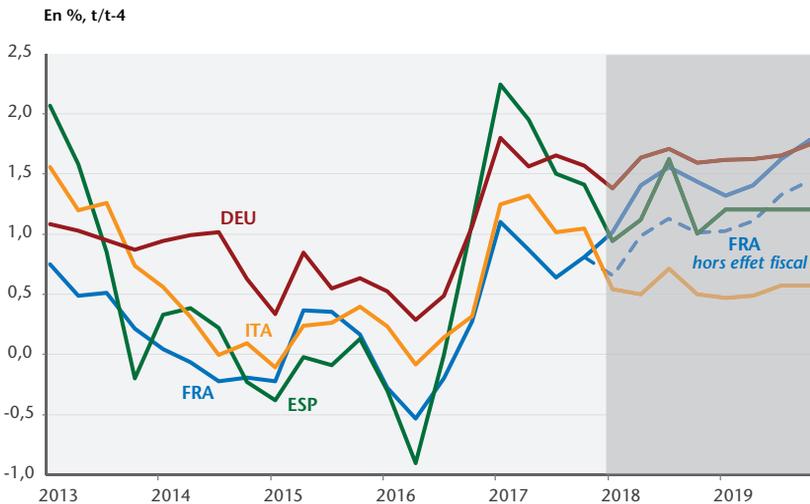
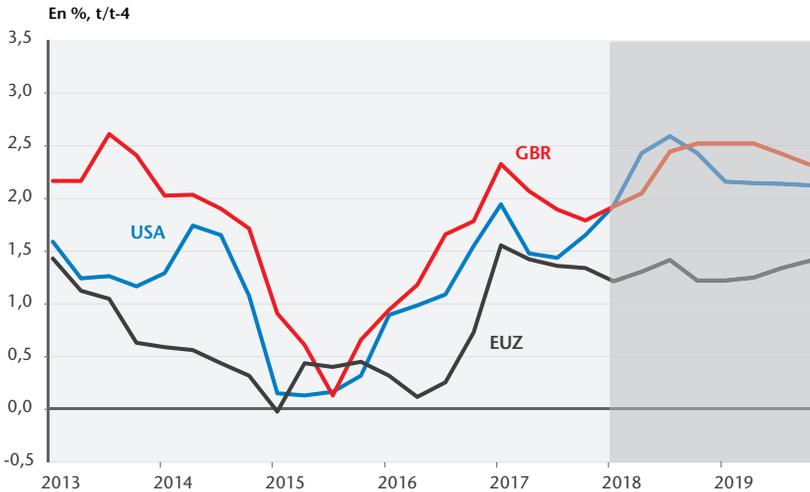
Source : BLS.

Finalement les craintes exprimées par certains observateurs d'une fin de cycle proche du fait de la raréfaction des ressources en main-d'œuvre paraissent prématurées. Les ressources en facteur travail, tant en nombre qu'en intensité d'utilisation, laissent subsister des marges de croissance sans dérapage incontrôlé de l'inflation. L'apparent relâchement du lien entre inflation, chômage et écart de production trouve peut-être simplement son origine dans le fait que les économies à bas taux de chômage ne sont pas encore en haut de cycle (pour plus de détails, voir la partie « un sentier de reprise de faible ampleur », dans ce numéro).

À l'horizon de la prévision, nous n'envisageons donc pas l'emballement inflationniste (graphique 26) que pourrait faire craindre la bonne situation apparente du marché du travail dans certains pays. L'écart d'inflation entre les économies anglo-saxonnes et la zone euro dans son ensemble subsistera, avec une inflation plus dynamique aux États-Unis et au Royaume-Uni mais demeurant sous les sommets de la décennie 2000. À l'horizon 2019, l'inflation aux États-Unis et au Royaume-Uni serait ainsi de 0,7 point supérieure à celle de l'ensemble de la zone euro.

En zone euro, les écarts d'inflation inscrits en prévision suivront la même logique, avec une Allemagne qui s'écartera de la trajectoire des autres pays pour lesquels le chômage affiché est plus élevé. Mais cet

Graphique 26. Taux d'inflation (déflateur de la consommation)



Sources : Eurostat, BLS, ONS, prévision OFCE avril 2018.

écart ne témoigne pas pour l'Allemagne d'une surchauffe inflationniste dès lors qu'en s'installant sur un palier un peu supérieur à 1,5 %, la hausse des prix resterait très en deçà de ses précédents sommets. En apparence, le taux d'inflation en France convergerait vers le taux d'inflation allemand. Mais la trajectoire des prix en France sera perturbée par la hausse de la fiscalité indirecte à deux reprises, au premier trimestre 2018 et au premier trimestre 2019 (taxe sur le tabac

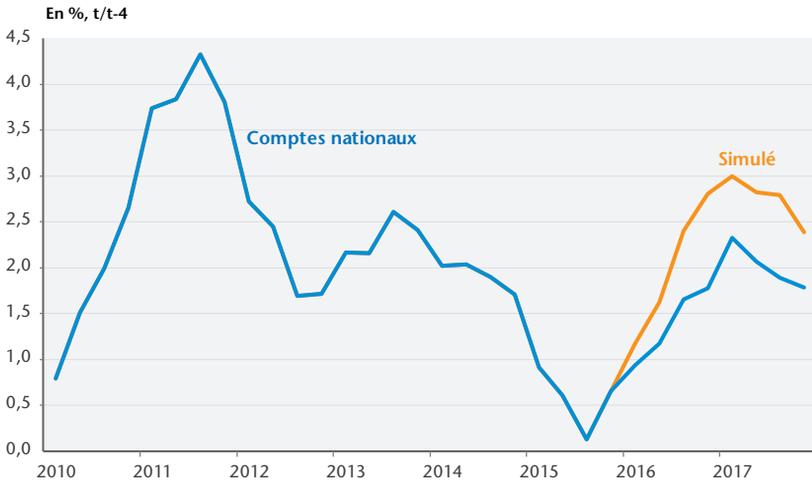
et les hydrocarbures) qui majorera le taux d'inflation de 0,4 et 0,3 point en 2018 et en 2019 (pour plus de détails, voir la partie sur la France dans ce numéro). Corrigé de cet effet, le taux d'inflation français demeurerait inférieur au taux allemand. Au final, les taux d'inflation dans la zone euro resteraient sous la cible de la BCE (2 %) à l'horizon 2019, compris entre 0,6 % pour l'Italie, 1,7 % pour l'Allemagne et 1,4 % pour la zone euro dans son ensemble.

Hors de la zone euro, le Royaume-Uni apparaît dans une configuration particulière. Selon les comptes nationaux, l'inflation mesurée par la variation du déflateur de la consommation des ménages en glissement annuel, a culminé au premier trimestre 2017 à 2,3 % (graphique 23). Or, sur la même période, le déflateur des importations a crû de 10 % en glissement sur un an, ce qui, compte tenu du poids des importations dans l'indice d'ensemble (15 %), impliquerait une inflation d'origine interne de 0,8 %. Or ce constat est incompatible avec la mesure d'une inflation sous-jacente en franche accélération au-dessus de 2 % en 2017 (graphique 23).

Il semble donc que la répercussion de la hausse du prix des importations au Royaume-Uni n'ait été que partielle sur le marché intérieur et qu'une grande partie soit passée en baisse de marges consenties par les distributeurs de produits importés. Selon les estimations de la Banque d'Angleterre, les marges commerciales ont effectivement été comprimées en 2016 mais celles-ci auraient retrouvé fin 2017 un niveau proche de leur moyenne 1998-2007 d'avant-crise (voir partie Royaume-Uni). La simulation économétrique, à partir du début de 2016, de l'évolution du déflateur de la consommation au Royaume-Uni selon ses déterminants habituels laisse penser qu'au premier trimestre 2017 la hausse des prix aurait dû s'établir à 3 % et non pas à 2,4 % comme mesuré par les comptes nationaux (graphique 27). Davantage que le repli de la demande intérieure sur l'offre nationale, qui aurait freiné l'inflation importée grâce à la baisse du taux de pénétration qui ne s'est toutefois pas produite, l'inflation manquante au Royaume-Uni mesurée par le déflateur de la consommation semble bien provenir d'une sous-répercussion des hausses de prix d'importation sur le marché intérieur par la baisse des marges.

Cette sous-répercussion du supplément d'inflation importée sur le marché britannique suggère un rattrapage à terme du déflateur de la consommation. L'inflation, mesurée selon le déflateur, resterait donc supérieure à 2 % à l'horizon de la prévision, mais ceci ne proviendrait

Graphique 27. Déflateur de la consommation au Royaume-Uni \*



\* Le déflateur de la consommation des ménages issu des comptes nationaux (+1,8 % au quatrième trimestre 2017) fournit une évaluation différente de la mesure de l'inflation par l'indice des prix harmonisé mensuel (+3 %)

Sources : ONS, calculs OFCE.

pas d'un emballement des salaires lié au bas niveau du chômage. Ces prévisions d'une inflation modérée dans un contexte de croissance soutenue sont à mettre en rapport avec les indicateurs de marché donnant les anticipations d'inflation dans cinq ans pour les cinq années qui suivent, autrement dit l'inflation moyenne anticipée, à la fin mars 2018, pour les années 2023 à 2028.

La crise entamée en 2007 et ses répercussions en zone euro avec la crise des dettes souveraines survenue en 2011 ont fait dangereusement pencher les économies vers la déflation, notamment en Europe. Ces inquiétudes se sont toutefois atténuées et entre septembre et décembre 2016, les anticipations d'inflation se sont redressées aux États-Unis, au Royaume-Uni et en zone euro, de 0,5 point en moyenne (graphique 28). Cette remontée des anticipations est directement liée à la reprise de l'inflation, notamment à l'inflation pétrolière, mais également à des facteurs spécifiques à chaque zone. Au Royaume-Uni, le vote pour le *Brexit* en juin 2016 et la dépréciation de la livre ont entraîné la hausse des anticipations d'inflation un peu avant les autres pays. Depuis, les anticipations fluctuent autour du seuil de 3,5 %. Aux États-Unis, sous l'effet d'une croissance soutenue et de l'inflation, les anticipations sont remontées au-dessus de la cible de 2 % de la Réserve fédérale, et le risque déflationniste semble définitivement écarté. La politique monétaire des États-Unis est en phase de normalisation,

comme en atteste la remontée graduelle des taux directeurs depuis le quatrième trimestre 2015.

Graphique 28. Anticipations d'inflation à 5 ans dans 5 ans



Source : Thomson Reuters Eikon.

C'est en zone euro que les anticipations sont les plus basses. Même si leur remontée récente autour de 1,8% en 2016, sous l'effet principalement de la dépréciation de l'euro et de l'allègement de la facture énergétique, a interrompu leur tendance à la baisse depuis 2013, elles restent en-deçà de la cible de 2 % malgré une politique monétaire ultra accommodante. Dès lors, la capacité de la BCE à ramener l'inflation à sa cible est mise en doute par les marchés. Ce changement de paradigme fait que le « désancrage » des anticipations de long terme rend la zone euro vulnérable au risque déflationniste en cas de nouvelle secousse.

## 4. Cycle de productivité et emploi : retour sur les ajustements depuis la crise

---

### Où en est-on des cycles de productivité ?

Notre analyse de l'emploi marchand pour la France, l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne, le Royaume-Uni et les États-Unis repose sur la notion de cycle de productivité. De fait, les dynamiques de l'emploi dépendent de celle de l'activité, mais aussi du coût relatif du travail et du capital et de la durée du travail. L'analyse de la relation entre l'emploi et ses déterminants permet de poser un diagnostic sur la productivité tendancielle et de déterminer la position dans le cycle<sup>32</sup>. À court terme, l'emploi peut ainsi augmenter plus (ou moins) vite relativement à l'activité économique selon que l'économie se situe en haut (en bas) du cycle de productivité.

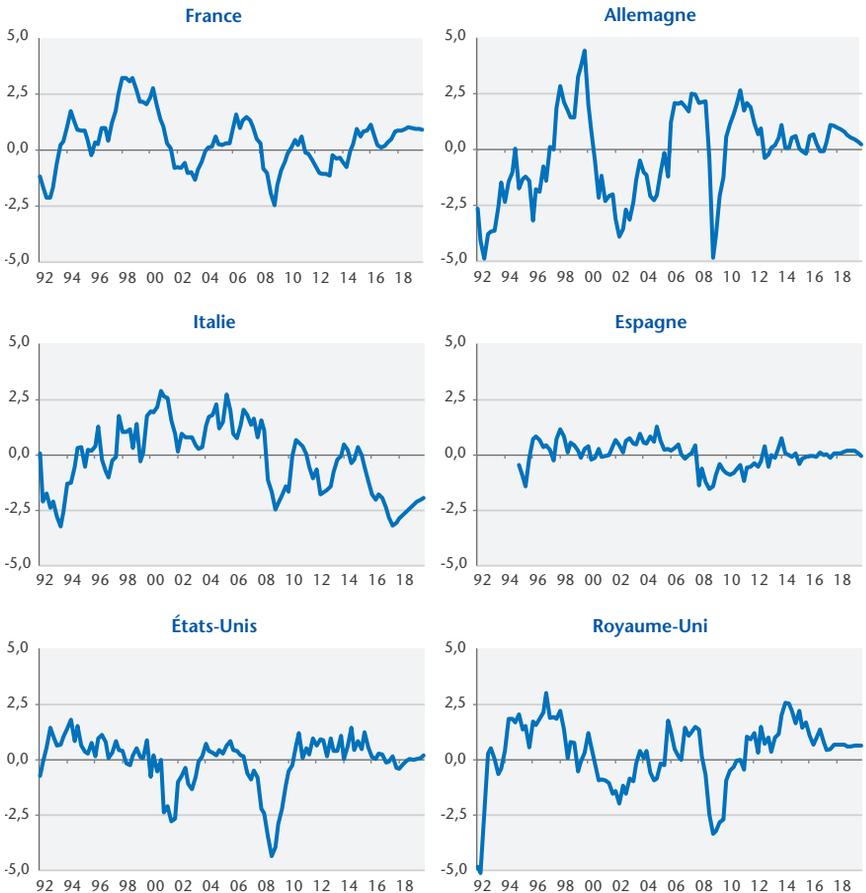
Plus précisément, en période de ralentissement conjoncturel (et symétriquement en période de reprise), les entreprises attendent généralement la confirmation de la baisse de l'activité (et symétriquement le redressement) avant de procéder à des réductions d'effectifs (et symétriquement des embauches), ce qui se traduit dans un premier temps par une dégradation des gains de productivité (et symétriquement une amélioration). Ce n'est que dans un second temps, quand la baisse (hausse) d'activité se confirme, qu'elles procèdent à des suppressions (créations) de postes ou à moins (plus) d'embauches. Le ralentissement (l'accélération) de l'activité se traduit d'abord par des pertes (gains) de productivité par rapport à la tendance de long terme, donc par le creusement du cycle de productivité, qui se rétablit progressivement, une fois passé le creux (pic) d'activité. Par ailleurs, les politiques d'enrichissement de la croissance en emplois favorisent les créations d'emplois en ralentissant la progression de la productivité pour une progression de l'activité donnée.

---

32. Voir Ducoudré et Heyer (2017).

Nous avons calculé le cycle de productivité pour la France, l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne, le Royaume-Uni et les États-Unis (graphique 29). Au moment de la crise, la contraction de l'activité économique s'est traduite par une forte baisse de la productivité horaire par rapport à sa tendance dans les six pays. Celui-ci s'est ensuite refermé au bout de 6 à 8 trimestres. L'ajustement s'est fait principalement par l'emploi pour les États-Unis et l'Espagne, tandis que la France, l'Allemagne et l'Italie ont privilégié les ajustements internes (baisse de la durée du travail, hausse du chômage partiel). Par la suite, les cycles ont suivi

Graphique 29. Cycles de productivité



*Note de lecture* : chaque graphique représente le cycle de productivité, c'est-à-dire l'écart entre la productivité horaire observée dans le secteur marchand et la tendance de productivité. En France, au quatrième trimestre 2017, la productivité était ainsi supérieure de 0,9 % à sa tendance.

*Source* : calculs et prévision OFCE 2018-2019, avril 2018.

deux mouvements différents, avec d'un côté la France, l'Espagne et l'Italie qui ont connu un nouveau creusement du cycle avec la crise de la zone euro et la rechute de la croissance à partir de la mi-2011. Par contre, l'Allemagne, les États-Unis et le Royaume-Uni ont globalement connu un cycle de productivité légèrement positif sur l'ensemble à partir de 2011, les entreprises ajustant rapidement la main-d'œuvre à la progression de l'activité.

Au quatrième trimestre 2017, les cycles de productivité sont globalement refermés, excepté pour l'Italie. Ce pays présente un cycle atypique, avec des gains de productivité qui ont progressivement ralenti depuis le début des années 2000 et sont nuls, voire négatifs sur la période récente, ce qui rend délicat l'établissement d'un diagnostic sur le cycle de productivité. Ainsi, malgré le ralentissement de la productivité tendancielle en fin de période du fait des mesures de baisses ciblées du coût du travail qui ont enrichi la croissance en emplois (et dont l'effet est ici répercuté sur la tendance de productivité pour 0,15 point par trimestre entre 2015 et 2016), le cycle de productivité se serait creusé en 2016. Ce creusement du cycle de productivité peut s'expliquer pour partie par une croissance de l'activité économique plus lente qu'anticipée (1,0 % de croissance en 2016 contre 1,3 % anticipé dans le consensus fin 2015). Notons qu'en France et en Allemagne, la croissance soutenue au deuxième semestre 2017 s'est traduite par une croissance de la productivité plus rapide que sa tendance, le cycle de productivité devenant légèrement positif fin 2017 (+1,1 point en Allemagne et +0,8 point en France).

En prévision, la productivité horaire croîtrait à un rythme proche de celui de la productivité tendancielle en France, compte tenu du rythme soutenu de la croissance du secteur marchand (voir la partie emploi France). Le cycle de productivité se refermerait progressivement en Allemagne, la croissance étant attendue moins dynamique en 2018-2019 par rapport à 2017. L'emploi total continuerait de progresser (+1,2 % en 2018 et +0,6 % en 2019 après +1,5 % en 2017), mais compte tenu du bas niveau du taux de chômage et des tensions sur le marché du travail (haut niveau des difficultés de recrutement), la progression de l'emploi s'accompagnerait également de gains de productivité plus élevés, correspondant pour partie à une très légère accélération de la tendance et d'une hausse de la durée du travail. L'Italie refermerait très progressivement son cycle de productivité et l'emploi serait peu dynamique à l'horizon de la prévision, avec la fin

des mesures généralisées de baisse des cotisations sociales pour les entreprises. Au Royaume-Uni, les gains de productivité retrouveraient un rythme proche des gains de productivité tendanciels, évalués à 0,9 % par an<sup>33</sup>, et le cycle de productivité ne se refermerait plus. En conséquence, l'emploi progresserait modérément en 2018-2019, compte tenu de la tendance de productivité. En Espagne et aux États-Unis, le cycle étant refermé, la productivité horaire croîtrait à un rythme proche de son rythme tendanciel, soit 0,8 % en Espagne et 1,2 % aux États-Unis. En Espagne, les créations d'emploi ralentiraient progressivement (+1,8 % en 2018, +1,1 % en 2019) du fait du ralentissement de la croissance et malgré une durée du travail qui reviendrait sur une tendance légèrement baissière. Les créations d'emplois ralentiraient également aux États-Unis (+1,3 % en 2018, +1,2 % en 2019) compte tenu du ralentissement de l'activité et d'une accélération de la productivité. Nous supposons par ailleurs que la tendance de productivité augmenterait légèrement en prévision en lien avec un investissement plus élevé. La réduction du taux de chômage inciterait également à améliorer les compétences de leurs salariés

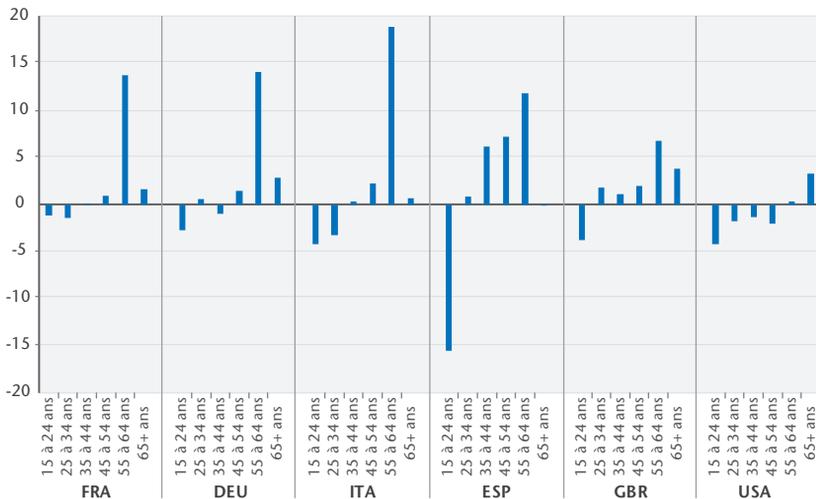
## Des évolutions différenciées du marché du travail

Les marchés du travail dans les pays développés ont été fortement marqués par la crise et ses conséquences (tableau 3). La montée plus ou moins durable du chômage et celle de la précarité ont accentué les hétérogénéités entre les pays. Ces hétérogénéités portent notamment sur l'évolution des comportements d'activité, l'ajustement de la durée du travail, l'évolution de l'emploi précaire. La crise a également eu pour conséquences une poursuite et un approfondissement des réformes dont l'objectif est la flexibilité accrue du marché du travail. Celle-ci et l'intensification de la précarité ont pu ainsi concourir à relâcher les liens entre chômage et évolution des salaires. La nature du chômage a évolué et la persistance du sous-emploi, la montée de la part de l'emploi précaire ou la part croissante d'individus ne recherchant pas activement un emploi mais qui désirent travailler et sont disponibles pour prendre un emploi ont pu affaiblir le pouvoir de négociation des salariés.

---

33. La productivité horaire des salariés du secteur marchand a progressé en moyenne de 1,4 % par an depuis 2000. Son rythme s'est toutefois infléchi après la crise de 2008, et le taux de croissance moyen annuel de la productivité horaire des salariés du secteur marchand s'établit à 0,7 % en moyenne depuis 2010, même s'il a retrouvé dans la période récente un rythme proche de 0,9 %

Graphique 30. Variation du taux d'activité par âge entre 2007 et 2016



Source : OCDE.

Tableau 3. Évolution du marché du travail dans l'UE entre 2007 et 2016 – 15-64 ans

Variation...	... du taux d'activité depuis 2007	... du taux d'emploi depuis 2007	... du taux d'emploi à temps partiel depuis 2007	... du pourcentage d'emplois temporaires depuis 2007*	... de la part d'emplois en CDD depuis 2011**	... du pourcentage d'emplois précaires depuis 2008*
<b>UE 28</b>	2,6	1,3	2,0	-0,4	0,3	0,1
<b>EUZ</b>	2,0	-0,1	3,0	-0,8	0,2	0,2
<b>DEU</b>	2,3	5,7	1,3	-1,5	-1,1	-0,2
<b>AUT</b>	2,7	1,7	5,8	0,2	-0,5	-0,1
<b>BEL</b>	0,5	0,2	2,8	0,5	0,2	0,7
<b>DNK</b>	-0,1	-2,1	3,4	4,5	4,8	0,7
<b>ESP</b>	2,4	-6,3	3,7	-5,5	1,1	0,2
<b>FIN</b>	0,3	-1,2	1,5	-0,3	0,4	0,8
<b>FRA</b>	1,7	-0,2	1,1	1,0	1,1	0,0
<b>GRC</b>	1,7	-8,8	4,4	0,2	-0,6	0,3
<b>IRL</b>	-2,1	-4,3	4,5	-0,3	-2,0	0,0
<b>ITA</b>	2,5	-1,3	5,1	0,8	0,7	0,9
<b>NLD</b>	1,2	-1,1	3,4	2,7	2,8	0,1
<b>PRT</b>	-0,2	-2,4	0,6	0,0	0,3	2,1
<b>SWE</b>	3,0	2,0	-0,3	-1,1	-0,2	-1,1
<b>GBR</b>	1,8	2,0	1,1	0,3	0,0	0,0

\* En pourcentage de l'emploi salarié total. \*\* En pourcentage de l'emploi total

Source : Eurostat.

La baisse du chômage dans l'Union européenne (UE) qui a suivi la double récession de 2008-2009 et 2011-2012 a été freinée par la hausse des taux d'activité dans la plupart des pays européens (voir encadré 1). Cette hausse, qui touche principalement les travailleurs âgés de 55 ans et plus, est en grande partie la conséquence des réformes des systèmes de retraite visant à allonger la durée de carrière des individus et à repousser l'âge de départ à la retraite (graphique 30). Elle est aussi le fruit de la hausse de la participation des femmes au marché du travail.

### **Encadré 1. Taux d'activité et durée du travail : des impacts différenciés sur le taux de chômage**

La plupart des pays européens ont, au cours de la crise, réduit plus ou moins fortement la durée effective de travail, *via* des dispositifs de chômage partiel, la réduction des heures supplémentaires ou le recours aux comptes épargne-temps, mais aussi *via* le développement du temps partiel (particulièrement en Italie et en Espagne), notamment le temps partiel subi. *A contrario*, l'évolution favorable du chômage américain s'explique en partie par une baisse importante du taux d'activité.

En supposant qu'une hausse d'un point du taux d'activité entraîne, à emploi constant, une hausse du taux de chômage, il est possible de mesurer l'impact de ces ajustements (durée du travail et taux d'activité) sur le chômage, en calculant un taux de chômage à emploi constant et contrôlé de ces ajustements. Excepté aux États-Unis, les pays étudiés ont connu une augmentation de leur population active (actifs occupés + chômeurs) plus importante que celle observée dans la population générale, du fait entre autres des réformes des retraites menées. Mécaniquement, sans création d'emploi, ce dynamisme démographique a pour effet d'accroître le taux de chômage des pays concernés.

Si le taux d'activité s'était maintenu à son niveau de 2007, le taux de chômage serait inférieur de 2,3 points en France, de 3,1 points en Italie et de 2 points au Royaume-Uni (graphique 31). Par contre, sans la contraction importante de la population active américaine, le taux de chômage aurait été supérieur de plus de 3,2 points à celui observé fin 2017. Il apparaît également que l'Allemagne a connu depuis la crise une baisse importante de son chômage alors même que son taux d'activité croissait. À taux d'activité inchangé, le taux de chômage allemand serait de ... 0,9 %. Il reste que les évolutions des taux d'activité résultent aussi de facteurs démographiques structurels si bien que l'hypothèse d'un retour vers les taux de 2007 est arbitraire. Pour les États-Unis, une partie de la baisse du taux d'activité s'explique par l'évolution de la structure de la population. Aussi, le chiffre de sous-emploi – mesuré par le taux de chômage qui prévaudrait si le taux d'activité retrouvait son niveau de 2007 – peut être considéré comme surévalué.

Concernant la durée du travail, les enseignements semblent bien différents. Il apparaît que si la durée du travail avait été maintenue dans l'ensemble des pays à son niveau d'avant-crise, le taux de chômage aurait été supérieur de 3,7 points en Allemagne et de 2,9 points en Italie. En France, en Espagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis, le temps de travail n'a que faiblement baissé depuis la crise. À durée du travail identique à celle de 2007, le taux de chômage aurait été très légèrement supérieur dans l'ensemble de ces pays.

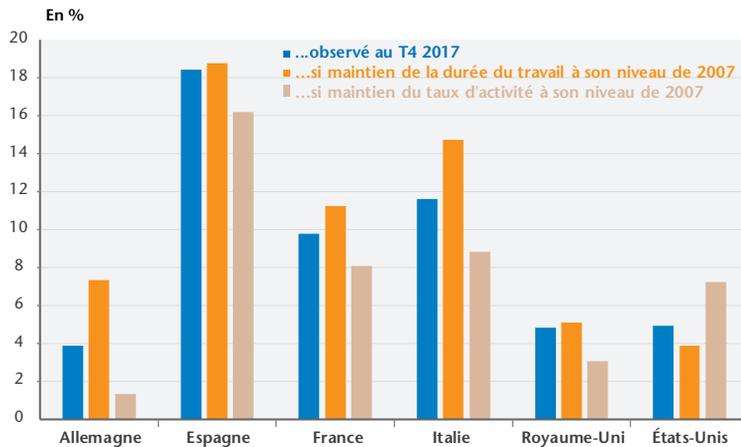
Notons que les évolutions à la baisse de la durée du travail ont largement précédé la crise économique de 2007 (tableau 4). Si l'Allemagne a prolongé la dynamique à l'œuvre avant la crise et si l'Italie l'a largement accentuée, la France, l'Espagne et les États-Unis ont continué à réduire leur durée du travail mais de façon moins marquée. Le Royaume-Uni a quant à lui interrompu la baisse du temps de travail entamé avant 2007.

**Tableau 4. Évolution du nombre d'heures travaillées avant et après la crise de 2007**

En %	DEU	ESP	FRA	ITA	GBR	USA
<b>1997-2007</b>	-5,3	-2,4	-4,0	-2,9	-3,5	-2,6
<b>2007-2017</b>	-5,4	-1,2	-1,6	-5,7	0,0	-0,6

Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

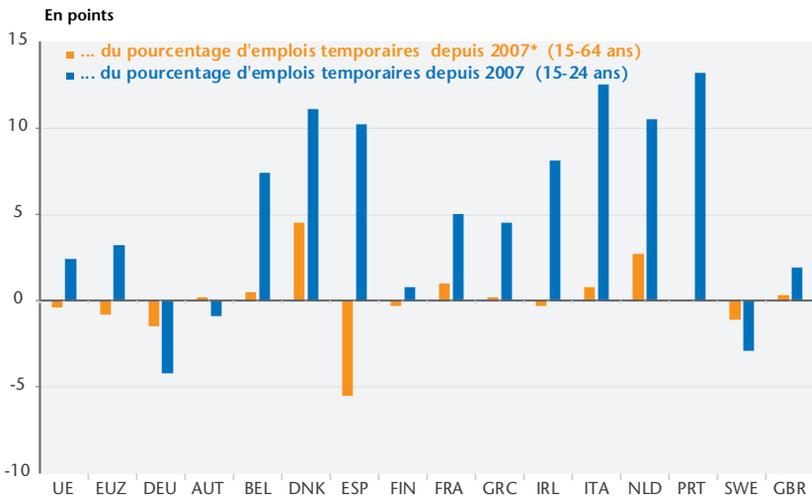
**Graphique 31. Taux de chômage observé au T4 2017 et taux de chômage sous l'hypothèse ...**



Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

La hausse des taux d'activité s'est également accompagnée de changements structurels et parfois divergents quant au fonctionnement des marchés du travail. En zone euro, le taux d'emploi est resté globalement stable entre 2007 et 2016. Mais cette stabilité masque des divergences notables : forte hausse du taux d'emploi en Allemagne, stabilité en France et en Belgique, baisse prononcée en Espagne, en Grèce, en Irlande et au Portugal. Le recours au temps partiel a également augmenté, mais de manière bien plus marquée en Autriche, Grèce, Espagne, Irlande, Italie et Pays-Bas. L'emploi temporaire a augmenté en France, en Italie et aux Pays-Bas, quand il a fortement baissé en Espagne et dans une moindre mesure en Allemagne. Enfin, l'emploi temporaire a surtout progressé chez les 15-24 ans excepté en Allemagne et en Autriche (graphique 32).

Graphique 32. Évolution de l'emploi temporaire depuis 2007

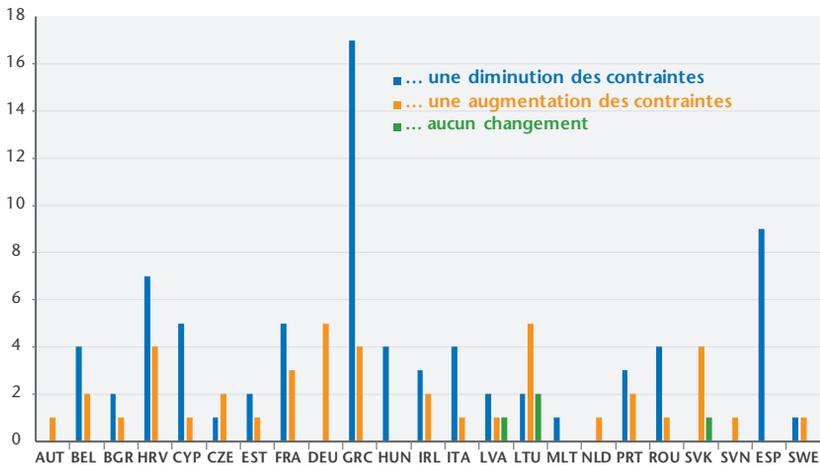


\* En pourcentage de l'emploi salarié total.

Source : Eurostat.

Ces évolutions – hausse de la précarité, des petits boulots, du temps partiel – en zone euro ont pu peser sur le lien entre chômage et salaire, affaiblissant la relation entre la baisse du chômage et la hausse attendue des salaires qui devrait en résulter. La prédominance des réformes du marché du travail allant dans le sens d'un affaiblissement des contraintes portant sur la fixation des salaires pour les employeurs dans la plupart des pays de la zone euro a également pu affaiblir le pouvoir de négociation des salariés, freinant ainsi les évolutions salariales (graphique 33).

**Graphique 33. Nombre de réformes entre 2007 et 2014 portant sur la fixation des salaires, aboutissant pour les employeurs à...**



Note : LABREF est une base de données descriptive qui enregistre les mesures de politique du marché du travail introduites dans les États membres de l'UE, et fournit des informations sur les caractéristiques des mesures.

Source : LABREF database, DG EMPL, Commission européenne.

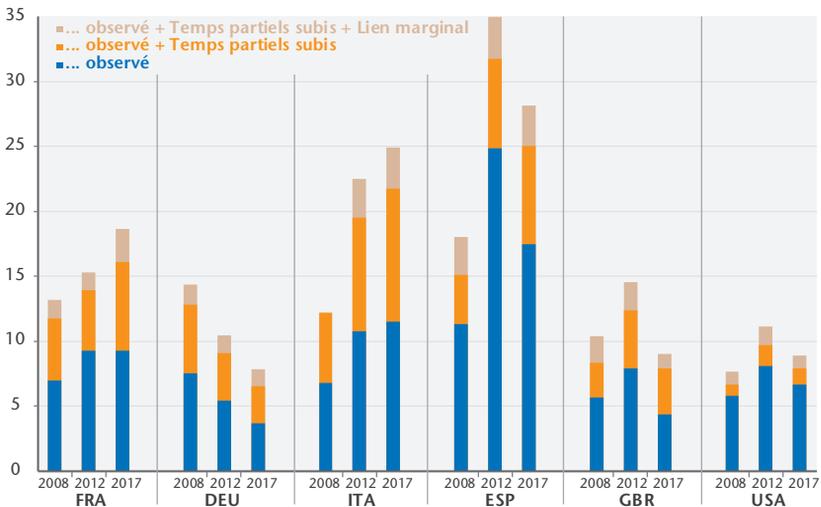
## Au-delà du taux de chômage ...

En plus d'occulter les dynamiques à l'œuvre sur le marché du travail, la définition stricte du chômage au sens du Bureau international du travail (BIT) ne prend pas en compte les situations à la marge du chômage. Ainsi les personnes souhaitant travailler mais considérées comme inactives au sens du BIT, soit parce qu'elles ne sont pas disponibles rapidement pour travailler (sous deux semaines), soit parce qu'elles ne recherchent pas activement un emploi, forment le « halo » du chômage.

Les bases de données de l'OCDE permettent d'intégrer dans le chômage une partie des individus qui en sont exclus du fait de la définition du BIT. Le graphique 34 présente pour les années 2008, 2012 et 2017 le taux de chômage observé lorsque l'on considère également d'une part les individus situation de temps partiel subi et d'autre part les personnes âgées de 15 ans et plus, sans emploi, et ne recherchant pas activement un emploi mais qui désirent travailler et sont disponibles pour prendre un emploi. De plus elles ont recherché un emploi au cours de 12 derniers mois. Ces dernières sont définies par l'OCDE comme ayant « un lien marginal à l'emploi ».

En Allemagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis, les évolutions de ces différentes mesures semblent aller dans le même sens, celui d'une amélioration franche de la situation sur le marché du travail. *A contrario*, la France et l'Italie ont connu entre 2008 et 2012, mais surtout entre 2012 et 2017, une hausse de leur taux de chômage tant au sens strict, celui du BIT, qu'au sens large. En Italie, le taux de chômage intégrant une partie des demandeurs d'emploi exclus de la définition du BIT atteignait, en 2017, 25 %, soit plus du double du taux de chômage BIT. En France, du fait d'un niveau de chômage plus faible, ces différences sont moins importantes. Malgré tout, entre 2012 et 2017, le sous-emploi a augmenté de 2,2 points quand le chômage au sens strict diminuait de 0,1 point. En Espagne, si l'amélioration en termes de chômage BIT est notable sur la période, le sous-emploi a lui continué à croître fortement (+2,7 point). En 2017, le taux de chômage BIT était en Espagne de 6,2 points supérieur à son niveau de 2008. En intégrant les demandeurs d'emplois exclus de la mesure du BIT, cet écart atteint 10 points.

Graphique 34. Taux de chômage au T4 2017...



Source : OCDE, calculs OFCE.

## 5. Politique monétaire : les banques centrales face à l'absence d'inflation

---

L' accélération de la croissance en zone euro et aux États-Unis en 2017 a confirmé le scénario envisagé par les banques centrales depuis de nombreux mois. La normalisation de la politique monétaire devrait donc se poursuivre. Le stimulus monétaire resterait toutefois bien plus prononcé en zone euro, la normalisation étant déjà amorcée du côté de la Réserve fédérale, qui a commencé à réduire la taille de son bilan depuis octobre 2017. Du côté de la BCE, les achats nets de titres se poursuivront jusqu'en octobre 2018<sup>34</sup>. Cependant, l'absence de tensions inflationnistes n'incite pas à un durcissement ou une normalisation trop rapide des politiques monétaires. Si l'inflation aux États-Unis est revenue au-dessus de la cible de 2 %, il n'y a aucun signe d'un emballement des prix, ce qui devrait conforter la stratégie de resserrement progressif de la politique monétaire américaine en 2018 et 2019. Dans la zone euro, l'accélération de la croissance et la baisse concomitante du chômage s'accompagnent d'un retour très lent de l'inflation vers 2 %. La BCE devrait donc mettre un terme à son programme d'assouplissement quantitatif mais elle se montrera encore prudente concernant l'augmentation des taux directeurs. La Banque d'Angleterre est quant à elle confrontée à un arbitrage opposé puisque la dépréciation de la livre en 2016 a provoqué une accélération de l'inflation, qui a contribué à freiner la consommation des ménages et la croissance britannique, dans un contexte d'incertitudes accrues par la perspective du Brexit. La hausse du taux directeur décidée en novembre dernier a ramené le taux à son niveau de juillet 2016 (0,5 %), et signale un début de normalisation qui sera progressive puisque la hausse suivante n'interviendrait qu'en fin d'année 2018.

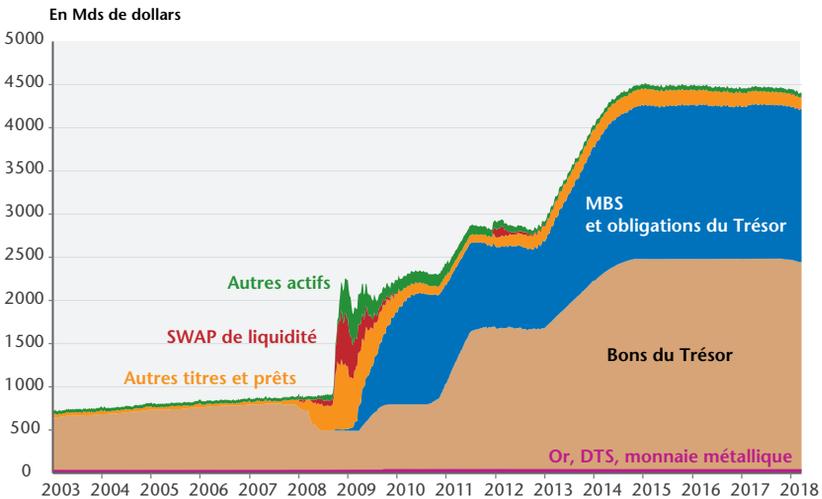
---

34. Voir Blot et Hubert (2017) : « [Quels effets attendre de la réduction du bilan des banques centrales ?](#) ».

## États-Unis : poursuite de la normalisation

La nomination d'un nouveau gouverneur à la tête de la Réserve fédérale le 5 février 2018 ne semble pas se traduire par un changement de cap de l'orientation de la politique monétaire aux États-Unis. Dès sa première réunion à la tête du FOMC, les 20 et 21 mars, Jerome Powell a annoncé une augmentation d'un quart de point de la cible de taux de politique monétaire, qui évoluera désormais dans la fourchette de 1,50 % à 1,75 %. Le communiqué diffusé à l'issue de la réunion souligne l'amélioration des perspectives de croissance et une hausse de l'inflation qui se maintiendrait au-dessus de 2 % en 2018 et 2019 (2,1 % en moyenne annuelle dans notre scénario). Cette décision était largement anticipée et s'inscrit dans la stratégie de normalisation de la politique monétaire américaine qui a débuté en 2014 et s'est poursuivie récemment par la fin de la politique de rachat de titres arrivant à maturité, entraînant une réduction du bilan de la Réserve fédérale de 70 milliards de dollars (graphique 35).

Graphique 35. Taille du bilan de la Réserve fédérale

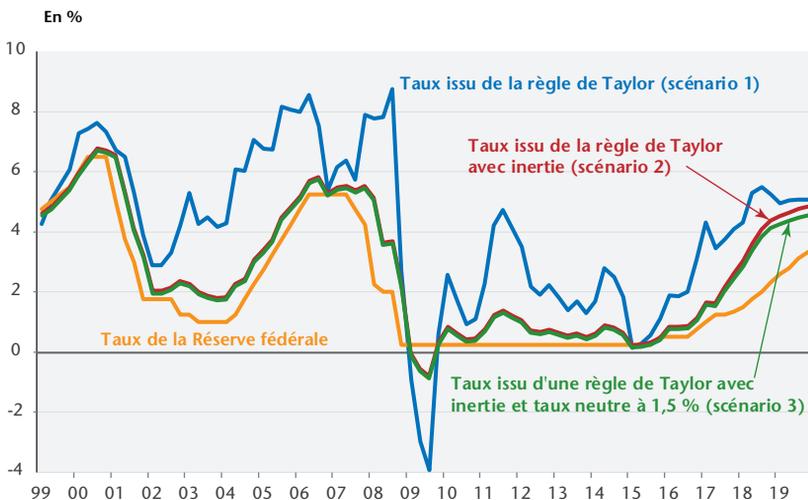


Source : Réserve fédérale.

La hausse des taux directeurs se poursuivrait en 2018 dans une conjoncture macroéconomique favorable. Le stimulus budgétaire porterait la croissance américaine à 2,9 % en 2018 selon nos anticipations et à 2,7 % en 2019. Le chômage se stabiliserait à 3,2 % en 2019, soit un niveau bien plus bas que lors des précédents creux observés en 2000 et 2006 où le taux de chômage s'élevait à 3,9 % et

4,5 % respectivement<sup>35</sup>. Or, lors de ces deux pics d'activité, le taux d'intérêt directeur de la banque centrale avait atteint 6,5 % et 5,25 % respectivement. Néanmoins, l'évolution d'autres indicateurs sur le marché du travail – taux d'emploi et taux d'activité – conduisent à nuancer le diagnostic d'une situation économique qui aurait été définitivement rétablie dix ans après le début de la Grande Récession. Le taux d'emploi et le taux d'activité restent en effet inférieurs aux niveaux observés lors du pic de la fin des années 2000, ce qui pourrait contribuer à expliquer l'absence de tensions inflationnistes aux États-Unis malgré un taux de chômage aussi bas. Dans ces conditions et étant donné le double mandat de stabilité des prix et d'emploi assigné à la Réserve fédérale, celle-ci privilégierait toujours une remontée progressive des taux d'intérêt et un rythme de resserrement plus lent que lors des précédentes phases de haut de cycle conjoncturel. Le communiqué de presse publié à l'issue de la réunion du 21 mars 2018 indique en effet que la banque centrale sera attentive à l'évolution de l'inflation et des anticipations de l'inflation pour déterminer l'orientation de la politique monétaire mais que le taux directeur devrait rester inférieur à sa cible de long terme pendant une période prolongée.

Graphique 36. Taux d'intérêt issus d'une règle de Taylor pour les États-Unis



Note : la règle de Taylor est telle que  $i_t = \rho \cdot i_{t-1} + (1 - \rho) \cdot (\bar{r} + \pi_t + \lambda_\pi \cdot (\pi_t - \bar{\pi}) + \lambda_{og} \cdot og_t)$  où  $\rho = 0,75$  ;  $\bar{r} = 2$  % ou  $\bar{r} = 1,5$  % ;  $\bar{\pi} = 2$  % ;  $\lambda_\pi = \lambda_{og} = 0,5$ .

Sources : Réserve fédérale, Bureau of Economic Analysis, Prévision OFCE avril 2018.

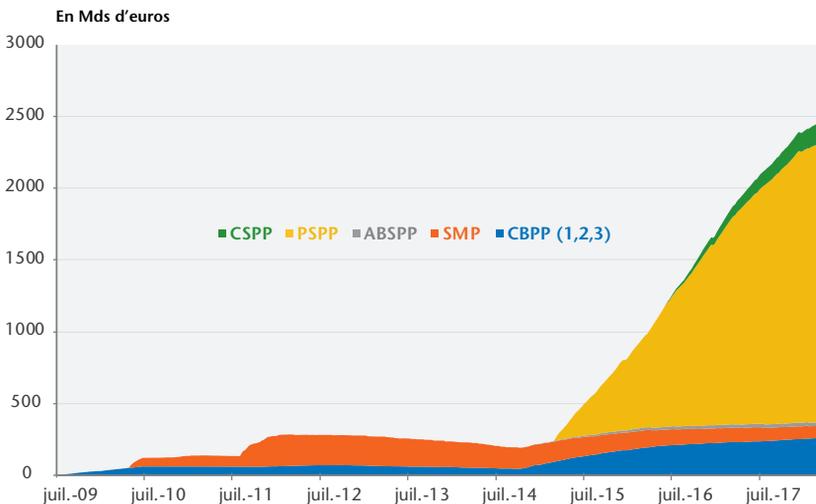
35. Il faut en fait remonter à 1960 pour retrouver un taux de chômage aussi faible, où, au plus bas, le taux de chômage était de 3,4 %.

Nous prévoyons trois nouvelles hausses en 2018 et quatre en 2019. Le taux directeur s'élèverait à 3,5 % en fin d'année 2019. Dans ce scénario la politique monétaire resterait expansionniste à l'aune d'un taux de référence issu d'une règle de Taylor (graphique 36) calculée sous différentes hypothèses. En effet, sous l'hypothèse d'un taux d'intérêt neutre autour de 1,7 % – ce qui correspond à l'estimation actuelle du taux de croissance du PIB potentiel – le taux issu de la règle de Taylor serait de 4,1 % en fin d'année 2018 et 4,5 % en fin d'année 2019 selon nos hypothèses d'évolution de l'écart de croissance (1,8 % fin 2019) et d'inflation (2,1 % fin 2019). Sous l'hypothèse d'un taux neutre à 2 %, le taux de Taylor terminerait à un niveau plus élevé – 5,1 % ou 4,9 % – en fin d'année 2019 selon que la règle tient compte ou non d'un degré d'inertie.

### BCE : quelle politique monétaire en 2019 ?

Comme annoncé en fin d'année dernière, la BCE a ralenti ses achats nets de titres depuis janvier 2018. Ceux-ci passent ainsi de 60 à 30 milliards d'euros par mois (graphique 37). Le programme d'achats de titres (EAPP pour Expanded Asset Purchase Programme) prendra vraisemblablement fin en septembre. Pour autant, la BCE continuera à acheter des titres et stabilisera la taille de son bilan – en valeur nominale – pendant une période « prolongée ». La séquence de normalisation de

Graphique 37. Les achats de titres de la BCE



Source : BCE.

la politique monétaire en zone euro serait similaire à celle mise en œuvre par la Réserve fédérale consistant d'abord à réduire les achats nets de titres, puis à augmenter les taux directeurs avant d'amorcer dans une dernière étape la réduction de la taille du bilan. Cette dernière étape ne débiterait pas avant 2020.

Étant donné les perspectives de croissance en zone euro pour 2018 et 2019, il est peu probable que le programme d'assouplissement quantitatif soit prolongé. Les achats nets d'actifs cesseraient en septembre 2018. La BCE n'a cependant pas encore communiqué précisément sur la suite de la normalisation et notamment l'arrêt de la politique de réinvestissement du principal et des intérêts, c'est-à-dire sur la date à laquelle elle souhaite réduire la taille de son bilan. Cela se ferait bien au-delà de septembre 2018. À titre de comparaison, il s'est écoulé près de trois ans entre la fin des achats nets de titres par la Réserve fédérale et le début de la réduction du bilan. Nous supposons que la BCE ne devrait pas envisager cette option avant 2020. À l'horizon de la prévision, la question essentielle portera sur l'évolution des taux directeurs : date de première remontée des taux et nombre de hausses. En effet, avec une inflation qui se stabiliserait autour de 1,5 % en 2019, la BCE souhaitera conserver une politique monétaire expansionniste et pourrait même hésiter à remonter les taux tant que des signes plus tangibles d'accélération des prix ne se manifesteront pas. Selon les prévisions de la BCE annoncées le 8 mars 2018, l'inflation n'atteindrait pas la cible de 2 % d'ici 2020<sup>36</sup>. Nous prévoyons une première hausse des taux au cours du premier semestre 2019 et une seconde en fin d'année, ce qui porterait le taux des opérations principales de refinancement à 0,5 %, permettant ainsi à la BCE de poursuivre la normalisation tout en conservant une orientation très expansionniste de la politique monétaire.

Néanmoins, le resserrement implicite de la politique monétaire pourrait se faire un peu plus tôt. Dans un contexte de liquidités excessives, le taux de référence pour la politique monétaire n'est plus le taux des opérations de refinancement mais le taux sur les facilités de dépôts. En effet, depuis mai 2009, les fluctuations de l'Eonia – le taux interbancaire au jour le jour – sont calées sur ce taux (graphique 38). Or, l'Eonia est le premier vecteur de transmission de la politique monétaire sur le coût de financement – à très court terme – des banques. La diffusion

---

36. Elle s'établirait à 1,7 % en 2020 après 1,4 % en 2018 et 2019.

des modifications de taux s'effectue ensuite sur l'ensemble des maturités du marché monétaire – du jour le jour à deux ans – et du marché obligataire. Les opérations d'achat de titres par la BCE se traduisent par un excès d'offre de liquidités, ce qui pousse le taux à très court terme – l'EONIA – vers un niveau plancher représenté par le taux sur les facilités de dépôts<sup>37</sup>.

Avec la fin des achats de titres, prévue en fin d'année 2018, les apports de liquidités se réduiront mécaniquement, ce qui réduirait le montant de liquidités excessives et pourrait alors entraîner une hausse du taux Eonia indépendamment des décisions de la BCE sur sa politique de taux. Le taux Eonia pourrait à nouveau converger vers le taux des opérations principales de refinancement, c'est-à-dire 0 %, soit un resserrement implicite maximum de 0,4 point<sup>38</sup>.

Au-delà de septembre, les fluctuations de l'Eonia seront guidées par les demandes de refinancement des banques. Tant que la BCE continuera à satisfaire l'ensemble des demandes de liquidités à taux fixe, la taille du bilan et donc le montant des liquidités excessives dépendra des besoins des banques formulées lors des opérations régulières d'octroi de liquidités (MRO et LTRO). À ce stade, la BCE n'a pas donné d'indications sur sa volonté de mettre un terme à une date donnée à cette politique dite FRFA (Fixed-Rate, Full Allotment) mise en œuvre depuis octobre 2008. Une fois prise la décision de revenir à une approche standard d'octroi de liquidités, le taux Eonia convergerait également sur le taux des opérations principales de refinancement. Par conséquent, la BCE pourrait implicitement procéder à un resserrement de sa politique monétaire sans annoncer de hausses des taux. L'orientation de la politique monétaire resterait expansionniste et permettrait de maintenir des conditions de financement très basses sur le marché interbancaire en 2018 et 2019. Par ailleurs, même sous l'hypothèse d'une hausse des taux directeurs dans la zone euro à partir de 2019, les conditions monétaires se resserreront moins rapidement qu'aux États-Unis. Dans ces conditions, toute chose égale par ailleurs, cet écart d'orientation de la politique monétaire aura une incidence sur le taux change euro-dollar. Nous supposons cependant que l'impact sera modéré et qu'il ne compensera pas l'effet lié aux soldes des balances

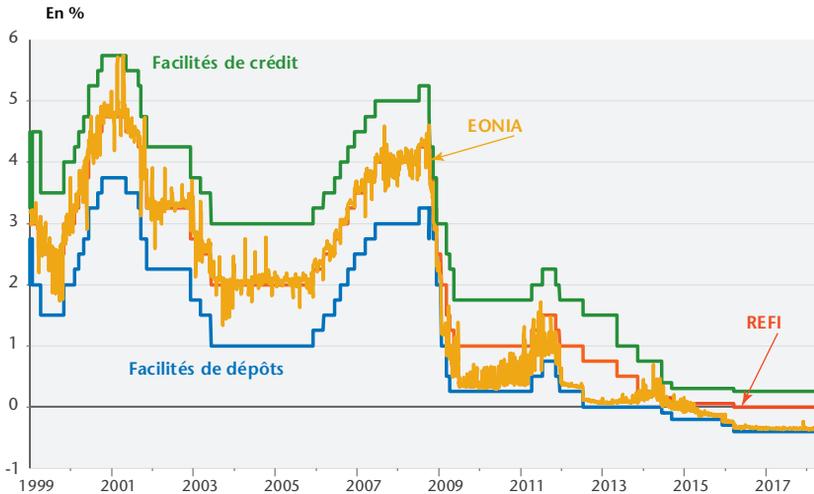
---

37. En effet, aucune banque commerciale n'est incitée à placer des liquidités à un taux inférieur au taux des facilités de dépôts de la BCE puisqu'elle peut toujours arbitrer et faire le choix de placer ses liquidités auprès de la BCE qui seront alors rémunérées à ce taux.

38. Pour rappel, le taux sur les facilités de dépôts est fixé à -0,4 % depuis mars 2016.

courantes, solde fortement excédentaire en zone euro et solde déficitaire aux États-Unis. Notre estimation du taux de change d'équilibre indique une valeur de 1,35 dollar pour un euro<sup>39</sup>. En tenant compte des effets de la politique monétaire, nous supposons que l'euro s'apprécierait pour atteindre 1,3 dollar en début d'année 2019.

Graphique 38. Les taux directeurs de la BCE et l'Eonia



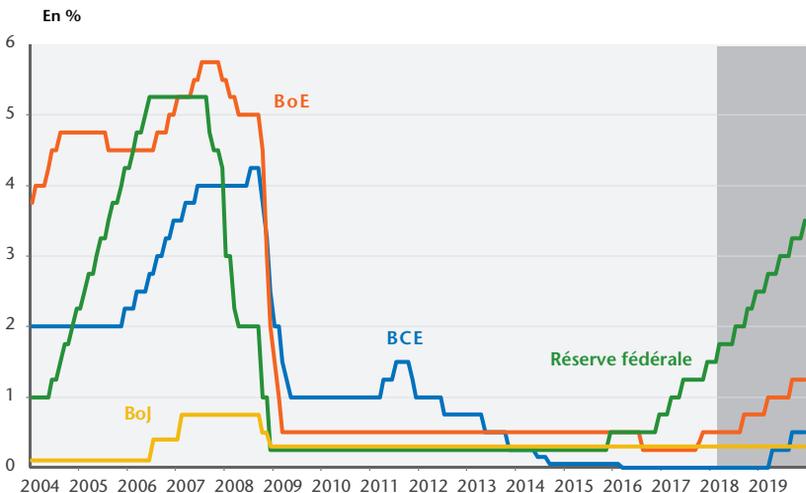
Source : BCE.

Pour la Banque d'Angleterre, la prudence reste également de mise. D'une part, l'inflation mesurée selon l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) reste supérieure à la cible de 2 % mais, après avoir accéléré jusqu'à 3,1 % en novembre dernier, elle est revenue à l'intérieur de la fourchette haute de 3 %, pour s'afficher à 2,7 % en février et, selon la Banque d'Angleterre, le pic d'inflation résultant de la dépréciation de la livre en 2016 serait désormais passé. D'autre part, un ralentissement de l'activité est en cours. Si l'objectif de la Banque d'Angleterre est prioritairement de maintenir l'inflation proche de la cible de 2 %, elle a cependant répété depuis l'été 2016 que les tensions inflationnistes devraient être temporaires tandis que le ralentissement économique pourrait être plus durable, dans un contexte d'incertitude accrue à la suite du vote britannique en faveur d'un « Brexit ». Ce diagnostic avait justifié la baisse du taux directeur de 0,25 point en août 2016, ainsi qu'une augmentation du dispositif d'achats de titres,

39. Voir la partie taux de change d'équilibre pour plus de détails.

destiné à rassurer les agents économiques et les marchés financiers sur le fait que la Banque d'Angleterre agirait pour soutenir l'activité. Depuis lors, la Banque d'Angleterre n'a pas modifié le plafond d'achat de titres mais a ramené son taux directeur à 0,5 % en novembre 2017. La Banque d'Angleterre avait anticipé l'accélération de l'inflation, et la Banque a toujours indiqué qu'elle se tenait prête à durcir sa politique monétaire si les tensions inflationnistes s'amplifiaient plus que prévu. Lors de la réunion du 22 mars dernier, 7 des 9 membres du Comité de politique monétaire ont voté pour le maintien du taux directeur à 0,5 %, tandis que les 9 membres votaient pour laisser inchangé le plafond d'achats d'actifs. Le Comité de politique monétaire considérait alors qu'un resserrement progressif de la politique monétaire serait nécessaire d'ici 2020 pour assurer le retour progressif de l'inflation à 2 %, avec une croissance du PIB prévue à 1,5 % par an, dans le Rapport sur l'inflation de février 2018. Le Comité de politique monétaire envisage cependant un « resserrement limité et graduel ». C'est ce que nous avons inscrit dans notre scénario, avec une hausse du taux directeur de 0,25 point fin 2018, suivie de deux hausses en 2019, qui porteraient le taux à 1,25 % (graphique 39).

Graphique 39. Préviation des taux directeurs des banques centrales

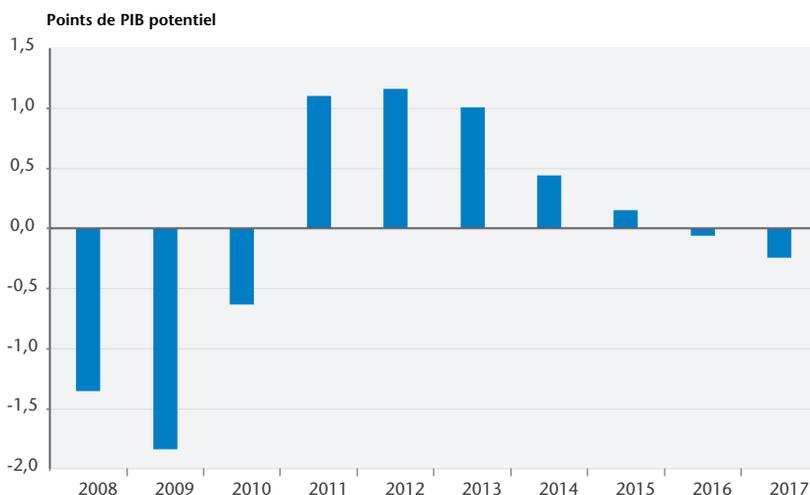


Sources : Banques centrales, prévision OFCE avril 2018.

## 6. Politiques budgétaires : accélération sans crise

Dans les économies avancées, la politique budgétaire a été très active entre 2007 et 2014 et a constitué un des principaux déterminants de la croissance dans ces pays<sup>40</sup>. À la suite de la crise des *subprime*, les économies avancées ont lancé une vaste relance budgétaire pour contenir la récession et la contagion. Après ce franc soutien budgétaire qui – conjointement au jeu des stabilisateurs automatiques – a contribué à dégrader les comptes publics, une phase d’austérité budgétaire a été engagée à partir de 2011. Enfin, depuis 2016, la politique budgétaire est redevenue neutre pour les économies avancées prises dans leur ensemble et donc en apparence moins importante pour expliquer les évolutions macroéconomiques dans les économies avancées (graphique 40).

Graphique 40. Variation du solde structurel primaire dans les économies avancées



Source : FMI, *World Economic Outlook*, octobre 2017.

40. Voir Heyer & Sampognaro (2015).

Ce chiffre agrégé masque l'hétérogénéité des politiques mises en œuvre au sein de ce groupe de pays. Si au début de la crise les politiques budgétaires ont été coordonnées et contracycliques, elles ont commencé à diverger à partir du déclenchement de la crise des dettes souveraines de la zone euro. Depuis 2015, les orientations des politiques budgétaires semblent à nouveau s'homogénéiser dans la zone euro. Les pays mettent fin progressivement au cycle d'austérité de 2010-2015, conduisant ainsi à une politique agrégée neutre. Mais au Royaume-Uni, la politique budgétaire est devenue restrictive depuis 2015, tandis qu'à la suite de l'élection de Donald Trump, la politique budgétaire va devenir fortement expansionniste aux États-Unis (tableau 5). Ainsi, on observe pour les États-Unis une impulsion budgétaire de 1,5 point par an en 2018 et 2019, en lien notamment avec la réforme fiscale de Donald Trump et l'augmentation du plafond de certaines dépenses publiques. De son côté, la zone euro aura une politique globalement neutre en cumulé sur 2018 et 2019 (+0,2 point d'impulsion en 2018 et -0,1 point en 2019) et le Royaume-Uni poursuivra sa politique de réduction des déficits (soit une impulsion budgétaire de -0,3 point de PIB en 2018 et en 2019).

Tableau 5. Impulsion budgétaire et comptes publics

	Impulsion budgétaire (en pts de PIB potentiel)			Solde public (en pts de PIB)			Dette publique (en pts de PIB)		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
DEU	0,3	0,2	0,1	1,1	1,4	1,3	64,3	60,2	56,7
ESP	-0,1	0,2	-0,1	-3,1	-2,3	-1,5	99,8	98,9	98,3
FRA	0,2	0,0	-0,3	-2,6	-2,4	-2,5	97,0	96,6	95,3
ITA	0,3	0,0	0,1	-1,9	-1,3	-1,0	131,7	130,0	128,6
EUZ	0,2	0,2	-0,1	-0,9	-0,5	-0,4	86,9	84,6	82,4
USA	0,2	1,5	1,5	-4,9	-5,8	-7,0	105,7	106,4	108,6
GBR	-1,0	-0,3	-0,3	-1,9	-1,7	-1,6	87,6	87,5	87,9

Sources : Commission européenne – Ameco, FMI, OCDE, et comptabilités nationales ; Prévision OFCE avril 2018.

## Politique budgétaire dans la zone euro : une politique neutre au cours des deux prochaines années

La politique budgétaire dans la zone euro dans son ensemble serait quasiment neutre en 2018 (+0,1 point de PIB d'impulsion budgétaire). Cette évolution masque d'un côté le soutien à l'activité réalisé en Alle-

magne, en Espagne et aux Pays-Bas et de l'autre la politique restrictive en Grèce et en Finlande. La France et l'Italie mettront en place une politique budgétaire neutre. En 2019, la politique budgétaire serait très légèrement restrictive dans la zone euro. Toutefois, cette prévision est à prendre avec prudence. Les gouvernements ont tendance à afficher un respect des règles les plus strictes du Pacte de stabilité lors de la publication de leurs Programmes de stabilité, mais au moment du vote des lois de finances, les ajustements sont plus proches d'un respect à minima de ces règles, tenant compte de l'ensemble des flexibilités existantes dans les règles de la gouvernance européenne.

En Allemagne, la politique budgétaire restera expansionniste en 2018, à un rythme proche à celui de 2017 (+0,2 point de PIB en 2018 après +0,3 point en 2017). Selon le Programme de stabilité publié en avril 2017, c'est-à-dire avant les élections législatives, l'impulsion budgétaire resterait positive en 2019 mais dans une moindre mesure (+0,1 point de PIB). Le soutien à la demande annoncé passerait essentiellement par la dépense publique<sup>41</sup>. Le nouveau gouvernement issu des élections de septembre 2017 ne devrait pas modifier fortement l'ampleur des impulsions budgétaires.

L'Italie entame sa cinquième année sans réaliser de consolidation budgétaire. La politique transalpine devrait être relativement neutre en 2018 et en 2019 (seulement +0,1 point d'impulsion en 2019). Selon les projets de l'ancienne majorité, l'Italie ne devrait pas augmenter la fiscalité au cours des deux prochaines années et tâchera de contenir la dépense publique. Malgré cela, le gouvernement libérera des fonds pour soutenir la masse salariale publique et pour augmenter les transferts sociaux vers les plus démunis (+0,1 point de PIB en 2018-2019). En outre, un léger soutien aux entreprises *via* la fiscalité serait prévu pour 2019. Malgré l'absence de consolidation budgétaire, l'Italie gardera une marge confortable vis-à-vis de la barre des 3 % grâce à l'amélioration du solde conjoncturel. En suivant la trajectoire actuellement annoncée, le déficit public est prévu proche de 1 % du PIB en 2019. Dans un contexte politique incertain, la formation d'une nouvelle majorité incluant des partis non traditionnels, pourrait modifier significativement les perspectives budgétaires.

---

41. La prévision actuelle s'appuie sur la trajectoire annoncée dans le Programme de stabilité. Il est néanmoins possible que cette impulsion soit révisée à la hausse selon le contrat de coalition qui sera accepté par les différents partis qui formeront le gouvernement.

En Espagne, l'année 2017 a été marquée par la crise catalane et l'échec du gouvernement minoritaire de M. Rajoy à mettre en œuvre une consolidation budgétaire majeure (-0,1 point d'impulsion budgétaire en 2017). Jusqu'au printemps 2018, ce scénario s'est maintenu car le gouvernement, faute de soutien au Parlement, a dû faire appel à la Constitution pour reconduire automatiquement le budget 2017 sur l'année 2018, moyennant quelques revalorisations sur l'inflation de certaines prestations sociales et des salaires publics. La situation a cependant changé au printemps dernier (voir encadré 2). Si l'on suppose l'adoption d'un nouveau budget 2018 avant l'été, l'impulsion budgétaire sera alors légèrement positive. Le maintien d'un scénario macroéconomique porteur devrait suffire à l'Espagne pour passer sous le seuil des 3 % en 2018. L'Espagne sera le dernier pays de l'union monétaire à passer sous ce seuil. En 2019, le pays devrait être soumis aux règles du volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance. Le gouvernement maintiendrait son objectif de baisse du déficit structurel pour 2019. L'impulsion budgétaire serait de -0,1 point de PIB, essentiellement à travers des économies sur la dépense publique.

### **Encadré 2. Un budget 2018 en Espagne : un défi pas encore gagné mais possible<sup>42</sup>**

En ce début de printemps, la situation politique et budgétaire en Espagne est pour le moins confuse. Depuis le début de l'année 2018, faute de majorité au Parlement, le gouvernement s'en est référé à ce que prévoit la Constitution : pour éviter le blocage des institutions, le budget 2017 a été prorogé à l'année 2018 en attendant qu'un nouveau budget soit voté au Parlement. A l'heure actuelle, la situation reste tendue mais la possibilité d'un accord sur un nouveau budget 2018 s'accroît. Après plusieurs concessions, le gouvernement de Mariano Rajoy est parvenu à un accord avec le parti Ciudadanos, parti centriste libéral, mais le nombre de voix reste insuffisant pour atteindre la majorité à l'Assemblée. À l'heure actuelle, le parti national basque refuse de donner son soutien (5 voix) à l'Assemblée en raison de son opposition à l'application de l'article 155 sur la Catalogne, en vigueur depuis le 27 octobre 2017. Mais les négociations continuent avec les partis d'opposition pour trouver une majorité à l'Assemblée. En attendant que la situation politique soit éclaircie, le projet de loi de finances 2018 a été adopté en Conseil des ministres le 27 mars et présenté à la Chambre des députés le 3 avril. Il ne devrait pas être adopté avant juin, lors de l'ouverture des débats parlementaires. Par conséquent, les mesures porteraient sur

42. Cet encadré a été rédigé sur la base des informations disponibles à la date du 03/04/2018.

le deuxième semestre 2018 et seraient pleinement effectives en 2019, année électorale en Espagne. En 2019, en revanche, on prévoit un léger resserrement budgétaire.

Tel qu'annoncé par le gouvernement, le projet de budget 2018 se veut expansionniste et social. En 2017, le déficit public a respecté l'objectif de 3,1 % et l'Espagne devrait sortir de la Procédure de déficit excessif en 2018. En intégrant les nouvelles mesures proposées, il est probable que l'Espagne s'écarte des engagements inscrits dans le PSC. Les principales mesures visent surtout les personnes à bas revenus (hausse du seuil de l'abattement fiscal de 12 000 à 14 000 euros, baisse de l'IR sur les revenus inférieurs à 18 000 euros, revalorisation des retraites entre 1 et 3 % selon le type et le niveau des pensions) et les familles (plusieurs crédits d'impôt) pour un coût budgétaire de 3 milliards d'euros (0,25 % du PIB). L'ensemble devrait concerner quelques 6,7 millions de personnes selon le gouvernement.

Au final, nous retenons comme hypothèse une impulsion budgétaire de +0,2 point de PIB en 2018 et -0,1 en 2019. Après 3,1 % en 2017, le déficit public avoisinerait 2,3 et 1,5 % du PIB sur ces deux années et n'atteindrait pas les objectifs de 2,2 % et 1,3 % du PIB inscrits dans le Pacte de stabilité et de croissance. Il resterait néanmoins en dessous des 3 % et l'Espagne sortirait de la Procédure de déficit excessif en 2018.

En France, la première loi de finances du quinquennat d'Emmanuel Macron se traduira par des baisses importantes des prélèvements obligatoires en 2018 (-6,7 milliards d'euros). Les baisses de fiscalité seront compensées en 2018 par des économies en dépenses publiques. Sous l'hypothèse, prudente, d'une élasticité unitaire des recettes à la croissance du PIB, cette politique budgétaire devrait assurer le maintien d'une impulsion budgétaire nulle. En effet les conditions cycliques peuvent laisser entrevoir une surprise favorable sur les élasticités, comme cela a été observé en 2017<sup>43</sup>. En 2018, le solde sera ponctuellement dégradé de 0,2 point sous l'effet du remboursement de la taxe de 3 % sur les dividendes. Ceci n'empêchera pas la poursuite de la baisse du déficit. Les économies en dépenses sont concentrées dans la politique du logement, la politique de l'emploi, l'assurance maladie et le fonctionnement des collectivités locales. L'analyse de la politique budgétaire de 2019 est brouillée par la transformation du CICE en baisses de cotisations sociales. Selon les règles de la comptabilité nationale, cette transformation aura un impact double sur le solde public et

---

43. Voir encadré 9, de la prévision France.

constituera une baisse importante des prélèvements obligatoires (0,9 point de PIB). Malgré l'importance de la baisse des prélèvements, les effets économiques seront faibles du fait de l'absence de tensions sur la trésorerie des entreprises. Hors transformation du CICE, la politique budgétaire sera restrictive (-0,2 point d'impulsion budgétaire hors CICE) avec une quasi-stabilisation des autres prélèvements obligatoires et surtout le maintien d'un effort conséquent sur la dépense publique. Par ailleurs, les composantes non discrétionnaires du solde public vont s'améliorer de 0,1 point de PIB en 2019, notamment du fait du traitement en comptabilité nationale de la montée en charge des créances passées de CICE. Selon notre prévision, le déficit augmenterait légèrement en 2019 à 2,5 %, malgré le *one-off* de 0,9 point de PIB lié à la transformation du CICE. Ceci permettrait de garder une marge confortable vis-à-vis de la cible des 3 %, évitant ainsi l'ouverture d'un dossier d'évaluation de déficit excessif. Ce scénario de finances publiques pourrait être modifié en fonction des décisions prises concernant la reprise par l'État de la dette de la SNCF.

## États-Unis : un choc expansionniste historique hors période de crise

Aux États-Unis, la politique budgétaire serait très fortement expansionniste en 2018 et en 2019. Le caractère expansionniste est d'autant plus notable que l'*output gap* est fermé. L'impulsion budgétaire sera de 1,5 point de PIB par an. La grande réforme fiscale (*Tax cuts and Jobs Act*), votée le 15 décembre 2017, prévoit une réduction des prélèvements obligatoires de 1 point de PIB par an tandis que la relance des dépenses, notamment militaires, devrait générer une impulsion annuelle supplémentaire de 0,5 point de PIB.

La réforme fiscale votée bénéficie à la fois aux ménages et aux entreprises. L'impôt sur le revenu des ménages sera réduit. L'accord conserve sept tranches et réduit le taux d'imposition de nombreuses tranches et notamment celle concernée par le taux marginal supérieur qui passe de 39,6 % à 37 %. Par ailleurs, le seuil d'imposition de cette dernière tranche sera relevé et débutera pour un revenu supérieur à 500 000 dollars pour un célibataire et 600 000 pour un couple, contre 426 700 et 480 050 dollars avant la réforme. Le montant du crédit d'impôt pour les enfants passe de 1 000 à 2 000 dollars et diminuera à partir d'un seuil de revenu beaucoup plus élevé. Enfin, le seuil d'impôt

sur les successions sera doublé mais le taux de 40 % est maintenu<sup>44</sup>. Même si le taux d'imposition des tranches 2 et 3 diminue, les ménages les plus aisés seront les grands gagnants de la réforme fiscale de Trump.

Les marges des entreprises seront soutenues par la forte baisse du taux de l'impôt sur les sociétés qui passera de 35 % (actuellement l'un des plus élevés du monde) à 21%. Selon les calculs du CBO, le taux effectif de l'IS baissera de 21 % à 9 %. Ceci pourrait avoir un impact sur la localisation de l'activité et l'investissement, même si ces facteurs joueront plutôt à long terme. Par ailleurs, la baisse des prélèvements obligatoires sur les entreprises sera moindre à court terme du fait du mécanisme de rapatriement des profits réalisés à l'étranger qui seront taxés à un taux forfaitaire. L'effet cumulé de ces différentes mesures en faveur des ménages et des entreprises devrait réduire les recettes fiscales de 270 milliards de dollars *ex-ante* d'ici 2019.

Du côté des dépenses, l'accord négocié au Congrès prévoit une hausse du plafond des dépenses discrétionnaires de 290 milliards (1,5 % du PIB) sur 2018-2019 dont 165 milliards (0,9 % du PIB) pour les dépenses militaires. En tenant des autres augmentations<sup>45</sup> et de certaines coupes budgétaires, l'augmentation des dépenses atteindrait 320 milliards sur les dix prochaines années.

Avec cette politique budgétaire expansionniste, relativement moins efficace en situation de tensions sur l'appareil productif, le déficit public se creuserait fortement, à des niveaux inédits hors période de crise ou de guerre. Il devrait s'établir à 5,8 % du PIB en 2018 et à 7,0 % en 2019. La dette du gouvernement fédéral atteindrait 108,6 % du PIB à la fin 2019 (graphique 41), contre 106% en 2017. Ce scénario soulève la question du respect du plafond de la dette autorisée. Ceci restera un défi pour le président Trump : il devra convaincre les membres du Congrès de la nécessité de nouveaux relèvements du plafond de la dette. Par ailleurs, ce scénario ouvre la possibilité d'un vif regain de tensions inflationnistes et financières à un moment où la politique monétaire se normalise progressivement. Si les effets inflationnistes de la politique budgétaire se matérialisaient, la remontée des taux directeurs de la Fed pourrait être plus rapide que prévu. Ceci pourrait avoir un fort impact sur les agents endettés à taux variable mais pourrait

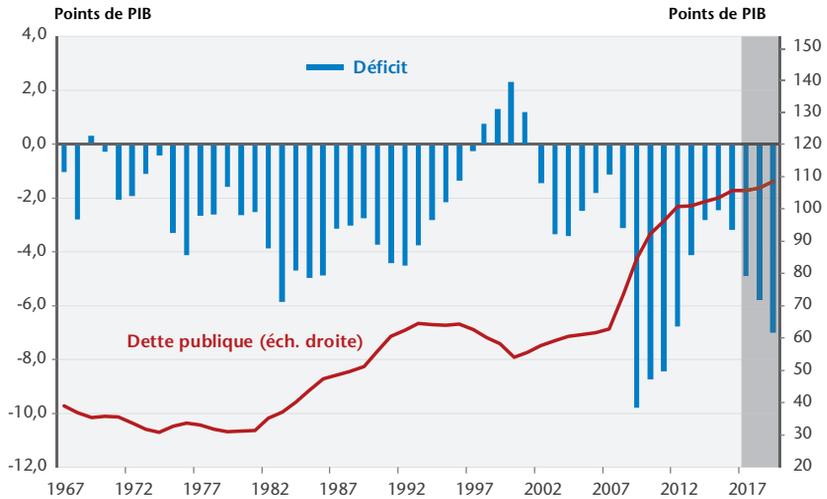
---

44. Ce taux s'appliquera pour un montant supérieur à 11,2 millions de dollars dans le cas d'un célibataire et 22,4 millions pour un couple contre respectivement 5,6 et 11,2 millions avant la réforme.

45. Notamment un plan d'urgence pour les catastrophes de 72 milliards de dollars.

aussi déstabiliser les flux internationaux de capitaux, générant des tensions financières, notamment dans les économies émergentes.

Graphique 41. Dette et déficit publics aux États-Unis



Sources : CBO et prévision OFCE avril 2018.

## Royaume-Uni : poursuite de l'objectif de réduction du déficit sur fond de Brexit

La politique budgétaire britannique serait restrictive en 2018 et 2019, avec une impulsion budgétaire négative de 0,3 point de PIB par an. Cette restriction serait de moindre ampleur qu'au cours des trois dernières années (où elle a représenté environ 2,5 points de PIB en cumulé de 2015 à 2017). Le déficit public au sens de Maastricht est passé de 5,4 % du PIB en 2014 à 3 % en 2016, et ne serait plus que de 2 % du PIB en 2017. Le gouvernement garde le cap sur la réduction des déficits, mais en ralentit le rythme alors que les incertitudes associées au déroulement du *Brexit* sont un facteur de risque sur la croissance britannique. Selon le budget de novembre 2017 et confirmé lors de la présentation budgétaire de mars dernier, l'ajustement se ferait principalement par les dépenses, hors investissement public. Sous nos hypothèses de croissance, le déficit public baisserait légèrement cette année et l'an prochain (1,7 % du PIB en 2018 et 1,6 % du PIB en 2019). La dette publique, au sens de Maastricht, resterait voisine de 88% du PIB.

## Le retour d'une politique budgétaire pro-cyclique ?

En cumulant les impulsions budgétaires prévues pour 2018 et 2019, il est possible de distinguer trois groupes de pays. Les États-Unis se distinguent par leur soutien à la demande. Ensuite, les principales économies de la zone euro, la France, l'Espagne et l'Italie garderont une politique globalement neutre et l'Allemagne une politique très légèrement expansionniste. Enfin, le Royaume-Uni sera la seule des grandes économies avancées à mener une politique budgétaire restrictive (graphique 42).

Néanmoins, on ne peut pas déduire aussi immédiatement l'impact de la politique budgétaire sur la croissance. Cet effet dépend de multiples facteurs : (i) les instruments mobilisés, (ii) la position de l'économie dans le cycle mais aussi (iii) des effets dynamiques des politiques budgétaires passées. Traditionnellement, seuls les effets de la politique budgétaire de la période courante sont considérés. Or, tant la littérature empirique que la littérature théorique montrent que les effets d'une impulsion budgétaire sont dynamiques. En effet, les économies s'ajustent progressivement aux chocs budgétaires. Ainsi, si la politique budgétaire est peu active dans certains pays – notamment de la zone euro – la dissipation des effets de l'austérité passée et la montée en charge des dispositifs de soutien à l'offre auront un impact favorable sur la croissance de l'activité en 2018, comme cela a déjà été le cas au cours des dernières années.

L'heure n'est plus à l'austérité généralisée. Au contraire, la politique budgétaire sera franchement expansionniste dans la plus grande économie mondiale et, dans une moindre mesure, dans la plus grande économie de l'Union européenne. Toutefois, le soutien à la croissance mondiale serait bien moindre. La relance est faite dans des pays où *l'écart de production* est proche de 0, ce qui réduit le niveau des multiplicateurs de demande, dépendants du cycle<sup>46</sup>. Lorsque l'on tient compte de la composition de l'impulsion budgétaire américaine, le soutien à la croissance américaine serait de 0,8 point en 2018 et de 0,7 en 2019. Au total, une impulsion budgétaire de 3 points n'aura qu'un effet de 1,5 point sur le PIB à horizon 2019. Ceci suggère un effet multiplicateur faible de 0,5. Par ailleurs, la montée en charge de dispositifs passés devrait aussi soutenir l'activité en 2018.

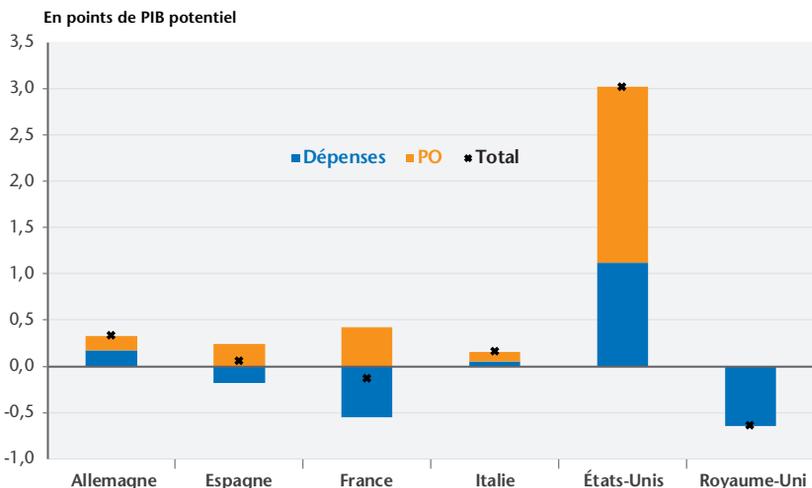
---

46. Référence étude spéciale.

En outre, si en Espagne et en France, la politique budgétaire est neutre au cours de la période, des économies de dépenses publiques sont prévues notamment pour financer des mesures à faible multiplicateur à court terme. Lorsque l'on tient compte de la composition des nouvelles mesures budgétaires, la croissance sera réduite de 0,1 point par an en France. En Espagne, les nouvelles mesures donneront un surplus de croissance de 0,2 point en 2018 (avec une impulsion de même ordre) mais qui sera effacé par les mesures de 2019 qui lesteront la croissance de la même ampleur. Dans ces deux pays, les effets des politiques budgétaires passées continueraient à soutenir la croissance de l'activité en 2018, effets qui devraient s'estomper progressivement à partir de 2019.

Enfin, au Royaume-Uni, la politique budgétaire sera restrictive alors que la situation cyclique se dégrade sur fond de *Brexit*. Toutefois, comme le multiplicateur est faible du fait d'un *output gap* quasiment fermé, les mesures prises au cours des deux prochaines années amputeront la croissance britannique de seulement 0,1 point en 2018 et de 0,2 point en 2019. Au final, la relance budgétaire sera importante dans des pays où les tensions sur l'appareil productif sont de plus en plus visibles et la politique budgétaire n'apportera pas de franc soutien à la croissance dans des pays où la production reste inférieure à son niveau potentiel.

Graphique 42. Impulsions budgétaires cumulées en 2018-2019



Source : calculs OFCE, prévisions avril 2018.

Une fois pris en compte l'ensemble des effets (de la période courante, comme des précédentes, voir encadré 3), la politique budgétaire aura un impact positif sur la croissance en 2018 dans tous les pays sauf en Allemagne où l'impact sera nul. Si aux États-Unis et en Espagne, cela provient en partie des effets des nouvelles mesures, les mesures passées auront un impact positif sur l'activité dans tous les pays hormis l'Allemagne. Au total, la croissance sera soutenue de 0,4 point en 2018 en Espagne, de 0,2 point en Italie et de 0,1 point en France et au Royaume-Uni (tableau 6). En 2019, les effets des politiques passées cesseront de soutenir la croissance en Espagne et en Italie. En revanche, les effets différés de la politique de l'offre resteront visibles en France. Au final, à horizon 2019, l'impact de la politique budgétaire restera fortement positif aux États-Unis (+0,8 point), malgré la faiblesse des multiplicateurs associés aux mesures mises en place, et plus modéré en France (+0,2 point) où l'activité bénéficie encore de la montée en charge des dispositifs passés. La politique budgétaire aurait un impact nul en Allemagne et très faible en Italie et légèrement positif au Royaume-Uni (0,1 point). Enfin, en Espagne, si le gouvernement met en œuvre l'austérité retardée jusqu'à présent par la crise politique, la croissance serait amputée de 0,3 point.

Tableau 6. Effet de la politique budgétaire sur le PIB

	DEU	ESP	FRA	ITA	GBR	USA
<b>2018</b>						
<b>Impact sur le PIB...</b>	0,0	0,4	0,1	0,2	0,1	1,3
<i>...des mesures contemporaines</i>	0,1 [0.5]	0,2 [0.7]	-0,2 [*]	0,0 [1.5]	-0,1 [0.8]	0,8 [0.5]
<i>...des mesures passées</i>	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,3	0,5
<b>2019</b>						
<b>Impact sur le PIB...</b>	0,0	-0,3	0,2	-0,1	0,1	0,8
<i>...des mesures contemporaines</i>	0,1 [0.7]	-0,2 [1.2]	0,1 [0.2]	0,1 [0.5]	-0,2 [0.8]	0,7 [0.5]
<i>...des mesures passées</i>	-0,1	-0,1	0,1	-0,2	0,3	0,1

*Note de lecture :* entre crochets on peut lire le multiplicateur apparent des nouvelles mesures, tenant compte notamment de la composition de l'impulsion. Pour la France la valeur en 2018 est en apparence très élevée car l'impulsion budgétaire est nulle.

Source : calculs OFCE, prévision OFCE avril 2018.

### Encadré 3. Les multiplicateurs dynamiques

Les évaluations empiriques du multiplicateur divergent sensiblement. La divergence est moins prononcée dans les effets à court terme d'un choc de politique budgétaire que dans la persistance de l'effet. Il est de plus en plus admis qu'une impulsion budgétaire de 1 point de PIB génère une hausse du PIB supérieure à l'unité au cours de la première année. En revanche, la persistance de cette hausse est dépendante du contexte. Par exemple, Leeper, Traum et Walker (2017) considèrent qu'une impulsion budgétaire aux États-Unis aurait un impact à 10 ans sur le PIB nul si la politique monétaire n'est pas contrainte mais dont l'effet peut s'établir entre 1,5 et 1,9 point si la politique monétaire ne peut pas réagir pour stabiliser la conjoncture.

L'analyse de l'impact de la politique budgétaire sur la croissance doit tenir compte de la dynamique du multiplicateur. Cette dynamique dépend à la fois de l'instrument mobilisé comme du contexte macroéconomique – synthétisé par l'*output gap*. Nous utilisons trois jeux d'hypothèses de multiplicateur dynamique (voir dans ce numéro l'étude spéciale pour le détail des hypothèses) :

- un multiplicateur sur les mesures soutenant directement la demande (commande publique) ou le revenu utilisé pour la consommation (transferts aux ménages, prélèvements sur le budget des ménages). La valeur de ces multiplicateurs dépend notamment de la position cyclique. La valeur du multiplicateur est en général supérieure à l'unité, puis converge vers 0 à un rythme qui est fonction de la position cyclique ;
- un multiplicateur sur les mesures soutenant la demande de facteurs de production ou la productivité globale des facteurs. Ces mesures qu'on peut qualifier d'offre ont un multiplicateur croissant dans le temps – car les mécanismes sont plus lents à se mettre en place – et non dépendant du cycle. Ce multiplicateur reflète à la fois les décisions de localisation du capital et l'impact à long terme du taux de marge sur l'investissement privé à long terme ;
- l'investissement public regroupe des effets de demande à court terme (commande publique) et d'offre à long terme (du fait de la complémentarité entre le capital public et le capital privé).

Sur la base de ces informations l'effet sur le PIB de la politique budgétaire nationale est calculé avec la formule suivante :

$$Effet\ PIB_t = \sum_{i \in \{o, d, f, b, c, f\}} \sum_{k=0}^{10} m_{i,t-k}(OG_t) \times IB_{i,t-k}$$

Où  $i$  représente l'outil mobilisé (offre, demande ou investissement public),  $m_{i,t-k}$  le multiplicateur dynamique en  $t$  d'une impulsion budgétaire avec l'outil  $i$  mise en œuvre en  $t - k$ .

## 7. Quel taux de change d'équilibre pour l'euro-dollar ?

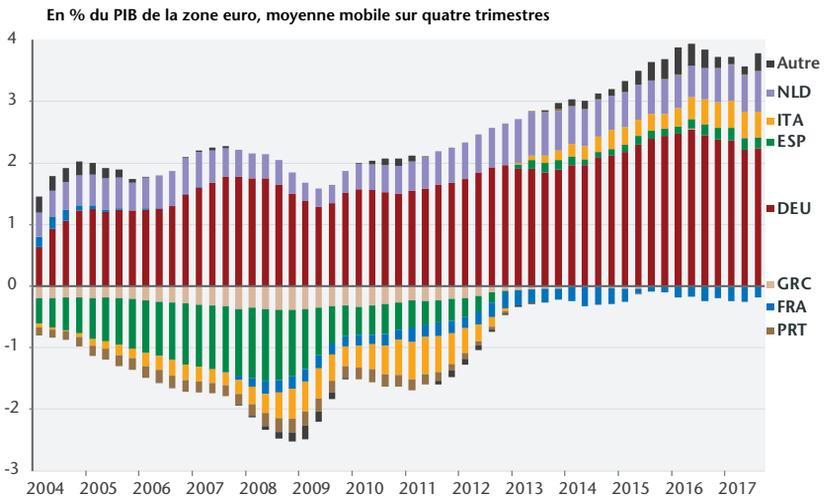
---

Les déséquilibres de balance courante sont au cœur du processus qui a entraîné la crise de la zone euro à partir de 2009. Les premières années d'existence de l'euro jusqu'à la crise de 2007-2008 ont ainsi été celles du creusement des déséquilibres entre pays dits du nord (ou du cœur) et ceux dits du sud (ou de la périphérie) de l'Europe, avec l'apparition d'importants déficits extérieurs dans le Sud. Un compte courant en déficit n'est certes pas nécessairement le symptôme d'un déséquilibre : dans le cas d'un pays avec un fort potentiel de croissance, qui se trouve dans une dynamique de rattrapage par rapport à des pays plus avancés, il peut s'agir d'une logique vertueuse, les financements extérieurs accélérant le développement du pays. Mais le processus à l'œuvre en zone euro ne correspondait pas à ce scénario optimiste et relevait au contraire d'une dynamique insoutenable de divergence. Les capitaux entrants dans les pays du Sud ne se sont pas orientés vers des secteurs à forts gains de productivité mais ont plutôt alimenté des bulles immobilières et financé des secteurs à faible rendement ainsi que du crédit immobilier et à la consommation. Dès lors, le déficit courant n'était pas soutenable et un ajustement devenait inévitable. La crise financière mondiale de 2007-2008 en a été l'élément déclencheur. Un important ajustement a ensuite eu lieu puisqu'à partir de 2009, les déficits se sont résorbés pour quasiment disparaître dès 2013, comme le montre le graphique 43.

Cette évolution s'est principalement réalisée par la compression de la demande intérieure, conséquence de la crise économique mondiale, puis des politiques d'austérité budgétaire, diminuant les importations. Dans une moindre mesure, les politiques d'amélioration de la compétitivité-prix, par la compression des coûts salariaux, ont permis un léger redémarrage des exportations dans certains pays. Cependant, la généralisation de cette politique à tous les pays de la zone euro a surtout alimenté les pressions déflationnistes dans la zone. Quoi qu'il en soit, le processus de divergence des balances courantes a subi un net coup

d'arrêt après 2009 et les déficits extérieurs ont disparu dans la presque totalité des pays de la zone euro. Pour autant, l'écart reste significatif entre pays du Nord et pays du Sud, et on ne peut pas encore parler de re-convergence. Par ailleurs, la résorption des déficits (italiens et espagnols) mais pas des excédents (allemands et néerlandais) a radicalement changé le rapport de la zone euro au reste du monde : alors que la zone avait un compte courant proche de l'équilibre entre 2001 et 2008, un excédent significatif se forme à partir de 2010, pour atteindre 3,3 % du PIB en 2016. Et ceci dans un contexte où les déséquilibres mondiaux se sont plutôt résorbés, avec un certain rééquilibrage des échanges entre États-Unis et Chine, à la faveur du début de réorientation du modèle de développement chinois.

Graphique 43. Soldes courants des pays de la zone euro



Source : Eurostat.

Maintenir un tel excédent de la zone euro sur le long terme semble peu probable. Certes, les pressions à l'appréciation de l'euro sont aujourd'hui contenues par la politique monétaire particulièrement accommodante de la Banque centrale européenne (BCE), mais lorsque viendra le moment de la normalisation monétaire, il est inévitable que l'euro s'apprécie significativement. Afin de quantifier les ajustements qui restent à effectuer pour parvenir à résorber ces différents déséquilibres de balance courante, aussi bien à l'intérieur de la zone euro que vis-à-vis du reste du monde, une analyse basée sur le concept de taux

de change réel d'équilibre s'avère utile. Cette approche repose sur l'hypothèse que, même si la compétitivité-prix n'explique pas entièrement les développements de la balance commerciale, elle en est néanmoins un déterminant essentiel ; il est par ailleurs possible d'intégrer d'autres facteurs, comme le niveau de demande intérieure, dans le calcul du taux d'équilibre.

Le concept de taux de change d'équilibre n'admettant pas de définition unique, il existe une importante littérature qui propose différentes approches théoriques et empiriques. Nous nous appuyons sur la méthode dite de « taux de change d'équilibre fondamental » (Fundamental Equilibrium Exchange Rate, ci-après FEER). L'approche se fait en deux étapes<sup>47</sup>. Dans un premier temps, une valeur d'équilibre du compte courant (ou de la balance commerciale) est estimée, en fonction de considérations théoriques et empiriques. Dans un second temps, le taux de change réel permettant d'atteindre cet objectif est calculé par le biais d'une maquette de commerce extérieur faisant intervenir volumes et prix d'imports et d'exports ; les élasticité-prix des volumes d'exportation et d'importation sont les paramètres-clés de ce cadre analytique. Dans certaines variantes, ce calcul est fait sous l'hypothèse que l'équilibre interne de chaque pays est atteint, c'est-à-dire que l'écart de production qui influe sur la demande de biens étrangers est revenu à zéro<sup>48</sup>. À l'aide de cette méthode, le tableau 7 donne le niveau des déséquilibres nominaux internes à la zone euro tel qu'estimé à la fin de l'année 2016.

Ces ajustements sont présentés par rapport à la moyenne de la zone euro, afin de se concentrer sur les déséquilibres internes à la zone. Ils correspondent aux variations relatives de prix de valeur ajoutée qui doivent être réalisés simultanément pour que tous les pays de la zone atteignent leur balance courante d'équilibre. Le fait marquant est le désajustement substantiel entre l'Allemagne et la France. L'Allemagne est ainsi dans une situation de forte sous-évaluation, tandis que la France est surévaluée, si bien que le différentiel nominal relatif entre ces deux pays du cœur de la zone euro atteint le niveau significatif de 25 %. En dépit des sacrifices déjà consentis, la Grèce doit, elle, effectuer une dépréciation relative de plus de 30 % : même si la balance courante grecque est aujourd'hui proche de l'équilibre, son écart de

---

47. Voir Cline (2008).

48. Voir l'étude spéciale correspondante pour plus de détails.

**Tableau 7. Ajustements nominaux nécessaires en 2016**

En % (relativement à la moyenne de la zone euro)	
<b>Autriche</b>	8
<b>Belgique</b>	-12
<b>Allemagne</b>	15
<b>Espagne</b>	-6
<b>Finlande</b>	-23
<b>France</b>	-10
<b>Grèce</b>	-32
<b>Irlande</b>	4
<b>Italie</b>	-1
<b>Pays-Bas</b>	9
<b>Portugal</b>	-9

Source : calculs OFCE.

production est très creusé, et l'amélioration est donc largement conjoncturelle. Les autres pays d'Europe du Sud (Espagne, Italie et Portugal) sont aujourd'hui dans une situation plus favorable, et affichent une légère surévaluation. À l'inverse, les pays dits du Nord, comme les Pays-Bas et l'Autriche, sont sous-évalués, mais dans une moindre mesure que l'Allemagne.

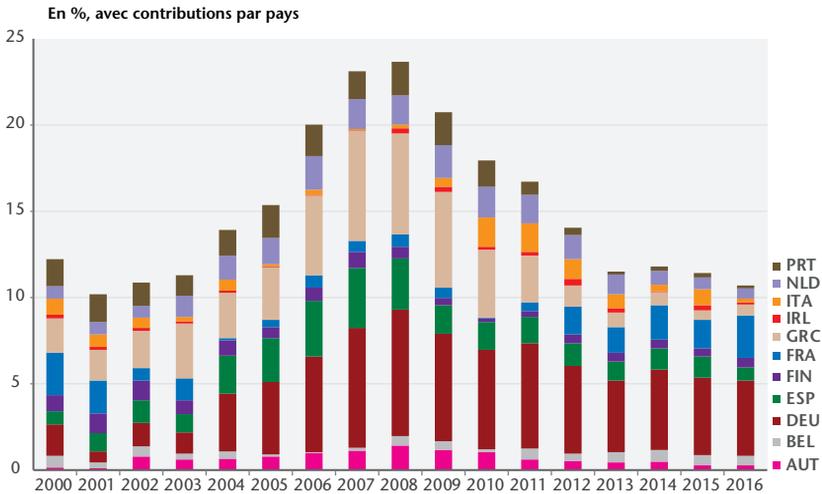
Afin de replacer ces écarts dans une perspective historique, le graphique 44 donne une mesure synthétique du niveau des désajustements internes à la zone euro, en mettant en évidence la contribution de chaque pays à cet indicateur<sup>49</sup>.

Il ressort de cet exercice que les désajustements nominaux au sein de la zone ont d'abord décrié les toutes premières années ; l'Allemagne était alors légèrement surévaluée, ce qui l'a conduite à pratiquer une stratégie de désinflation compétitive, qui l'a d'abord ramenée dans la moyenne de la zone. Les déséquilibres atteignent ainsi un creux en 2001, avant de progressivement croître pour atteindre un pic historique en 2008, au moment de l'éclatement de la crise financière mondiale. L'effort d'ajustement des pays du Sud est ensuite très net, puisqu'ils ne contribuent presque plus à l'indicateur en 2016. Du côté du Nord, même si l'ajustement est aussi visible, il est nettement moins important, si bien que l'Allemagne est aujourd'hui le principal

49. Plus précisément, ce graphique rapporte la moyenne pondérée (par le PIB) de la valeur absolue des désajustements (tels que présentés dans le tableau 7). La contribution de chaque pays à cette moyenne est mise en évidence.

contributeur aux déséquilibres intra-zone. À l'écart du mouvement général de re-convergence, la France a vu sa position se dégrader presque continûment depuis 2011, en dépit de mesures comme le CICE censées traiter ce problème ; cela peut s'expliquer par la plus grande rapidité de l'ajustement dans les pays du Sud, qui neutralise les efforts français, et par la faiblesse des importations des principaux partenaires (Allemagne en tête).

**Graphique 44. Indicateur de désajustements nominaux intra-zone euro**



Même si le graphique montre un niveau historiquement bas de désajustements internes en 2016, leur niveau absolu reste toujours élevé. En effet, la valeur de l'indicateur (11 %) peut se comprendre comme le désajustement moyen par rapport au niveau de l'euro, en valeur absolue. Entre deux pays pris au hasard, un écart de 22 % est donc la norme, et le désajustement franco-allemand est précisément de cet ordre de grandeur. Les pressions centrifuges liées aux différentiels de compétitivité ont certes diminué, mais elles n'ont pour autant pas disparu, et persistent au sein du cœur historique de la zone. Par ailleurs, si les déséquilibres internes à la zone ont diminué, cela s'est fait au prix de l'apparition d'un déséquilibre externe, comme nous l'avons déjà observé sur le graphique 44. L'excédent courant de la zone euro est aujourd'hui supérieur à celui de la Chine, en valeur comme en proportion du PIB. Dans un système de changes flottants – la parité de l'euro vis-à-vis des autres monnaies étant fixée par le marché – il est illu-

soire d'espérer soutenir un tel excédent sur le long terme. Même si pour le moment le différentiel de politiques monétaires de part et d'autre de l'Atlantique permet de maintenir le statu quo, l'inévitable normalisation de la politique de la BCE entraînera une appréciation de l'euro, qui a d'ailleurs déjà commencé.

Notre modèle de taux de change d'équilibre permet d'estimer quelle est la cible de long terme de la parité euro/dollar. Plus précisément, il est possible de calculer l'appréciation de l'euro qui serait nécessaire pour ramener le compte courant de la zone euro à l'équilibre, étant donné les élasticités-prix au commerce des différents pays de la zone, ainsi que la répartition géographique de leurs partenaires commerciaux. Nous estimons ainsi que l'euro doit s'apprécier vis-à-vis du dollar de 21 % par rapport à son niveau de 2016, ce qui correspond à un taux de change d'équilibre de 1,35 US\$ pour un euro. Même si l'euro s'est déjà significativement apprécié depuis 2016 – il était à 1,23 US\$ au début avril 2018 –, il reste donc de substantielles marges d'appréciation ; celles-ci sont prises en compte dans notre scénario de prévision puisque nous anticipons un taux de change à 1,30 US\$ pour un euro en 2019. Nous ne prévoyons toutefois pas que le taux d'équilibre sera atteint à l'horizon de la prévision car deux facteurs continuent de freiner la hausse de l'euro : d'une part le différentiel de politiques monétaires, avec des taux réels plus élevés aux États-Unis qu'en zone euro et d'autre part la relance budgétaire menée par l'administration Trump, qui exerce une pression à l'appréciation du dollar, et donc à la baisse de l'euro.

Il convient de mesurer que cette appréciation à terme de l'euro est porteuse de risques pour la zone euro, malgré les progrès réalisés en matière de re-convergence nominale entre pays membres. D'une part, cela freine la remontée de l'inflation, qui risque de rester basse, limitant les marges de manœuvre de la Banque centrale européenne. Mais surtout, faute de rééquilibrage interne, c'est-à-dire si la hiérarchie des balances courantes au sein de la zone se maintient à son niveau actuel, cela conduira à la réapparition de déficits courants dans les pays du Sud, tandis que cela creusera encore plus le déficit actuel de la France qui risque de se retrouver dans une situation très délicate. La meilleure façon d'opérer le rééquilibrage de la zone euro consisterait à augmenter le niveau de l'inflation dans les pays du Nord, Allemagne en tête. Cela permettrait de faire d'une pierre deux coups : le déséquilibre nominal entre pays du Nord et du Sud serait ainsi résorbé, sans qu'il

soit nécessaire de recourir aux politiques de désinflation compétitive, qui pénalisent la demande intérieure et l'activité ; et d'autre part cela permettrait de diminuer les pressions à l'appréciation nominale de l'euro, rendant ainsi le rééquilibrage extérieur moins déstabilisateur. Une politique de coordination salariale entre pays membres pourrait être l'instrument de cette stratégie<sup>50</sup>, mais les obstacles institutionnels et politiques à sa mise en place ne doivent pas être sous-estimés.

---

50. Voir notamment iAGS (2017) : <http://www.iags-project.org/documents/iAGS%202017%20The%20elusive%20recovery%2023%2011%202016.pdf> et S. Villemot (2017).

## 8. Les crédits au secteur non financier : des taux d'endettement qui restent élevés

---

Malgré les efforts d'ajustement réalisés tant dans la sphère privée que publique depuis plusieurs années, la dette brute totale des agents non financiers reste en 2017 largement supérieure à son niveau de 2007, et encore davantage si l'on se réfère à celui du début des années 2000. Cette situation est l'héritage d'un passé chahuté : tout d'abord, un cycle d'endettement privé long et ample qui a soutenu la croissance des années 2000 et financé la bulle immobilière aux États-Unis par des crédits *subprime*, et ensuite la crise financière de 2008 et la Grande Récession qui ont nécessité la mise en place de politiques budgétaires de soutien à l'économie et au système financier<sup>51</sup>. La dette publique s'est accrue sensiblement entre 2008 et 2013, et au-delà dans certains pays, tandis que simultanément, les agents privés face à une crise économique majeure devaient supporter le poids du désendettement. Depuis plusieurs années, la réduction de cette dette est devenue la priorité des pouvoirs publics mais la décrue est lente et difficile. Du côté monétaire et financier, la baisse des taux d'intervention des banques centrales à des niveaux planchers proches de 0 % combinée aux rachats massifs de titres privés et publics dans le cadre des politiques de *QE* ont permis de réduire le coût de financement des déficits publics et alléger la charge de la dette des agents privés. Mais la réorientation des politiques monétaires amorcée fin 2016 aux États-Unis et qui pourrait débiter au Royaume-Uni et dans la zone euro en 2018 et 2019<sup>52</sup> devraient rendre plus difficile l'ajustement en cours, et d'autant plus si la croissance ralentit. Dans ce contexte, si l'attention des pouvoirs publics, en zone euro notamment, se focalise sur la question de la dette publique, l'ampleur des dettes privées peut aussi poser question

---

51. Dans l'étude de l'OFCE « [sur la double nature de la dette](#) », les auteurs montrent les effets associés à un endettement public et un endettement privé (en distinguant ménages et entreprises) et soulignent les effets déstabilisant à moyen long terme de ce dernier, notamment de la dette des ménages.

52. Voir « Politique monétaire : les banques centrales face à l'absence d'inflation ».

(OCDE, 2017). Les agents privés sont plus exposés que l'État à un choc sur les taux d'intérêt ou à un retournement de conjoncture. À la différence de l'État qui, dans une économie développée, peut compter sur sa crédibilité pour refinancer sa dette souveraine par de nouvelles émissions de titres publics, un agent privé (ménage ou entreprise) est conduit à rembourser sa dette, faute de refinancement octroyé automatiquement par les banques (y compris les banques centrales) ou d'un accès privilégié aux marchés obligataires. Sa solvabilité est donc plus fragile car assise sur le niveau de ses revenus ou, en cas d'impossibilité de paiement, sur la valeur de ses actifs. Un changement de situation (baisse du chiffre d'affaires, chômage, séparation, retournement des prix dans l'immobilier ou sur les marchés financiers) peut entraîner une faillite, aux répercussions dommageables pour le système financier et plus largement pour l'ensemble de l'économie (BRI, 2017 ; IMF, 2017). C'est pourquoi il est intéressant de faire un point sur la situation d'endettement des agents publics mais aussi privés.

Dans un premier temps, nous étudions les évolutions agrégées des crédits au secteur non financier (ménages, entreprises et secteur public) pour 11 grands pays industriels (9 pays de la zone euro, Royaume-Uni et États-Unis) par secteur institutionnel (voir encadré 4). Afin d'avoir une vision précise de la vulnérabilité des ménages selon leur niveau de richesse, nous procédons, dans un deuxième temps, à une analyse de l'évolution de la situation financière des ménages à partir de l'enquête *Household Finance and Consumer Survey* pour les ménages européens et de l'enquête *Survey of Consumer Finance* pour les ménages américains.

#### **Encadré 4. Les crédits au secteur non financier : sources et définitions**

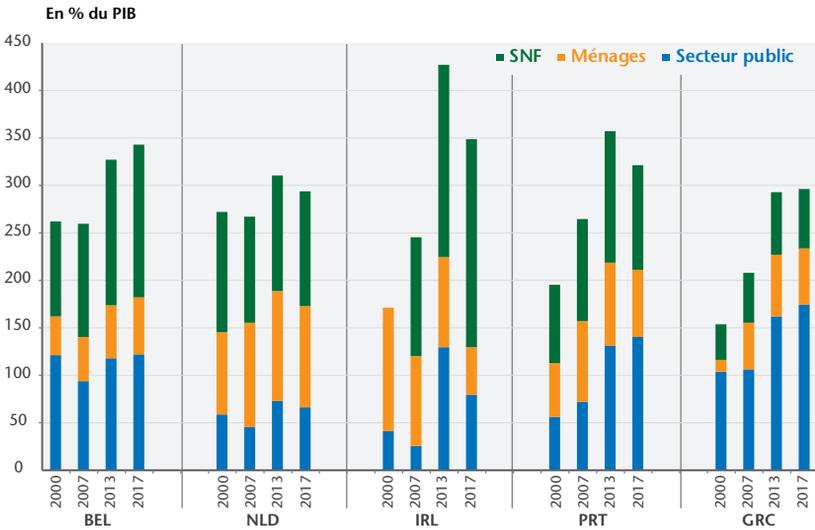
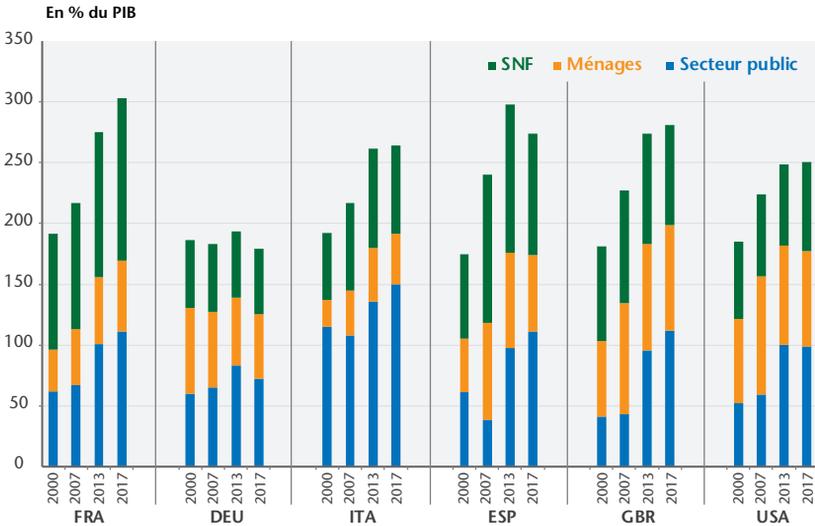
Les données sont issues de la BRI. Elles couvrent toutes les sources de financement destiné au secteur non financier public et privé, y compris les banques domestiques et autres sociétés financières domestiques, les sociétés non financières et les non-résidents. Les instruments de dette sont les monnaies et dépôts pour le secteur public, les prêts et les titres de créances (obligations, ...). Les encours sont évalués sur la base des prix de marché, et non la valeur nominale. Les taux d'intérêt ayant baissé, la valeur des titres est plus élevée que leur valeur d'émission.

## Une dette qui reste globalement très élevée

À l'exception de l'Allemagne, la dette du secteur non financier des 10 autres pays étudiés est plus élevée en 2017 qu'en 2007. Cela est encore plus vrai si l'on compare avec l'année 2000 (sauf pour la Belgique et les Pays-Bas) (graphiques 45a et 45b). La dette atteint son point haut en 2013 en Espagne, au Portugal, en Irlande et aux Pays-Bas, et recule légèrement les années suivantes dans ces pays-là. Elle reste stable après 2013 aux États-Unis, en Italie et en Grèce et continue d'augmenter en Belgique, en France et au Royaume-Uni, mais à un rythme moindre cependant que sur la période 2007-2013.

Cette progression de la dette visible depuis les années 2000 s'est assise dans un premier temps sur la hausse puis l'emballement de la dette privée qui a conduit à la crise financière de 2008, puis dans un second temps sur celle de la dette publique. Alors que dans de nombreux pays la dette publique recule légèrement entre 2000 et 2007, la dette privée augmente rapidement dans tous les pays (à l'exception de l'Allemagne) sur la période, et même jusqu'en 2013 pour sept d'entre eux, avant de se stabiliser ou se réduire. La France et dans une moindre mesure la Belgique, font figure d'exception puisque la dette privée continue d'augmenter jusqu'en 2017. Ce mouvement de hausse a été particulièrement conséquent pour les ménages. Entre 2000 et 2007, les ménages ont accru leur taux d'endettement de près de 30 points aux États-Unis, au Royaume-Uni, au Portugal et aux Pays Bas et de 36 points en Espagne et en Grèce. La dette a continué d'augmenter jusqu'en 2013 – voire au-delà comme en France et Belgique – dans tous les pays à l'exception des pays les plus durement frappés par la crise immobilière (États-Unis, Royaume-Uni et Espagne). Néanmoins les entreprises ne sont pas en reste. Partout elles s'endettent. En Belgique et en Espagne, elles sont les principaux contributeurs à la hausse de la dette privée entre 2000 et 2007 (50 et 20 points de PIB respectivement). Après la crise financière de 2008 et la mise en place des politiques budgétaires expansionnistes, la dette publique a augmenté à un rythme très soutenu de 2007 à 2013, et plus modéré sur la fin de période. Les seuls pays où l'on observe une baisse de l'endettement public sur la période sont l'Allemagne, l'Irlande et les Pays-Bas.

Graphique 45. Engagements financiers du secteur non financier, par pays et par agent



\* Pour l'Irlande, nous n'avons pas la décomposition de la dette privée pour l'année 2000.

Source : BRI.

Cette montée de l'endettement public n'empêche pas que à l'exception de l'Italie et de la Grèce, la dette publique reste partout inférieure à la dette privée. La Grèce et l'Italie ont la dette publique la plus élevée : 175 % et 150 % de leur PIB respectif et la dette privée plus

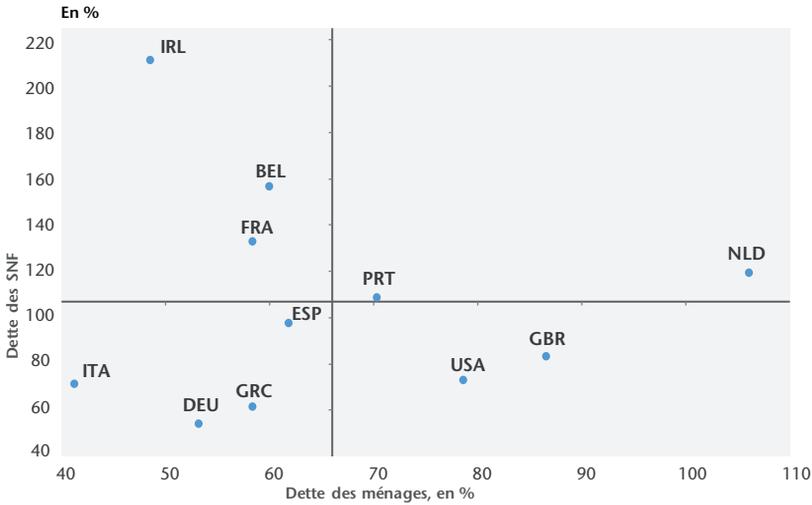
faible qu'ailleurs. Leur dette totale ne fait pas partie des dettes les plus élevées. Dans les autres pays, la dette publique est relativement moindre. On n'observe pas de lien entre le niveau de dette publique et celui de la dette privée : la dette privée peut être très élevée comme en Irlande, aux Pays-Bas ou en Belgique ou au contraire faible comme en Allemagne. Le Portugal a ainsi une dette publique aussi élevée que l'Italie et une dette privée beaucoup plus élevée.

### **Ménages et entreprises plus ou moins exposés selon les pays**

Aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Grèce, en Allemagne, le taux d'endettement des ménages est identique à celui des entreprises. Dans les sept autres pays, il lui est inférieur. Cette situation s'explique par le fait que les ménages sont plus exposés à un risque de défaut et ont un capital moins important que les entreprises. Les modes de financement varient selon les pays (recours au marché obligataire d'entreprises plus important aux États-Unis notamment). Par ailleurs, on observe que les taux d'endettement des ménages entre pays sont un peu plus homogènes que les taux d'endettement des entreprises (les écarts sont d'environ 40 points de PIB pour les ménages et de 100 points – 160 si l'on prend en compte l'Irlande – pour les entreprises) et que comme pour les agents privés et publics, la répartition de l'épargne au sein même des agents privés peut varier : des entreprises très endettées peuvent cohabiter avec des ménages très endettés.

Pour comparer la situation financière des agents privés entre les onze pays étudiés, nous avons représenté le taux d'endettement des ménages et des entreprises à partir de la moyenne des taux d'endettement des pays de l'échantillon (le taux d'endettement moyen des ménages est de 66 % de leur PIB, celui des entreprises de 107) (graphique 46). Il ressort qu'en France, en Belgique, en Irlande, les entreprises sont beaucoup plus endettées que leurs consœurs des autres pays et que les ménages le sont beaucoup moins. Aux Pays-Bas et au Portugal, les entreprises sont légèrement plus endettées que la moyenne et les ménages, surtout néerlandais, nettement plus. À l'inverse, dans les pays anglo-saxons, les entreprises sont moins endettées que la moyenne des pays et les ménages le sont davantage. Enfin, en Grèce, en Italie et en Allemagne – les trois pays dont la dette privée est la plus faible – et en Espagne, ménages et entreprises sont peu endettés par rapport aux autres pays.

**Graphique 46. Typologie des pays selon l'écart du taux d'endettement à la moyenne des onze pays cités\*, par agent, T3-2017**



Note : le point d'intersection des axes correspond à la moyenne du taux d'endettement des ménages qui est de 66 %, et celle des SNF de 107 %.

Source : BRI.

En nous recentrant sur les six principales économies de notre échantillon, la France apparaît singulière dans sa dynamique d'endettement d'après-crise. Si la tendance globale est plutôt au désendettement, la France se distingue de ses partenaires par un comportement atypique, où les ménages comme les entreprises continuent de s'endetter, malgré un taux déjà relativement élevé (graphiques 47 et 48)<sup>53</sup>. La tendance haussière des années 2000 jusqu'à la crise s'est poursuivie, voire s'est accélérée du côté des entreprises : le taux d'endettement y est actuellement 30 points plus haut qu'au début de l'année 2008 pour les entreprises et 11,6 points pour les ménages. La nouvelle dette des entreprises a surtout été contractée sur le marché obligataire (graphique 49) : entre 2008 et 2016, la part des obligations dans la dette totale des entreprises s'est accrue de près de 9 points et n'a jamais été aussi élevée (22 % en 2017). À l'opposé, l'Espagne qui présentait un taux d'endettement très élevé du côté des ménages et des entreprises pendant la crise, a réalisé un effort de désendettement massif qui se prolonge encore en 2017. Les taux d'endettement sont

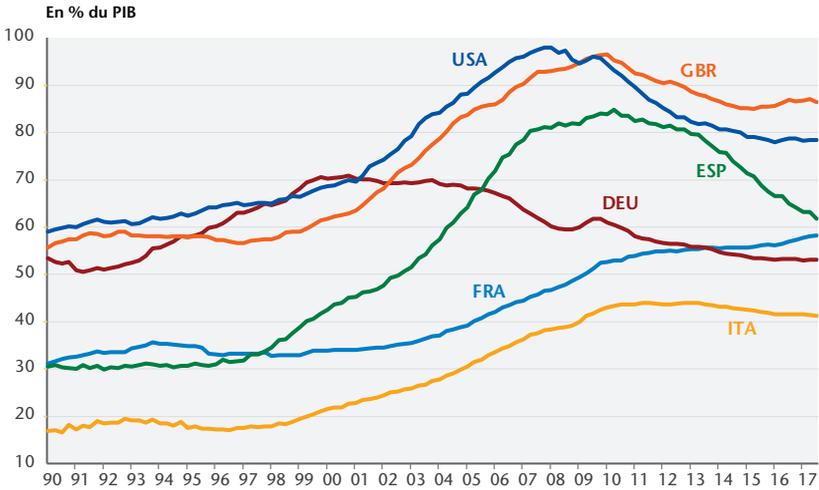
53. Dans une note de décembre 2017, l'INSEE modère l'inquiétude qui peut apparaître face à l'endettement des entreprises françaises. Voir <https://www.insee.fr/fr/statistiques/3292331?sommaire=3292415>.

moindres que ce qu'ils étaient en 2008, mais demeurent élevés au regard des années qui ont précédé la formation de la bulle immobilière. La situation est analogue pour l'Italie où les ménages et les entreprises continuent de réduire leur exposition au risque. Rapportée au PIB, leur dette est faible mais encore supérieure au niveau d'avant-crise. Néanmoins, là aussi la part de la dette obligataire des entreprises s'est accrue rapidement (+7,6 points entre 2008 et 2017), bien que stable sur la fin de période. Les ajustements ont été différents dans les pays anglo-saxons où les niveaux de dette, notamment des ménages, avaient atteint des niveaux très élevés entre 2008 et 2010. Aux États-Unis, la situation financière des ménages s'est ajustée (-19 points de PIB depuis 2007), notamment dans sa composante hypothécaire qui représentait 73 % de la dette des ménages au pire de la crise, et le taux d'endettement est revenu sur sa tendance d'avant-crise dès l'année 2015. Pour autant, de nouveaux déséquilibres sont apparus sur certains segments de crédit (crédit automobile, cartes de crédits et surtout prêts étudiant) (graphique 50) (**11 % des prêts étudiants sont en défaut de paiement depuis plus de 90 jours**) mais les stocks de dette sont moindres et les risques financiers et macroéconomiques plus limités. Au Royaume-Uni l'ajustement des ménages semble s'être interrompu avant d'avoir été achevé. Une légère hausse du taux d'endettement peut être observée en fin de période au point d'en inquiéter là aussi les autorités ([Bank of England, nov. 2017](#), [Bank of England Q42017](#)). Du côté des entreprises, par contre, les taux d'intérêt bas ont conduit à un emballement de la dette obligataire surtout aux États-Unis, traditionnellement déjà plus orientés vers la finance de marché que vers les banques : entre 2008 et 2017, la dette obligataire des entreprises américaines est passée de 54 % à 70 % de la dette totale et de 16 % à 24 % en 2016 pour les entreprises britanniques.

Après cet état des lieux macroéconomique des niveaux d'endettement des agents par pays, nous procédons à une analyse microéconomique à partir de données d'enquête. Ces données permettent une analyse plus fine de la situation financière et de la vulnérabilité des ménages selon leur niveau de richesse ; elles permettent de déterminer les catégories de ménages endettés, leur évolution au sein des pays et le creusement potentiel des inégalités entre ménages. Au-delà du niveau d'endettement moyen ou médian, il est en effet important de comprendre quels sont les ménages qui s'endettent. Si ce sont les ménages les plus riches, cela n'affecte pas ou peu leur solvabilité – qui est assise sur le niveau des revenus ou la valeur

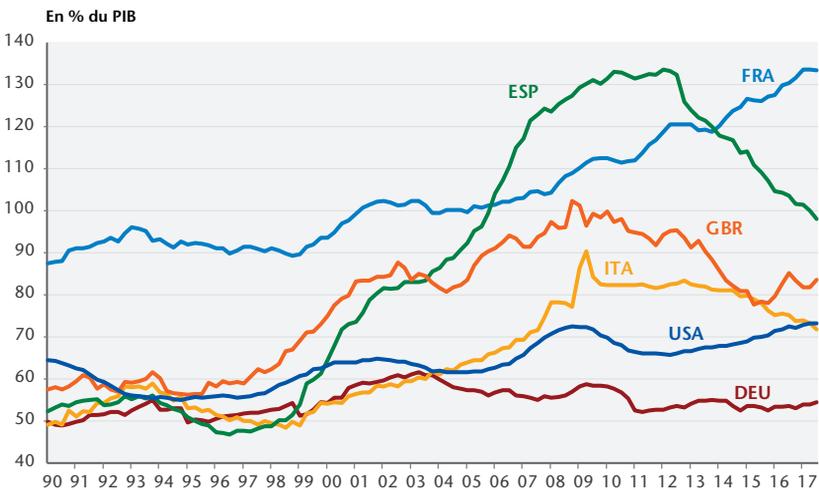
des actifs – et ne crée pas de risque macroéconomique. En revanche, si c’est l’endettement des ménages pauvres qui s’accroît, alors le risque d’insolvabilité s’accroît. Tout changement de situation (retournement de prix immobiliers ou financiers, hausse du chômage) peut entraîner une hausse brutale des créances douteuses, des faillites bancaires et fragiliser la situation financière du pays.

Graphique 47. Crédits aux ménages



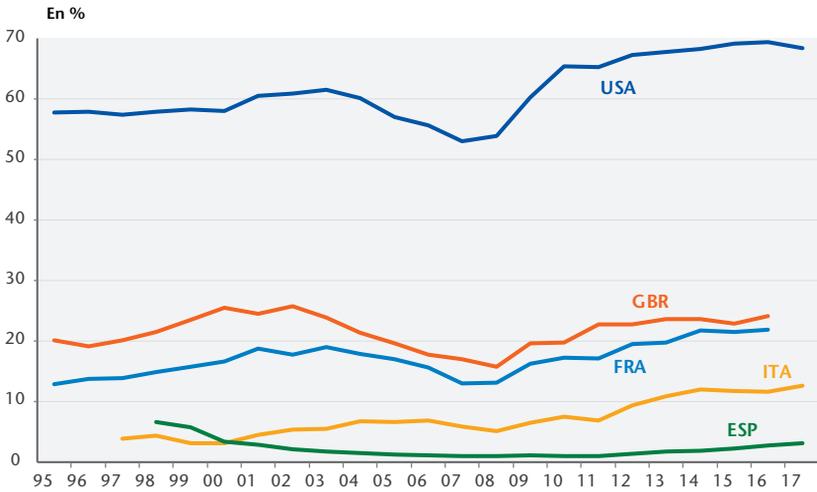
Source : BRI.

Graphique 48. Crédits aux sociétés non financières



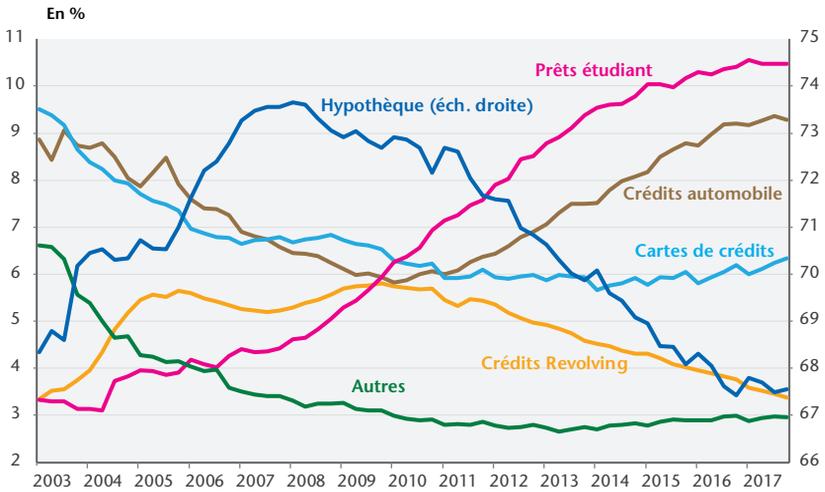
Source : BRI.

Graphique 49. Part de la dette obligataire dans la dette des sociétés non financières



Source : Comptabilités nationales.

Graphique 50. Composition de la dette des ménages américains



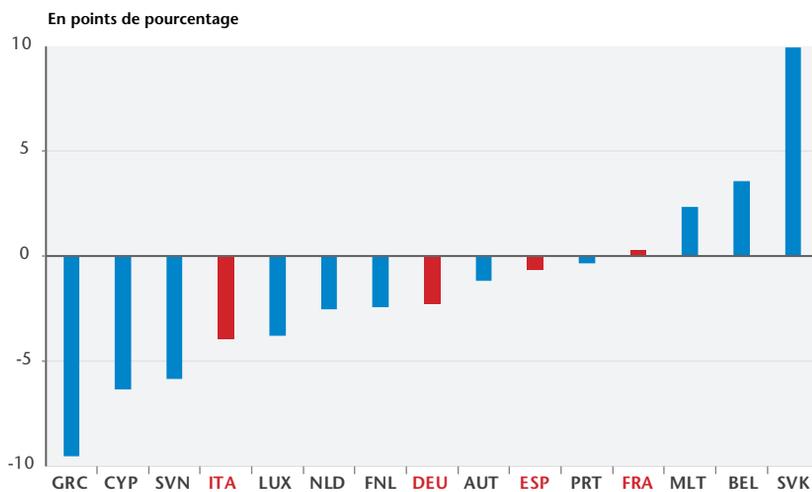
Source : Federal reserve bank of New York.

## Désendettement des ménages : zoom sur la zone euro et les États-Unis

### Baisse de la part des ménages endettés entre 2010 et 2014...

D'après les premiers résultats de l'enquête *Household Finance and Consumption Survey* (HFCS) – deuxième vague<sup>54</sup>, la proportion de ménages endettés en zone euro a décliné entre 2010 et 2014<sup>55</sup>, passant de 44 à 42,4 %. La situation de l'endettement privé dans les pays fragiles (Grèce, Italie, Irlande, Portugal, Espagne) s'est améliorée : ainsi la part des ménages endettés a baissé de près de 10 points de pourcentage en Grèce, de 6 points à Chypre ou de 4 points en Italie. En revanche, la part des ménages endettés a fortement crû en Slovaquie et, dans une moindre mesure, en Belgique (graphique 51). Aux États-Unis, les deux vagues d'enquête *Survey of Consumer Finance* (SCF) conduites en 2010 et 2013 montrent que la proportion de ménages endettés a légèrement reculé de 0,4 point. En niveau, en revanche, la proportion de ménages endettés est très largement supérieure aux États-Unis (74,5 % des ménages) par rapport à la zone euro (42,4 %).

Graphique 51. Évolution de la proportion de ménages endettés, dans les pays européens entre 2009-2010 et 2013-2014\*



\* Sauf l'Espagne, pour laquelle on mesure l'évolution sur la période 2008-2011.

Source : Enquêtes HFCS vague 1 et vague 2.

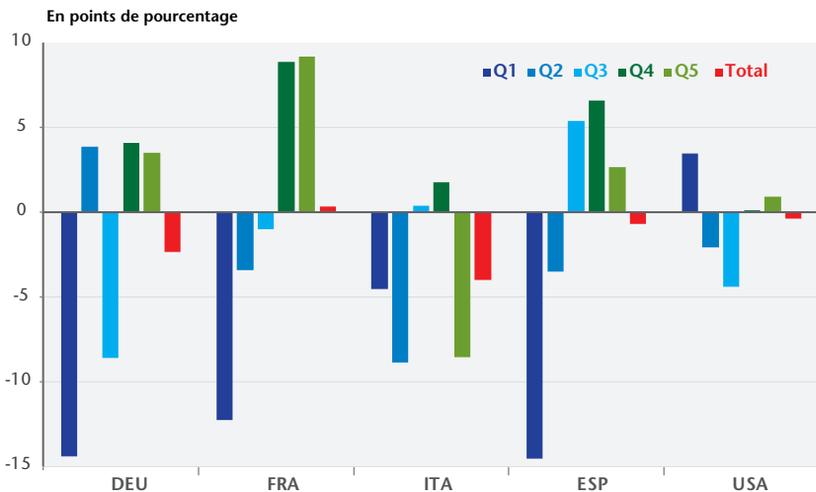
54. Household Finance and Consumption Network (HFCN) (2016), « The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey – Results from the Second Wave », *ECB Statistics Paper*, n° 18.

55. La période temporelle varie selon les pays retenus, mais la plupart des pays ont mené la première vague de l'enquête en 2009-2010, et la deuxième vague en 2013-2014, à l'exception de l'Espagne (2008-2011).

### ... différenciée selon les quintiles de richesse nette : le nombre de ménages endettés s'accroît chez les plus riches en zone euro et chez les plus pauvres aux États-Unis

Malgré la baisse globale de la part des ménages détenteurs de dette en zone euro, le montant médian de dette détenu par les ménages endettés a crû, essentiellement à cause des ménages les plus riches. Dans les quatre grands pays de la zone euro, on constate que la part des ménages endettés a baissé entre 2010 et 2014, à l'exception de la France où elle a quasiment stagné (+0,3 point). En réalité, la situation est contrastée selon la richesse nette des ménages (graphique 52) : ainsi, on constate qu'au sein des deux premiers quintiles de richesse nette, la part des ménages endettés a reculé entre 2010 et 2014, à l'exception du deuxième quintile en Allemagne. À l'opposé, la part des ménages endettés dans les deux quintiles les plus élevés de richesse a augmenté en Allemagne, en France et en Espagne, à l'exception de l'Italie où les ménages les 20 % les plus riches sont moins endettés en 2014 qu'en 2010. Deux explications sont possibles : soit la période post-crise a permis aux ménages, notamment les plus fragiles, d'apurer une partie de leur endettement, alors que les ménages moins contraints financièrement ont pu davantage s'endetter, profitant de la politique

Graphique 52. Évolution de la part de ménages endettés par quintile de richesse nette entre 2010 et 2014\*



\* Sauf l'Espagne, pour laquelle on mesure l'évolution sur la période 2008-2011, et les États-Unis dont on mesure l'évolution sur 2010-2013.

Sources : Enquêtes HFCS vague 1 et vague 2 pour les pays de la zone euro, Survey of Consumer Finance de 2010 et 2013 pour les États-Unis.

de taux bas ; soit les ménages les plus modestes ont été davantage contraints financièrement par une offre de crédit plus limitée. Aux États-Unis, en revanche, c'est au sein des 20 % des ménages les plus pauvres en termes de richesse nette que l'on constate une hausse du nombre de ménages endettés ; chez les ménages à richesse moyenne en revanche, le nombre de ménages endettés recule.

Si la proportion de ménages endettés a globalement baissé en zone euro, en revanche, le montant de dette détenu par les ménages endettés a augmenté entre 2010 et 2014 (tableau 8). Le montant de dette détenu par un ménage médian endetté (corrigé de l'inflation) a particulièrement crû en France (+38,5 %), en Italie et en Espagne (+17,4 % et +13,9 % respectivement), et plus modestement en Allemagne (+9,7 %). Par ailleurs, la dette des ménages espagnols reste très supérieure à la dette des trois autres pays, même s'il faut garder à l'esprit que les années d'enquête ne sont pas les mêmes (2011 pour l'Espagne, 2014 pour les autres). La dette hypothécaire (immobilière) des ménages endettés a nettement baissé en Allemagne, stagné en Italie, mais fortement progressé en France (+46,3 %). Quant à la dette financière, elle a largement baissé en Italie et en Espagne, sans doute en lien avec la crise des dettes souveraines entre 2009 et 2012 qui a entraîné la hausse des taux de crédit aux ménages. Aux États-Unis, en

**Tableau 8. Évolution du montant médian de la dette des ménages par pays entre 2010 et 2014\*, pour les ménages endettés**

Évolution en points de pourcentage, ajusté par l'indice des prix à la consommation harmonisé, Montant en euros courants

	Dette totale		Dette hypothécaire		Dette non hypothécaire	
	Évolution	Montant en 2014	Évolution	Montant en 2014	Évolution	Montant en 2014
DEU	9,7 %	15 000	-11,4 %	76 000	5,3 %	3 500
FRA	38,5 %	27 000	46,3 %	87 000	3,0 %	5 690
ITA	17,4 %	19 000	0,4 %	65 000	-18,7 %	5 000
ESP	13,9 %	43 000	11,2 %	70 000	-20,6 %	6 000
USA	-25,3 %	62 279	-8,0 %	121 670	-8,1 %	13 404

*Note de lecture :* Chez les ménages allemands endettés, le montant médian d'endettement des ménages a progressé de 9,7 % entre 2010 et 2014, et atteint une valeur nominale de 15 000 euros. En revanche, le montant médian de dette hypothécaire pour les ménages ayant de la dette hypothécaire a baissé de 11,4 %, et le montant de la dette non hypothécaire pour les ménages qui en détiennent a progressé de 5,3 %.

*Note :* La dette totale n'est pas égale à la somme des dettes hypothécaire et non hypothécaire car on calcule la médiane de l'endettement (resp. hypothécaire et non hypothécaire) uniquement pour les ménages endettés (resp. au niveau hypothécaire et non hypothécaire).

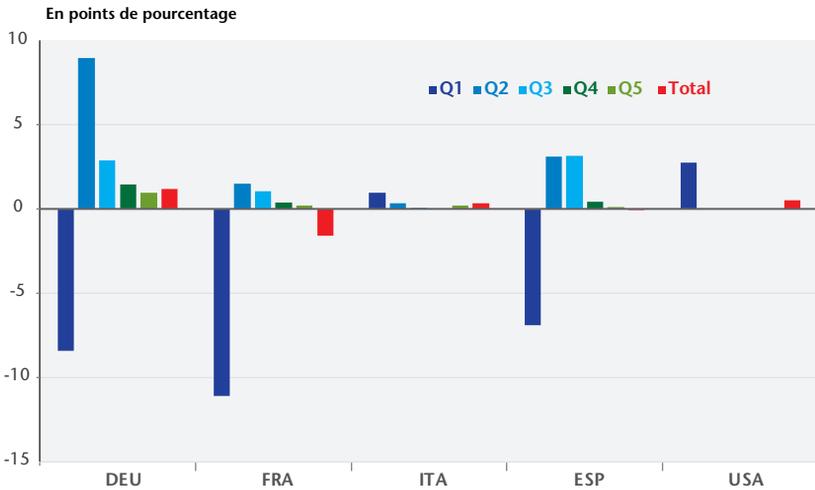
\* Sauf l'Espagne (2008-2011) et les États-Unis (2010-2013).

*Sources :* Enquêtes HFCS vague 1 et vague 2 pour les pays de la zone euro, Survey of Consumer Finance de 2010 et 2013 pour les États-Unis.

revanche, la dette totale détenue par les ménages endettés a fortement baissé entre 2010 et 2013 (-25,3 %), à la fois en termes de montant de dette immobilière et financière.

À côté de l'endettement des ménages, il est utile d'étudier leur vulnérabilité financière. En effet, un scénario dans lequel l'actif des ménages augmente au même rythme que l'endettement ne sera pas comparable à une situation dans laquelle l'endettement augmente sans contrepartie à l'actif. Pour mesurer la vulnérabilité financière des ménages, plusieurs indicateurs peuvent être mobilisés, notamment les ratios dette/actif et dette/revenu brut. En raison de la non comparabilité des revenus bruts entre les deux vagues de l'enquête, on choisit d'étudier l'évolution du ratio dette/actif, qui reflète la capacité du ménage à rembourser ses dettes. Si le ratio est supérieur à 100 %, le passif du ménage est supérieur à son actif, autrement dit, la probabilité d'insolvabilité est plus élevée. Le graphique 53 montre que la solvabilité des ménages les plus pauvres s'est améliorée en Allemagne, en France et en Espagne, et s'est légèrement détériorée en Italie : la part des ménages ayant un ratio dette/actif supérieur à 100 % a en effet baissé pour les ménages du premier quintile de richesse nette, sauf en Italie. La situation est moins favorable pour les quintiles de richesse intermédiaires (deuxième, troisième et quatrième quintiles), pour lesquels la part des ménages ayant un ratio dette/actif supérieur à 100 % a progressé. Notons en particulier la hausse de la vulnérabilité financière pour les ménages allemands du deuxième quintile de richesse nette. Quant aux États-Unis, au rebours de la zone euro, on note une hausse de la probabilité d'insolvabilité pour les ménages du premier quintile de richesse nette. Par ailleurs, le graphique 54 montre que la richesse nette (actif net de la dette) des ménages a baissé globalement dans les quatre grands pays de la zone euro : la baisse est plus marquée pour le quartile inférieur (P25) que pour le quartile supérieur (P75). La richesse nette des ménages des quartiles inférieurs semble avoir été plus fortement affectée par les chocs. Aux États-Unis, on constate également une baisse, mais elle est homogène et ne dépend pas du niveau de richesse.

**Graphique 53. Part des ménages dont le ratio dette/actif dépasse 100 %, évolution entre 2010 et 2014 par quintile de richesse nette\*, pour quatre grands pays de la zone euro**

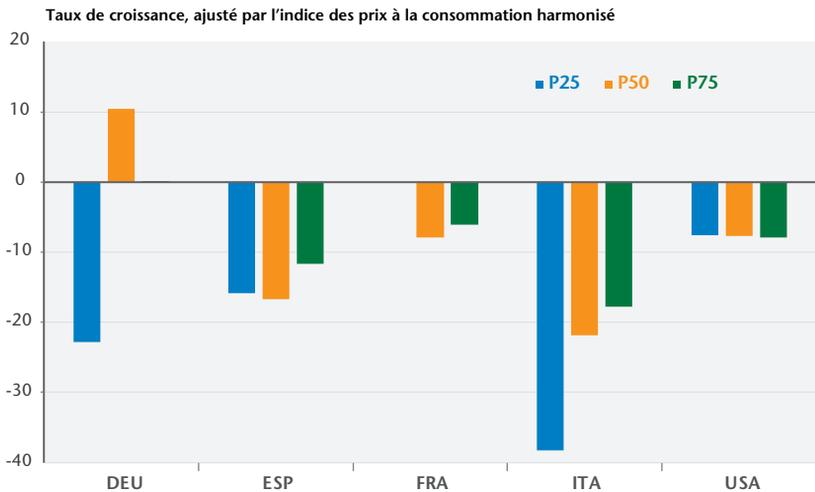


Note de lecture : En Allemagne, la part des ménages dont le ratio dette/actif dépasse 100 % dans le premier quintile de richesse nette a baissé de 8,5 points entre 2010 et 2014.

\* Sauf l'Espagne (2008-2011) et les États-Unis (2010-2013).

Sources : Enquêtes HFCS vague 1 et vague 2 pour les pays de la zone euro, Survey of Consumer Finance de 2010 et 2013 pour les États-Unis.

**Graphique 54. Quartiles de richesse nette par pays, taux de croissance entre 2010 et 2014 \*, pour quatre grands pays de la zone euro**



Note : Le premier quartile ne figure pas pour la France en raison d'une modification méthodologique qui rend la comparaison impossible entre les deux vagues de l'enquête.

\* Sauf l'Espagne (2008-2011) et les États-Unis (2010-2013).

Sources : Enquêtes HFCS vague 1 et vague 2 pour les pays de la zone euro, Survey of Consumer Finance de 2010 et 2013 pour les États-Unis.

## 9. Tour du monde de la situation conjoncturelle

---

### Les États-Unis à la relance

La situation économique américaine ne semble pas donner de signes d'essoufflement. Après un trou d'air au quatrième trimestre 2015 et au premier trimestre 2016, la croissance a retrouvé de l'allant en 2017 et la dynamique de l'activité s'est renforcée tout au long de l'année portant la croissance annuelle à 2,3 %. Surtout, ce mouvement va s'amplifier en 2018 et 2019 grâce au soutien apporté par une politique budgétaire fortement expansionniste. La croissance retrouverait un rythme proche de celui de 2014-2015 puisque le PIB progresserait respectivement de 2,9 % et 2,6 % en 2018 et 2019. L'économie américaine devrait alors atteindre un haut de cycle en fin d'année 2019 mais accumulerait également des déséquilibres budgétaires et courant croissants.

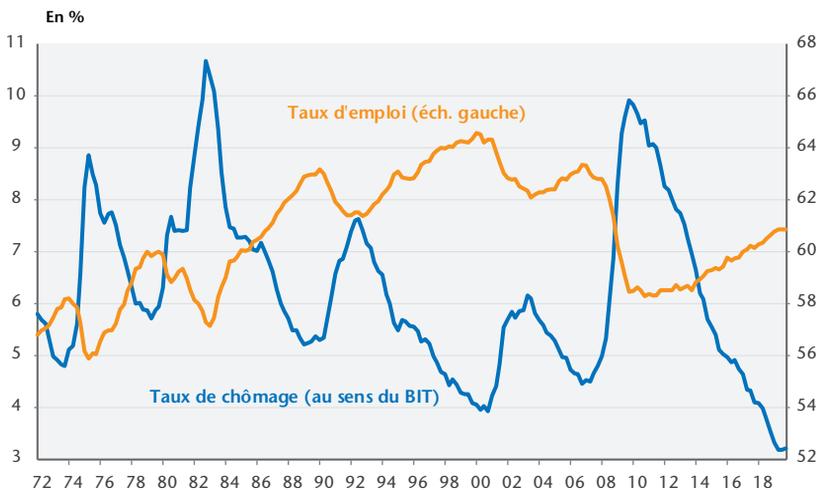
### L'écart de croissance se referme

La croissance américaine a accéléré au cours du deuxième semestre 2017, soutenue par une demande intérieure dynamique. Au quatrième trimestre, le PIB a progressé de 2,5 % en glissement annuel contre 2,2 % au deuxième trimestre et 1,8 % en fin d'année 2016. En fin d'année 2017, la hausse de la consommation des ménages de 0,9 % sur un trimestre a été soutenue par la baisse du taux d'épargne de 0,7 point qui s'explique en partie par la forte augmentation de la richesse financière des ménages en fin d'année. Dans le même temps, le pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages a décéléré au cours du second semestre, progressant de 0,3 et 0,1 % respectivement aux troisième et quatrième trimestres contre 0,7 % lors des deux premiers trimestres. Toutes les composantes de l'investissement ont progressé au quatrième trimestre avec notamment un rebond de l'investissement en logement (2,8 %) après deux trimestres de baisse. L'investissement productif privé a augmenté de 1,7 % au quatrième trimestre après 1,1 % au trimestre précédent. L'investissement dans le secteur de l'énergie (*mining*) a notamment repris ; la hausse du prix du pétrole ayant amélioré la rentabilité des investissements dans ce secteur. Sur l'ensemble de l'année, la contribution de la consommation (publique et

privée) et de l'investissement s'est élevée à 2,6 points. Les exportations ont été également dynamiques, progressant de 3,4 % en 2017, portées par le rebond du commerce mondial, après une quasi-stabilité lors des deux années précédentes. Néanmoins, la contribution du commerce extérieur est restée négative : -0,2 point, comme en 2016.

Sur l'ensemble de l'année, la progression du PIB de 2,3 % permet de fermer l'écart de croissance, ouvert depuis 2008, et de faire baisser le taux de chômage à 4,1 %, un niveau inférieur à celui d'avant-crise et proche du point bas à 3,9 % atteint au deuxième trimestre 2000. Pour autant, le taux d'emploi suggère que la situation n'est pas totalement rétablie puisqu'il restait en fin d'année 2017 inférieur de 3 points à son niveau d'avant-crise (graphique 55). Par ailleurs, selon le BLS (*Bureau of Labor Statistics*), le nombre de chômeurs découragés s'élevait encore à 0,3 point de population active. Si on ajoute les chômeurs découragés, les personnes en marge de la population active<sup>56</sup> ainsi que les personnes en emploi à temps partiel mais qui déclarent souhaiter travailler davantage, le taux de chômage atteint 8,2 % en janvier 2018, un niveau proche du point bas de l'année 2007 (8 %) mais plus élevé que celui de l'année 2000 (6,8 %).

Graphique 55. Taux d'emploi et taux de chômage aux États-Unis



Sources : BLS, CBO, prévision OFCE avril 2018.

56. Il s'agit de personnes qui ne sont pas en recherche active d'emploi mais qui indiquent avoir cherché au cours des douze derniers mois ou être disponibles pour un emploi.

## Une politique budgétaire pro-cyclique

C'est dans ce contexte plutôt favorable que la nouvelle administration Trump, arrivée au pouvoir en janvier 2017, a mis en œuvre une politique budgétaire résolument expansionniste. Initialement, l'objectif du gouvernement était de créer un choc fiscal *via* une baisse de l'impôt sur le revenu des ménages – en réduisant notamment le taux marginal d'imposition maximum – et sur les sociétés<sup>57</sup> pour stimuler les créations d'emplois et porter la croissance de moyen terme à 3,5 %. Le vote du Congrès sur le volet dépenses en début d'année 2018 a donné lieu à d'intenses tractations entre Républicains et Démocrates, provoquant deux courts épisodes de *shutdown* avant que les deux parties ne parviennent à un accord validé ensuite par le Président et qui se traduira par une augmentation des dépenses. L'objectif du Président était d'augmenter les dépenses militaires en contrepartie d'une réduction des autres dépenses, ce qu'ont refusé les Démocrates qui ont validé l'augmentation des dépenses militaires qu'à la seule condition d'augmenter d'autres postes de dépenses. Il en résulte une augmentation des dépenses fédérales sur deux ans qui devrait atteindre 320 milliards de dollars (1,7 point de PIB). Dans ces conditions, le stimulus budgétaire s'élèvera à 1,5 point de PIB en 2018 et 2019, ce qui représente une impulsion cumulée proche de celle mise en œuvre par Obama pour l'année 2008.

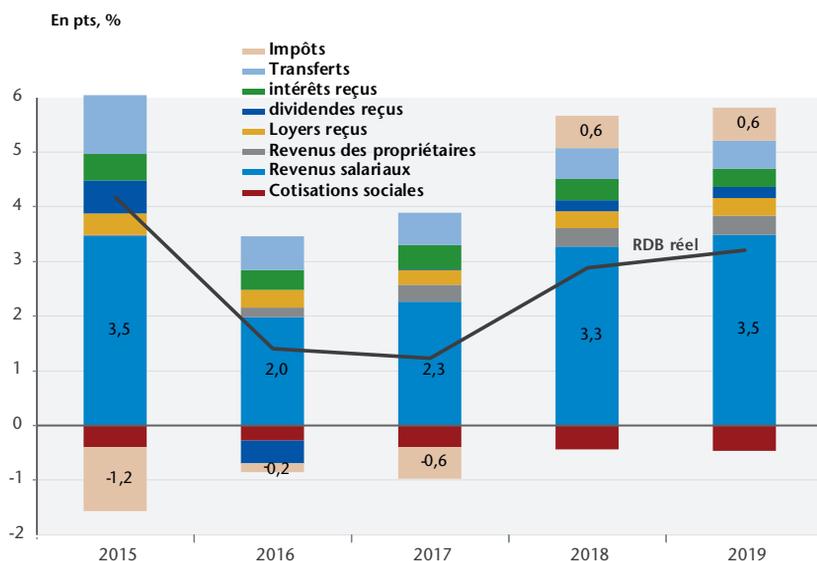
Ces différentes mesures stimuleront la croissance en 2018 et 2019 *via* les différentes composantes de la demande intérieure. Premièrement, la baisse de la fiscalité des ménages entraîne une amélioration du revenu disponible. La contribution des impôts à la croissance du revenu deviendrait positive en 2018 et 2019 (+0,6 point) après avoir été négative en 2017 (graphique 56). Le revenu disponible des ménages progresserait également grâce à l'amélioration de l'emploi et des salaires. En termes réels, la hausse du revenu disponible serait de 2,8 % en 2018 et de 3,1 % en 2019, ce qui stimulerait la consommation. Du côté des entreprises, la baisse des taux marginal et effectif de l'impôt sur les sociétés améliorera leur taux de profit et leur investissement qui sera également tiré par un effet accélérateur en lien avec l'augmentation de la demande domestique et étrangère. Enfin, les dépenses de consommation publique augmenteront de 2,2 % en 2018 et 2019 après une stabilité en 2017. L'effet positif de la relance sera cependant

---

57. Voir « Politiques budgétaires : accélération sans crise ».

atténué par une augmentation du taux d'épargne qui passerait de 2,6 % en fin d'année 2017 à 3,8 % 2 ans plus tard. Par ailleurs, l'augmentation de la demande se portera également en partie sur des biens importés poussant le taux de pénétration à la hausse sur les deux prochaines années.

Graphique 56. Décomposition du revenu disponible brut des ménages américains



La politique budgétaire expansionniste aura donc bien un effet positif sur la croissance et permettra de poursuivre la baisse du chômage, qui atteindrait 3,2 % en 2019. Ce gain de croissance se fera néanmoins au prix de déséquilibres accrus et pourrait aussi pousser la banque centrale à accélérer son resserrement monétaire dans un contexte où l'inflation se stabiliserait légèrement au-dessus de 2 %<sup>58</sup>. Surtout, contrairement aux phases de reprise précédente, la politique budgétaire américaine va devenir fortement pro-cyclique. Fin 2019, le déficit budgétaire atteindrait 7 % alors que le PIB devrait être 2 points au-dessus de la production potentielle, ce qui porterait le déficit structurel primaire à 4,4 % du PIB, soit le niveau le plus élevé depuis 1972 si l'on exclut la période de la Grande Récession<sup>59</sup>. Comparativement aux

58. Voir « Politique monétaire : les banques centrales face à l'absence d'inflation ».

59. En 2009, le déficit structurel primaire atteignait 7,7 %.

précédentes phases de haut de cycle, la situation budgétaire américaine sera bien plus dégradée. Pendant les années 1990, les finances publiques avaient été assainies et le solde était excédentaire (+0,8 point de PIB) avant le ralentissement de 2000-2001. Avant la crise financière de 2007, le déficit s'élevait à 3,1 % et avait surtout baissé de 2,8 points entre 2003 et 2006.

La première proposition de budget pour l'année 2019 pourrait même amplifier le déficit et la dette publique si le projet de plan d'investissement, proposé en février 2018 par la Maison Blanche, devait être voté sans contrepartie en matière de réduction des dépenses ou de financement de ces investissements en infrastructures. Les choix de politique économique risquent également de réduire les futures marges de manœuvre du gouvernement en cas de choc négatif et pourrait forcer la réduction des déficits à un moment qui serait moins opportun. Par ailleurs, même si la baisse de l'impôt sur le revenu était en partie compensée par une hausse du taux d'épargne des ménages, le creusement du déficit budgétaire ira de pair avec une dégradation du déficit courant qui augmenterait de 0,4 point pour atteindre 2,8 % en 2019. Il y a là de fait une contradiction sur la dénonciation des déficits commerciaux des États-Unis vis-à-vis de la Chine ou de l'Allemagne et la hausse des droits de douanes sur les importations d'acier et d'aluminium. Ces mesures ne devraient pas contribuer à réduire le déficit courant des États-Unis qui n'est que le reflet de l'insuffisance de l'épargne.

### **Royaume-Uni : navigation à vue**

Selon les comptes nationaux publiés le 29 mars dernier, la croissance du PIB britannique a été de 1,8 % en moyenne annuelle en 2017, après 1,9 % en 2016 et 2,3 % en 2015. Mais la croissance s'est établie à 1,4 % en glissement sur un an au quatrième trimestre 2017, contre 2 % un an plus tôt, alors qu'elle accélérerait chez les principaux partenaires commerciaux britanniques, en particulier dans la zone euro (de 2 % en glissement sur un an fin 2016 à 2,6 % fin 2017) et aux États-Unis (de 1,8 % à 2,5 %).

L'économie britannique ralentit depuis 2015, sous l'effet de plusieurs facteurs. Il faut tout d'abord rappeler que l'économie britannique avait renoué avec la croissance avant les principales économies de la zone euro, le PIB britannique retrouvant en 2013 son niveau

d'avant-crise, deux ans avant la zone euro prise dans son ensemble, et le taux de chômage britannique (au sens du BIT) était revenu en 2015 à 5,4 %, son niveau d'avant-crise. La reprise avait été tirée par la demande intérieure, avant tout la consommation des ménages. Ensuite, depuis 2015, la politique budgétaire est devenue restrictive : l'impulsion budgétaire a été négative d'environ 2,5 points de PIB en cumulé entre 2015 et 2017 soit, après prise en compte des effets dynamiques des multiplicateurs, un impact sur le PIB d'environ -0,1 point en 2016 et -0,4 point en 2017, après un soutien de 0,3 point en 2015 (pour une présentation plus détaillée de ces impacts, voir la partie sur la politique budgétaire). En l'absence de soutien de la politique budgétaire, la politique monétaire était seule à soutenir la croissance, en maintenant une politique expansionniste de taux d'intérêt bas et d'achats de titres, alors que le taux de change élevé pénalisait les exportateurs britanniques, mais contribuait à maintenir une inflation interne très faible. Enfin, en juin 2016, le résultat du référendum en faveur d'une sortie du Royaume-Uni de l'UE a dans un premier temps contribué à accentuer le ralentissement engagé : d'une part la chute du taux de change de l'ordre de 10 % qui a suivi le vote a augmenté l'inflation importée et dégradé le pouvoir d'achat des ménages ; d'autre part les incertitudes accrues ont freiné l'investissement des entreprises. La baisse du taux de change a par ailleurs eu un impact positif pour les exportateurs britanniques, ramenant le taux de change à un niveau plus soutenable. Mais ceci ne s'est pas immédiatement traduit par des gains de compétitivité, les entreprises ayant d'abord restauré leurs marges. Au total, l'impact du référendum de juin 2016 sur la croissance britannique aurait été de l'ordre de -0,3 point de PIB en 2017<sup>60</sup>. En 2017, l'accélération de la croissance mondiale est par ailleurs venue atténuer le ralentissement en cours de l'économie britannique (à hauteur de 0,2 point de PIB, selon nos estimations, voir synthèse).

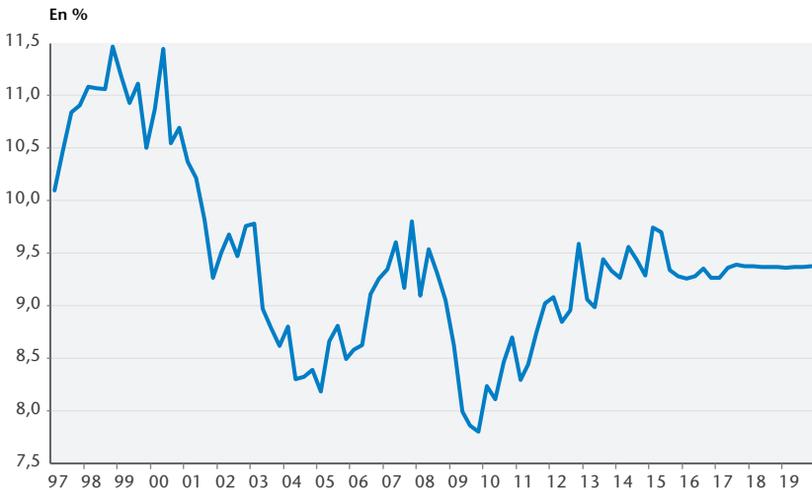
À la fin mars 2018, les incertitudes restaient nombreuses quant aux modalités de sortie du Royaume-Uni de l'UE (encadré 5). Nous avons fait l'hypothèse qu'à l'horizon de la fin 2019 le Royaume-Uni et l'UE continueraient à négocier les termes d'un futur partenariat qui ne lèverait que progressivement les incertitudes pour les entreprises. Ainsi, dans notre prévision, l'investissement des entreprises ne progresserait que de 1,5 % par an en moyenne, soit une stabilité en termes de ratio

---

60. Pour plus de détails sur les canaux de transmission du choc du « Brexit » ainsi qu'une décomposition des impacts *ex ante* de ce choc sur le PIB britannique, voir OFCE (2017).

sur PIB (graphique 57). L'investissement des entreprises, en volume, avait augmenté à un rythme annuel moyen de 3,3 % de 2013 au début de 2015, tandis que le PIB augmentait de 2,2 % par an, mais a marqué l'arrêt à partir du deuxième trimestre 2015. Sous réserve des révisions ultérieures des comptes nationaux, l'inertie de l'investissement que l'on observe dans les comptes actuels, à partir de la mi-2015, ne s'explique pas par le seul effet accélérateur et reflète probablement l'attentisme des entreprises lié à la perspective d'un Brexit.

**Graphique 57. L'investissement du secteur privé au Royaume-Uni**



Sources : ONS, prévision OFCE avril 2018.

### Encadré 5. L'état des négociations sur la sortie de l'UE

Une majorité de Britanniques a voté en faveur d'une sortie de l'UE le 23 juin 2016, faisant entrer l'économie britannique dans une phase d'incertitudes accrue quant aux modalités de sortie du Royaume-Uni (à quelle échéance ? pour quelle forme d'accord ?). Le 29 mars 2017, le gouvernement britannique a déclenché l'article 50 du Traité de l'UE, selon lequel un pays notifie officiellement son souhait de quitter l'UE, ce qui ouvre une période de 2 ans pour qu'il quitte l'UE. À la fin mars 2018, le Royaume-Uni était à mi-chemin de sa sortie. En un an, le Royaume-Uni et l'UE-27 ont négocié sur 3 points : droits des citoyens, règlement financier, frontière irlandaise ; les deux parties sont désormais d'accord sur les deux premiers points de négociation, mais pas sur la question irlandaise bien que chaque partie souhaite qu'une solution préservant l'accord de paix soit trouvée, ce qui est particulièrement difficile à imaginer (comment éviter de rétablir une

frontière visible entre l'Irlande du Nord et la République d'Irlande, lorsque le Royaume-Uni aura quitté l'Union douanière ?<sup>61</sup>.

Au sommet européen de décembre 2017, un accord a été trouvé pour que s'ouvre une période de transition de 21 mois à partir du 29 mars 2019, date à laquelle le Royaume-Uni aura officiellement quitté l'UE. Durant cette période de transition, le Royaume-Uni restera dans le marché unique, continuera de contribuer au budget européen, mais n'aura plus voix au chapitre dans les décisions européennes ; il pourra engager des négociations avec les pays tiers pour conclure des accords bilatéraux. Cette période de transition était souhaitée par les entreprises britanniques qui craignaient que le Royaume-Uni ne doive quitter l'UE le 29 mars 2019 sans qu'aucun accord n'ait été conclu. L'échéance est donc repoussée à la fin 2020. Mais, les délais restent courts et les incertitudes nombreuses sur l'accord qui sera conclu entre le Royaume-Uni et l'UE : les entreprises, y compris dans les services financiers, garderont-elles un accès facile au marché de l'UE ? Quelles seront les conséquences en matière d'investissement ou de relocalisation des activités actuellement sur le sol britannique vers l'UE ?

En 2017, le taux de change effectif nominal de la livre s'est stabilisé, et même légèrement apprécié (de l'ordre de 3 %) depuis l'été 2017, ce qui résulte d'une quasi-stabilisation par rapport à l'euro et donc d'une appréciation par rapport au dollar. Nous faisons l'hypothèse que le taux de change effectif de la livre restera quasiment stable à l'horizon 2019, notamment vis-à-vis du dollar, en s'infléchissant donc légèrement vis-à-vis de l'euro en 2019 (passant de 1,13 à 1,10 euro).

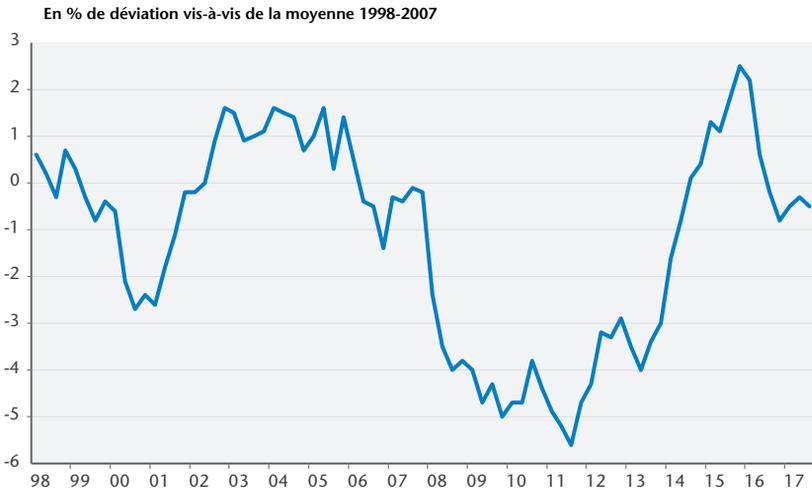
L'inflation mesurée selon l'indice des prix à la consommation (IPCH) a accéléré de 0,5 % en juin 2016 (en glissement sur un an) à 3,1 % en novembre 2017, sous l'effet de la hausse des prix des produits importés, pour ralentir ensuite jusqu'à 2,7 % en février 2018. Dans le même temps l'indice des prix sous-jacent a accéléré de 1,4 %, à 2,7 % avant de revenir à 2,4 %. Pour la Banque d'Angleterre, dont l'objectif est une cible d'inflation mesurée en termes d'IPCH, l'inflation (mesurée selon l'IPCH) aurait atteint son pic à la fin 2017. Selon les estimations de la Banque d'Angleterre, les marges commerciales sur les biens et services, qui avaient été comprimées à la suite de la chute de la livre en 2016, ne seraient pas loin d'avoir retrouvé leur niveau moyen de 1998

---

61. Pour une présentation des enjeux des négociations, voir Mathieu et Sterdyniak, 2018.

à 2007 (graphique 58). L'essentiel des effets de la baisse de la livre de 2016 sur les prix à la consommation serait passé.

**Graphique 58. Marges commerciales sur les biens et services (a)**



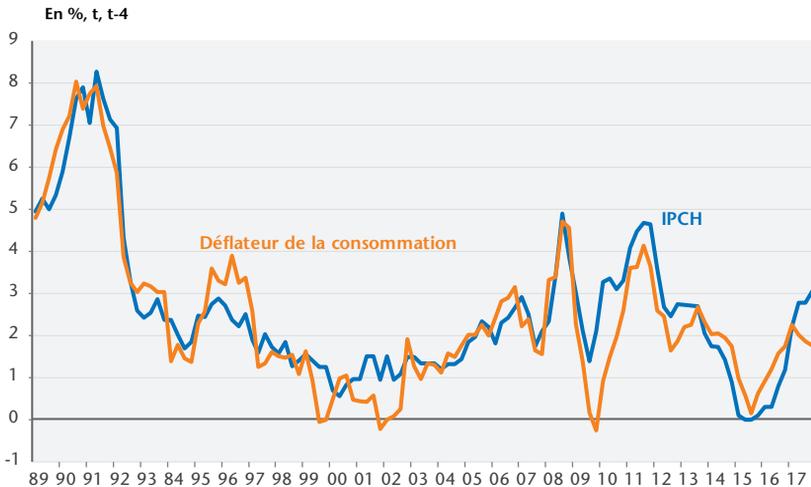
Note : (a) Calculées comme les variations du ratio de l'IPCH, désaisonnalisé par la Banque d'Angleterre, rapporté aux coûts estimés de production et de distribution des biens et services à la consommation, en écart à la moyenne 1998-2007. Les coûts comprennent ceux du travail, des importations, de l'énergie et de la fiscalité, pondérés selon leur intensité dans l'IPCH.

Sources : ONS et calculs de la Banque d'Angleterre.

Mais le déflateur des prix à la consommation, qui intervient dans les comptes nationaux pour déflater les composantes du revenu des ménages n'a pas autant accéléré que l'IPCH en 2017 (graphique 59). De l'été 2016 au premier trimestre 2017, l'IPCH et le déflateur de la consommation ont connu des évolutions semblables. Puis, selon la publication des comptes du 29 mars 2018, donc sous réserve de futures révisions, le déflateur de la consommation n'a augmenté que de 2 % en glissement sur un an jusqu'au quatrième trimestre 2017, alors que l'IPCH accélérât. L'IPCH (résultant d'une enquête mensuelle) et le déflateur (calculé dans les comptes nationaux) suivent en général des évolutions proches. L'écart d'1,3 point que l'on observe sur les glissements à la fin de 2017 est important, il se situe dans la fourchette haute des écarts observés, comme celui de 2001. Selon les estimations de la boucle prix-salaire (voir partie inflation), le déflateur de la consommation aurait dû accélérer à 3 % au début de 2017 avant de ralentir à 2,5 % en fin d'année. Nous faisons l'hypothèse que le déflateur accélérera autour de 2,5 % à l'horizon 2019, rattrapant ainsi le

niveau suggéré par la boucle : à la fin de 2017, le pic d'inflation n'aurait donc pas encore été atteint.

**Graphique 59. Inflation au Royaume-Uni, selon l'IPCH et le déflateur de la consommation**

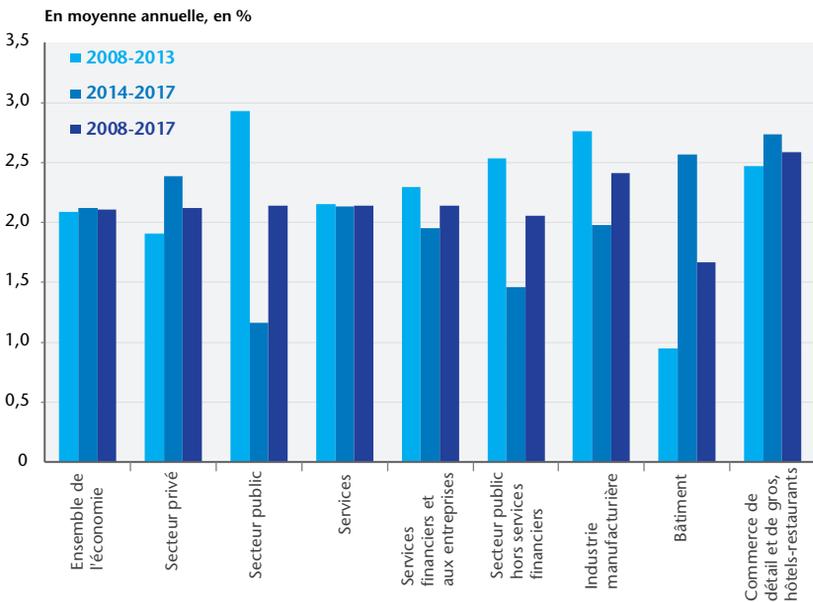


Source : ONS.

Sur le marché du travail, le taux de chômage (au sens du BIT) s'est stabilisé à près de 4,3 % depuis le deuxième trimestre 2017, après avoir baissé de près de 2 points depuis 2014, et se trouve à son plus bas niveau depuis 1975. Le taux de sous-emploi, mesuré par l'ONS, reste cependant légèrement au-dessus de son niveau d'avant-crise (à 7,8 % fin 2017 contre 7,1 % fin 2007). Malgré la baisse du taux de chômage et l'accélération de l'inflation (mesurée selon l'IPCH), les salaires nominaux n'ont que faiblement accéléré. Selon l'indicateur mensuel des salaires moyens hebdomadaires publié par l'ONS, les salaires augmentaient à la fin de 2017 à des rythmes annuels de 2,7 % en moyenne dans l'économie, contre 2,5 % un an plus tôt. Les salaires nominaux n'ont d'ailleurs augmenté que de 2,1 % par an depuis dix ans, sans réagir rapidement aux fluctuations de l'inflation. Les effets de composition sectorielle sont parfois avancés pour expliquer la relative stabilité du taux de croissance des salaires nominaux de l'ensemble de l'économie britannique depuis le début de la crise. En distinguant deux sous-périodes : 2008-2013 et 2014-2017, on observe que la hausse annuelle des salaires de l'ensemble de l'économie a effectivement été de 2,1 % sur chacune des sous-périodes (graphique 60), mais plus

faible initialement dans le secteur privé (83 % de l'emploi), au plus fort de la crise, que dans le secteur public (17 % de l'emploi), ce qui s'est inversé dans la deuxième sous-période. Le gouvernement avait en fait commencé à geler une partie des salaires du secteur public à partir de 2011, avant de limiter la hausse annuelle des salaires du secteur public à 1 % à partir de 2013. Dans le secteur privé, on observe un ralentissement des salaires pour les services financiers et aux entreprises (de 2,3 % à 1,95 %, 22 % de l'emploi), un ralentissement plus net dans l'industrie manufacturière (de 2,75 % à 2 %, 8 % de l'emploi), mais une légère accélération dans les secteurs du commerce-restauration-hôtellerie (de 2,45 % à 2,75 %, 24 % de l'emploi) et un rattrapage dans le bâtiment (de 0,95 % à 2,6 %, 6 % de l'emploi).

Graphique 60. Évolution des salaires hebdomadaires moyens



Source : ONS.

En 2017, les salaires ont augmenté plus rapidement dans les secteurs des services financiers et aux entreprises (3,2 % fin 2017 contre 1,1 % un an plus tôt) et l'industrie manufacturière (3,2 % contre 1,7 %), plus modérément dans le secteur public (de 1,5 % à 2,1 %) mais ont décéléré dans les secteurs du commerce-restauration-hôtellerie (de 3,9 % à 2,3 %), et plus encore dans le bâtiment (de 6,5 % à 1,6 %). On n'observe pas jusqu'à présent de franche accélération.

tion des tensions salariales, et cela demeurerait le cas à l'horizon 2019, la hausse des salaires nominaux avoisinant 3 %.

Dans notre scénario, la productivité horaire augmenterait de 0,9 % par an à l'horizon 2019, soit son rythme tendanciel (voir la partie productivité). La productivité horaire était en hausse de 1 % en glissement sur un an à la fin 2017, ce qui résultait d'une baisse au premier semestre suivie d'une accélération au second semestre (+1 % au troisième trimestre et 0,7 % au quatrième trimestre 2017), du fait d'une baisse de la durée du travail. Nous avons fait l'hypothèse que l'accélération des deux derniers trimestres, récente, était temporaire, et retenu une hausse plus tendancielle de la productivité horaire. À l'horizon 2019, le cycle de productivité ne serait donc pas entièrement fermé. L'emploi augmenterait d'environ 0,5 % par an et, sous l'hypothèse d'une hausse de la population active de près de 0,8 % par an, le taux de chômage augmenterait de 0,5 point, pour approcher 4,9 % à la fin de 2019.

La consommation des ménages a fortement ralenti en 2017, passant d'une hausse de 3 % en glissement fin 2016 à 1,2 % seulement fin 2017. En 2016 et 2017 le revenu disponible réel des ménages n'a progressé que de 0,2 % par an, après une hausse particulièrement forte de 5,3 % en 2015 (tableau 9). En 2016 et 2017, la hausse du revenu réel a été rognée par l'accélération du déflateur ; la décélération de la hausse des revenus salariaux et des entrepreneurs individuels, tandis que les revenus nets de la propriété baissaient. Les ménages ont subi l'austérité budgétaire d'une part *via* l'évolution des rémunérations dans le secteur public, d'autres part *via* le gel des prestations sociales, hors prestations retraites.

En 2017, le taux d'épargne des ménages a atteint son plus faible niveau depuis 1963 (5,3 % en moyenne annuelle contre 7,1 % en 2016). Néanmoins la richesse financière des ménages a atteint un niveau record, tandis que l'endettement des ménages remontait légèrement au cours de 2017. Les prix de l'immobilier sont aussi à des niveaux historiquement élevés et progressent modérément. Les effets richesse qui, pour leur composante financière, ont un rôle dans le comportement de consommation au Royaume-Uni, ont contribué à soutenir la consommation des ménages au Royaume-Uni dans la période récente. Nous avons fait l'hypothèse que la richesse financière augmenterait à l'horizon de la prévision, comme le revenu des ménages. Le taux d'épargne resterait quasiment stable. Mais en cas de

krach boursier, la baisse de la richesse financière pousserait le taux d'épargne à la hausse et freinerait la consommation des ménages, ce qui constitue un aléa à la baisse de notre prévision.

**Tableau 9. Évolution du revenu disponible réel des ménages et de ses principales composantes**

En points de revenu / en %

	Revenu des EI	Salaires	Revenus de la propriété (nets)	Prestations (nettes des cotisations sociales)	Impôts	Autres transferts	Revenu des ménages, déflaté	Déflateur de la consommation En %
2007	-0,2	2,5	1,5	0,1	-1,0	0,1	2,9	2,0
2008	0,8	-1,1	-1,1	1,0	0,1	-0,1	-0,3	4,0
2009	-2,9	-0,5	0,8	3,4	0,9	0,0	1,7	0,9
2010	-0,7	-0,3	0,3	0,1	0,1	-0,1	-0,5	1,7
2011	0,1	-1,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	-2,0	3,8
2012	1,1	-0,1	-1,0	1,9	0,7	0,2	2,7	2,1
2013	0,2	0,9	0,5	0,2	-0,2	-0,5	1,2	2,4
2014	1,1	0,7	1,0	-1,6	-0,1	-0,3	1,0	1,9
2015	1,1	1,9	1,7	1,3	-0,7	-0,1	5,3	0,6
2016	0,6	1,3	-0,8	-0,3	-0,4	-0,1	0,2	1,4
2017	0,0	0,9	-0,7	0,6	-0,5	-0,1	0,2	2,0
2018	0,3	0,9	0,5	-0,2	-0,2	-0,1	1,2	2,2
2019	0,3	0,5	0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,7	2,4

Sources : ONS, prévision OFCE avril 2018.

Le déficit public s'est fortement réduit depuis 2015, passant de 4,3 % du PIB à 3 % du PIB en 2016, au sens de Maastricht. En 2017, il serait de l'ordre de 2 % (au moment où nous achevons notre prévision, seuls les chiffres des trois premiers trimestres de 2017 sont connus, la notification officielle ne sera faite qu'à la mi-avril). L'impulsion budgétaire aurait été négative d'environ 1 point en 2017, comme en 2016, principalement sous l'effet de baisses de dépenses courantes (hors investissement public). Le gouvernement garde le cap de la réduction du déficit et de la dette publique, qui, selon les nouvelles règles budgétaires qu'il a adoptées en 2017, est de ramener le déficit du secteur public corrigé de la conjoncture à moins de 2 % du PIB 2020-21 et de faire baisser le ratio de la dette publique rapportée au PIB à partir de 2020-21. Selon le budget 2017, présenté en novembre dernier, le déficit corrigé de la conjoncture était estimé à 2,2 % du PIB en 2016-2017 et serait de 1,6 % en 2019-20 (sous une hypothèse de croissance de 1,7 % en 2017, 1,4 % en 2018 et 1,3 % en 2019), tandis le ratio de

dette publique commencerait à baisser à partir de 2019. Selon le budget, l'impulsion budgétaire resterait négative de 0,3 point de PIB par an en 2018 et 2019, sous l'effet de la poursuite des baisses de dépenses publiques, rapportées au PIB, hors investissement public. La hausse de la consommation publique en volume serait d'environ 1% par an, celle de l'investissement public en volume de 2,1 % par an.

Le déficit de la balance courante s'est réduit de 5,8 % du PIB en 2016, à 4,1 % du PIB en 2017 (après 5,2 % du PIB en 2015), grâce à la poursuite de la hausse de l'excédent des services (de 4,8 à 5,2 % du PIB), à la stabilisation du déficit des marchandises (-6,9 % du PIB), et à l'amélioration du solde des revenus primaires. À la fin 2017, les effets positifs de la baisse de la livre sterling ne s'étaient pas traduits par des gains de parts de marché à l'exportation des marchandises, les exportateurs ayant préféré restaurer leurs marges plutôt que de baisser leur prix, tandis que la hausse du taux de pénétration des importations s'était légèrement infléchie. Nous faisons l'hypothèse que les parts de marché britanniques ne s'amélioreraient que modérément à l'horizon de la prévision, les exportations bénéficiant principalement du dynamisme de la demande adressée.

La croissance du PIB serait de 1,4 % cette année et l'an prochain, avec une contribution d'environ 1,2 point par an de la demande intérieure et d'environ 0,2 point du commerce extérieur, soit un rééquilibrage modéré de la croissance. En 2018, le choc « Brexit » du référendum de juin 2016 continuerait de freiner la croissance, à hauteur de 0,2 point de PIB, auxquels s'ajouteraient l'effet négatif de la hausse des prix du pétrole et du resserrement progressif des conditions de crédit, tandis que la croissance resterait portée par un cycle de commerce mondial dynamique et que les effets de l'austérité budgétaire s'atténueraient. En 2019, les effets négatifs du choc « Brexit » de 2016 disparaîtraient, mais une évolution plus rapide des prix au Royaume-Uni que chez ses principaux partenaires (du fait d'une inflation un peu plus rapide et sous nos prévisions de taux de change quasiment stable) dégraderait la compétitivité-prix des exportateurs britanniques ; conjuguée au resserrement progressif de la politique monétaire, la croissance devrait ralentir au Royaume-Uni.

## **Allemagne : croissance sans limite ?**

L'Allemagne reste le principal moteur de la croissance de la zone euro en 2017. Sur l'ensemble de l'année, le PIB a progressé de 2,5 % contribuant pour 0,7 point à la croissance de l'ensemble de la zone euro. Surtout, l'embellie de l'économie ne semble pas fléchir au cours des derniers trimestres. Aux troisième et au quatrième trimestre, le PIB a en effet progressé de 0,7 et 0,6 % et le taux de chômage a continué de baisser et atteignait 3,8 % en fin d'année, soit le niveau le plus bas observé depuis la réunification. Certains indicateurs suggèrent cependant que l'Allemagne aurait atteint, voire dépassé son potentiel d'activité, ce qui pose la question de la poursuite de la dynamique en cours et d'un éventuel ralentissement vers un rythme de croissance potentiel plus bas.

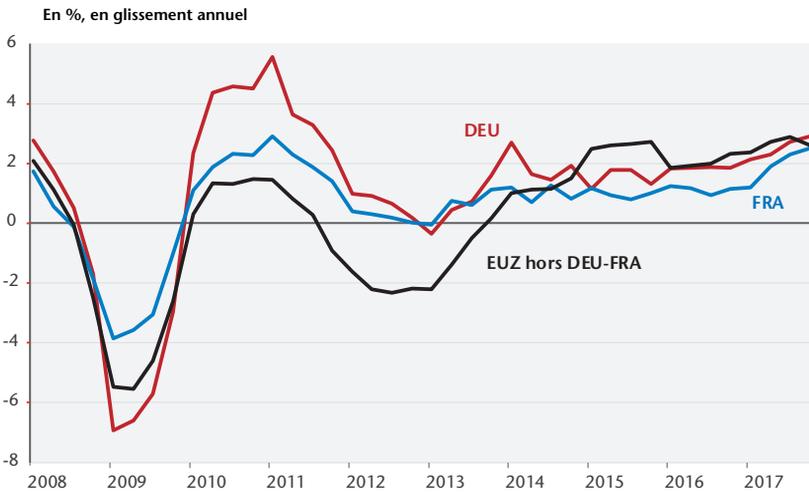
### **Le boom se poursuit**

Depuis 2010, les performances économiques de la première économie de la zone euro ont été généralement meilleures que celles des autres pays (graphique 61). Cette situation est en partie le miroir d'une crise qui avait fortement marqué l'économie allemande en 2008-2009. La forte exposition de l'Allemagne au commerce extérieur explique en effet largement pourquoi le PIB de l'Allemagne a davantage plongé pendant la Grande Récession. La reprise de 2010-2011 fut en retour plus forte, dans le sillage de celle du commerce mondial. L'écart entre le rythme de croissance de l'Allemagne et celui des autres pays ne s'est resserré qu'à partir de 2015. L'Allemagne a été moins touchée par la crise des dettes souveraines entre 2011 et 2015. Les taux d'intérêt de long terme sont restés bas en Allemagne, l'obligation allemande servant d'actif sûr pour la zone euro, et la consolidation budgétaire a été de moindre ampleur outre-Rhin, si bien que le ralentissement de la croissance observé en 2013 résulte surtout des effets de débordement négatifs des autres pays de la zone euro.

Sur la fin de l'année 2017, l'activité est restée soutenue et fortement tirée par le commerce extérieur. Les entreprises allemandes semblent donc avoir été peu pénalisées jusqu'ici par l'appréciation de l'euro et ont surtout bénéficié du cycle de reprise mondiale et d'une accélération de la demande adressée, qui a augmenté de 5,3 % cette année contre une hausse 0,8 % en 2016. Inversement, la demande intérieure a marqué le pas en fin d'année. La consommation des ménages a reculé au troisième trimestre et est restée atone au quatrième, en lien avec la

stagnation du pouvoir d'achat des ménages. La baisse des revenus du patrimoine au troisième trimestre et le ralentissement des salaires au quatrième ont pesé sur le revenu disponible nominal tandis que l'inflation a légèrement accéléré, en lien avec une remontée du prix du pétrole. Après un premier trimestre très dynamique, l'investissement productif a ensuite ralenti le reste de l'année. De plus, l'investissement-logement et l'investissement public ont reculé lors du dernier trimestre si bien que l'ensemble de la formation brute de capital fixe n'a progressé que de 0,1 %. Parmi les différentes composantes de la demande domestique, seule la consommation publique a résisté.

**Graphique 61. Croissance de l'Allemagne, de la France et du reste de la zone euro**



L'évolution conjoncturelle de l'économie allemande pose la question des déterminants de la croissance dans une économie en situation de quasi plein-emploi. Le faible taux de chômage devrait en effet améliorer la situation relative des salariés et pousser à une embellie des salaires et l'apparition de tensions inflationnistes. Ces mécanismes devraient pousser la demande intérieure et en particulier la consommation des ménages à la hausse tandis que le commerce extérieur serait pénalisé par une dégradation du prix relatif et des importations plus dynamiques. L'évolution récente des prix et des salaires ne confirme pas pour l'instant ce scénario puisqu'il n'y pas de tensions sur le marché du travail ou sur l'appareil productif même si les enquêtes dans le secteur de l'industrie indiquent des difficultés de recrutement au plus

haut. Depuis le début de l'année 2016, l'inflation sous-jacente s'élève à 1,2 % en moyenne et aucun signe d'accélération n'est visible sur les derniers trimestres. Quant au salaire horaire apparent, il a ralenti entre 2016 et 2017 passant de 3,1 à 2,4 % malgré des déterminants suggérant une poursuite du rythme de croissance autour de 3 %.

### **Ralentissement progressif**

En 2018, certains facteurs qui avaient porté la croissance vont toutefois s'estomper. L'effet de l'appréciation de l'euro et d'une augmentation des prix – bien que modérée – supérieure à celle des autres pays de la zone euro réduiraient la compétitivité. La hausse du prix du pétrole pénaliserait le pouvoir d'achat des ménages. L'orientation de la politique budgétaire resterait cependant légèrement expansionniste. La mise en œuvre du programme économique de la nouvelle coalition ne modifierait pas l'orientation de la politique budgétaire. Le prochain gouvernement maintiendra un objectif d'équilibre des finances publiques, ce qui laisse cependant des marges de manœuvre étant donné les règles budgétaires en vigueur en Europe et en Allemagne<sup>62</sup>. L'accord de coalition prévoit notamment la suppression progressive de l'impôt de solidarité payé par les Allemands de l'Ouest après la réunification. L'allègement induit s'élèvera à 10 milliards d'euros d'ici 2021. Parmi les autres principales mesures, 12 milliards de dépenses devraient être consacrées à la famille et à l'enfance et 4 milliards au logement. L'impulsion budgétaire restera donc positive mais son ampleur ne sera pas significativement accentuée et l'effet sur le PIB sera également limité en raison d'un multiplicateur budgétaire peu élevé. Enfin, la fermeture progressive des écarts de production dans les autres pays réduira l'effet d'entraînement sur l'économie allemande.

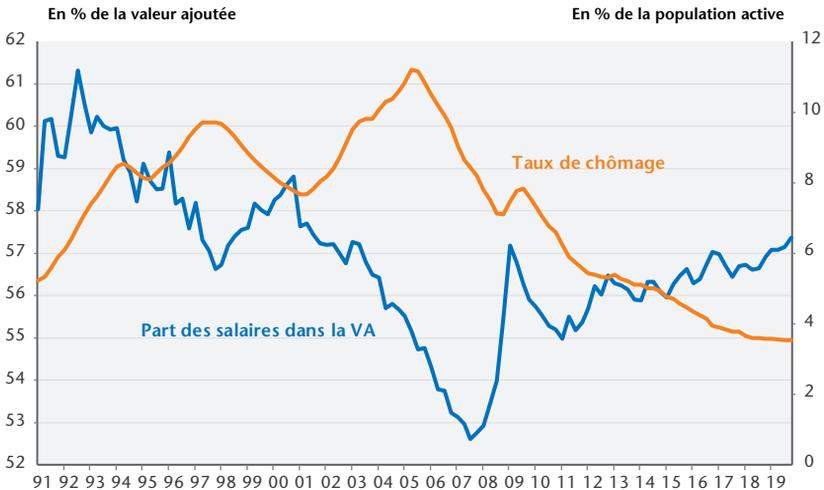
Il reste qu'à court terme, la dynamique sera positive. Les enquêtes de conjoncture sont globalement bien orientées, même si l'on peut noter un fléchissement de l'indicateur de confiance dans l'industrie en mars 2018. La croissance serait maintenue à 0,6 % lors des premiers trimestres 2018. L'acquis de croissance serait également favorable, ce qui entraînerait une hausse du PIB de 2,3 % en 2018 en léger recul. Le

---

62. Dans la zone euro, outre la règle de 3 % pour le déficit, une règle prévoit que le déficit budgétaire structurel – c'est-à-dire corrigé des effets du cycle économique – ne dépasse pas 0,5 % du PIB. La règle peut être assouplie lorsque la dette est inférieure à 60 % du PIB. L'Allemagne a toutefois adopté une règle plus stricte en 2009 puisque le déficit structurel ne peut pas excéder 0,35 % du PIB.

ralentissement serait plus significatif en 2019 avec une croissance attendue à 1,7 %. Le ralentissement serait surtout significatif du côté des exportations qui croîtraient de 3,6 % en moyenne annuelle en 2019 contre 5,3 et 5,6 % respectivement en 2017 et 2018. La contribution du commerce extérieur à la croissance trimestrielle serait nulle en moyenne pour les deux années à venir. Dans ces conditions, le taux de chômage baisserait encore légèrement – de 0,2 point – en 2018 avant de se stabiliser entre 3,6 et 3,5 % en 2019. Il en résulterait une ré-accelération du salaire nominal qui progresserait de 3,5 % en 2019. Les prix resteraient cependant modérés ; la hausse du coût salarial étant absorbé par une baisse des marges des entreprises et donc une augmentation de la part des salaires dans la valeur ajoutée (graphique 62).

**Graphique 62. Taux de chômage et part des salaires dans la valeur ajoutée**



Sources : Destatis, prévision OFCE avril 2018.

## Italie : l'incertitude politique de retour

Avec une croissance de 1,5 % en 2017, l'Italie semble enfin profiter de la reprise généralisée en zone euro et affiche son plus fort taux de croissance annuelle depuis 2010. Cette amélioration de la croissance est liée à plusieurs facteurs : d'abord, la poursuite de la fermeture de l'écart de production qui s'était fortement dégradé après la double récession (2008-2009 puis 2012-2013). En outre, la politique budgétaire expansionniste en 2017 (+0,3 point d'impulsion budgétaire),

essentiellement ciblée sur les entreprises, et le dynamisme de la consommation porté par la croissance de l'emploi et la hausse des salaires expliquent cette bonne performance.

Malgré cette embellie, l'Italie reste la lanterne rouge des grands pays de la zone euro : la reprise y est moins soutenue que chez ses partenaires. Par ailleurs, la croissance potentielle reste atone (0,2 % en 2017), et le secteur bancaire peine à se restructurer, comme en témoignent les récentes recapitalisations. En outre, l'absence de productivité demeure un des problèmes endémiques de l'Italie<sup>63</sup>. Même en intégrant l'enrichissement de la croissance en emplois dans la tendance de productivité italienne (ce qui fait baisser la tendance de productivité), nous observons un cycle de productivité qui ne cesse de se dégrader depuis début 2015. À cette situation économique fragile s'ajoute un facteur politique d'instabilité : les élections du 4 mars 2018 n'ont pas permis de dégager de majorité parlementaire ; et nous faisons l'hypothèse centrale d'un gouvernement provisoire de coalition nationale « transpartisan » avant de nouvelles élections.

En 2018 et en 2019, la croissance devrait rester au-dessus du potentiel mais décélérer (1,3 % en 2018 et 0,9 % en 2019). L'instabilité politique liée à l'incapacité de constituer une majorité claire devrait mettre un coup d'arrêt aux réformes : nous anticipons une neutralité globale de la politique budgétaire en 2018, et une légère impulsion budgétaire positive en 2019 (+0,1 %). C'est essentiellement la demande interne qui devrait tirer la croissance en 2018 et en 2019. L'investissement continuerait de progresser, sous l'effet d'une politique monétaire toujours accommodante et d'un taux d'utilisation des capacités qui est revenu au point haut de 2007. Les transferts sociaux, les mesures favorables à l'emploi public et la baisse du chômage, qui représentent une impulsion positive de +0,14 pt de PIB en 2018 et +0,08 pt de PIB en 2019 (voir infra), devraient permettre une croissance du revenu disponible brut réel de 0,9 % en 2018, et de 0,5 % en 2019. En outre, en lien avec la baisse du chômage, nous inscrivons en prévision une baisse significative du taux d'épargne qui passerait de 7,3 % à 6,8 % entre 2017 et 2019, soutenant la consommation privée. La baisse du chômage sera lente, avec la fin des mesures généralisées de baisse des cotisations sociales pour les entreprises, et la fermeture progressive du cycle de productivité. Par ailleurs, le secteur bancaire

---

63. Voir M. Bugamelli (2018).

poursuit sa restructuration<sup>64</sup> : la politique accommodante de la BCE permet aux entreprises et aux ménages de bénéficier néanmoins de conditions de financement très favorables ; en revanche, la remontée des taux à partir de 2019 devrait durcir les conditions de financement des entreprises et des ménages, d'où un ralentissement de la demande intérieure. Enfin, la contribution du commerce extérieur à la croissance serait quasi-nulle avec la dégradation de la compétitivité-prix en 2018 et 2019, en raison de l'appréciation de l'euro et de la reconstitution des marges des entreprises.

### Deuxième semestre 2017 : une reprise générale

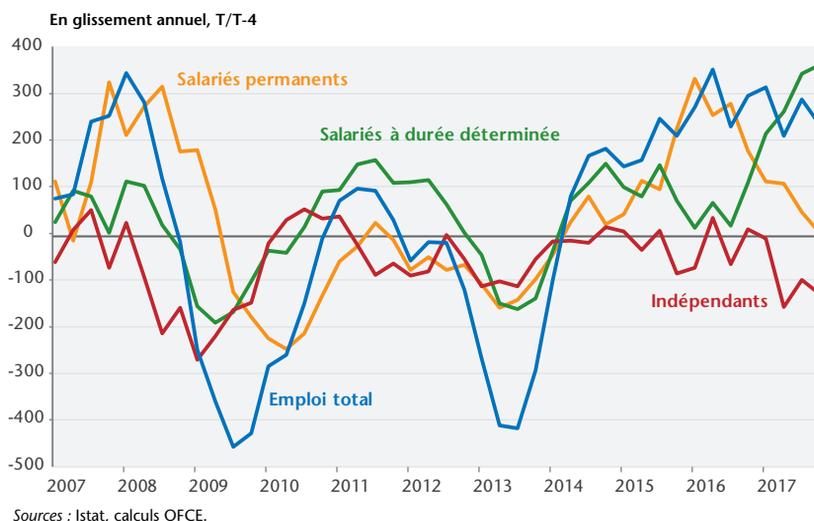
La croissance est restée dynamique aux troisième et quatrième trimestres de 2017 (respectivement +0,4 % et +0,3 % de croissance), mais les moteurs de croissance ont été différents entre les deux trimestres. En effet, la croissance du troisième trimestre a été tirée quasi-exclusivement par la demande intérieure, *i.e.* la consommation des ménages (+0,4 %) et la FBCF productive (+3,9 %), alors que la contribution du commerce extérieur était quasi-nulle. Au quatrième trimestre, en revanche, les moteurs de la croissance ont été différents : la consommation des ménages s'est repliée (+0,1 %) et l'investissement productif, bien que toujours dynamique, a vu son taux de croissance divisé par deux (+2 %). En lien avec la consommation, la croissance des importations a été moins forte ; or, comme les exportations sont restées dynamiques en raison de la reprise en zone euro, la contribution du commerce extérieur a été positive. Sur le plan de l'emploi, après un troisième trimestre caractérisé par une progression de l'emploi continue depuis 2014, grâce aux dispositifs de baisse des cotisations sociales pour les entreprises introduites en 2015, l'emploi a stagné au quatrième trimestre. Étant donnée la baisse concomitante de la population active, le chômage a reculé pour revenir à 11 %. Fait saillant, d'après les chiffres de l'Institut national de prévoyance sociale (INPS), on constate, sur l'année 2017, une très forte progression des embauches à durée déterminée (+14,5 % en glissement annuel, entre le dernier trimestre 2016 et le dernier trimestre 2017, graphique 63) et une stagnation des embauches en contrats à durée indéterminée (+0 %). Globalement, la hausse de l'emploi permanent, qui avait été très soutenue en 2015 et 2016, semble s'être complètement tarie avec

---

64. Voir Antonin (2017).

l'arrivée à expiration des dispositifs de baisse généralisée de cotisations sociales des entreprises<sup>65</sup>.

Graphique 63. Évolution du nombre d'emplois par type de contrat



### L'instabilité politique : un coup d'arrêt porté aux réformes ?

À la fragilité de la reprise économique s'ajoute un facteur politique d'instabilité : les élections du 4 mars 2018 n'ont pas permis de dégager de majorité parlementaire. Le système quasi-proportionnel a fait apparaître un paysage politique divisé entre trois forces : une coalition de droite (Forza Italia, Ligue du Nord et Fratelli d'Italia et Union des chrétiens démocrates), qui a obtenu 37 % des suffrages ; le mouvement populiste Cinque Stelle (M5S) avec 32,7 % des suffrages et la coalition de centre gauche (formée de six partis, et notamment du Parti démocrate de Matteo Renzi) qui a récolté 22,9 % des suffrages. Depuis, a débuté une longue période de négociations pour arriver à former un gouvernement, le premier ministre Gentiloni assurant la transition. Plusieurs scénarii sont envisageables : une alliance entre le mouvement M5S et la Ligue du Nord ou le Parti démocrate, une alliance entre la coalition de droite et le parti démocrate, ou une coalition « transparti-

65. Pour rappel, l'exonération de cotisations sociales, amorcée en 2015 a été dégressive dans le temps. En 2015, les exonérations de cotisations sociales ont concerné toutes les nouvelles embauches, pendant une durée de 3 ans. En 2016, l'exonération a été de 40 % des cotisations sociales pendant une durée de deux ans. En 2017, les avantages fiscaux ont été maintenus uniquement pour les jeunes jusqu'à 29 ans et les chômeurs résidant dans le Mezzogiorno.

sane » qui serait un gouvernement de transition impliquant toutes les forces politiques, avant la tenue de nouvelles élections d'ici un an. C'est cette dernière hypothèse que nous retenons dans notre scénario central : l'une des tâches prioritaires de ce gouvernement de transition serait de voter une nouvelle loi électorale permettant l'émergence d'une majorité gouvernementale claire.

Cette incapacité à dégager une majorité politique claire devrait hypothéquer la capacité du futur gouvernement à faire des réformes. En outre, les trois forces politiques qui émergent à l'issue des élections ont axé leur campagne sur l'accroissement du déficit public et la reprise par la demande. La coalition de droite a ainsi promis une baisse de la fiscalité avec l'instauration d'un taux d'unique d'imposition pour les ménages et les entreprises (de 15 ou 23 %) et la suppression de l'IRAP (taxe locale assise sur la production), sans baisse des dépenses publiques compensatoire. Quant au mouvement M5S, il prévoyait la baisse de l'IRAP, une réduction du nombre de tranches de l'impôt sur le revenu et une baisse globale de fiscalité sur le revenu, ainsi que l'instauration d'un salaire minimum de 780 euros, un plan d'investissement en infrastructures de 50 milliards d'euros, et de nouvelles embauches dans la fonction publique. La coalition de centre gauche prévoyait quant à elle la baisse de l'impôt sur les sociétés de 24 à 22 %, la hausse des dépenses d'infrastructure et militait pour le changement de règles budgétaires au niveau européen. Étant donnée notre hypothèse centrale d'un gouvernement transitoire qui ne pourrait pas disposer d'une majorité suffisante pour mettre en œuvre un programme, nous n'inscrivons pas ces mesures en prévision. Nous anticipons une neutralité globale de la politique budgétaire en 2018, et une légère impulsion budgétaire positive en 2019 (+0,1 %). Cela devrait se traduire par une amélioration du solde structurel de 0,3 point en 2018, exclusivement liée à la non prolongation des mesures exceptionnelles de 2017 qui ont représenté 0,3 point de PIB<sup>66</sup>. Comme par le passé, cet ajustement structurel limité donne actuellement lieu à un bras de fer avec la Commission européenne, qui demande à l'Italie un effort structurel de 0,6 point. Nous anticipons néanmoins que l'Italie s'en tiendra à un effort de 0,3 point, ce qui ramènerait le déficit public de 1,9 à 1,3 % de PIB en 2018.

---

66. Le solde structurel est calculé comme le solde public net du solde conjoncturel et des mesures exceptionnelles (« one offs »).

### **Notre scénario central : une politique budgétaire quasiment neutre**

C'est essentiellement la demande interne qui devrait tirer la croissance en 2018, et dans une moindre mesure en 2019 : l'impulsion budgétaire globale, nulle en 2018 et légèrement positive en 2019, peut se décomposer ainsi :

- i. Pour les ménages, une impulsion positive de +0,14 pt de PIB en 2018 et +0,08 pt de PIB en 2019, passant essentiellement par deux mesures : les transferts sociaux avec la lutte contre la pauvreté et les mesures en faveur de l'emploi public, avec le renouvellement des contrats des agents publics et l'augmentation des rémunérations. Couplées avec la progression de l'emploi et la neutralisation de la clause de sauvegarde qui prévoyait l'augmentation automatique du taux de TVA, ces mesures permettent au revenu disponible brut de progresser de 0,9 point en 2018 et 0,5 point en 2019.
- ii. Pour les entreprises, l'impact budgétaire des mesures serait nul en 2018 et 2019.
- iii. C'est la consommation publique qui subirait une impulsion budgétaire légèrement négative en 2018 et 2019 (- 0,1 pt de PIB en 2018 et -0,1 pt de PIB en 2019).

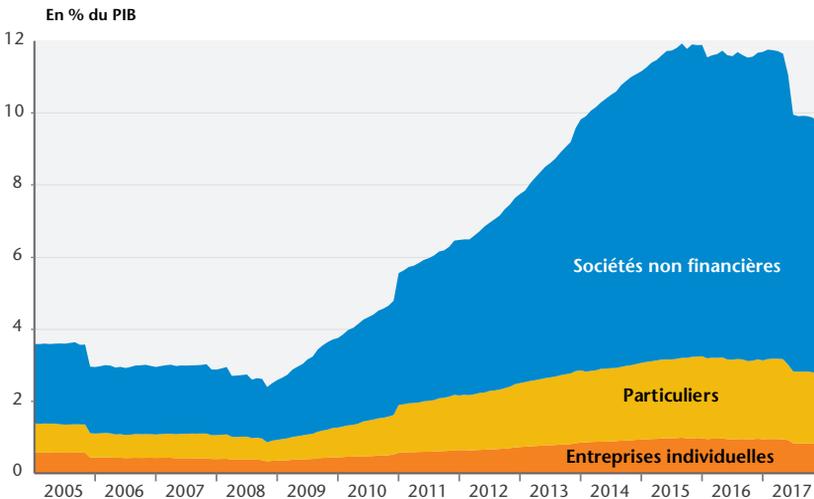
### **Zoom sur l'emploi et la productivité**

Depuis le début de 2017, ce sont surtout les contrats à durée déterminée qui contribuent à la croissance de l'emploi. Globalement, l'emploi total a progressé de 1,1 % en 2017. À partir de 2018, on s'attend à une moindre progression des créations d'emplois en raison de mesures d'exonération de cotisations patronales plus restreintes. Dans la loi de finances pour 2018, les charges sociales sont réduites de 50 % lors des trois premières années de contrat à durée indéterminée, pour un montant maximal de 3 000 euros/an. Cette mesure n'est valable pour les jeunes de moins de 35 ans, et à compter de 2019, sera restreinte aux jeunes de moins de 29 ans. Par ailleurs, les employeurs qui embauchent dans le Sud ou des apprentis préalablement en alternance se voient totalement exonérés de cotisations. Le chômage continuerait néanmoins sa baisse, à cause d'un effet de flexion de la population active lié à l'essoufflement des créations d'emploi et au départ à la retraite des générations issues du *baby boom*. La productivité horaire devrait augmenter moins vite que la productivité par salarié en 2018, car nous faisons l'hypothèse d'un retour du chômage partiel à

la « normale », c'est-à-dire à la situation d'avant-crise. Ainsi, le total d'heures de chômage partiel indemnisées par la Cassa integrazione guadagni passerait d'un total de 85 millions au dernier trimestre 2017 à 40 millions, soit le niveau d'avant-crise. Sous l'effet de la croissance de l'investissement et de l'augmentation modérée de l'emploi sur 2018-2019, nous anticipons la fermeture partielle du cycle de productivité.

En effet, le taux d'investissement productif s'est fortement redressé en 2017 : il devrait rester dynamique en 2018 et 2019, notamment grâce à la poursuite des mesures de suramortissement dans la loi de finances (qui représentent 0,1 point d'impulsion budgétaire en 2019), et à l'apurement de la situation des banques qui permet une meilleure transmission de la politique monétaire. Par ailleurs, le montant des prêts irrécouvrables (*sofferenze*) a amorcé une forte baisse de 28 milliards d'euros entre janvier et décembre 2017, soit presque deux points de PIB (graphique 64). Elle est liée à la restructuration progressive des bilans bancaires et à la reprise économique dans certains secteurs, notamment dans le secteur de la construction qui représente 43 % des prêts irrécouvrables au sein des entreprises.

Graphique 64. Part des prêts irrécouvrables (*sofferenze*)



Sources : Istat, Banque d'Italie.

## Espagne : la reprise est finie, vive la croissance !

Depuis la reprise engagée fin 2013, la croissance espagnole n'a pas faibli : 3,4 % en 2015, 3,3 % en 2016 et 3,1 % en 2017. La chute de 10 % du PIB enregistrée entre 2008 et 2013 est désormais effacée : fin 2017, le PIB dépassait de plus de 2 % son point haut d'avant-crise (0,6 % seulement si l'on retient le PIB par habitant). Il reste néanmoins très en deçà de son potentiel de production. Estimé à -3 % du PIB potentiel en 2017, cet écart de production (*output gap*) devrait être quasiment refermé à l'horizon 2019, avec une croissance que l'on prévoit à 2,6 % en 2018 et 1,9 % en 2019, et une croissance potentielle à 1,1 % sur chacune des deux années.

Les principaux moteurs de cette reprise ont tout d'abord été liés aux mécanismes endogènes d'ajustement qui permettent à l'économie de revenir vers la pleine utilisation des facteurs de production. Avec un *output gap* évalué autour de 14 % en 2014, les marges de croissance étaient élevées et la dynamique de rattrapage, importante. La croissance a bénéficié aussi du soutien des politiques budgétaires et monétaires devenues expansionnistes, cumulées sur la période, de la baisse des prix du pétrole et d'un net avantage de compétitivité jusqu'en 2016, relayé en 2017 par la reprise du commerce international. Ces facteurs devraient moins jouer en 2018 et 2019. La dynamique de rattrapage sera moins active que par le passé, l'*output gap* étant plus faible malgré une légère accélération de la croissance potentielle (qui passe de 0,9 % en 2017 à 1,1 % en 2018 et 2019), liée principalement au recul du taux de chômage non accélérateur d'inflation (NAIRU)<sup>67</sup>. La politique budgétaire pourrait fournir encore un léger soutien à la croissance en 2018 avant de devenir plus restrictive en 2019. La croissance devrait aussi pâtir de la légère hausse des prix du pétrole, surtout en 2019, et de l'appréciation de l'euro.

La vigueur de la croissance ne saurait masquer la profonde transformation de l'économie espagnole depuis la crise de 2008 et l'éclatement de la bulle immobilière (graphique 65). Entre 2007 et 2017, l'investissement en bâtiment a chuté de 8,4 points de PIB (4,8 points pour l'investissement résidentiel et 3,6 points pour l'investissement en

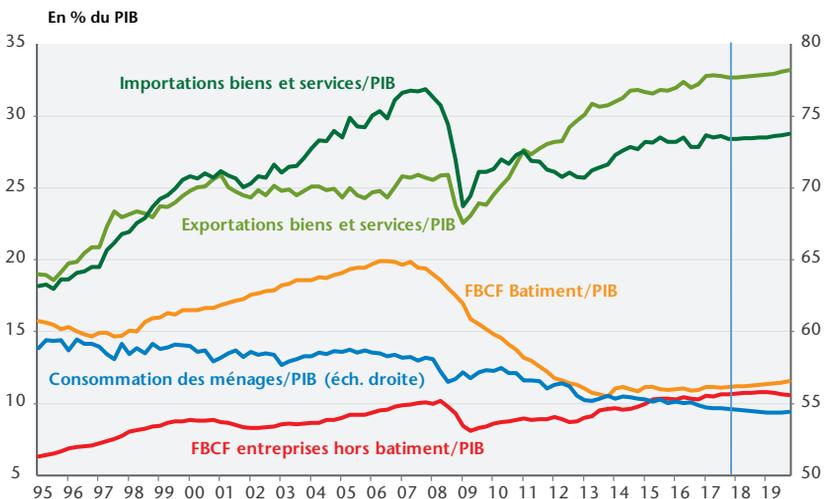
---

67. On suppose en effet que la croissance de la productivité tendancielle se maintient sur son rythme de 0,8 % et que la population active reste stable. Cette stabilisation repose sur les effets conjoints des hypothèses de baisse tendancielle du taux d'activité et jusqu'en 2029, de hausse de la population en âge de travailler, deux hypothèses inscrites dans les projections à long terme de l'institut national de statistiques (INE).

bâtiment des entreprises) et la consommation des ménages de 4 points. Cette baisse de la consommation s'inscrit dans une tendance de plus long terme mais elle s'est accélérée depuis 2008. Ce recul relatif des dépenses illustrant l'ajustement aux déséquilibres passés a pour contrepartie un basculement de la demande au profit du commerce extérieur : les exportations de biens et services qui représentaient 25,8 % du PIB en 2007 comptent désormais pour 32,8 % du PIB tandis que la part des importations a baissé de 3,2 points sur la période. L'économie espagnole semble mieux équilibrée que par le passé, une des illustrations est le passage d'un solde courant structurellement déficitaire avant la crise (-6 % en moyenne entre 2000 et 2007, avec un point bas à 9,7 % cette dernière année) à un excédent de 1,5 % en moyenne entre 2013 et 2017.

De fait, à l'exception de l'investissement en bâtiment des entreprises, toutes les composantes de la demande ont été dynamiques en 2017. La consommation des ménages a progressé de 2,4 % (moins donc que le PIB) et a retrouvé son niveau de 2010 (elle reste toutefois 4% plus basse qu'en 2007). Cette consommation a été soutenue par la baisse de plus de 2 points du taux d'épargne venue compenser un revenu réel qui a stagné avec la reprise de l'inflation : mesurée à partir de l'indice des prix à la consommation, l'inflation est passée de -0,1 % en 2016 à 1,8 % en 2017, en lien avec la hausse des prix du pétrole (la composante énergie de l'IPC qui compte pour presque 12 % de

Graphique 65. Répartition de la demande finale dans le PIB



Sources : INE, prévision OFCE avril 2018.

l'indice, a progressé de 8 % cette année-là). La baisse du taux d'épargne a été rendue possible probablement par des effets de richesse positifs mais aussi et surtout par la baisse du taux de chômage. Pour autant les stigmates de la crise sur le marché du travail restent bien présents. Bien qu'en baisse (de 2,4 points entre 2016 et 2017 et de 7 points par rapport au point haut de 2013), le taux de chômage se situe encore 6,5 points au-dessus de sa moyenne d'avant crise (2000-2007). Avec une moyenne à 16,5 % fin 2017, il reste encore très élevé chez les jeunes (34 % chez les actifs de 20-24 ans et 21,7 % chez ceux âgés de 25 à 29 ans) ; quant aux chômeurs de plus de 1, voire 2 ans, ils comptent encore pour plus de la moitié du total.

Simultanément, le surendettement des ménages, lié à la bulle immobilière continue de peser sur les comportements d'emprunts et la contrainte d'ajustement des ménages domine. À l'exception des crédits à la consommation, les nouveaux crédits, nets des remboursements, continuent de baisser. Malgré un recul de 30 points de RDB par rapport à la période 2006-2009, l'encours de dette représente encore 90,9 % du RDB fin 2017 (74 % au titre de la dette immobilière) et le montant des prêts non performants reste largement supérieur à la normale (5% de l'encours de crédits des ménages contre une moyenne de 1 % avant la crise). Pour autant sur le marché immobilier, l'excès d'offre de logements a été résorbé et malgré la revalorisation du patrimoine (+12 % en deux ans), les prix restent suffisamment attractifs (25 % en dessous de leur niveau de 2007) pour favoriser le retour des ménages sur le marché de l'investissement résidentiel, et rendre alors possible une hausse de l'investissement logement à un rythme relativement soutenu : 8 % en 2017, avec une fin d'année à 9,5 % sur un an. L'investissement logement reste malgré tout à un niveau très bas par rapport au point haut de 2007 : 45 % en dessous de son niveau de 2007.

Du côté des entreprises, la situation est très favorable. Le taux de marge se situe à un niveau élevé, tout particulièrement dans le secteur manufacturier (46,8 % fin 2017 contre une moyenne comprise entre 36 et 38 % sur la période 2000-2007). Les tensions inflationnistes sont sous contrôle. L'emploi progresse rapidement (plus de 2,5 % par an depuis 3 ans) et la durée du travail, après une légère hausse en 2015 et début 2016, revient sur sa tendance baissière de long terme. Le cycle de productivité s'est refermé depuis 2015 et la productivité évolue désormais sur sa tendance au rythme de 0,8 % par an<sup>68</sup>. Les salaires

---

68. Voir partie « Cycle de productivité et emploi : retour sur les ajustements depuis la crise », et Ducoudré et Heyer (2017) pour plus de détails.

nominaux augmentent mais modérément : 1,1 % sur un an pour le salaire horaire fin 2017, après 0,6 % un an plus tôt. Le niveau élevé du taux de chômage, la nature des emplois créés (90 % des nouveaux contrats sont des CDD, la part des salariés en contrat temporaire, déjà élevée en Espagne, augmente dans l'emploi total tandis que l'emploi à temps partiel demeure à un niveau élevé) et les réformes menées en 2010 et 2012 pour favoriser les accords d'entreprises et renforcer la flexibilité de l'emploi expliquent cette atonie. Les salaires négociés qui progressaient autour de 0,6 % par an entre 2013 et 2015 en vertu des clauses de modération salariale se sont accélérés pour évoluer au rythme de 1,45 % en 2017. Cette situation favorable des entreprises, combinée à une demande en expansion et des taux d'utilisation des capacités de production revenus à leur niveau de long terme ont favorisé une forte poussée des dépenses d'investissement hors bâtiment (5,4 % en moyenne 2017 et 6,5 % au quatrième trimestre sur un an), en matériels de transport, mais aussi et surtout en machines et équipements (hors matériel de transport).

À l'horizon 2019, les perspectives de croissance restent favorables pour l'économie espagnole même si la dynamique devrait ralentir : la croissance devrait atteindre 2,6 % en 2018 et 1,9 % en 2019. Sous l'hypothèse qu'un nouveau budget 2018 soit voté d'ici l'été prochain sur la base de ce qui a été adopté en Conseil des ministres le 27 mars dernier et présenté à l'Assemblée le 3 avril (voir la partie « Politiques budgétaires : accélération sans crise »), la politique budgétaire deviendrait légèrement expansionniste à partir du deuxième semestre 2018 (+0,2 point de PIB d'impulsion budgétaire). En 2017, le déficit public a été ramené de 4,3 % du PIB, en 2016 à 3,07 % du PIB, soit légèrement moins que l'objectif de 3,10 % pris auprès de Bruxelles. La sortie de la procédure pour déficit excessif aura donc avoir lieu sans surprise en 2018, mais il est toutefois très peu probable que l'objectif d'un déficit à 2,2 % du PIB pour cette année soit respecté, surtout avec les propositions de baisses d'impôt inscrites dans le projet de loi de finances 2018. En 2019, ce soutien disparaîtrait au profit d'une légère consolidation fiscale (-0,1 point de PIB), à mettre principalement sur le compte des dépenses publiques. Mais la dynamique de rattrapage de l'économie espagnole qui tend à ramener l'offre vers son niveau potentiel s'estompera progressivement avec la réduction de l'*output gap*. Et les soutiens à la croissance devraient disparaître progressivement, avec la légère hausse des prix du pétrole et surtout l'appréciation de l'euro, qui jouera plus négativement qu'ailleurs sur la compétitivité des produits espa-

gnols – les exportations espagnoles étant davantage sensibles à l'évolution de leurs prix relatifs. Malgré un commerce mondial plutôt dynamique, les entreprises devraient perdre des parts de marché à l'exportation et les exportations ralentir sensiblement en 2018 et 2019. Néanmoins, la contribution du commerce extérieur devrait rester encore positive (0,2 point de PIB en 2018 et 2019 après 0,3 point en 2017) du fait du ralentissement des importations. Le taux de pénétration est relativement stable depuis 2014 – la reprise s'est faite sans accélération des importations – et le ralentissement prévu de la croissance devrait s'accompagner de celui des importations.

En ce début d'année 2018, l'emploi et les salaires restent encore bien orientés. Les données sur les travailleurs affiliés au régime de sécurité sociale continuent d'augmenter rapidement en janvier et février. De même la hausse des salaires négociés est de 1,49 % en ce début d'année contre 1,44 % un an plus tôt. Après la revalorisation de 8 % en janvier 2017, le salaire minimum interprofessionnel a augmenté de 4 % en janvier 2018 (à 735,90 euros). L'objectif étant de le porter à 850 euros en 2020, une prochaine hausse de 5 % est prévu en 2019 (puis de 7 % en 2020) conditionnée toutefois, selon le décret signé en décembre dernier, au fait que la croissance soit d'au moins 2,5 % et que l'emploi augmente de 450 000 par an. Les coûts salariaux devraient augmenter légèrement (1,2 % en 2018 et 1,6 % en 2019) mais l'inflation restera modérée, les entreprises pouvant absorber ces hausses de coûts dans leurs marges. L'IPC terminerait l'année 2019 sur un rythme de 1,3 % (1,1 % en moyenne annuelle 2019). La consommation des ménages restera dynamique portée à la fois par un revenu réel plus dynamique qu'en 2017 (1,2 et 1,3 % après 0 en 2017) et un taux d'épargne qui continuerait à baisser légèrement, au moins en 2018 avec la décreue du taux de chômage. Face au ralentissement des débouchés, les entreprises réduiraient leurs investissements en équipements en 2019. Le taux d'investissement hors bâtiment resterait élevé jusqu'à l'été 2019 avant de se retourner pour atteindre 10,6 % fin 2019.

On suppose que la crise catalane aura un impact marginal sur le scénario présenté ici malgré la poursuite des incertitudes sur le plan politique. Les élections du 21 décembre 2017 n'ont toujours pas abouti à la formation d'un gouvernement catalan et l'ensemble des institutions (ministère de l'Économie, Banque d'Espagne, FMI, Commission européenne) revoient leur estimation d'impact à la baisse, pour au final la neutraliser.

## Les émergents d'Asie et d'Amérique latine

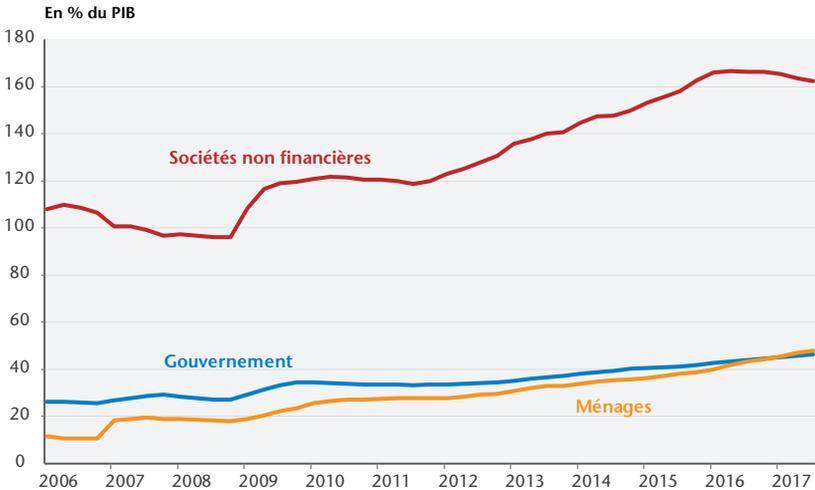
### En Asie, la croissance reste favorable

Les perspectives de croissance sont positives pour la plupart des pays émergents d'Asie qui enregistreraient en moyenne, une croissance de 6,0 % sur la période 2018-19, soit un rythme identique à celui de 2017. Certains freins apparaissent en Chine où la croissance devrait légèrement ralentir. En Inde, après le ralentissement provoqué par les « chocs » de 2016 et 2017, la croissance devrait se redresser en 2018 et 2019 avec respectivement un rythme de 7,2 % et 7,5 % après 6,4 % en 2017. L'Indonésie devrait dégager une croissance de 5,2 %, alimentée essentiellement par la consommation privée : la balance courante pourrait cependant se détériorer et engendrer des pressions sur la monnaie nationale et l'inflation. La Corée du Sud et Taïwan, grandes économies exportatrices, devraient continuer à être portées par la croissance mondiale et le redressement des dépenses de consommation et d'investissement.

En Chine, la croissance s'est légèrement accélérée à 6,9 % en 2017 après 6,7% en 2016. L'activité a été tirée par les dépenses d'infrastructures, les investissements dans l'immobilier, la consommation des ménages – les ventes de détail ont augmenté de 10, 2 % sur l'année – et aussi les exportations en lien avec une demande extérieure dynamique et une monnaie très compétitive : le yuan s'était déprécié de près de 15 % entre début 2015 et mi-2017. Les exportations chinoises ont bondi en dollars de 7,9 % l'an après deux années de baisse. Les importations ont progressé de 15 % mais l'excédent commercial s'est dégradé moins vite qu'en 2016. Au deuxième semestre 2017, la dynamique s'est relâchée et la croissance devrait ralentir vers 6,7 % en 2018 et 6,5 % en 2019. La perte de compétitivité du yuan enregistrée depuis la mi 2017 (du fait de l'appréciation de près de 9 % à mars 2018) s'est déjà traduite par un retournement de carnets de commande à l'exportation. Ce ralentissement attendu continue de fragiliser les ajustements en cours, conduisant les autorités à rester vigilantes sur l'évolution de la dette des agents privés et des collectivités locales. Les mesures sélectives de contrôle sur l'offre de liquidité semblent porter leurs fruits : rapporté au PIB, le stock de crédits aux entreprises reste élevé mais baisse depuis un an tandis que la dette des ménages, nécessaire à la consommation privée, continue d'augmenter (graphique 66). Mais la situation financière reste toujours préoccupante : les entreprises et les

collectivités locales restent surendettées et les institutions financières insuffisamment provisionnées. La croissance est néanmoins suffisamment solide pour contenir le risque de crédits.

**Graphique 66. Encours des crédits au secteur non financier en Chine**



Source : BRI.

Affectée par la démonétisation (le retrait soudain fin 2016 des billets de 500 et 1 000 roupies – 6,3/12,6 euros – a provoqué une pénurie d'argent liquide) et l'introduction d'une TVA sur les biens et services, la croissance indienne a été freinée sur l'année budgétaire 2017 à 6,4 % (après 7,9 % en 2016, taux le plus bas depuis l'arrivée des nationalistes hindous en 2014 (voir encadré 6). Les mesures ont eu un impact sur la consommation des ménages (5,6 % en 2017 contre 7,8 % en 2016) et sur les investissements privés qui peinent à redémarrer. Une meilleure intégration financière des ménages les plus pauvres et le dynamisme de l'industrie devraient soutenir la demande. La croissance devrait s'accélérer, l'impact de la démonétisation et de la TVA étant dissipé et des mesures correctrices ayant été prises. La demande extérieure restera forte et le pays devrait commencer à récolter les bénéfices de réformes structurelles. La position budgétaire plus souple constituera un atout supplémentaire pour la croissance. L'économie de l'Inde devrait rebondir en 2018-2019 avec une croissance à respectivement +7,2 % et +7,5 %.

### Encadré 6. Mesures économiques du gouvernement indien

Les élections qui ont eu lieu en 2017 dans plusieurs États de l'Inde pour la désignation des membres des assemblées ont été gagnées par le BJP (Bharatiya Janata Party, le « Parti du peuple indien »). Le programme économique du BJP prévoit des avantages orientés vers les agriculteurs et les populations les plus pauvres. Les principales mesures annoncées sont les suivantes :

- un programme de protection de la santé pour 100 millions de familles pauvres ;
- une connexion gratuite au gaz de cuisson liquéfié, pour un coût d'environ 45 dollars par foyer ;
- 40 millions de familles pauvres seront raccordées gratuitement au réseau électrique ;
- l'agriculture, (plus d'un quart du PIB) restant un secteur important de l'économie indienne recevra 15,7 milliards de dollars pour des infrastructures rurales et les ménages les plus pauvres. Le prix du riz et d'autres cultures sera augmenté ;
- l'impôt sur les gains en capital des plus riches sera porté à 10 % pour les bénéficiaires réalisés sur les marchés boursiers en plein essor de l'Inde.

En Corée, la croissance a atteint +3,1 % en 2017 contre +2,8 % en 2016, notamment grâce à l'accélération de l'investissement des entreprises (+8,8 % en 2017 contre +5,2 % en 2016) et au rebond des exportations d'électricité et du tourisme. En 2018, les mesures de soutien du gouvernement Moon (hausse de l'emploi public, du salaire minimum et des dépenses sociales) et le rebond des exportations de semi-conducteurs devraient permettre une croissance du PIB de 2,9 %. La stabilité politique en 2018 sera favorable à la demande interne. En Indonésie la croissance de l'économie a été soutenue par la consommation des ménages et a atteint 5 % en 2016 et 2017. Une population en augmentation, une urbanisation en développement et la hausse du PIB par habitant permettent l'émergence d'une classe moyenne, ce qui contribue à la hausse de la consommation. L'inflation maîtrisée par la banque centrale aux alentours de 4 % depuis deux ans a aussi soutenu cette demande privée. L'amélioration des infrastructures a encouragé l'investissement, qui est passé de +4,5 % en 2016 à +6,2 % en 2017. À Singapour, la croissance du PIB s'est établie à +3,6 % en 2017. Elle a été tirée par le secteur manufacturier, qui représente 20 % de l'économie et qui a crû de 10,5 %, sa plus forte hausse en sept ans. Le secteur de la construction a chuté de 12,2 %. Les services, premier

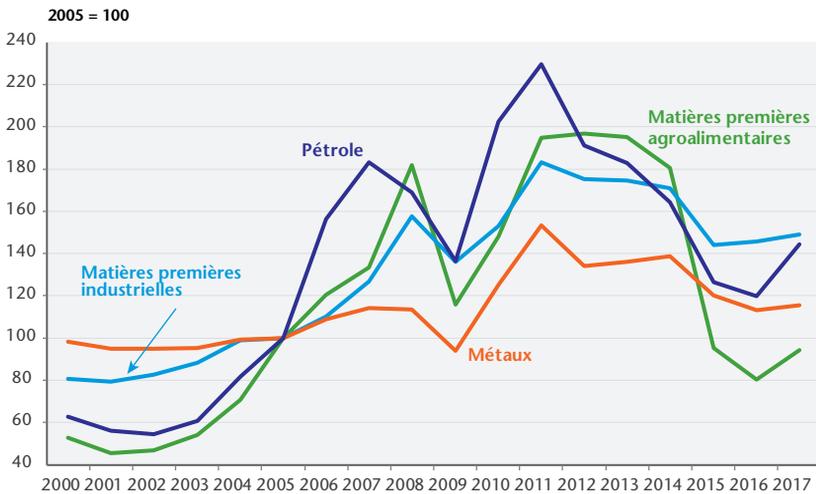
secteur d'activité, ont quasiment stagné (+ 0,2 %). La légère remontée des prix de l'énergie, l'accélération de la consommation des ménages (+3,1 en 2017 contre +1,7 % en 2016) et la politique budgétaire expansive du gouvernement ont provoqué un redémarrage de l'inflation, qui est passée de -0,5 % en 2016 à +0,6 % en 2017. Aux Philippines, la croissance se poursuit à un rythme très soutenu, proche de 6,4% début 2018. L'inflation a accéléré (+3,2 % en 2017 contre +1,8 % en 2016). À Taïwan, la croissance (2,9% en 2017) a dépassé son potentiel, sous l'effet de la croissance des exportations (+7,4 % en 2017 contre +1,9 % en 2016). La croissance de la Thaïlande a progressé (3,9 % en 2017) portée par une demande intérieure forte.

### **Amérique latine : année de récupération**

L'année 2017 est être une année de transition pour l'Amérique latine. Après plusieurs années marquées par la chute du prix des matières premières (-50 % pour les matières premières industrielles et les hydrocarbures depuis 2011, graphique 67) dont la région est fortement exportatrice, un commerce international morose et des tensions politiques dans plusieurs grands pays de la région, la croissance a repris lentement cette année. La croissance mondiale s'est raffermie, tout comme les échanges mondiaux, soutenus par le cycle d'investissement à l'échelle mondiale qui a généré une forte demande en matières premières industrielles, ce qui a ravivé les prix. Les termes de l'échange se sont donc légèrement améliorés en 2017. La baisse du dollar face aux autres grandes monnaies en 2017 s'est traduite par une légère appréciation des monnaies mexicaine et chilienne, les autres monnaies restant plutôt stables par rapport à la devise nord-américaine. Dans ce contexte, la région a bénéficié d'un environnement commercial porteur et les exportations ont été très dynamiques. Simultanément, et malgré le resserrement des taux d'intérêt sur les marchés financiers internationaux (le LIBOR est passé de 0,25 % à 1,8 % entre fin 2016 et début 2018) en phase avec celui de la Réserve fédérale des États-Unis, les banques centrales mènent, à l'exception du Mexique et de l'Argentine, des politiques monétaires très accommodantes. L'absence de tensions inflationnistes et l'atonie de la croissance ont permis de baisser les taux d'intérêt à des niveaux très bas (notamment au Brésil) sans remettre en cause les taux de change. Malgré des déficits publics élevés, la consolidation budgétaire est repoussée, la dette publique, bien qu'en hausse, restant à des niveaux soutenables.

En 2018 et 2019, la croissance devrait se raffermir dans tous les pays (à l'exception du Venezuela) sous l'effet de la bonne tenue de la demande intérieure et des exportations. Le commerce mondial resterait dynamique et les prix des matières premières continueraient d'augmenter. La baisse probable des monnaies face au dollar devrait améliorer la compétitivité et soutenir la dynamique des exportations. La hausse des taux d'intérêt sur le marché international des capitaux ne devrait pas fragiliser les économies sur le front externe, ni se transmettre aux conditions de prêts domestiques – les politiques monétaires devraient rester expansionnistes à l'horizon 2019. Les réserves de change sont suffisamment importantes pour permettre aux autorités monétaires de soutenir les monnaies en cas de mouvements trop marqués. Une période d'instabilité pourrait s'ouvrir toutefois dans plusieurs pays (Brésil, Mexique, Colombie) avec les prochaines élections de 2018.

Graphique 67. Prix des matières premières en Amérique latine



Un rapide tour d'horizon montre que la situation de la région en 2017 est portée par la sortie de récession du Brésil et la reprise en Argentine, avec des effets bénéfiques d'entraînement sur les pays voisins. Après 3 ans de récession (le PIB a chuté de 8,3 % entre mi 2014 et fin 2016), le **Brésil** affiche une croissance de 1 % en 2017. Face à une inflation sortie depuis juin 2016 de la bande cible de fluctuations autorisées (2,8 % en février 2018 pour une cible de 4,5 % +/- 1 point),

la banque centrale a toute latitude pour mener une politique monétaire active. Ce qui n'est pas le cas de la politique budgétaire. Malgré l'amélioration enregistrée ces derniers mois, le déficit budgétaire reste élevé (7,5 % en janvier dernier dont 6 points de charges d'intérêts) et avec un déficit encore à 1,5 %, le solde primaire est loin de l'excédent de 2 % nécessaire pour stabiliser la dette publique (actuellement à 75 % du PIB). Des réformes ont été engagées, notamment en 2016 avec l'inscription dans la constitution du gel pendant 20 ans des dépenses publiques en termes réels, mais la réforme des retraites, nécessaire à la consolidation budgétaire n'a pu être votée au parlement en février dernier, faute de majorité. Ceci a valu une nouvelle dégradation de la note souveraine par Standard & Poors à BB-. La reprise devrait s'accélérer en 2018 et 2019 mais rester modérée, d'autant que de nouveaux facteurs d'instabilité ne sont pas exclus avec les élections législatives et présidentielles à venir en octobre 2018 et la montée du protectionnisme des États-Unis, premier marché pour l'acier brésilien. Avec une croissance à 2,9 % en 2017, l'**Argentine** pourrait sortir de 5 ans de stagnation, et malgré une sécheresse très sévère en cours, la croissance devrait se confirmer en 2018 et 2019. Les réformes entreprises par le gouvernement Macri pour redresser le pays et retrouver la confiance des investisseurs portent leurs fruits. Pourtant, le problème de l'inflation reste non résolu (25 % en 2017) et le changement radical de cap de la politique monétaire, reprise en main par le gouvernement, inquiète les investisseurs (le *spread* a fortement augmenté depuis fin 2017 et le peso s'est brusquement déprécié). Les objectifs d'inflation visés pour 2018 et 2019 ont été revus à la hausse : 15 % en 2018 (contre 10 % initialement), 10 % en 2019 et 5 % en 2020 et surtout, après avoir mené une politique très restrictive, la banque centrale a réduit par deux fois son taux directeur en vue d'offrir un soutien à l'économie réelle. Mais le pari n'est pas gagné. Les perspectives du **Mexique**, par contre, restent suspendues aux renégociations sur le NAFTA avec les États-Unis. Pour le moment, est mis en balance le retrait des taxes américaines sur les importations d'acier et d'aluminium en provenance du Mexique et du Canada et un accord plus « juste » voulu par les États-Unis (notamment une hausse du « made in USA » dans les échanges). À ces incertitudes, s'ajoute une poussée de l'inflation en 2017, en lien avec la dépréciation du peso, qui conduit les autorités à resserrer la politique monétaire tandis que la politique budgétaire est plutôt restrictive. Malgré tout, la bonne compétitivité du peso mexicain combinée à la vigueur de la demande extérieure, notamment en

provenance des États-Unis, devrait permettre de maintenir le pays sur un rythme de croissance supérieur à 2 %.

### **Pétrole : stabilité des cours**

Au cours du second semestre 2017, les cours du baril de Brent ont augmenté de près de 20 dollars, flirtant avec le seuil de 70 dollars depuis le mois de janvier 2018. Cette forte hausse est imputable à plusieurs facteurs : les tensions persistantes autour de l'accord nucléaire avec l'Iran, les ruptures d'approvisionnement en Libye et au Venezuela, et un rationnement de l'offre de l'OPEP, menant à un déséquilibre entre offre et demande. En outre, le 30 novembre 2017, les pays membres de l'OPEP ont décidé de prolonger de neuf mois, jusqu'à décembre 2018, leur accord de 2016 prévoyant un plafonnement de production instauré avec le retour des quotas par pays ; de leur côté, les autres pays non membres de l'OPEP, associés à l'accord, ont également décidé de continuer à coopérer en prolongeant leur baisse de production<sup>69</sup>. Le prince héritier saoudien a d'ailleurs appelé de ses vœux une transformation de l'accord entre Moscou et Riyad en accord pérenne, mais rien n'est pour le moment acté. Les divergences quant au dossier syrien pourraient compromettre cette entente, que nous n'intégrons pas dans nos prévisions.

Pour 2018 et 2019, nous prévoyons une quasi-stagnation du prix du baril autour de 70 dollars et un équilibre entre offre et demande : le prix du baril de Brent serait de 68 dollars en 2018 et 71 dollars en 2019. En effet, la demande mondiale continuerait de progresser à un rythme dynamique, portée par les pays émergents et les États-Unis. Malgré notre hypothèse d'un maintien des quotas de production par l'OPEP au niveau actuel en 2018, nous anticipons une forte hausse de la production d'Amérique du Nord, en 2018 et en 2019. Par ailleurs, après un important déstockage en 2017, nous anticipons une poursuite du déstockage au premier semestre 2018, puis une stabilisation des stocks à partir du second semestre.

Un risque haussier ne peut pas être exclu en cas de poursuite du plafonnement de la production par l'OPEP en 2019, d'un nouveau bras de fer entre les États-Unis et l'Iran, ou encore de regains de tensions au Nigéria ou en Libye.

---

69. Voir C. Antonin, *Réunion de l'OPEP : beaucoup de bruit pour rien ?*; *Blog de l'OFCE*, décembre 2017.

### **Juin 2017 – janvier 2018 : une remontée rapide des cours**

Entre juin 2017 et janvier 2018, les cours du baril de Brent ont progressé d'environ 23 dollars. Cette hausse s'explique par plusieurs facteurs. En premier lieu, le 30 novembre 2017, les pays membres de l'OPEP ont décidé de prolonger de neuf mois, jusqu'à décembre 2018, leur accord de 2016 plafonnant la production dans les pays membres ; alors même que les autres pays non membres de l'OPEP, associés à l'accord, décidaient de continuer à coopérer en prolongeant leur baisse de production. Grâce à la hausse des cours, les revenus bruts issus du pétrole pour les 14 pays de l'OPEP ont progressé de 3 625 millions de dollars par jour, alors que la production a baissé de 0,45 Mbj, d'après l'Agence internationale de l'Énergie. Ainsi, en février 2018, l'objectif de baisse de production de 1,18 Mbj par rapport à octobre 2016 a été atteint, et même dépassé pour les douze pays membres de l'OPEP soumis à quotas (tableau 10). Le respect des objectifs a même progressé entre octobre 2017 et février 2018, passant de 81 % à 118 %, notamment grâce à la baisse de production de l'Arabie saoudite. Hors OPEP, le respect des objectifs atteint 65 %, ce qui témoigne d'une position plus modérée de la Russie, qui a traîné des pieds pour signer l'accord avec l'OPEP. Par ailleurs, les tensions persistantes quant à l'accord nucléaire avec l'Iran ont contribué à la hausse des cours : certes, le président américain a confirmé<sup>70</sup>, le 12 janvier 2018, la levée des sanctions économiques envers l'Iran après l'accord sur le nucléaire de 2015 (accord de Vienne). En réalité, Donald Trump a fixé un ultime délai, le 12 mai 2018, au Congrès des États-Unis et aux pays européens pour réécrire et améliorer les termes de l'accord, jugés trop favorables à Téhéran. Enfin, la production vénézuélienne a fortement baissé, de 360 000 barils/jour, entre juin 2017 et janvier 2018, et la Libye a été confrontée à des ruptures d'approvisionnement qui ont rendu les marchés nerveux même si la production globale n'a pas baissé.

La très forte croissance de l'offre hors OPEP (États-Unis, Canada et Brésil notamment), qui a atteint 0,7 Mbj en 2017, a néanmoins contribué à limiter la hausse des cours. Par ailleurs, les pays de l'OPEP non soumis à quotas (Libye et Nigéria) ont également accru leur production.

---

70. Le Congrès oblige le président à redire périodiquement s'il certifie que l'Iran applique l'accord de Vienne et à émettre une dispense pour que les sanctions américaines restent suspendues.

Tableau 10. Respect des accords de baisse de production, février 2018

En Millions de barils/jour

	Production février 2018	Référence : octobre 2016	Engagement de baisse de production	Baisse effective	Respect des engagements
<b>Pays de l'OPEP</b>					
Algérie	1,03	1,05	-0,05	-0,02	40 %
Angola	1,60	1,60	-0,08	0,00	0 %
Equateur	0,54	0,55	-0,03	-0,01	38 %
Guinée équatoriale	0,20	0,16	-0,01	0,04	-333 %
Gabon	0,14	0,20	-0,01	-0,07	722 %
Iran	3,84	3,70	0,09	0,14	150 %
Irak	4,44	4,54	-0,21	-0,10	48 %
Koweït	2,71	2,91	-0,13	-0,20	153 %
Qatar	0,61	0,65	-0,03	-0,04	133 %
Arabie Saoudite	10,07	10,55	-0,49	-0,48	99 %
Emirats arabes unis	2,89	3,07	-0,14	-0,18	129 %
Vénézuéla	1,62	2,09	-0,10	-0,47	495 %
<b>Total OPEP 12</b>	<b>29,68</b>	<b>31,07</b>	<b>-1,18</b>	<b>-1,39</b>	<b>118 %</b>
Libye	0,98	0,55			
Nigéria	1,72	1,47			
<b>Total OPEP 14</b>	<b>32,38</b>	<b>33,09</b>			
<b>Pays hors OPEP*</b>					
Azerbaïdjan	0,82	0,83	-0,04	-0,01	33 %
Kazakhstan	1,99	1,79	-0,02	0,20	-996 %
Mexique	2,22	2,42	-0,10	-0,20	205 %
Oman	0,99	1,02	-0,05	-0,03	65 %
Russie	11,17	11,45	-0,30	-0,28	93 %
<b>Total hors OPEP</b>	<b>17,18</b>	<b>17,51</b>	<b>-0,50</b>	<b>-0,33</b>	<b>65 %</b>

\* On ne présente ici que les principaux pays hors OPEP ayant pris un engagement de baisse de production.

Sources : EIA pour les données de production, Agence Internationale de l'Énergie (*Oil Market Report*) pour les plafonds de production.

La baisse des stocks de l'OCDE au cours de l'année 2017 a également contribué à soutenir les cours. Ainsi, les stocks ont baissé lors de trois trimestres consécutifs (deuxième, troisième et quatrième trimestres 2017), ce qui constitue un fait rare dans l'histoire récente. En octobre 2017, ils représentaient 96 jours de demande dans l'OCDE, contre 100 jours de demande début 2017.

### En 2018 et 2019 : un marché équilibré

En 2018 et 2019, nous anticipons une croissance soutenue de la demande mondiale (+1,4 % en 2018 et +1,5 % en 2019), sous l'effet des pays émergents (Chine et Inde notamment), même si la hausse récente des prix devrait freiner la hausse de la consommation *via* une baisse de l'intensité pétrolière plus marquée (-2,2 % en 2018 et -2,1 % en 2019). Notons que la baisse de l'intensité énergétique est tendancielle, de l'ordre de 1,9 % par an depuis 2007. La demande chinoise représenterait 0,4 Mbj supplémentaires par an, quasiment un tiers de la hausse globale. La hausse de demande des États-Unis serait comparable, et la croissance de l'Inde représenterait 0,3 Mbj supplémentaires par an. Du côté de l'offre, le dynamisme viendrait exclusivement de la croissance de l'offre non OPEP : en 2018, nous anticipons un supplément d'offre de 1,1 Mbj aux États-Unis (essentiellement du champ Permian), de 0,3 Mbj au Canada (champ Hebron et le projet Fort Hills), de 0,15 Mbj au Brésil, et de 0,1 Mbj au Kazakhstan (champ Kashagan). En 2019, le supplément d'offre de l'Amérique du Nord représenterait 0,8 Mbj. Du côté de l'OPEP, on s'attend à une stagnation de la production entre 2017 et 2018, puis une hausse modérée en 2019, conditionnelle à l'hypothèse que nous faisons d'un assouplissement des quotas après décembre 2018.

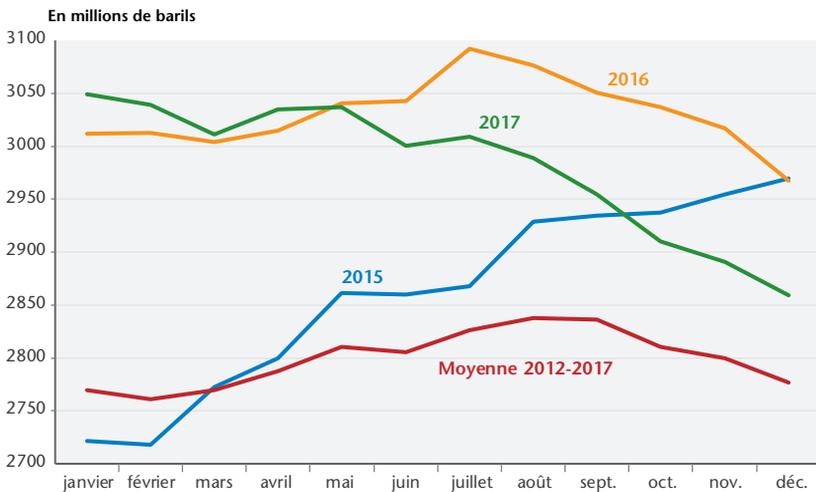
La production mondiale restera ainsi très dépendante de la production américaine en 2018 et 2019. Les coûts d'exploitation du pétrole de schiste se sont accrus d'environ 10 % en 2017, et on s'attend à une augmentation des coûts entre 7 et 15 % en 2018. Cependant, cela est contrebalancé par l'augmentation de la productivité de chaque puits, grâce à des techniques de forage plus efficaces qui permettent de se concentrer sur les zones les plus productives des gisements (*sweet spots*). Après avoir fortement baissé entre 2014 et 2016, passant de 70 à 40 dollars, le seuil de rentabilité est par conséquent resté stable au cours des derniers trimestres, entre 35 et 40 dollars<sup>71</sup>. La production américaine pourrait donc augmenter dans les deux prochaines années, ce qui motive notre prévision. Cela étant, les dépenses d'investissement restent faibles : après avoir stagné en 2017, elles ne devraient augmenter que de 6 % en 2018, et essentiellement concentrées sur le secteur du brut léger (*light tight oil*) d'après l'Agence internationale de l'énergie<sup>72</sup>, ce qui pourrait peser sur la production à moyen terme.

71. D'après les estimations de Rystad Energy, reprises par la Banque mondiale (2017).

72. Agence internationale de l'énergie, *Oil 2018 – Analysis and Forecasts to 2023*, mars 2018.

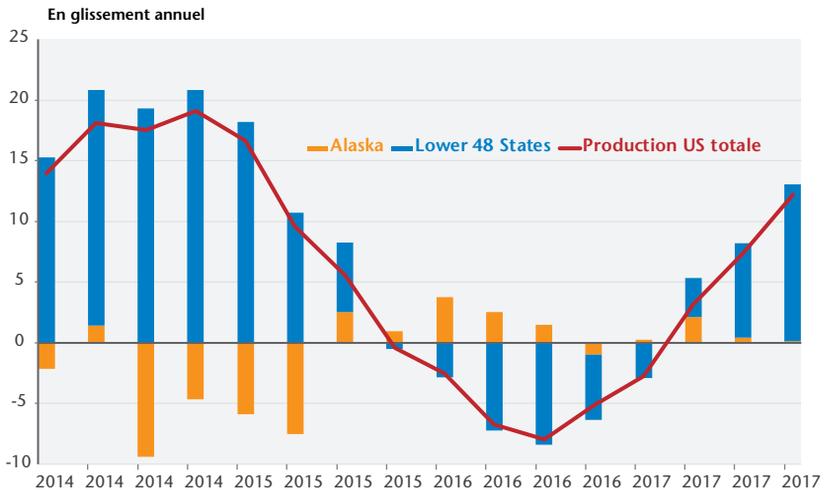
Après un important déstockage en 2017 (graphique 68), nous inscrivons une poursuite du déstockage de 110 millions de barils au premier semestre 2018, puis une stabilisation des stocks au niveau de la moyenne des cinq dernières années (moyenne 2012-2017). Notons par ailleurs que, en sus des stocks commerciaux, les pays de l'OCDE disposent de stocks stratégiques qui représentent, fin 2017, 1 568 millions de baril (soit 33 jours de demande). Ainsi, les prix du baril de Brent se stabiliseraient autour de 68 dollars en 2018 et 71 dollars en 2019. La dépréciation du dollar par rapport à l'euro, qui passerait de 0,82 euro début 2018 à 0,77 euro fin 2019, devrait également soutenir les cours du Brent.

**Graphique 68. Stocks commerciaux de barils de Brent de l'OCDE**



Sources : Energy Information Administration, calculs OFCE.

Graphique 69. Production de pétrole par région des États-Unis, 2014-2017



Source : Energy Information Administration.

## Références

- Abiad A., Dell’Ariccia G. et Li G., 2011, « Creditless recoveries », *IMF Working Paper*, n°11/58.
- Antonin A., 2017, « Italie : L’horizon semble s’éclaircir », *Blog de l’OFCE*, décembre.
- Altavilla C., Giannone D., et Lenza M., 2014, « The financial and macroeconomic effects of OMT announcements », *ECB Working Paper Series*, 1707.
- Basu S., Fernald J. G. et Shapiro M. D., 2001, « Productivity growth in the 1990s: technology, utilization, or adjustment? », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, pp. 117-165.
- Bellora C., & Jean S., 2018, « Pour comprendre la crise des importations américaines d’acier et d’aluminium », *CEPII le Blog*, 13 mars 2018.
- Bergeaud A., Cette G. et Lecat R., 2016, « Productivity Trends in Advanced Countries between 1890 and 2012 », *The Review of Income Wealth*, 62: 420-444.
- Berson C., Charsonville L de., Pavel D., Faubert V., Ferrara L., Guilloux-Nefussi S., Kalantzis Y., Lalliard A., Matheron J., Mogliani M., 2018, « La courbe de Phillips existe-t-elle encore ? », *Rue de la Banque*, n° 56.
- Blot C., Péléraux H., Sampognaro R. et Villemot S., 2015, « Comprendre la dynamique salariale par temps de crise », *Revue de l’OFCE*, 8: 219-255.

- Blot C., Ducoudré B. et Timbeau X., 2016, « Sovereign debt spread and default in a model with self-fulfilling prophecies and asymmetric information », *Journal of Macroeconomics*, 4: 281-299.
- Blot C. et Hubert P., 2017, « Quels effets attendre de la réduction du bilan des banques centrales ? », *Revue de l'OFCE*, n°152, 215-232.
- Bugamelli *et al.*, 2018, « Productivity growth in Italy: a tale of a slow-motion change », *Banca d'Italia Occasional Papers*, n° 422.
- Cline W. R., 2008, « Estimating Consistent Fundamental Equilibrium Exchange Rates », *Peterson Institute Working Paper*, N°08-6, Peterson Institute for International Economics.
- Cochard M., Cornilleau G. et Heyer É., 2010, « Les marchés du travail dans la crise », *Economie et Statistiques*, n°438-440.
- Cornilleau G., Le Bayon S. et Riffart C., 2017, « Démographie et marché du travail depuis 2018 », in OFCE, *L'Économie européenne 2017*, Collection Repères, Éditions La Découverte.
- Crafts N. et O'Rourke K. H., 2013, « Twentieth Century Growth », *CEPR Discussion Papers*.
- De Grauwe P. et Ji Y., 2013, « Panic-driven austerity in the Eurozone and its implications », *VoxEU.org*, 21.
- De Santis R. A., 2016, « Impact of the asset purchase programme on euro area government bond yields using market news », *ECB Working Paper Series*, n° 1939.
- Ducoudré B. et Heyer É., 2017, « Quel nouveau sentier de croissance de la productivité du travail ?, Une analyse pour six grands pays développés », *Revue de l'OFCE*, n° 152, octobre.
- Eichengreen B. et Gupta P., 2015, « Tapering talk: The impact of expectations of reduced Federal Reserve security purchases on emerging markets », *Emerging Markets Review*, 25: 1-15.
- Furciéri D. et Zdzienicka A., 2011, « How costly are debt crises? », *IMF Working paper*, n° 11/280.
- Furciéri D. et Mourougane A., 2012, « The effect of financial crises on potential output: New empirical evidence from OECD countries », *Journal of Macroeconomics*, 34(3), 822-832.
- Reinhart C. M. et Rogoff K. S., 2009, « This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crises », *NBER Working paper*, n° 13 882.
- Gordon R. J., 1999, « U.S. economic growth since 1870: One big wave ? », *American Economic Review*, 89: 123-128.
- Gordon R. J., 2004, « Two centuries of economic growth: Europe chasing the American frontier », *NBER Working Paper*, n° 10662.
- Gordon R., 2012, « Is US economic growth over? Faltering innovation confronts the six headwinds », *CEPR Policy Insight*, 63.

- Guerini M., Moneta A., Napoletano M. et Roventini A., 2018, « The Janus-Faced Nature of Debt: Results from a Data-Driven Cointegrated SVAR Approach », *Macroeconomic Dynamics* (forthcoming).
- Heyer É. et Sampognaro R., 2015, « L'impact des chocs économiques sur la croissance dans les pays développés depuis 2011 », *Revue de l'OFCE*, n° 138.
- Hubert P. et Le Moigne M., 2018, « La désinflation manquante : un phénomène américain uniquement ? », *Revue de l'OFCE*.
- iAGS, 2017, *The Elusive Recovery*, The independent Annual Growth Survey 2017.
- Jordà Ò., Schularick M. et Taylor A. M., 2015, « Leveraged bubbles », *Journal of Monetary Economics*, 76, S1-S20.
- Koo R. C., 2013, « The world in balance sheet recession: causes, cures and politics », In *Post-Keynesian Views of the Crisis and its Remedies* (pp. 58-77), Routledge.
- Lecat R., 2004, « Productivité du travail des grands pays industrialisés?: la fin du rattrapage des États-Unis? ? », *Bulletin de la Banque de France*, 121: 47-67.
- Mathieu C. et Sterdyniak H., 2018, « Brexit : comment le Royaume-Uni et l'UE vont-ils rebondir ? », in OFCE, *L'Économie européenne 2018*, Collection Repères, Éditions La Découverte.
- Mian A. et Sufi A., 2009, « The consequences of mortgage credit expansion: Evidence from the US mortgage default crisis », *The Quarterly Journal of Economics*, 124(4), 1449-1496.
- OFCE, 2017, « La routine de l'incertitude », *Revue de l'OFCE*, n° 151.
- Szczerbowicz U., 2015, « The ECB unconventional monetary policies: have they lowered market borrowing costs for banks and governments ? », *International Journal of Central Banking*, 11(4): 91-127.
- Verdugo G., 2016, « Real wage cyclicality in the Eurozone before and during the Great Recession: Evidence from micro data », *European Economic Review*, 82: 46-69.
- Villemot S., 2017, « Les déséquilibres des balances courantes dans la zone euro?: comment les résorber ? », in OFCE, *L'Économie européenne 2017*, collection Repères, Éditions La Découverte.

## ANNEXE

## A1. Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières

	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>Taux de change<sup>1</sup></b>																
1 €=...dollars	1,06	1,09	1,17	1,17	1,22	1,25	1,25	1,25	1,30	1,30	1,30	1,30	1,11	1,12	1,24	1,30
1 \$=...yens	115	111	111	113	110	110,0	110,0	110,0	110,0	110,0	110,0	110,0	109,3	112,6	109,9	110,0
1 £=...euros	1,17	1,17	1,11	1,14	1,13	1,13	1,13	1,13	1,10	1,10	1,10	1,10	1,23	1,15	1,13	1,10
<b>Taux d'intérêt directeurs des banques centrales<sup>1</sup></b>																
USA	0,79	1,05	1,25	1,30	1,58	1,75	2,00	2,33	2,60	2,80	3,10	3,33	0,51	1,10	1,92	2,96
JPN	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,07	-0,10	-0,10	0,00
EUZ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,33	0,50	0,01	0,00	0,00	0,27
GBR	0,25	0,25	0,25	0,45	0,50	0,50	0,58	0,75	0,83	1,00	1,08	1,25	0,46	0,30	0,58	1,04
<b>Taux d'intérêt à 10 ans<sup>1</sup></b>																
USA	2,4	2,3	2,2	2,4	2,7	2,8	3,0	3,3	3,5	3,7	3,9	4,0	1,8	2,3	2,96	3,78
JPN	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	-0,1	0,1	0,09	0,31
EUZ	1,3	1,3	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,4	1,5	1,6	1,7	1,7	0,9	1,2	1,20	1,63
GBR	1,4	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,3	1,2	1,53	1,70
<b>Matières premières</b>																
Prix du pétrole Brent, en \$ <sup>1</sup>	53,8	49,8	52,1	61,5	66,0	70,0	68,0	68,0	71,0	71,0	71,0	71,0	43,8	54,3	68,00	71,00
Prix du pétrole Brent, en € <sup>1</sup>	50,7	45,6	44,5	52,4	54,1	56,0	54,4	54,4	54,6	54,6	54,6	54,6	39,4	48,3	54,72	54,62
Matières premières industrielles <sup>2</sup>	5,8	-7,5	2,5	13,1	7,8	-3,9	-4,1	-2,1	0,0	0,0	2,2	0,0	-12,7	20,5	10,9	-3,6

1. Moyenne sur la période.

2. Variation par rapport à la période précédente, en %.

Sources : Taux de change et pétrole : relevé des cotations quotidiennes. Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Prévision OFCE avril 2018.

## A2. Équilibre sur le marché pétrolier et prix des matières premières industrielles

Millions de barils/jour sauf mention contraire, cvs

	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>Demande mondiale</b>	<b>97,8</b>	<b>98,8</b>	<b>98,4</b>	<b>99,0</b>	<b>99,3</b>	<b>99,8</b>	<b>100,0</b>	<b>100,4</b>	<b>100,8</b>	<b>101,2</b>	<b>101,6</b>	<b>102,1</b>	<b>96,9</b>	<b>98,5</b>	<b>99,9</b>	<b>101,4</b>
En taux de croissance <sup>1</sup>													1,6	1,7	1,4	1,5
PIB mondial <sup>1</sup>													3,1	3,5	3,6	3,5
Intensité pétrolière <sup>1</sup>													-1,5	-1,7	-2,2	-2,0
<b>Production mondiale</b>	<b>97,4</b>	<b>97,9</b>	<b>98,2</b>	<b>98,3</b>	<b>99,2</b>	<b>99,5</b>	<b>99,9</b>	<b>100,4</b>	<b>100,7</b>	<b>101,2</b>	<b>101,6</b>	<b>102,2</b>	<b>97,2</b>	<b>97,9</b>	<b>99,8</b>	<b>101,4</b>
<i>Dont</i> OPEP	39,1	39,3	39,4	39,3	39,5	39,5	39,5	39,5	39,6	39,8	40,1	40,4	39,2	39,3	39,5	40,0
<i>Non</i> OPEP	58,3	58,7	58,8	58,9	59,7	59,9	60,4	60,8	61,1	61,3	61,5	61,7	58,0	58,7	60,2	61,4
<b>Variation de Stock</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>
<i>Dont</i> OCDE	0,4	-0,5	-0,7	-0,6	-0,1	-0,3	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	-0,4	-0,1	0,0
<b>Prix du pétrole Brent en \$<sup>2</sup></b>	<b>54,8</b>	<b>51,0</b>	<b>52,2</b>	<b>61,5</b>	<b>66,8</b>	<b>70,0</b>	<b>68,0</b>	<b>68,0</b>	<b>71,0</b>	<b>71,0</b>	<b>71,0</b>	<b>71,0</b>	<b>43,8</b>	<b>54,9</b>	<b>68,2</b>	<b>71,0</b>
Prix des matières premières industrielles <sup>1</sup>	5,8	-7,5	2,5	13,1	7,8	-3,9	-4,1	-2,1	0,0	0,0	2,2	0,0	-12,7	20,5	10,9	-3,6
Taux de change 1 € = ...\$	1,06	1,09	1,17	1,17	1,22	1,25	1,25	1,25	1,30	1,30	1,30	1,30	1,11	1,12	1,24	1,30
Prix du Brent en €	51,7	46,6	44,7	52,3	54,7	56,0	54,4	54,4	54,6	54,6	54,6	54,6	39,5	48,8	54,9	54,6

1. En %, variation par rapport à la période précédente.

2. En dollars, moyenne sur la période.

Sources : EIA (pétrole), indice HWWA Hambourg (matières premières industrielles), calculs et prévision OFCE avril 2018.

## A3. États-Unis : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente (sauf mention contraire), en %

	2017				2018				2019				2015	2016	2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>PIB</b>	0,3	0,8	0,8	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	2,9	1,5	2,3	2,9	2,7
<b>PIB par habitant</b>	0,1	0,6	0,6	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	2,1	0,7	1,5	2,1	1,9
<b>Consommation des ménages</b>	0,5	0,8	0,5	0,9	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,5	0,5	3,6	2,7	2,7	2,7	2,7
<b>Consommation publique</b>	-0,4	0,1	0,4	0,4	0,5	0,8	0,8	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4	1,3	1,0	0,1	2,2	2,2
<b>FBCF totale dont :</b>	1,9	0,9	0,7	1,9	1,4	1,4	1,4	1,3	1,0	0,8	0,7	0,7	3,8	0,6	4,1	5,5	4,1
<b>Production privée</b>	1,7	1,6	1,1	1,7	1,4	1,4	1,4	1,3	1,0	0,8	0,7	0,6	2,3	-0,6	4,7	5,9	4,1
<b>Logement</b>	2,7	-1,9	-1,2	2,8	1,2	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	10,2	5,5	1,7	4,0	4,2
<b>Administrations publiques</b>	1,0	-0,7	-0,9	2,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,6	-0,2	0,0	2,1	1,6
<b>Exportations de biens et services</b>	1,8	0,9	0,5	1,7	1,2	1,2	1,2	1,1	0,8	0,8	0,8	0,8	0,4	-0,3	3,4	4,7	3,7
<b>Importations de biens et services</b>	1,1	0,4	-0,2	3,3	0,8	1,2	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	5,0	1,3	3,9	5,2	4,5
<b>Contributions :</b>																	
<b>Demande intérieure hors stocks</b>	0,6	0,7	0,5	1,1	0,7	0,8	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,5	3,4	2,1	2,6	3,2	2,9
<b>Variations de stocks</b>	-0,4	0,0	0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,4	-0,1	-0,1	0,0
<b>Commerce extérieur</b>	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,7	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
<b>Prix à la consommation (IPCH) *</b>	2,6	1,9	2,0	2,1	2,2	2,7	2,7	2,4	2,2	2,1	2,1	2,1	0,1	1,3	2,1	2,5	2,1
<b>Taux de chômage</b>	4,6	4,3	4,3	4,09	4,1	4,0	3,8	3,6	3,3	3,2	3,2	3,2	5,3	4,9	4,3	3,9	3,2
<b>Solde courant, en % du PIB</b>													-2,4	-2,4	-2,4	-2,8	-2,8
<b>Solde public, en % du PIB</b>													-4,3	-5,0	-4,9	-5,8	-7,0
<b>Dette publique, en % du PIB</b>													104,4	107,3	105,7	106,4	108,6
<b>Impulsion budgétaire, en points de PIB</b>													0,1	0,5	0,2	1,5	1,5
<b>PIB zone euro</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>

\* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

Sources : Bureau of Economic Analysis (BEA), Bureau of Labor Statistics (BLS), prévision OFCE avril 2018.

## A4. Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2017				2018				2019				2015	2016	2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>PIB</b>	0,6	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	2,0	1,8	2,5	2,2	1,8
<b>PIB par habitant</b>	0,6	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	1,5	1,5	2,2	1,9	1,6
<b>Consommation des ménages</b>	0,5	0,5	0,3	0,2	0,5	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	1,8	1,9	1,7	1,6	1,7
<b>Consommation publique</b>	0,2	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,3	1,8	1,2	1,3	1,1
<b>FBCF totale dont :</b>	0,2	1,7	-0,2	0,9	0,9	0,8	0,8	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	3,0	4,5	3,1	3,1	3,2
<b>Productive hors bâtiment</b>	0,6	2,6	1,8	1,4	0,6	0,5	0,6	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	6,3	7,0	5,5	4,1	2,4
<b>Logement</b>	0,9	0,8	0,5	1,3	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,0	4,2	4,0	3,5	2,8
<b>Construction</b>	-0,5	0,4	0,7	0,6	0,5	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	-0,7	0,8	1,7	2,5	3,0
<b>Exportations de biens et services</b>	1,3	1,2	1,6	1,9	0,8	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	6,1	3,4	5,3	4,9	3,8
<b>Importations de biens et services</b>	0,2	1,8	0,6	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	6,5	4,8	4,3	4,3	4,1
<b>Contributions :</b>																	
<b>Demande intérieure hors stocks</b>	0,3	0,7	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	1,8	2,3	1,8	1,8	1,8
<b>Variations de stocks</b>	-0,2	0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Commerce extérieur</b>	0,5	-0,2	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,5	0,6	0,5	0,0
<b>Prix à la consommation (IPCH)*</b>	1,8	1,5	1,4	1,5	1,5	1,2	1,7	1,3	1,3	1,3	1,4	1,5	0,0	0,2	1,5	1,4	1,4
<b>Taux de chômage</b>	9,5	9,1	9,0	8,7	8,6	8,5	8,4	8,3	8,2	8,1	8,0	7,9	10,9	10,0	9,1	8,4	8,1
<b>Solde courant, en % du PIB</b>																	
<b>Solde public, en % du PIB</b>													-2,1	-1,5	-1,0	-0,5	-0,4
<b>Dette publique, en % du PIB</b>													89,9	88,9	86,9	84,6	82,3
<b>Impulsion budgétaire, en points de PIB</b>													-0,1	0,0	0,2	0,2	0,1
<b>PIB États-Unis</b>	0,3	0,8	0,8	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	2,9	1,5	2,3	2,9	2,7

\* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.  
Sources : Eurostat, prévision OFCE avril 2018.

## A5. Allemagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2017				2018				2019				2015	2016	2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>PIB</b>	0,9	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,5	1,9	2,5	2,3	1,7
<b>PIB par habitant</b>																	
<b>Consommation des ménages</b>	0,8	0,9	-0,2	0,0	0,8	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	1,6	1,9	2,1	1,7	1,5
<b>Consommation publique</b>	0,3	0,3	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	2,9	3,7	1,6	1,8	2,2
<b>FBCF totale dont :</b>	2,6	1,5	0,4	0,0	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	1,0	2,9	3,9	2,3	2,2
<b>Productive privée</b>	3,4	1,1	0,7	0,8	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	1,6	2,5	4,0	2,5	1,5
<b>Logement</b>	1,3	1,7	0,2	-0,7	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	-1,2	3,8	3,6	2,0	2,9
<b>Administrations publiques</b>	1,4	3,8	-0,3	-2,1	1,5	1,5	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	4,5	2,6	4,6	2,7	5,0
<b>Exportations de biens et services</b>	1,7	1,0	1,8	2,7	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	4,7	2,4	5,3	5,6	3,6
<b>Importations de biens et services</b>	0,4	2,4	1,1	2,0	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	5,2	3,8	5,6	5,6	4,1
<b>Contributions :</b>																	
<b>Demande intérieure hors stocks</b>	1,0	0,9	0,1	0,1	0,6	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,6	2,3	2,2	1,7	1,7
<b>Variations de stocks</b>	-0,8	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,2	0,0
<b>Commerce extérieur</b>	0,7	-0,5	0,4	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,4	0,2	0,4	0,0
<b>Prix à la consommation (IPCH)*</b>	1,9	1,6	1,7	1,6	1,5	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	0,1	0,4	1,7	1,6	1,7
<b>Taux de chômage</b>	3,9	3,8	3,7	3,6	3,7	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5	4,7	4,1	3,8	3,6	3,6
<b>Solde courant, en % du PIB</b>													8,5	8,3	7,9	7,7	7,8
<b>Solde public, en % du PIB</b>													0,6	0,8	1,1	1,4	1,3
<b>Dettes publiques, en % du PIB</b>													70,9	68,1	64,3	60,5	57,2
<b>Impulsion publique, en points de PIB</b>													-0,1	0,8	0,3	0,2	0,1
<b>PIB zone euro</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>

\* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

Sources : Bundesbank, Statistisches Bundesamt, prévision OFCE avril 2018.

## A6. France : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>PIB</b>	0,7	0,6	0,5	0,7	0,3	0,4	0,5	0,7	0,5	0,5	0,5	0,6	1,1	2,0	2,0	2,1
<b>PIB par habitant</b>	0,6	0,5	0,4	0,6	0,2	0,3	0,4	0,6	0,4	0,4	0,4	0,5	0,7	1,5	1,6	1,7
<b>Consommation des ménages</b>	0,2	0,3	0,5	0,2	0,2	0,4	0,5	0,8	0,5	0,5	0,5	0,6	2,1	1,3	1,5	2,2
<b>Consommation publique</b>	0,3	0,5	0,6	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1,2	1,6	1,2	0,6
<b>FBCF totale dont :</b>	1,7	0,9	0,9	1,1	0,7	0,9	0,9	0,9	0,7	0,7	0,7	0,8	2,7	3,8	3,6	3,1
<b>SNFEI</b>	2,4	1,0	1,1	1,5	0,8	1,1	0,9	1,1	0,7	0,7	0,8	0,9	3,4	4,4	4,3	3,5
<b>Ménages</b>	1,8	1,4	0,9	0,6	0,5	0,4	0,5	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	2,4	5,3	2,5	1,3
<b>Administrations publiques</b>	-0,6	0,1	-0,2	0,5	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	-0,1	-1,0	2,6	4,0
<b>Exportations de biens et services</b>	-0,7	2,2	1,0	2,5	0,6	0,4	0,8	1,0	1,0	0,8	0,9	1,0	1,9	3,3	4,6	3,6
<b>Importations de biens et services</b>	1,2	0,0	2,2	0,3	0,8	0,9	0,8	1,1	1,0	0,7	0,8	0,8	4,2	4,1	3,5	3,6
<b>Contributions :</b>																
<b>Demande intérieure hors stocks</b>	0,6	0,5	0,6	0,5	0,3	0,5	0,5	0,7	0,5	0,5	0,5	0,6	2,0	1,9	2,0	2,1
<b>Variations de stocks</b>	0,7	-0,5	0,3	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,4	-0,1	0,0
<b>Commerce extérieur</b>	-0,6	0,7	-0,4	0,7	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	-0,3	0,2	0,0
<b>Prix à la consommation (IPCH)*</b>	1,5	1,0	0,9	1,2	1,6	1,2	1,5	1,4	1,3	1,4	1,7	1,8	0,3	1,2	1,4	1,6
<b>Taux de chômage</b>	9,3	9,1	9,3	8,6	8,6	8,6	8,5	8,4	8,3	8,2	8,1	7,9	9,8	9,1	8,5	8,1
<b>Solde public, en % du PIB</b>													-3,4	-2,6	-2,4	-2,5
<b>Dettes publiques, en % du PIB</b>													96,6	97,0	96,6	95,4
<b>Impulsion budgétaire, en points de PIB**</b>													0,0	0,2	0,0	-0,2
<b>PIB zone euro</b>	0,6	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	1,8	2,5	2,2	1,8

\* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle. \*\* Mesurée comme l'inverse de l'effort budgétaire structurel.

Sources : INSEE, prévision OFCE avril 2018.

## A7. Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2017				2018				2019				2015	2016	2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>PIB</b>	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,8	1,0	1,5	1,3	0,9
<b>PIB par habitant</b>	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,8	1,0	1,1	0,9	0,7
<b>Consommation des ménages</b>	0,6	0,1	0,4	0,1	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	1,9	1,4	1,3	0,9	0,8
<b>Consommation publique</b>	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	0,6	0,1	-0,1	-0,2
<b>FBCF totale dont :</b>	-2,1	1,5	3,2	1,7	0,6	0,4	0,6	0,6	0,5	0,3	0,1	0,1	1,9	3,3	3,9	4,7	1,7
<b>productive</b>	-3,0	2,0	3,9	2,0	0,7	0,4	0,8	0,8	0,5	0,3	0,1	0,1	3,3	3,4	4,5	5,6	1,9
<b>logement</b>	0,8	0,2	0,8	1,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	-1,7	2,9	2,2	1,9	1,3
<b>Exportations de biens et services</b>	1,9	0,2	2,0	2,0	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	4,2	2,6	6,0	5,0	3,5
<b>Importations de biens et services</b>	0,2	2,0	1,9	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	6,6	3,8	5,7	4,9	3,4
<b>Contributions :</b>																	
<b>Demande intérieure hors stocks</b>	0,0	0,3	0,8	0,4	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	1,3	1,5	1,5	1,4	0,8
<b>Variations de stocks</b>	-0,1	0,6	-0,4	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,1	-0,2	0,0
<b>Commerce extérieur</b>	0,5	-0,5	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	-0,5	-0,3	0,2	0,1	0,1
<b>Prix à la consommation (IPCH)<sup>1</sup></b>	1,4	1,6	1,2	1,1	0,5	0,5	0,7	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,1	-0,1	1,3	1,2	0,9
<b>Taux de chômage</b>	11,6	11,2	11,2	11,0	11,0	10,9	10,8	10,7	10,7	10,6	10,6	10,5	11,9	11,7	11,3	10,9	10,6
<b>Solde courant, en % de PIB</b>													1,9	2,2	2,4	3,1	3,4
<b>Solde public, en % de PIB</b>													-2,6	-2,5	-1,9	-1,4	-1,1
<b>Dette publique, en % du PIB</b>													132,7	132,8	132,0	130,4	129,3
<b>Impulsion budgétaire, en points de PIB</b>													0,1	0,2	0,3	0,0	0,1
<b>PIB zone euro</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>

1, Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

Sources : ISTAT, calculs de l'auteur, prévision OFCE avril 2018.

## A8. Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2017				2018				2019				2015	2016	2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>PIB</b>	0,8	0,9	0,7	0,7	0,6	0,6	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	3,4	3,3	3,1	2,6	1,9
<b>PIB par habitant</b>	0,7	0,8	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6	0,5	0,4	0,3	0,2	0,2	3,5	3,2	2,8	2,3	1,7
<b>Consommation des ménages</b>	0,4	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,8	0,6	0,4	0,4	0,3	0,3	3,0	3,0	2,4	2,3	1,9
<b>Consommation publique</b>	1,1	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	2,1	0,8	1,6	1,5	1,0
<b>FBCF totale<sup>1</sup> dont :</b>	2,8	0,6	1,4	0,7	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,5	0,2	0,2	6,5	3,3	5,0	3,7	2,5
Productive	2,2	0,2	1,6	0,1	0,7	0,7	0,6	0,6	0,4	0,0	-0,3	-0,3	9,3	3,0	3,9	2,6	1,1
Logement	4,3	1,7	0,8	2,4	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	-1,0	4,4	8,3	6,8	6,6
<b>Exportations de biens et services</b>	2,4	1,0	0,6	0,3	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	4,2	4,8	5,0	2,4	2,6
<b>Importations de biens et services</b>	3,7	0,5	1,0	0,0	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	5,9	2,7	4,7	2,1	2,4
<b>Contributions :</b>																	
Demande intérieure hors stocks	1,0	0,7	0,8	0,5	0,5	0,5	0,7	0,6	0,4	0,4	0,2	0,2	3,4	2,5	2,7	2,3	1,8
Variations de stocks	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0
Commerce extérieur	-0,2	0,2	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,7	0,3	0,2	0,2
<b>Prix à la consommation (IPCH)<sup>2</sup></b>	2,7	2,1	1,8	1,6	0,9	1,7	1,8	1,1	0,9	1,0	1,2	1,3	-0,6	-0,3	2,0	1,0	1,1
<b>Taux de chômage</b>	18,8	17,2	16,4	16,5	16,2	15,9	15,5	15,1	14,9	14,7	14,4	14,2	22,1	19,6	17,2	15,7	14,5
<b>Solde courant, en % de PIB</b>													1,1	1,9	1,7	1,4	1,8
<b>Solde public, en % de PIB</b>													-5,3	-4,5	-3,1	-2,3	-1,5
<b>Dettes publiques, en % de PIB</b>													100,0	100,6	99,7	99,0	98,9
<b>Impulsion budgétaire, en points de PIB</b>													-0,4	-0,2	-0,1	0,0	-0,1
<b>PIB zone euro</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>

1. Les comptes trimestriels espagnols ne permettent pas d'isoler l'investissement public.

2. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

Sources : INE, prévision OFCE avril 2018

## A9. Royaume-Uni : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente (sauf mention contraire), en %

	2017				2018				2019				2015	2016	2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>PIB</b>	0,3	0,2	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	2,3	1,9	1,8	1,4	1,4
<b>PIB par habitant</b>	0,2	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	1,6	1,1	1,2	0,8	0,7
<b>Consommation des ménages <sup>1</sup></b>	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	2,6	2,9	1,7	1,0	1,0
<b>Consommation publique</b>	-0,1	0,3	-0,1	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,6	0,8	0,1	1,1	0,9
<b>FBCF totale <sup>2</sup> dont :</b>	0,7	1,7	0,5	1,1	-0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	2,8	1,8	4,0	1,9	1,7
<b>Productive privée</b>	0,3	1,2	0,8	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	3,7	-0,5	2,4	1,6	1,4
<b>Logement</b>	5,8	-4,2	2,2	0,6	0,9	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	4,9	7,6	7,6	2,4	2,3
<b>Administrations publiques</b>	-5,4	12,3	-2,6	4,2	-2,8	0,0	0,4	0,4	0,5	0,6	0,8	0,9	-2,6	1,3	4,0	2,1	2,1
<b>Exportations de biens et services</b>	-0,2	1,9	1,8	-0,9	1,5	1,1	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	5,0	2,3	5,7	3,8	3,8
<b>Importations de biens et services</b>	0,9	0,6	1,2	0,4	1,1	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	5,1	4,8	3,2	3,2	2,8
<b>Contributions :</b>																	
<b>Demande intérieure hors stocks</b>	0,3	0,5	0,3	0,4	0,2	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	2,2	2,4	1,8	1,2	1,1
<b>Variations de stocks</b>	0,3	-0,6	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	-0,6	0,1	0,0
<b>Commerce extérieur</b>	-0,3	0,3	0,2	-0,4	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,8	0,6	0,1	0,2
<b>Prix à la consommation (IPCH) <sup>3</sup></b>	2,2	2,8	2,8	3,1	2,9	2,7	2,6	2,5	2,5	2,4	2,3	2,2	0,1	0,6	2,7	2,7	2,4
<b>Taux de chômage <sup>4</sup></b>	4,6	4,4	4,3	4,4	4,4	4,5	4,5	4,6	4,7	4,7	4,8	4,9	5,4	4,9	4,4	4,5	4,8
<b>Solde courant, en % du PIB</b>	-4,5		-3,7		-3,6		-3,5		-3,5		-3,5		-5,2	-5,8	-4,1	-3,5	-3,5
<b>Solde public <sup>5</sup>, en % du PIB</b>													-4,3	-3,0	-1,9	-1,7	-1,6
<b>Dette publique, en % du PIB</b>													88,2	88,2	87,6	87,5	87,9
<b>Impulsion budgétaire, en points de PIB</b>													-0,4	-1,1	-1,0	-0,3	-0,3
<b>PIB zone euro</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>

1. Y compris ISBLSM. 2. Y compris acquisitions moins cessions d'objets de valeur. 3. Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle. 4. Au sens du BIT. 5. Au sens de Maastricht, selon la comptabilisation de l'ONS.

Sources : ONS (Quarterly National Accounts, Quarter 2 2018, 20 mars 2018), prévision OFCE avril 2018.

## A10. Amérique latine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2015	2016	2017	2018	2019
<b>PIB</b>	0,3	-0,3	1,8	2,3	2,8
<b>Argentine</b>	2,7	-1,8	2,9	3,4	3,2
<b>Brésil</b>	-3,5	-3,5	1,0	1,8	3,1
<b>Mexique</b>	3,3	2,7	2,3	2,1	2,0
<b>Importations</b>	-4,8	-5,1	6,3	5,3	3,9
<b>Exportations</b>	-1,1	0,8	4,9	1,6	3,0
<b>Demande adressée</b>	0,9	-0,6	5,8	4,7	4,2

Sources : FMI, calculs et prévision OFCE avril 2018.

## A11. Asie : résumé des prévisions de PIB

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2016	2017	2018	2019
<b>Corée du Sud</b>	6,8	2,8	3,1	2,9	2,8
<b>Asie en développement rapide</b>	20,3	3,9	4,5	4,4	4,2
<b>Taiwan</b>	3,9	1,4	2,9	2,5	2,1
<b>Hong Kong</b>	1,5	2,0	3,3	2,6	2,3
<b>Singapour</b>	0,9	2,4	3,6	3,2	2,8
<b>Thaïlande</b>	3,6	3,3	3,9	3,9	3,8
<b>Indonésie</b>	6,0	5,0	5,1	5,2	5,2
<b>Malaisie</b>	1,7	4,2	5,9	5,7	5,0
<b>Philippines</b>	2,6	6,9	6,7	6,4	6,4
<b>Chine</b>	48,5	6,7	6,9	6,7	6,5
<b>Inde</b>	24,4	7,9	6,4	7,2	7,5
<b>Asie hors Chine</b>	51,5	5,6	5,2	5,5	5,6
<b>Total</b>	100,0	6,2	6,0	6,1	6,0

Sources : CEIC, calculs et prévision OFCE avril 2018.

## A12. Nouveaux États membres de l'Union

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2016	2017	2018	2019
<b>Pologne</b>	45	2,9	4,6	3,9	3,2
<b>Roumanie</b>	18	4,8	6,8	4,4	3,6
<b>République Tchèque</b>	15	2,5	4,5	3,3	3,2
<b>Hongrie</b>	12	2,1	4,2	3,7	3,1
<b>Bulgarie</b>	6	3,9	3,7	3,6	3,3
<b>Croatie</b>	4	2,9	3,1	2,7	2,7
<b>NEM-6</b>	<b>100,0</b>	<b>3,2</b>	<b>4,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>

Sources : Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE avril 2018.



# FRANCE : RETOUR À MEILLEURE FORTUNE

## PERSPECTIVES 2018-2019 POUR L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

Département analyse  
et prévision  
Sous la direction d'Éric Heyer  
et de Xavier Timbeau

Si l'écart de production (output gap) a continué à se réduire en 2017, il reste néanmoins négatif (-1,9 point de PIB selon notre évaluation). Avec une croissance attendue de 2 % en 2018 et 2,1 % 2019, l'économie française se rapprocherait de sa production potentielle (dont le taux de croissance est de 1,2 %) d'ici à la fin de l'année 2019.

Le choix du gouvernement de conduire une politique de consolidation budgétaire modérée sur la première moitié du quinquennat ne remettrait pas en cause la reprise en marche, d'autant plus que l'activité bénéficie des mesures économiques passées (CICE, Pacte de responsabilité). En revanche, le profil trimestriel de la croissance du PIB de 2018 sera marqué par le calendrier des mesures fiscales qui va affecter le pouvoir d'achat (négativement en début d'année et positivement en fin d'année) et donc la trajectoire de la consommation des ménages.

L'investissement resterait robuste en 2018 et en 2019, soutenu par celui des entreprises, et fait nouveau, par celui des administrations publiques qui bénéficieraient du déploiement progressif du Grand Plan d'Investissement. En revanche, l'investissement des ménages ralentirait comme l'indique le retournement des enquêtes. Et, à l'instar de 2017, le commerce extérieur ne serait plus un frein à la croissance en 2018 et en 2019.

Dans un contexte de croissance, les créations d'emplois, portées par le secteur marchand, resteraient dynamiques (194 000 en 2018 et 254 000 en 2019 après 271 000 en 2017), ce qui permettrait au taux de chômage en France métropolitaine d'être réduit à 8,4 % fin 2018 et de terminer l'année 2019 à 7,9 %. La réduction du déficit public sera lente (2,4 % en 2018 et 2,5 % en 2019 après 2,6 % en 2017), mais cette relative stabilité masque une amélioration plus significative du solde public qui atteindrait 1,6 % en 2019 hors mesure ponctuelle liée à la transformation du CICE en baisses de cotisations sociales.

\* Cette prévision a été réalisée à l'aide du modèle trimestriel de l'économie française, *e-mod.fr*, par une équipe dirigée par Mathieu Plane, composée de Bruno Ducoudré, Pierre Madec, Hervé Péléraux et Raul Sampognaro. La prévision tient compte des informations disponibles à la fin mars 2018 et intègre les comptes nationaux trimestriels du quatrième trimestre 2017.

## Perspectives 2018-2019 pour l'économie française

<b>1. Synthèse du scénario France</b> . . . . .	<b>173</b>
<b>2. L'économie française a redémarré en 2017</b> . . . . .	<b>177</b>
... et les cicatrices de la crise s'effacent peu à peu . . . . .	178
Offre ou demande, quelles limites à la croissance ? . . . . .	181
Des tensions insoutenables ? . . . . .	185
Des recrutements plus difficiles . . . . .	190
La reprise manquée de 2015 et 2016 . . . . .	194
Les fondements de la croissance intacts. . . . .	200
Hoquets trimestriels . . . . .	202
<b>3. Un scénario de croissance trimestrielle assujetti au calendrier fiscal</b> .	<b>207</b>
<b>4. L'investissement des entreprises resterait dynamique en 2018 et 2019</b> .....	<b>216</b>
...et le commerce extérieur ne serait plus un frein à la croissance . . . .	220
<b>5. Emploi : croissance malgré les tensions</b> . . . . .	<b>223</b>
Secteur marchand : retour à la dynamique d'avant-crise . . . . .	225
Où en est le cycle de productivité ? . . . . .	227
Les effets des mesures de baisse du coût du travail s'estompent . . . . .	230
La baisse des contrats aidés se poursuit . . . . .	232
Chômage : stabilité attendue à court terme . . . . .	241
<b>6. Avec la poursuite de la reprise, la dette publique entamera sa baisse</b> . . . . .	<b>245</b>
2017 : et le déficit passa sous la barre des 3 % . . . . .	247
2018 : l'année de la baisse de la fiscalité du capital et des entreprises .	249
... et en même temps la maîtrise de la dépense publique . . . . .	251
2019 : l'année du rééquilibrage en faveur des ménages . . . . .	253
La politique budgétaire ne pèsera pas sur la croissance à horizon 2019	255
<b>7. Annexe tableaux</b> . . . . .	<b>262</b>

## 1. Synthèse du scénario France

---

Après cinq années de croissance atone (0,8 % en moyenne sur la période 2012-16), la reprise s'est enfin matérialisée en 2017 avec une hausse du PIB de 2 %. Certains facteurs négatifs qui ont marqué 2016 (chute de la production agricole, impact des attentats sur le tourisme, ...), et qui ont participé à la mauvaise performance du commerce extérieur (contribution de -0,8 point de PIB), se sont estompés, permettant à l'économie française de profiter pleinement du redressement de sa demande intérieure.

Si l'écart de production (*output gap*) a continué à se réduire en 2017, il reste néanmoins négatif (-1,9 point de PIB selon notre évaluation). Avec une croissance attendue de 2 % en 2018 et 2,1 % 2019, l'économie française se rapprocherait de sa production potentielle (dont le taux de croissance est de 1,2 %) d'ici à la fin de l'année 2019. Des tensions, signalées par les enquêtes de conjoncture, apparaissent mais ne se traduisent pas par une accélération des salaires au-delà de celle de la productivité, signe que l'économie française ne bute pas sur ses capacités de production. Si l'accélération de l'emploi a pu entraîner des difficultés de recrutement dans certains secteurs ou entreprises, l'absence de tensions inflationnistes révèle bien que le taux de chômage n'a pas atteint son niveau structurel.

Le choix du gouvernement de conduire une politique de consolidation budgétaire modérée sur la première moitié du quinquennat (0,2 point de PIB d'effort structurel sur 2018-2019) ne remettrait pas en cause la reprise en marche, d'autant plus que l'activité bénéficie des mesures économiques passées (CICE, Pacte de responsabilité). Les décisions de politique économique contemporaines et passées, et dont les effets sont différés, auront un impact positif sur la croissance en 2018 et 2019 (respectivement +0,1 et +0,2 point de PIB).

En revanche, le profil trimestriel de la croissance du PIB de 2018 sera marqué par le calendrier des mesures fiscales qui va affecter le pouvoir d'achat et donc la trajectoire de la consommation des ménages. Le premier trimestre sera marqué par une contraction du pouvoir d'achat des ménages (-0,2 %) en raison de la hausse de la fiscalité indirecte et

de la CSG. En revanche, le pouvoir d'achat des ménages devrait s'accroître au cours des trimestres suivants avec une forte accélération en fin d'année sous l'impulsion de la baisse de la taxe d'habitation et de la seconde tranche de baisse de cotisations sociales. Ainsi, la dynamique de consommation, faible au premier semestre et forte au second, conduira à une accélération de la croissance tout au long de l'année, de 0,3 % au premier trimestre à 0,7 % en fin d'année. En 2019, sous l'effet de l'amélioration du marché du travail et de la montée en charge des mesures fiscales de soutien au pouvoir d'achat des ménages, dont notamment le deuxième tiers de baisse de la taxe d'habitation pour une partie des ménages, ce dernier augmenterait de 2,4 % (après 1,6 % en 2018) dynamisant la consommation sur l'ensemble de l'année (2,2 % en 2019 après 1,5 % en 2018), et ce malgré une nouvelle hausse de la fiscalité indirecte.

La croissance de l'investissement des entreprises resterait robuste en 2018 et en 2019, soutenue par l'amélioration continue du taux de profit, un coût du capital toujours bas et une demande dynamique qui maintient le taux d'utilisation des capacités de production élevé. Après plusieurs années de contraction, l'investissement des administrations publiques repartirait à la hausse en 2018 et 2019, avec le déploiement progressif du Grand Plan d'Investissement et l'objectif de préserver l'investissement des collectivités locales. L'investissement des ménages ralentirait, comme l'indique le retournement des enquêtes sur les demandes de logement et des perspectives de mises en chantier, en lien probablement avec la réduction des moyens budgétaires alloués au logement et avec l'attentisme sur le marché de la construction à la suite des discussions à attendre autour du projet de loi ELAN.

Après une année 2016 marquée par les mauvais résultats du commerce extérieur, en raison notamment d'événements exceptionnels, l'année 2017 a vu la reprise des exportations (de 1,1 % en glissement annuel en début d'année à 5,5 % en fin d'année, rythme qui n'avait plus été atteint depuis sept ans). Les parts de marché, soutenues par les niveaux records des marges des exportateurs et la vigueur de l'investissement productif, prolongeront le regain des exportations, comme le laisse penser l'orientation favorable des enquêtes. Au sein d'un environnement économique porteur en zone euro, avec une demande adressée à la France dynamique, le commerce extérieur ne serait plus un frein à la croissance en 2018 et en 2019.

Avec une croissance robuste en 2018 et en 2019, les créations d'emplois, portées par le secteur marchand, resteraient dynamiques

(194 000 en 2018 et 254 000 en 2019 après 271 000 en 2017), ce qui permettrait au taux de chômage en France métropolitaine d'être réduit à 8,4 % fin 2018 et de terminer l'année 2019 à 7,9 % (contre 8,6 % au quatrième trimestre 2017). En revanche, la réduction des effectifs dans le secteur non marchand associée à la forte baisse du nombre des nouveaux contrats aidés en 2018 (de 300 000 à 120 000) pèserait sur la vitesse de réduction du chômage malgré la montée en charge du Plan formation et de la Garantie jeunes.

La réduction du déficit public sera lente (2,4 % en 2018 et 2,5 % en 2019 après 2,6 % en 2017), mais cette faible amélioration masque une amélioration plus significative du solde public, qui atteindrait 1,6 % en 2019 hors mesure ponctuelle liée à la transformation du CICE en baisses de cotisations sociales. La réduction du déficit serait suffisante pour assurer la sortie du bras correctif du Pacte de stabilité et la dette publique entamera sa décrue (de 97 % du PIB en 2017 à 95,4 % en 2019), facilitée par la reprise économique.

En dehors des risques de retournement brutal des marchés financiers, notre prévision de court terme reste sujette à des aléas internes. Tout d'abord, une croissance plus dynamique de la consommation par rapport à notre scénario central n'est pas à écarter. En effet, une baisse du taux d'épargne non inscrite dans notre scénario pourrait survenir, tirée par la réduction de l'épargne de précaution liée à la baisse du chômage. Un autre aléa positif pourrait être un enrichissement supplémentaire de la croissance en emplois, les évolutions de la productivité que nous avons inscrites en prévision étant relativement dynamiques vis-à-vis de celles de la productivité tendancielle (pour plus de détails, voir la partie « marché du travail »). Enfin, nous ne pouvons pas écarter une nouvelle bonne surprise du côté des recettes fiscales, comme en 2017, avec une élasticité au PIB supérieure à l'unité, phénomène particulièrement visible en bas de cycle – *i.e.* *output gap* négatif – et en période de reprise – *i.e.* croissance effective supérieure à la croissance potentielle (pour plus de détails, voir la partie sur les finances publiques).

Du côté des aléas baissiers, malgré le redressement récent du commerce extérieur, nous ne pouvons écarter un risque de nouvelle dégradation des parts de marché de la France, ce qui conduirait de nouveau à une contribution négative du commerce extérieur à la croissance malgré la hausse des marges des entreprises et la mise en place de réformes structurelles. Enfin, dans un climat social tendu, des grèves ou des blocages durables pourraient peser sur la trajectoire de croissance.

Tableau 1. Résumé de la prévision pour l'économie française

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>PIB</b>	0,7	0,6	0,5	0,7	0,3	0,4	0,5	0,7	0,5	0,5	0,5	0,6	1,1	2,0	2,0	2,1
<b>PIB par habitant</b>	0,6	0,5	0,4	0,6	0,2	0,3	0,4	0,6	0,4	0,4	0,4	0,5	0,7	1,5	1,6	1,7
<b>Consommation des ménages</b>	0,2	0,3	0,5	0,2	0,2	0,4	0,5	0,8	0,5	0,5	0,5	0,6	2,1	1,3	1,5	2,2
<b>Consommation publique</b>	0,3	0,5	0,6	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1,2	1,6	1,2	0,6
<b>FBCF totale dont :</b>	1,7	0,9	0,9	1,1	0,7	0,9	0,9	0,9	0,7	0,7	0,7	0,8	2,7	3,8	3,6	3,1
<i>Entreprises non financières</i>	2,4	1,0	1,1	1,5	0,8	1,1	0,9	1,1	0,7	0,7	0,8	0,9	3,4	4,4	4,3	3,5
<i>Ménages</i>	1,8	1,4	0,9	0,6	0,5	0,4	0,5	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	2,4	5,3	2,5	1,3
<i>Administrations publiques</i>	-0,6	0,1	-0,2	0,5	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	-0,1	-1,0	2,6	4,0
<b>Exportations de biens et services</b>	-0,7	2,2	1,0	2,5	0,6	0,4	0,8	1,0	1,0	0,8	0,9	1,0	1,9	3,3	4,6	3,6
<b>Importations de biens et services</b>	1,2	0,0	2,2	0,3	0,8	0,9	0,8	1,1	1,0	0,7	0,8	0,8	4,2	4,1	3,5	3,6
<b>Contributions :</b>																
<b>Demande intérieure hors stocks</b>	0,6	0,5	0,6	0,5	0,3	0,5	0,5	0,7	0,5	0,5	0,5	0,6	2,0	1,9	2,0	2,1
<b>Variations de stocks</b>	0,7	-0,5	0,3	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,4	-0,1	0,0
<b>Commerce extérieur</b>	-0,6	0,7	-0,4	0,7	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	-0,3	0,2	0,0
<b>Prix à la consommation (IPCH)*</b>	1,5	1,0	0,9	1,2	1,6	1,2	1,5	1,4	1,3	1,4	1,7	1,8	0,3	1,2	1,4	1,6
<b>Taux de chômage</b>	9,3	9,1	9,3	8,6	8,6	8,6	8,5	8,4	8,3	8,2	8,1	7,9	9,8	9,1	8,5	8,1
<b>Solde public, en % du PIB</b>													-3,4	-2,6	-2,4	-2,5
<b>Dette public, en % du PIB</b>													96,6	97,0	96,6	95,4
<b>Impulsion budgétaire, en points de PIB **</b>													0,0	0,2	0,0	-0,2
<b>PIB de la zone euro</b>	0,6	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5	1,8	2,5	2,3	1,9

\* Pour les trimestres, glissement annuel ; pour les années, moyenne annuelle.

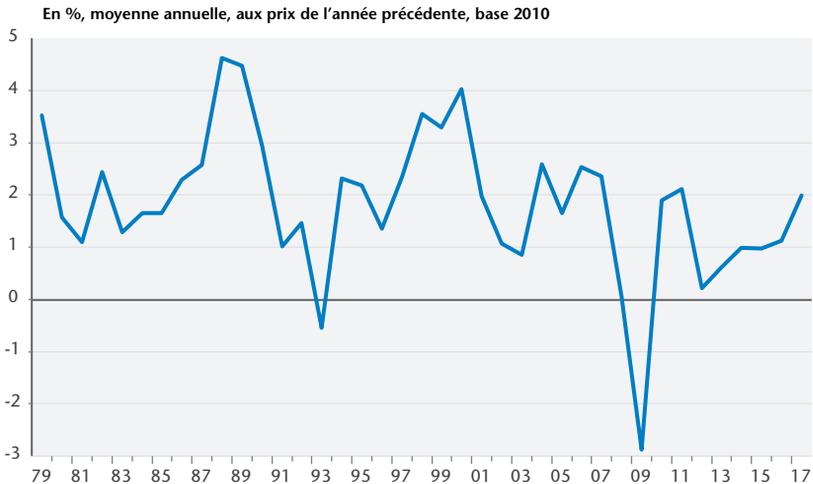
\*\* Mesurée comme l'inverse de l'effort budgétaire structurel.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévisions OFCE, e-mod.fr, 2018-2019, avril 2018.

## 2. L'économie française a redémarré en 2017...

Après cinq années de croissance faible, au taux moyen de 0,8 % par an entre 2012 et 2016, l'économie française a renoué avec un rythme d'expansion plus soutenu en 2017 : 2 % en moyenne annuelle et 2,5 % en glissement annuel. Mais ce regain d'activité en 2017, comparable au dernier pic cyclique de 2010-11, est modeste si on le compare aux données historiques enregistrées depuis le début des années 1980 (graphique 1) : la reprise des années 1980 a culminé à 4,5 % de croissance annuelle, celle des années 1990 entre 3,5 et 4 %, et celle des années 2000 à 2,5 %. Finalement, l'année 2017, vue à juste titre comme un excellent cru au regard de la trajectoire chaotique de l'économie française depuis 10 ans, affiche un niveau de croissance qui n'est pas celui d'un pic si l'on s'inscrit sur un horizon de 20 ou 30 ans.

Graphique 1. Taux de croissance du PIB de la France

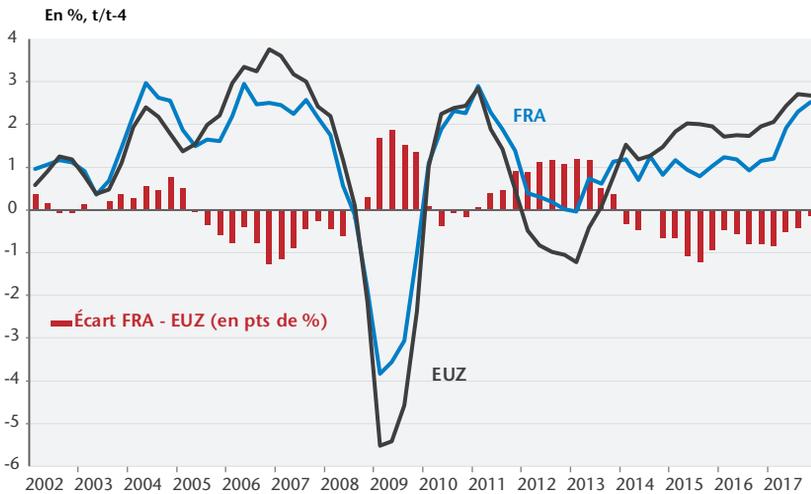


Source : INSEE.

Modeste pour une reprise, la croissance française a également été moindre que celle de la zone euro depuis 2014 (graphique 2). Mais symétriquement, la France avait enregistré auparavant des évolutions

moins défavorables que celles de la zone euro hors-France, entrée en récession au tournant de 2011 et de 2012 pendant six trimestres consécutifs, récession à laquelle l'économie française avait échappé : sur la phase de croissance démarrée en 2014 en zone euro, l'écart des niveaux de PIB entre la France et ses partenaires s'élève à -2,7 points en défaveur de l'Hexagone à la fin 2017, mais il reste supérieur de 1,5 point depuis début 2008, ce qui témoigne d'un comportement cyclique de l'économie française moins marqué que celui des autres économies de la zone euro. Tout au long de l'année 2017, la France a toutefois progressivement rattrapé une partie de son retard de croissance vis-à-vis de ses partenaires et fait presque jeu égal avec la zone euro sur l'ensemble de l'année, affichant une croissance en glissement annuel de 2,5 % contre 2,7 % pour la zone.

Graphique 2. Écart de croissance France/zone euro hors France



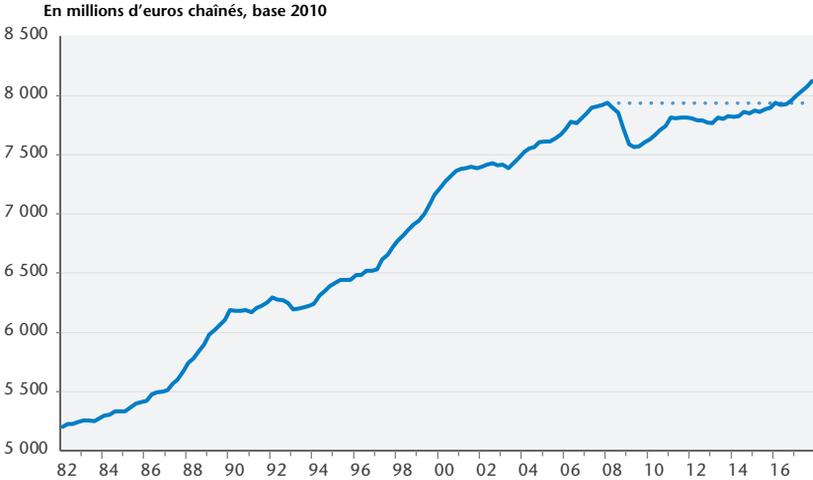
Sources : Eurostat, INSEE, calculs OFCE.

### ... et les cicatrices de la crise s'effacent peu à peu

Au quatrième trimestre 2017, le PIB par habitant a dépassé de 2,3 % le niveau qu'il avait atteint lors de son précédent pic au premier trimestre 2008. Ce résultat pourrait être vu comme l'effacement d'une décennie de crise. Pourtant, cet apparent retour à la normale implique une quasi-stagnation de la production par habitant durant 9 années, délai inhabituel pour rétablir le PIB par habitant à son niveau d'avant-crise (graphique 3). Et ce n'est que depuis le quatrième trimestre 2016,

à la faveur du redémarrage de l'économie française, que le PIB par habitant a dépassé son précédent sommet.

Graphique 3. PIB par habitant en France

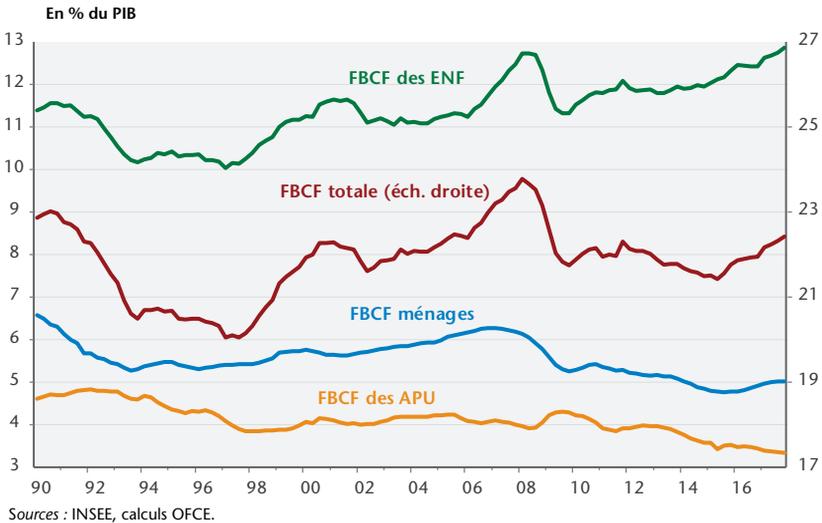


Sources : INSEE, calculs OFCE.

Les symptômes de la crise, qui ne se réduisent pas à l'analyse de la croissance agrégée seule, ont longtemps perduré mais ils montrent aussi des signes d'amélioration graduelle. L'investissement global qui, en proportion du PIB au quatrième trimestre 2017, se situe -1,4 point en dessous de son niveau de 2008, commence à combler son retard en ayant regagné 1 point depuis son point bas du deuxième trimestre 2015 (graphique 4). L'investissement des entreprises y a largement contribué, ce dernier ayant rattrapé son retard, stimulé à partir de la seconde moitié de 2015 par l'effet d'accélérateur, le suramortissement fiscal pour les investissements industriels, le bas niveau des taux d'intérêt et la nette amélioration des marges. Mais les chocs négatifs sur l'investissement des ménages et des administrations publiques n'ont pas été corrigés : le premier se situe encore -1,3 point de PIB sous son niveau de 2008 malgré son redressement, modeste, depuis le début de 2016, le second -1 point en dessous alors qu'aucun freinage de la baisse n'est encore visible.

Le marché du travail reste dégradé mais montre des signes d'amélioration. Le taux de chômage au sens du BIT se situe encore 1,7 point au-dessus de son point bas d'avant-crise (8,9 % au deuxième trimestre 2017, contre 7,2 % au premier trimestre 2008 pour la France

Graphique 4. Taux d'investissement par agent

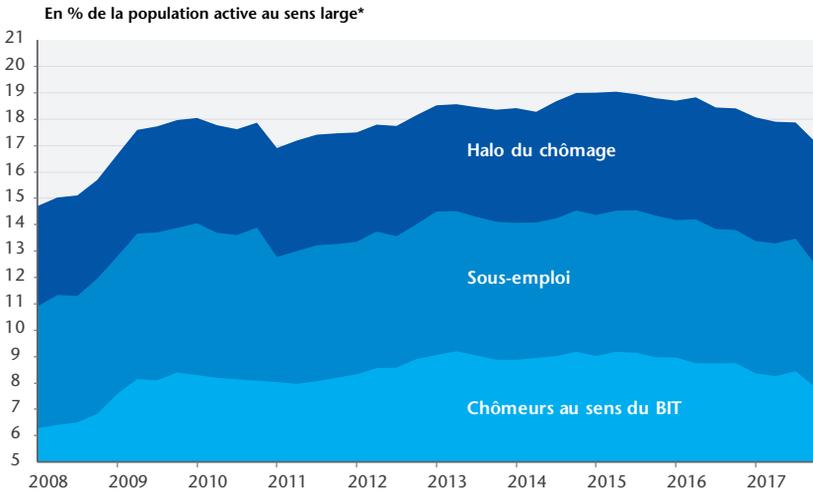


entière), mais son repli (-1,1 point) s'est accéléré en 2017 par rapport à 2016 (-0,2 point). Et après avoir atteint un point historiquement bas fin 2016, le taux d'emploi en CDI s'est redressé en 2017.

Les situations d'activité à temps partiel contraint ou de chômage partiel, que l'on peut assimiler à une forme de sous-emploi, reculent également (de -0,4 point en 2017 après -0,3 en 2016). En effet, l'accroissement des besoins en main-d'œuvre durant les phases de reprise est satisfait à la fois par les recrutements, mais aussi par l'allongement de la durée du travail des personnels en place. En revanche, la situation des actifs à la marge de l'emploi et composant le « halo du chômage », c'est-à-dire les personnes qui selon la définition stricte du chômage ne sont pas disponibles sous deux semaines pour reprendre un emploi ou qui, découragées, n'en recherchent pas activement, ne s'améliore guère avec une simple stabilisation des effectifs dans cette catégorie en 2017 (pour plus de détails, voire partie « marché du travail »). Au total, en intégrant l'ensemble de ces personnes fragilisées vis-à-vis de l'emploi, le taux de chômage au sens élargi s'élève à 17,1 % fin 2017, soit près de 2,4 points de plus qu'avant-crise, mais le recul de cette part en 2017 montre une amélioration avec le retour de la croissance (graphique 5).

Enfin, la situation des finances publiques, qui s'était profondément dégradée durant la crise avec des déficits de 7,2 % du PIB en 2009,

## Graphique 5. Chômage, halo et sous-emploi



\* : population active + halo du chômage

Sources : INSEE, calculs OFCE.

s'est aussi améliorée : à grands renforts de consolidation budgétaire entre 2011 et 2015, puis grâce au retour de la croissance en 2017, pour finalement ramener en 7 ans le déficit public à 2,6 % du PIB, sous le seuil de 3 % imposé par la partie corrective du Pacte de stabilité européen. Mais en atteignant 97 % du PIB la dette publique est plus élevée, en 2017, de 32,5 points par rapport à son niveau de 2007 (64,5 % du PIB), contraignant pour longtemps encore les marges de manœuvre de la politique budgétaire.

### Offre ou demande, quelles limites à la croissance ?

Deux thèses s'opposent pour rendre compte de la situation dégradée de l'économie française depuis près d'une décennie. Elles conditionnent la définition du sentier de croissance à l'horizon de la prévision – et même au-delà – après une année de reprise. Selon la première thèse, l'interruption de la trajectoire de croissance depuis 2008 proviendrait d'une insuffisance chronique de la demande, à la suite de l'excès d'endettement des agents privés ayant conduit à la crise des *subprime*, et publics pendant la crise de 2008/2009, qui empêcherait l'activité de rejoindre son potentiel : le gonflement des passifs privés contraint les agents à freiner leurs dépenses pour assainir leur situation patrimoniale. À ce processus, qui peut s'inscrire dans la

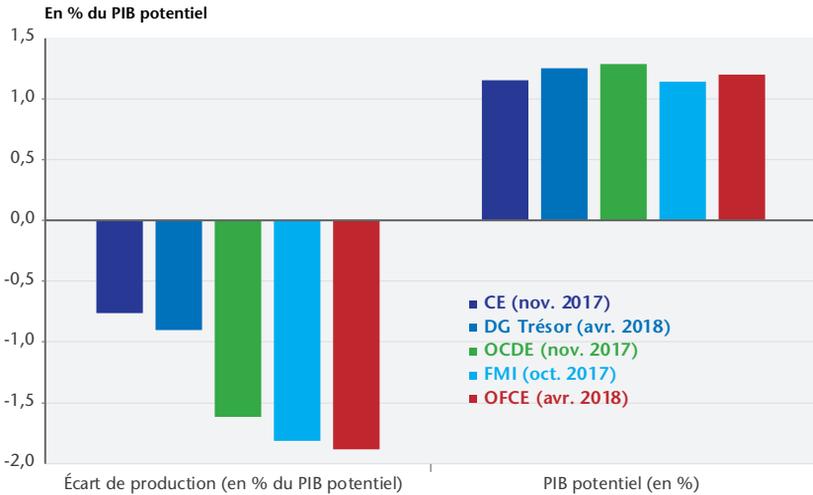
durée, est venu s'ajouter l'effet des politiques budgétaires restrictives mises en place à partir de 2011 dans la zone euro pour ramener les déficits publics dans des normes qui ne menaçaient plus la solvabilité des États ou pour être conforme aux règles européennes contraignant la politique budgétaire. Le regain de croissance dans la zone euro à partir de 2014 a d'ailleurs coïncidé avec un relâchement progressif de l'austérité budgétaire.

La seconde thèse conduit à penser que la cassure du sentier de croissance depuis 2008 pourrait aussi s'expliquer par l'affaiblissement du PIB potentiel, contrainte sur laquelle le PIB effectif viendrait dès lors buter plus rapidement que par le passé. Cet affaiblissement résulterait de l'ampleur et de la durée de la crise elle-même qui auraient affecté le niveau et/ou la croissance potentielle de l'économie sous l'effet des destructions de capacité de production (faillites d'entreprises et dépréciation accélérée du capital), du ralentissement de la diffusion du progrès technique pesant sur la productivité (faiblesse de l'investissement) et de la déqualification des chômeurs de longue durée (pour plus de détails, voir « un sentier de croissance de faible ampleur », partie internationale, ce numéro).

Probablement, la cassure de la trajectoire du PIB français entre 2008 et 2016 est-elle le résultat d'une combinaison de ces deux aspects. Le rôle de l'insuffisance de la demande est illustré par l'écart de production, ou *output gap*, mesurant l'écart entre le PIB effectif et le PIB potentiel, ce dernier représentant la production au plein emploi des facteurs de production sans tensions inflationnistes. Cet écart témoigne de l'ampleur de la sous-utilisation des ressources productives par rapport à une situation où les capacités de production seraient pleinement utilisées sans donner lieu à une accélération non soutenable des salaires. L'estimation du niveau et de la croissance du PIB potentiel, qui ne sont pas des grandeurs économiques observables, ne fait pas consensus parmi les économistes, certains penchant pour un ralentissement prononcé du potentiel, d'autres pour une rupture à la baisse de son niveau, d'autres encore, dans le cas le plus défavorable, pour une combinaison des deux. Malgré ces divergences, toutes les grandes institutions (FMI, OCDE, Commission européenne, Direction du Trésor, OFCE), sont unanimes pour considérer que l'*output gap*, est encore négatif fin 2017, ce qui étaye l'idée que l'insuffisance de la demande est bien un des éléments d'explication de la faible croissance observée depuis près de 10 ans (graphique 6). Nos estimations de l'écart de

production pour 2017 sont voisines de celles du FMI, celles de la Commission européenne les plus resserrées, avec un *output gap* de 0,7 point de PIB potentiel après l'OCDE et la DG Trésor. Par contre, les estimations du taux de croissance potentiel divergent moins entre les instituts, comprises entre 1,1 et 1,3 % (1,2 % pour l'OFCE).

**Graphique 6. Écart de production et croissance potentielle en 2017**



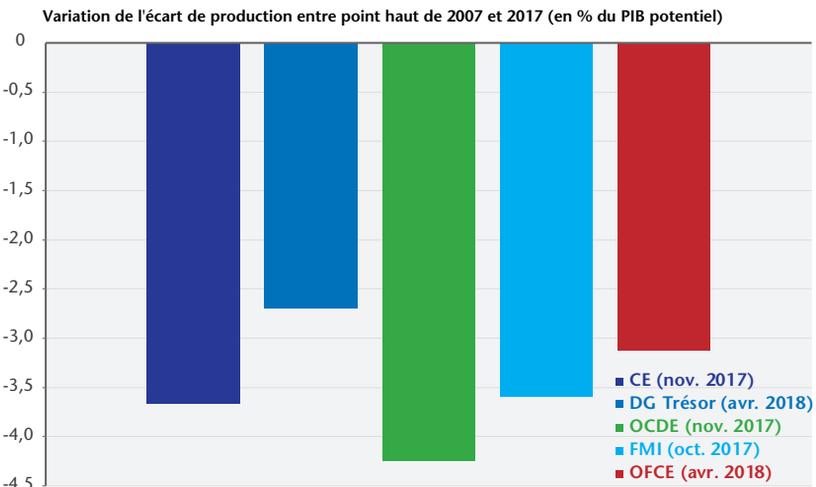
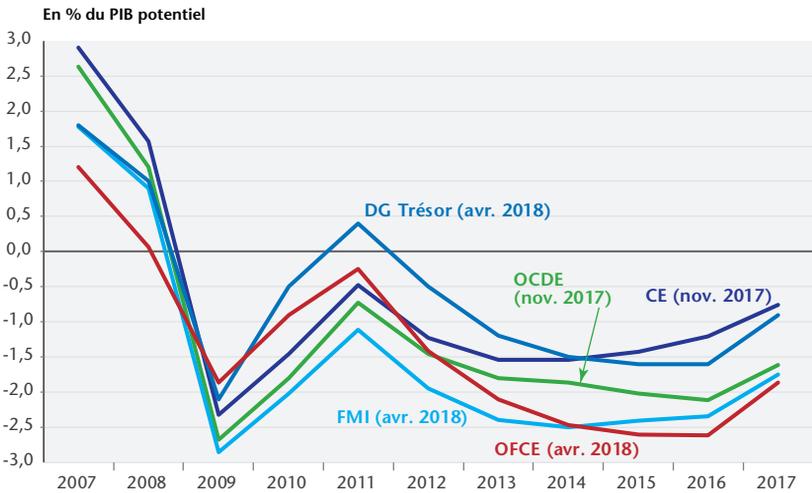
Sources : CE, DG Trésor, FMI, OCDE, OFCE.

De ces évaluations découle une partie de la quantification du scénario de croissance pour 2018 et 2019. Si l'écart de production était comblé en deux ans, une moitié en 2018, l'autre moitié en 2019, la croissance annuelle serait, en dehors de tout choc, égale à la moitié du rattrapage augmenté de la croissance potentielle, soit un intervalle de prévision compris entre 2,2 % pour l'OFCE et 1,6 % pour la Commission européenne.

Cependant la trajectoire cyclique de l'économie ne fait pas du PIB potentiel une barrière infranchissable puisqu'il peut être franchi périodiquement dans le cycle à la baisse (situation depuis 2009) comme à la hausse (situation de 2007-2008 avant crise). D'ailleurs, si l'on prend comme référence, pour évaluer les marges de croissance, non plus le PIB potentiel évalué par les différents instituts, mais l'écart de production estimé en 2007 avant le déclenchement de la crise, les marges de croissance apparaissent alors beaucoup plus élevées.

De fait, les évaluations de l'écart de production selon les différents instituts étaient largement positives en 2007, l'écart estimé étant le plus important pour la Commission européenne à près de 3 % du PIB potentiel, le plus faible à 1,1 % pour l'OFCE (graphique 7). En comparant l'écart de production d'aujourd'hui à celui de 2007, les marges de manœuvre apparaissent alors bien plus élevées et plus homogènes, toutes approchant ou dépassant 3 %.

Graphique 7. Écart de production depuis 2007



Sources : CE, DG Trésor, FMI, OCDE, OFCE.

La réalisation de ces perspectives, beaucoup plus favorables, suppose d'identifier les conditions dans lesquelles elles pourraient apparaître. La formation d'un écart de production positif impliquerait que des chocs positifs poussent au dépassement de la frontière du PIB potentiel, qui devrait se traduire par des tensions inflationnistes non soutenables. La composante spontanée de la croissance ne peut amener, à elle seule, le PIB au-dessus du PIB potentiel, son rôle étant celui d'une force de rappel conduisant à la fermeture de l'écart de production.

Notre scénario de croissance pour 2018 et 2019 est donc celui d'une annulation progressive de l'écart de production négatif en deux ans poussée en partie par la croissance spontanée de l'économie en bas de cycle à hauteur d'un demi-point de PIB par année. Une fois le PIB effectif revenu à son niveau potentiel fin 2019, ou du moins très proche (-0,2 point de PIB) conformément à notre scénario, l'économie ne pourra croître plus vite que son potentiel sans chocs positifs. Or, pour l'instant, de tels chocs ne sont pas identifiés à cet horizon. La croissance devrait donc ralentir pour s'établir à son rythme potentiel, qui se redresserait progressivement, de 1,2 % en 2018/2019 à 1,3/1,4 % en 2020/2022, sous l'effet des politiques de formation et de la hausse marquée de l'investissement productif.

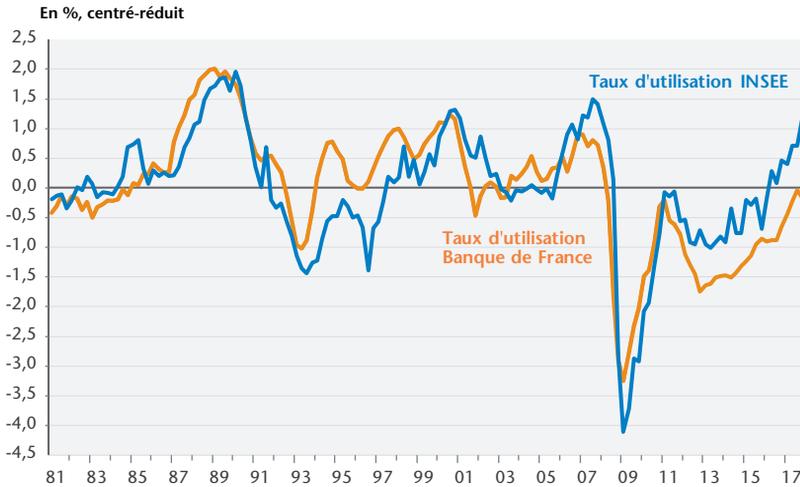
## Des tensions insoutenables ?

La réanimation de l'activité depuis la fin 2016 a fait réapparaître des tensions dans l'économie française qui transparaissent à l'analyse des données d'enquêtes dans les branches de production.

L'indicateur phare des tensions, le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie, s'est vivement redressé depuis la première moitié de 2015. Cependant, le diagnostic posé par l'examen de cet indicateur sur la situation des tensions diffère selon la source (graphique 8). D'après la mesure de l'INSEE, le taux d'utilisation se situe nettement au-dessus de sa moyenne de longue période et a presque rejoint ses plus hauts historiques, témoignant d'une situation où les marges de manœuvre pour accroître la production industrielle avec les ressources en facteurs disponibles au sein des entreprises sont très faibles. D'un autre côté, le taux d'utilisation mesuré par la Banque de France a juste rejoint sa moyenne de longue période et se situe encore nettement en dessous de ses pics conjoncturels précédents, lais-

sant penser que le niveau de tensions est nettement moindre que celui mesuré par l'INSEE. Face à l'incertitude de la mesure, on se gardera donc de conclure hâtivement à l'insuffisance de capacité de production dans l'industrie.

**Graphique 8. Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie**



Sources : Banque de France, INSEE.

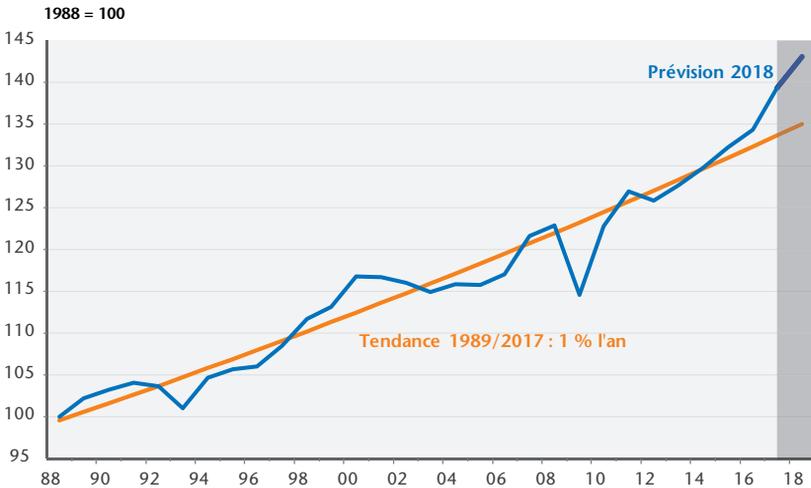
D'autant que face à l'amenuisement des marges de production inutilisées dans l'industrie, les entreprises disposent de modes d'ajustement des services du capital pour répondre à la croissance de la production :

- à la marge extensive en premier lieu, par le recours à l'investissement d'extension des capacités de production qui accroît le stock de capital disponible pour répondre à la demande. Nos prévisions de croissance de l'investissement, voisines en 2018 de celle de 2017, avec des hausses supérieures à 4 %, vont dans ce sens ;
- à la marge intensive en second lieu, par l'accentuation du degré d'utilisation du capital, en particulier par l'augmentation de la durée d'utilisation des équipements (DUE) qui permet, à stock d'équipements donné, d'accroître la production<sup>1</sup>.

1. Voir par exemple Heyer É., Péléraux H., « Reprise sous tension ? », *Lettre de l'OFCE*, n° 175, mai 1998.

Selon l'enquête réalisée par la Banque de France en septembre de chaque année sur ce thème, la DUE s'est accrue de 3,7 % en 2017 et les industriels interrogés prévoient une nouvelle hausse en 2018, 2,7 % (graphique 9). De fait, au-delà de son évolution tendancielle, la DUE suit une trajectoire cyclique qui s'inscrit dans celle de l'activité avec un recul lors de la récession de 1993, une élévation continue pendant 4 années entre 1997 et 2000 lors de la grande phase de croissance des années 2000, puis un repli pendant la crise de la première moitié des années 2000 suivi d'une remontée lors de la période de croissance antérieure à la grande récession. La récession de 2008/2009 a fait plonger la DUE de près de 7 % et la reprise de 2010/2011 l'a ramenée sur sa tendance de long terme. Enfin, conformément à sa trajectoire cyclique, la durée d'utilisation a brusquement accéléré en 2017 par rapport à sa hausse ralentie durant la période de croissance atone entre 2012 et 2016. Et la hausse prévue par les entreprises pour 2018 montre que ce mode d'ajustement de la capacité de production n'est pas encore épuisé face à la saturation progressive du capital en place.

Graphique 9. Durée d'utilisation des équipements dans l'industrie



Sources : Banque de France, calculs OFCE.

Les modalités d'obtention de la hausse de la DUE durant la reprise s'appuient sur deux leviers, la hausse de la durée du travail et le changement des modes d'organisation de la production. Les réorganisations de la production consistent à intensifier le recours au travail posté en ajoutant des équipes successives supplémentaires sur les équipements

existant. Selon l'enquête de la Banque de France, la hausse de la durée d'utilisation des équipements a été obtenue en 2017 en recourant à ces deux leviers.

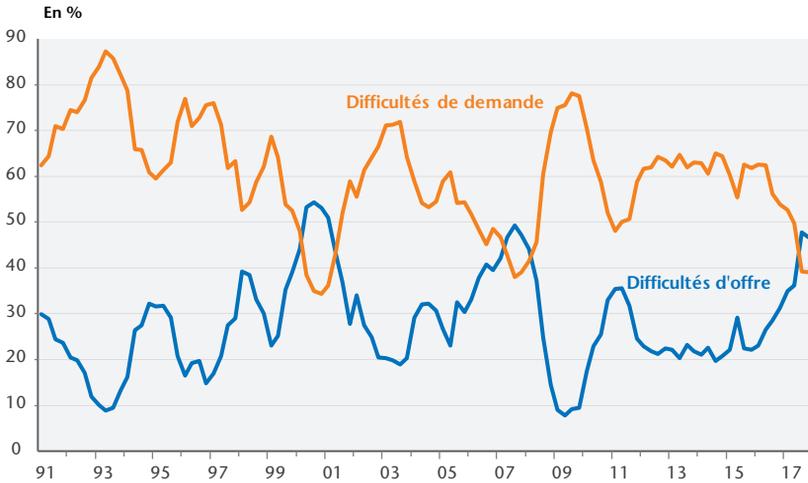
Ainsi, durant les phases de reprise de l'activité, la hausse des tensions va de pair avec celle de l'investissement et du degré d'utilisation du capital, ces derniers étant une réponse à l'accentuation des premières.

Les autres indicateurs de tension dans l'industrie, mesurés par l'INSEE, confirment les signaux envoyés par le taux d'utilisation. Les goulots de production, c'est-à-dire le pourcentage d'entreprises déclarant ne pouvant produire davantage, ont rejoint leurs pics historiques à la fin 2017. En outre, le pourcentage d'entreprises dans l'industrie déclarant des difficultés d'offre a dépassé celui des entreprises déclarant des difficultés de demande, ce qui n'est arrivé qu'à trois reprises depuis 1991, au moment des pics cycliques de 2000 et de 2007 (graphique 10). On ne saurait toutefois voir dans ce type de configuration la cause des retournements conjoncturels : que davantage d'entreprises industrielles ressentent des difficultés d'offre avec la croissance et la montée des tensions qu'elle induit montre la cohérence de l'information statistique, mais les retournements à la baisse de l'économie française observés alors sont dus à l'éclatement de la bulle internet en 2000 et à la crise financière de 2007/2008, pas à l'existence de tensions en elles-mêmes auxquelles les entreprises peuvent faire face à court terme.

Pour des raisons conceptuelles, l'information statistique sur l'utilisation de l'appareil productif est plus développée pour l'industrie, la notion de capacité de production étant plus facilement appréhendée pour ce secteur que pour celui des services où elle est plus diffuse. Or, l'industrie ne représente plus qu'une part minoritaire de la valeur ajoutée marchande (18 %), celle des services marchands étant prépondérante (près des  $\frac{3}{4}$  du total). Appréhender les tensions par le prisme de leur mesure dans l'industrie peut ainsi conduire à transposer à l'ensemble de l'économie des difficultés qui ne seraient que sectorielles.

De fait, la mesure large de la productivité du capital de l'ensemble des entreprises du secteur marchand fournit l'image de tensions plus atténuées dans l'ensemble de l'économie que pour le seul secteur industriel. Exprimée en écart à sa tendance, la productivité du capital fixe des entreprises non financières, mesurée à partir des comptes nationaux comme la valeur ajoutée marchande rapportée aux actifs fixes des entreprises, demeure à des niveaux bien inférieurs à ceux de

**Graphique 10. Entreprises déclarant des difficultés d'offre et celles déclarant des difficultés de demande dans l'industrie**

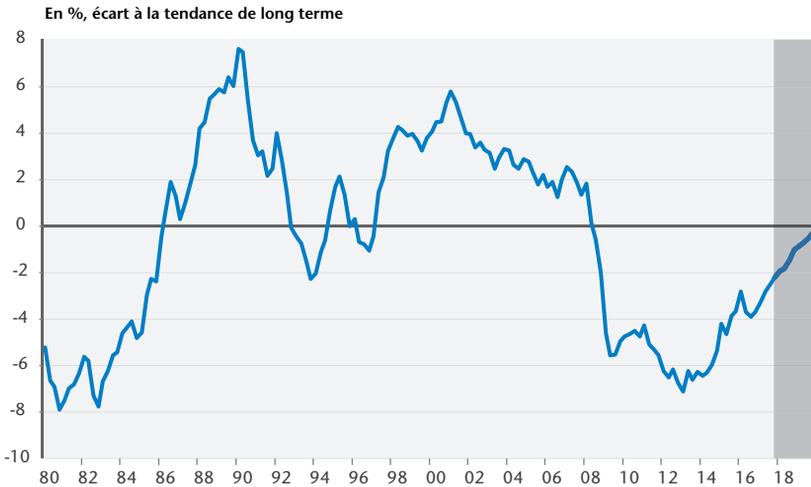


Source : INSEE.

ses pics cycliques antérieurs, ce qui montre que l'économie française ne souffre pas à l'heure actuelle d'une insuffisance de capacités de production au regard de la valeur ajoutée (graphique 11). Si le ratio valeur ajoutée / capital (par rapport à sa moyenne de long terme) se redresse depuis début 2014, après une lourde chute durant la crise de 2008-2009, il n'est pas encore revenu à sa tendance de long terme. Selon notre évaluation il serait encore 2,2 % en-dessous de son niveau de long terme, montrant l'absence de tensions sur l'appareil productif et l'existence de capacités de production sous-employées dans les entreprises non financières (ENF). Une dépréciation accélérée du capital depuis 2008, avec les nombreuses faillites d'entreprises durant la crise, pourrait modifier ce diagnostic. Elle n'est cependant pas inscrite dans les comptes de patrimoine publiés par l'Insee.

Avec notre prévision de croissance de l'investissement des ENF pour 2018 et 2019 (4,3 % en 2018 et 3,5 % en 2019), la productivité du capital reviendrait au voisinage de son niveau d'équilibre à la fin 2019, ce qui annulerait les marges de capital productif sous-utilisées. Des marges d'intensification de l'utilisation du capital disponible dans l'économie semblent donc mobilisables pour permettre une poursuite de la reprise en cours.

Graphique 11. Productivité du capital des entreprises non financières \*



\* Rapport entre la valeur ajoutée marchande en valeur et le stock de capital des entreprises du secteur marchand en valeur.

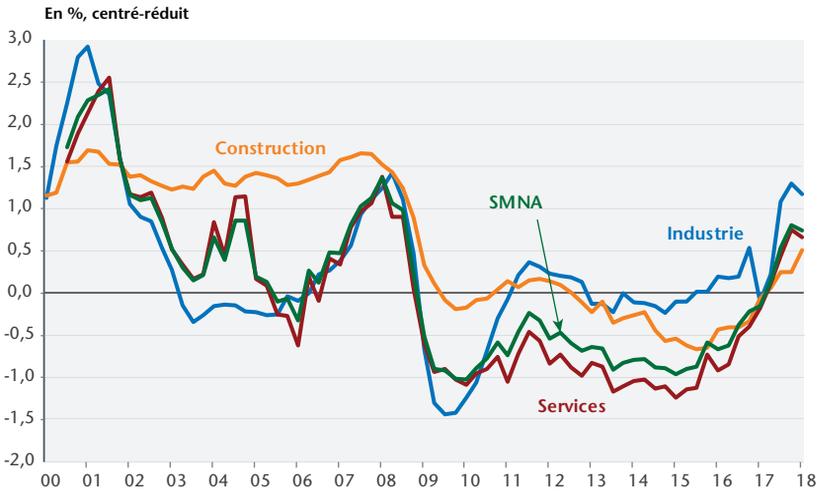
Sources : INSEE, calculs OFCE.

## Des recrutements plus difficiles

Un autre indicateur témoigne de l'apparition de tensions depuis plusieurs trimestres. Les difficultés de recrutement progressent et ont retrouvé leur niveau d'avant-crise dans l'industrie, ce qui produit à nouveau « un effet loupe » sur des problèmes sectoriels (graphique 12). Elles restent en-deçà de leur niveau de 2008 dans les services et la construction et encore très en-dessous de ceux de 2001, comme l'industrie d'ailleurs. Les difficultés de recrutement ne semblent donc pas avoir atteint un niveau tel qu'elles constitueraient un frein majeur à la poursuite des créations d'emploi.

Avec un niveau de chômage encore élevé, ces difficultés de recrutement déclarées semblent provenir de la vitesse de progression de l'emploi, qui dans l'industrie notamment a surpris les entreprises au moment où les carnets de commande se regarnissent après des années de contraction des effectifs. Les causes de ces difficultés de recrutement sont donc plus à chercher du côté de l'accélération des besoins d'emplois que des contraintes imposées par un manque de main-d'œuvre disponible ou qualifiée malgré un taux de chômage encore élevé. D'ailleurs, selon l'enquête Besoin en main-d'œuvre (BMO) de Pôle Emploi réalisée à l'été 2017 sur les emplois vacants et les difficultés

Graphique 12. Pourcentage d'entreprises déclarant des difficultés de recrutement



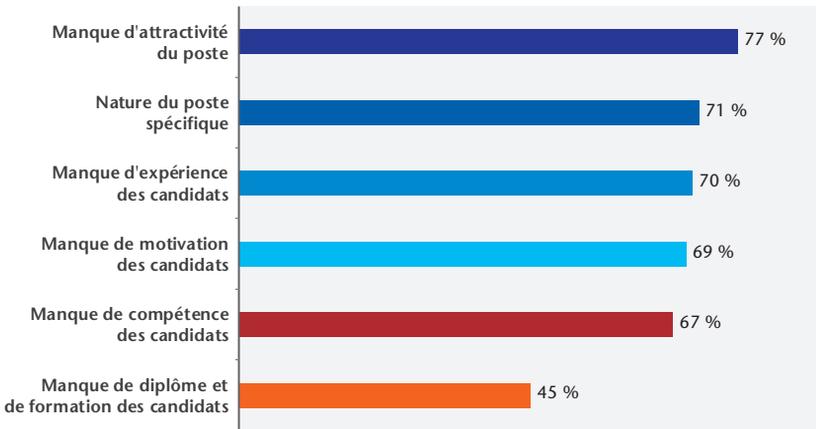
SMNA : Secteur marchand non agricole. L'indice moyen des difficultés de recrutement dans le secteur marchand non agricole est calculé en pondérant les pourcentages sectoriels d'entreprises signalant des difficultés de recrutement par leur poids dans l'emploi salarié marchand non agricole.

Source : INSEE.

de recrutement, les abandons de recrutement faute de candidat sont d'abord motivés par le manque d'attractivité du poste. Le manque de diplôme ou de formation des candidats est cité en dernier (graphique 13). Un des moyens pour diminuer les échecs de recrutement serait donc de rendre les postes plus attractifs, soit en offrant de meilleurs contrats, soit en proposant une rémunération plus élevée. Logiquement, dans un contexte de raréfaction progressive de la main-d'œuvre, les entreprises devraient augmenter les salaires et privilégier les recrutements en contrats durables au détriment des contrats temporaires pour attirer des candidats vers les postes proposés.

Quoi qu'il en soit, si ces difficultés de recrutement étaient le symptôme d'un franchissement à la baisse du taux de chômage structurel, les salaires réagiraient à la hausse. Or les évolutions récentes des salaires ne témoignent pas de l'apparition de tensions inquiétantes sur le marché du travail pour le moment. En effet, le salaire moyen par tête (SMPT), qui correspond aux masses salariales brutes versées par l'ensemble des entreprises divisées par le nombre de salariés, a crû, en glissement annuel, de 2,1 % (1 % en réel) à la fin 2017, et a très peu accéléré au cours de l'année 2017 (1,8 % en début 2017). De plus, il reste à des rythmes encore éloignés de ceux de la période 2004-2007 (3,2 % en moyenne en nominal et 1,5 % en réel). Le salaire mensuel de

**Graphique 13. Raisons des difficultés dans les cas d'abandons de recrutement faute de candidats**



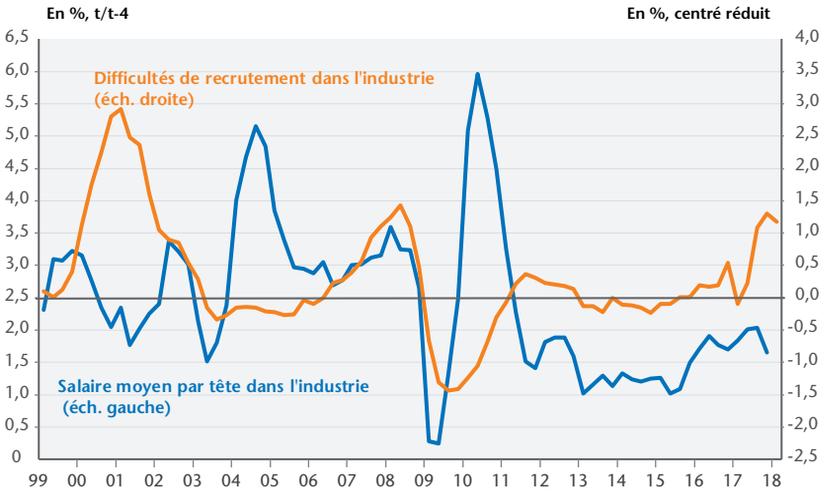
Champ : offres sur les contrats de plus d'un mois.

Source : Enquête BMO 2017, Pôle Emploi.

base, qui contrairement au SMPT ne comprend ni les primes ni les heures supplémentaires, affiche quant à lui une croissance très faible, de 1,3 % en glissement annuel fin 2017, proche de son plus bas historique de 2016 (1,2 %). Plus étonnant encore, dans l'industrie, secteur qui affiche le plus de difficultés de recrutement au travers des enquêtes (graphique 12), aucun signe de tensions salariales n'apparaît. D'une part, le taux de croissance du salaire moyen par tête dans l'industrie était de 1,7 % en glissement annuel à la fin 2017, soit un rythme deux fois inférieur à celui d'avant-crise, début 2008 (graphique 14).

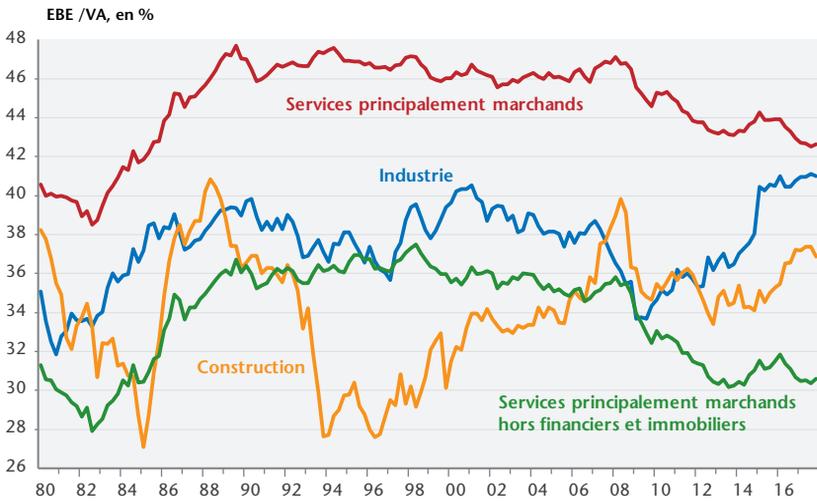
D'autre part, dans l'industrie, le nombre d'heures travaillées effectives par emploi salarié était, fin 2017, équivalent à celui de la mi-2012, en pleine crise de la zone euro. Et ce nombre d'heures travaillées est actuellement encore près de 1 % en-dessous de son niveau observé fin 2007, montrant qu'une augmentation des heures supplémentaires sans nouvelles embauches est possible pour accroître la production. Plus étonnant encore, le taux de marge dans l'industrie atteint des niveaux records sans que les tensions exprimées dans les enquêtes modifient la répartition de la valeur ajoutée dans ce secteur au profit des salaires (graphique 15). À 41 %, fin 2017, le taux de marge dans l'industrie est supérieur à son niveau d'avant-crise début 2008 mais aussi à son pic de début 2001.

Graphique 14. Salaires et difficultés de recrutement dans l'industrie



Source : INSEE.

Graphique 15. Taux de marge par branche

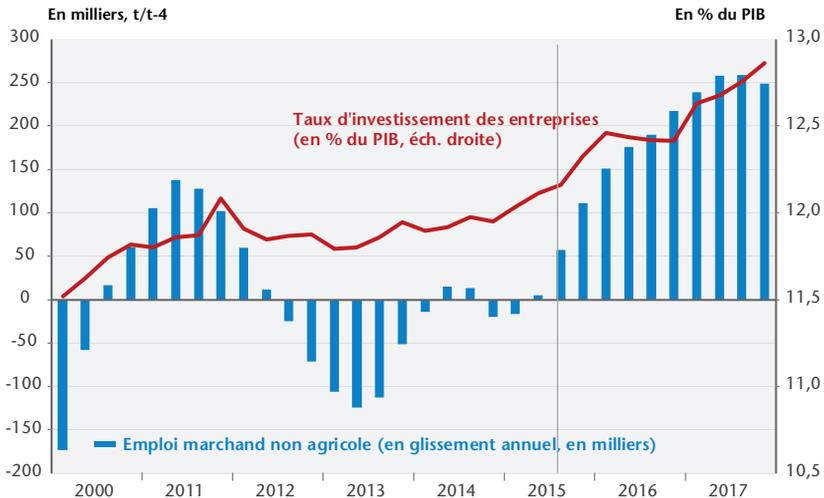


Source : INSEE.

## La reprise manquée de 2015 et 2016

L'accélération de l'activité en France s'est manifestée de manière durable à partir du quatrième trimestre 2016. Pourtant dès 2015, les conditions semblaient réunies pour une véritable reprise. En effet, la baisse du prix du pétrole et la dépréciation de l'euro, en soutenant l'activité à hauteur de 1,4 point de PIB sur la période 2015-2016, auraient pu se traduire par une accélération nette de la croissance (tableau 3). Par ailleurs, la politique budgétaire qui a continué à peser négativement sur la croissance française en 2015 (-1 point de PIB après -0,8 point en moyenne sur la période 2011-2014) n'a plus eu d'effet négatif en 2016. Malgré ce contexte plus favorable, la croissance n'a pas connu d'accélération notable en 2015 et en 2016, avec respectivement 1 % et 1,1 % (après 1 % en 2014). Pourtant des éléments tangibles de reprise sont apparus dès 2015. Les facteurs de production tout d'abord ont connu une croissance dynamique. Le marché du travail a renoué en 2015 avec des créations nettes d'emplois dans le secteur marchand, après trois années consécutives de destructions. Au total, de la deuxième moitié de 2015 à la fin 2017, l'économie marchande a créé près de 580 000 emplois. Parallèlement, l'investissement des entreprises s'est raffermi alors qu'il avait stagné depuis 2012, le taux d'investissement s'est redressé de près de 1 point de PIB depuis la fin 2014 (graphique 16).

Graphique 16. Emploi et investissement des entreprises

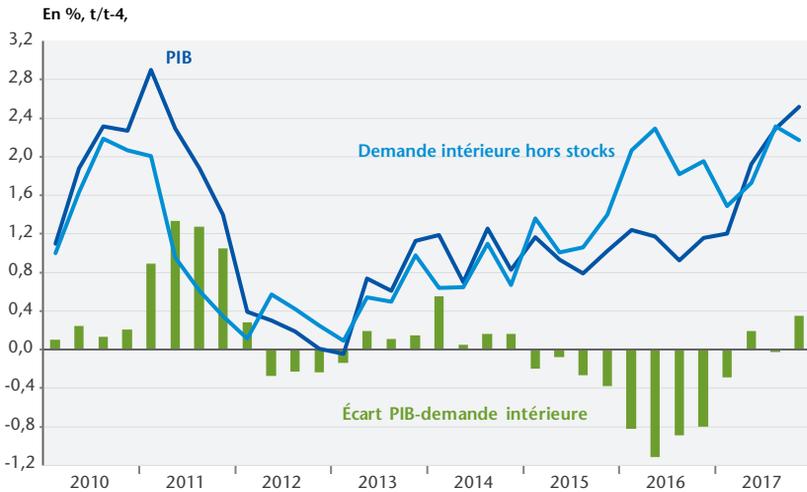


Sources : INSEE, calculs OFCE.

Cette accélération de la croissance des facteurs de production depuis 2015 fait écho au dynamisme de la demande intérieure (hors stocks). En effet, celle-ci a crû de 1,4 % en 2015 et de 2 % en 2016, atteignant même un pic à 2,3 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2016. La croissance du PIB quant à elle plafonnait à 1,2 % au premier et au deuxième trimestre 2016 (graphique 17).

Ainsi, la reprise a bien eu lieu dès 2015 mais s'est limitée à la seule demande intérieure. Cette contre-performance de la croissance du PIB au cours des dernières années s'explique principalement par les mauvais résultats du commerce extérieur. En effet, celui-ci a pesé à hauteur de -1,3 point de PIB sur la période 2015-2016 (-1,8 point en incluant 2014).

Graphique 17. PIB et demande intérieure hors stocks (en volume)

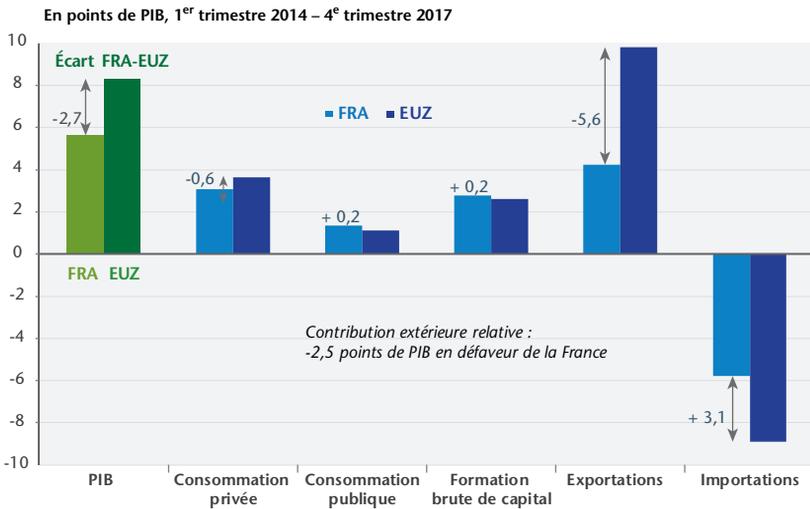


Sources : INSEE, calculs OFCE.

Or, depuis 2014, la France a enregistré une croissance moins dynamique que ses partenaires de la zone euro, la France accumulant un retard de croissance de -2,7 points de PIB au cours des quatre dernières années. Si le moindre dynamisme de la consommation privée en France (relativement à celui de la zone euro) explique un peu moins de un quart de l'écart de croissance sur cette période, l'écart sur les contributions de la consommation publique et de la formation brute de capital (investissement total y compris variations de stocks) est marginal et de signe inverse (graphique 18). La presque totalité de la différence de croissance entre la France et la zone euro depuis le début

de 2014 s'explique donc par la mauvaise performance du commerce extérieur français relativement à celui de la zone euro. Et au sein du commerce extérieur, ce ne sont pas les importations mais les exportations qui expliquent ces mauvais résultats. En effet, avec une croissance de la demande intérieure relativement similaire en France et en zone euro sur la période considérée, la contribution négative des importations à la croissance du PIB a été nettement plus faible en France que dans la zone euro (écart de +3,1 points de PIB). En revanche, la faiblesse des exportations françaises (+15 % de fin 2014 à la fin 2017) par rapport à celles de la zone euro (+22 % sur la même période) est la source du décrochage de la France vis-à-vis des partenaires européens. Sur la période analysée, elles ont contribué à la croissance à hauteur de seulement 4,2 points de PIB contre 9,8 points dans la zone euro.

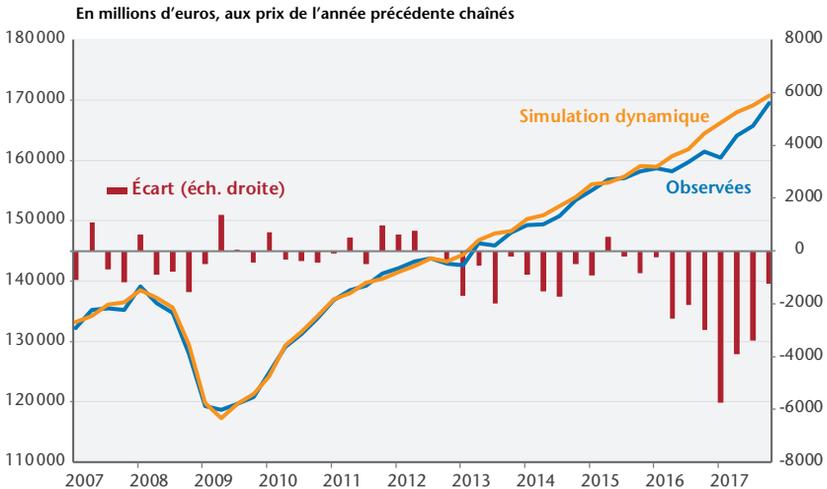
Graphique 18. Contribution au PIB par composante en France et dans la zone euro



Sources : INSEE, Eurostat, calculs OFCE.

Cette faiblesse des exportations françaises est d'autant plus surprenante qu'elle correspond à la période de baisse des prix du pétrole et de dépréciation de l'euro, dont les effets sont communs aux pays de la zone euro. Notre équation économétrique modélisant les exportations montre que ces dernières ont fortement décroché à partir de 2016 par rapport à leurs déterminants habituels et n'ont rattrapé leur niveau attendu qu'à la fin 2017 (graphique 19, encadré 1).

Graphique 19. Les exportations françaises en biens et services



Cette part d'inexpliqué peut trouver son origine dans les facteurs exceptionnels qui ont marqué l'année 2016, avec d'un côté la très mauvaise récolte agricole qui a fait plonger la valeur ajoutée de l'agriculture de près de 10 % amputant du même coup les exportations agricoles et de produits alimentaires et de l'autre les attaques terroristes qui ont fait chuter la fréquentation touristique. La balance des voyages affichait un recul de 3,2 milliards d'euros en 2016, équivalant à 0,5 point d'exportations.

### Encadré 1. Modélisation des exportations en biens et services marchands

Notre modélisation des échanges internationaux repose sur des fondements du comportement de demande où les biens produits localement et ceux importés sont imparfaitement substituables (Armington, 1969) et où la fixation des prix repose sur un arbitrage des exportateurs entre maintien de la compétitivité et préservation des marges (cf. Ducoudré et Heyer, 2014<sup>2</sup>)

L'équation s'écrit de la manière suivante :

$$X_t = f_1 \left( (DMond)_t^\alpha, \left( \frac{P_{EX}}{P_X} \right)_t^{\varepsilon_X} \right)$$

2. Bruno Ducoudré et Éric Heyer, « Baisse de l'euro et désinflation compétitive : quel pays en profitera le plus ? », *Revue de l'OFCE*, n° 136, octobre 2014.

Avec :

$X$  : Exportations en biens et services, en volume

$DMond$  : Demande mondiale adressée à la France, en volume

$P_x$  : Prix des exportations en biens et services

$PE_x$  : Prix des exportations des concurrents en dollars

**Tableau 2. Estimation des paramètres de long terme de l'équation d'exportations en volume (1980-2016)**

Équation	Exportations ( $X$ )
<b>Résultats</b>	
Force de rappel	-0,21*** (-5,35)
<b>Élasticités de long terme</b>	
Demande adressée à la France	1 (NC)
Élasticités-prix	0,34 (4,09)
<b>Diagnostics et tests</b>	
$\bar{R}^2$	0,59
SSR	0,02
LM(1)	2,38 [ $p > 0.12$ ]
LM(4)	6,22 [ $p > 0.18$ ]
ARCH(1)	4,42 [ $p > 0.04$ ]
Bera-Jarque	1,40 [ $p > 0.50$ ]

Note : Entre parenthèses les T de Student des coefficients estimés, corrigés de l'autocorrélation et de l'hétéroscédasticité des résidus par la méthode de Newey-West. Entre crochets, la p-value des tests sur les résidus du MCE.

\* (\*\*, \*\*\*) : significatif au seuil de 10% (resp. 5 %, 1 %). Les seuils de test pour la significativité de la force de rappel des modèles à correction d'erreur sont issus de Ericsson et MacKinnon (2002).

Les résultats sont présentés dans le tableau 2. La force de rappel du modèle à correction d'erreur est statistiquement significative et l'élasticité estimée est de signe attendu. Cette équation a des propriétés statistiques globalement satisfaisantes. Les tests LM conduisent au rejet de l'hypothèse d'autocorrélation des résidus des équations. Selon le test de Bera Jarque, les résidus suivent une loi normale. Ceux-ci sont toutefois hétéroscédastiques au regard du test ARCH, et le calcul de la matrice des variances-covariances est corrigé par la méthode de Newey-West.

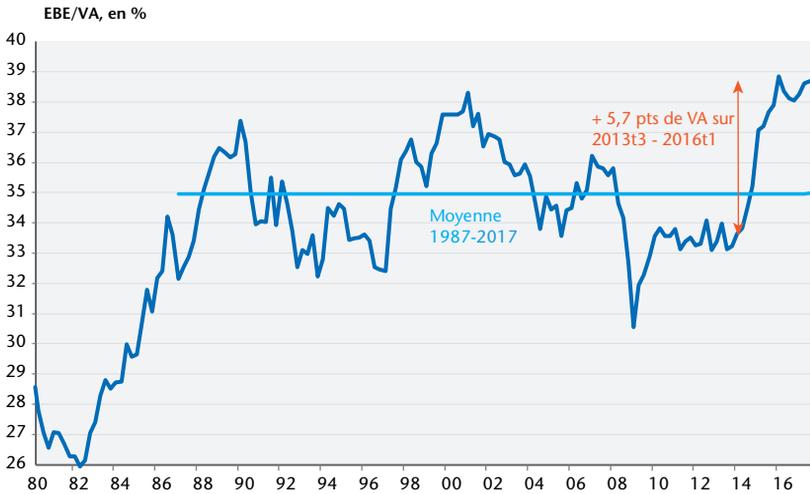
L'estimation conduit à une élasticité des exportations au prix relatif plus faible que notre équation précédemment estimée (0,34 contre 0,6 auparavant). Cela s'explique par le fait que nous utilisons dans cette estimation la demande adressée en biens et services et les prix des concurrents calculés par l'OCDE sur un nombre de pays restreints (contre une demande adressée

et des prix des concurrents calculés pour le monde mais uniquement sur le champ du commerce en marchandises auparavant).

La simulation dynamique de l'équation est présentée graphique 19. Celle-ci indique un décrochage des exportations à partir du deuxième trimestre 2016, jusqu'au premier trimestre 2017, sous le coup entre autres d'exportations de produits agricoles atones à la suite des mauvaises récoltes de l'année 2016 et de la répercussion des attentats sur le tourisme étranger en France. Ces facteurs temporaires se sont estompés ensuite progressivement en 2017 et les exportations effectives rattrapent la simulation dynamique en fin d'année.

La faiblesse des exportations est aussi surprenante car elle correspond à la période de montée en charge des politiques d'offre mises en place sous le quinquennat de François Hollande. Avec pour objectif d'améliorer la compétitivité des entreprises, les décisions de politique économique ont entraîné une réduction de la fiscalité des entreprises d'environ 40 milliards d'euros sur la période 2014-2017 (CICE, Pacte de responsabilité, suramortissement fiscal pour l'investissement industriel, prime à l'embauche, ...). Si la politique d'offre ne semble pas avoir dynamisé les exportations françaises depuis 2014, elle a en revanche contribué à l'amélioration des marges des entreprises, en particulier dans le secteur exportateur. En effet, le taux de marge moyen du secteur exportateur s'est redressé de façon spectaculaire depuis 2014 (près de 6 points de VA entre le troisième trimestre 2013 et le premier trimestre 2016, graphique 20). Après plusieurs années de compression des marges, il semblerait que les exportateurs français aient fait le choix, à partir de 2014, de redresser leurs marges plutôt que de réduire les prix à l'exportation, limitant alors les exportations. Si le rétablissement des marges ne semble pas encore avoir porté ses fruits, l'amélioration de la situation financière des exportateurs hexagonaux s'avère un atout pour l'avenir, qu'ils fassent le choix de réinvestir leurs marges dans la compétitivité hors-coût visant une montée en gamme des produits fabriqués en France, ou de les redéployer dans une baisse des prix afin de leur assurer des gains immédiats de compétitivité-prix et de parts de marché à l'exportation.

Graphique 20. Taux de marge du secteur exportateur



Sources : INSEE, calculs OFCE.

## Les fondements de la croissance intacts ?

En ce début d'année 2018, les conditions semblent réunies pour une poursuite du mouvement de reprise en France. Tout d'abord, les conditions extérieures devraient rester favorables : les taux d'intérêt demeurent bas et leur remontée attendue d'ici à 2019 restera contenue, l'austérité généralisée a pris fin en zone euro et le prix du pétrole exprimé en euros devrait se stabiliser. La demande adressée aux exportateurs français devrait donc être dynamique. La réappréciation de l'euro, de 1,22 dollar pour 1 euro au premier trimestre 2018 vers 1,30 à la fin 2019 selon notre prévision (soit une hausse de 6,6 %), pourrait toutefois entamer les bénéfices attendus du redressement de la demande adressée, mais d'un autre côté, elle contrebalancera la remontée du prix du Brent en dollars. Selon nos estimations, l'effet négatif de la dégradation de la compétitivité-prix sur la croissance resterait modéré en 2018, -0,1 point, mais sera un peu plus sensible en 2019, -0,2 point. D'un autre côté, la remontée du prix du Brent en 2017 pèsera encore en 2018, quoique modérément, avec un effet sur la croissance limité à -0,2 point (tableau 3).

Les conditions internes sont aussi propices à la poursuite du sentier d'expansion engagé en 2017. Grâce au contre-choc pétrolier survenu dans la seconde moitié de 2014 et aux mesures en faveur des entre-

Tableau 3. Les freins et leviers de la croissance en France depuis 2015

En points de % de PIB

	2015	2016	2017	2018	2019
<b>PIB</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>
<b>Impact sur le PIB dû...</b>					
... aux évolutions du pétrole	0,5	0,3	-0,1	-0,2	0,0
... à la compétitivité-prix	0,4	0,2	0,1	-0,1	-0,2
<i>Effet intra zone euro</i>	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Effet hors zone euro</i>	0,3	0,2	0,1	-0,1	-0,2
... aux conditions financières	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
... aux politiques budgétaires	-1,0	0,1	0,0	0,1	0,2
<i>Effet direct sur l'économie nationale</i>	-1,3	-0,5	-0,5	-0,2	0,1
<i>Effet mesures offre passées</i>	0,3	0,6	0,5	0,3	0,1
... au cycle mondial	0,2	0,1	0,3	0,2	0,2
<b>Acquis (profit trimestriel)</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
<i>Chocs internes</i>	-0,3	-0,4	0,3	0,0	0,0
<b>Total des chocs</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>
<i>part non expliquée</i>	-0,3	-0,7	-0,3	0,0	0,0
<b>Rythme de croissance spontanée hors chocs</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>
Croissance potentielle	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2
<i>Output gap</i>	-2,5	-2,7	-1,9	-1,1	-0,2

Sources : INSEE, prévisions OFCE avril 2018.

prises instituées au cours de la présidence Hollande, la situation financière des entreprises s'est sensiblement améliorée. Ce redressement laisse à penser que cette manne n'a pas été utilisée dans un premier temps pour regagner de la compétitivité sur les marchés extérieurs par des baisses de prix à l'exportation. Néanmoins, ce processus pourrait être arrivé à son terme dans la mesure où si les politiques d'offre développent leurs effets avec des délais longs, elles n'en finissent pas moins par aboutir à leur objectif initial, renforcer la position concurrentielle des producteurs nationaux. Les prémices de ce résultat peuvent être décelées dans l'amélioration récente du commerce extérieur, visible à travers l'accélération des exportations de 2,2 % en 2016 à 5,1 % en 2017 en glissement annuel. Les échanges extérieurs n'ont ainsi plus pesé sur la croissance en 2017, le solde extérieur ayant contribué à hauteur de +0,3 point au glissement annuel du PIB (contre -0,3 point en 2016).

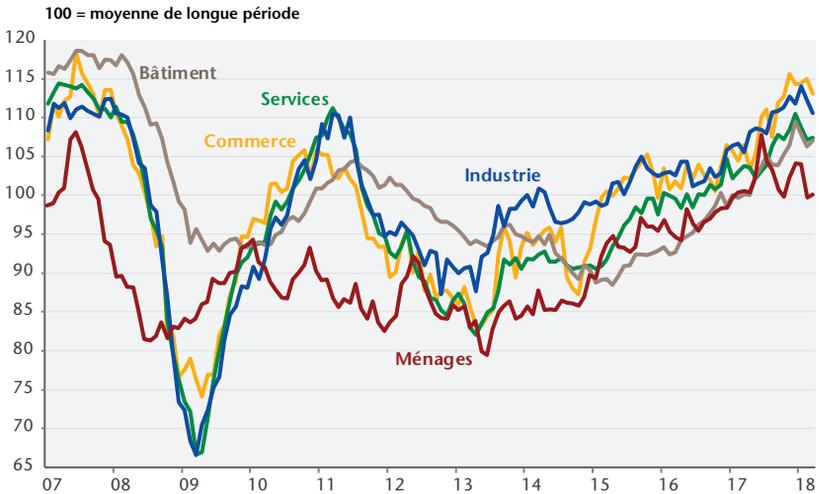
La politique budgétaire devrait contribuer positivement à la croissance au cours de la période 2018-2019, respectivement +0,1 et +0,2 point de croissance en 2018 et 2019. Cette contribution positive est la résultante d'effets contraires en 2018. D'un côté, les mesures décidées par le gouvernement Philippe en faveur de l'offre, visant en priorité à réduire la fiscalité du capital, auront peu d'effets positifs à court terme tandis que les mesures de financement (baisse des dépenses publiques, hausse de la fiscalité écologique et des taxes sur le tabac) auront des effets récessifs à brève échéance. L'effet consolidé de ces deux volets sera négatif, respectivement -0,2 point de croissance en 2018 (pour plus de détails, voir partie sur les finances publiques). En revanche, les mesures économiques passées continueront à développer leurs effets positifs, +0,3 point en 2018, surcompensant l'effet négatif initial des mesures Macron. En revanche, en 2019, l'impact positif des mesures passées va s'atténuer alors que la politique fiscale mise en place par le gouvernement actuel va développer ses effets positifs sur la croissance.

## Hoquets trimestriels

Les indicateurs conjoncturels ont donné le ton de la prévision en 2017. Les enquêtes de conjoncture, qui fournissent une information qualitative sur la perception qu'ont les chefs d'entreprise et les ménages de leur propre situation et des décisions qu'elle sous-tend, se sont améliorées à la fin de 2016, préfigurant le redressement du sentier de croissance de l'économie en 2017 (graphique 21). En revanche, même si les climats des affaires restent au voisinage de leurs pics précédents (2007 et 2011), en ce début d'année 2018 plus aucune branche n'affiche de progression depuis décembre de l'année dernière. La confiance des ménages, quant à elle, est en net recul depuis son sommet de juin 2017.

Il convient d'être prudent quant à l'interprétation de ces signaux. D'abord, les séries d'enquêtes ne sont pas exemptes de volatilité à l'échelon mensuel et cette volatilité se manifeste aussi sur les hauts de cycle, comme on l'a vu en 2007 ou avant, avec des mouvements ponctuels contraires à l'orientation générale des données. Ensuite, la confiance reste largement supérieure à sa moyenne de longue période dans toutes les branches, laissant entendre que l'activité reste supérieure à sa croissance de moyen terme. Par conséquent, même si la croissance devait ralentir au début de l'année 2018, ce passage à vide ne serait pas le signal d'une inversion du cycle en l'état actuel de

Graphique 21. Climats des affaires



l'information sur les enquêtes. C'est ce que confirme l'indicateur avancé qui table sur un tassement de l'activité au premier semestre 2018, avec des hausses trimestrielles du PIB de +0,5 et +0,4 % respectivement au premier et au deuxième trimestre, après +0,6 % au quatrième trimestre 2017 (encadré 2). Les taux de croissance anticipés restant supérieurs au taux de croissance potentiel à court terme, ces prévisions ne peuvent être interprétées comme le signal d'un retournement du cycle en cours.

### Encadré 2. L'indicateur avancé

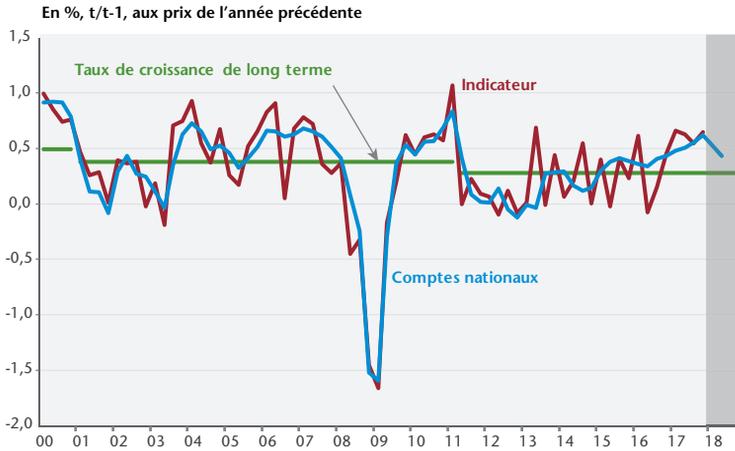
Délivrant une information qualitative sous forme de soldes d'opinions relatives aux différentes questions posées aux agents privés sur leur situation et leurs intentions, les enquêtes de conjoncture peuvent être converties en une information quantitative. À cette fin, on estime une équation économétrique reliant le taux de croissance trimestriel du PIB et un résumé de l'information conjoncturelle pertinente contenue dans les soldes (pour une présentation de la méthodologie des indicateurs de l'OFCE, voir « [L'indicateur avancé pour la zone euro](#) »).

L'indicateur, qui présente un profil nettement plus lissé que le taux de croissance du PIB ne parvient pas à décrire pleinement la volatilité de l'activité et de ce fait ne doit pas être considéré comme un prédicteur au sens strict de la croissance (graphique 22). En revanche, d'un point de vue plus qualitatif, il parvient à délimiter assez correctement les phases durant

lesquelles la croissance est supérieure ou inférieure à la croissance moyenne ou de long terme (la constante de régression), proche du concept de croissance potentielle<sup>3</sup>. Dès lors, l'indicateur peut être vu comme un indicateur de retournement du cycle économique.

Le mauvais chiffre de croissance du deuxième trimestre 2016 n'apparaît nullement dans les enquêtes de conjoncture et dans leur conversion en taux de croissance du PIB. L'écart important entre l'estimation et la réalisation, qui pourrait à première vue être considéré comme une défaillance de l'indicateur, est plutôt le signe que la rechute de la croissance au deuxième et au troisième trimestre 2016 a été accidentelle sous l'effet de facteurs ponctuels négatifs (la mauvaise production agricole, la baisse de la fréquentation touristique liée aux attentats, les inondations, les grèves dans les raffineries). Cette rechute ne préfigurerait en tout cas pas un retournement durable de l'activité et la croissance a rejoint un rythme proche de celui estimé par l'indicateur jusqu'à la fin 2017. À partir des données d'enquêtes disponibles jusqu'en mars 2018, la croissance escomptée par l'indicateur se replierait à +0,5 et +0,4 % au premier et au deuxième trimestre 2018. Petite baisse de régime donc, pour des raisons identifiées par ailleurs, mais pas d'interruption de la phase de reprise en cours.

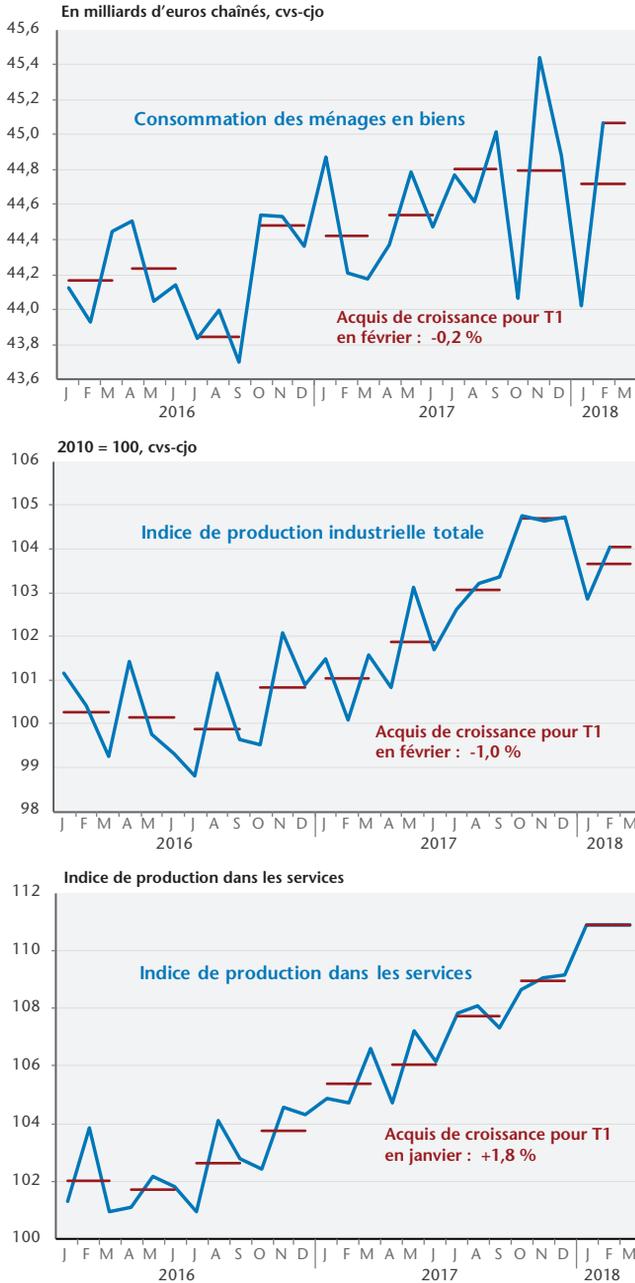
**Graphique 22. Le taux de croissance du PIB observé et estimé**



3. La croissance de long terme considérée ici n'est pas la croissance potentielle estimée par ses déterminants structurels au moyen d'une fonction de production, mais la moyenne du taux de croissance du PIB sur l'intervalle de temps considéré telle qu'elle ressort de l'estimation avec des régresseurs centrés-réduits. Des ruptures de cette croissance de long terme ont été introduites pour répliquer le ralentissement de la croissance potentielle mais en évidence par d'autres méthodes d'estimation.

Le hoquet actuel des enquêtes de conjoncture peut être mis en rapport avec la politique fiscale du gouvernement qui pèsera, au premier trimestre 2018, sur le pouvoir d'achat des ménages. L'alourdissement transitoire de la fiscalité lié à la bascule cotisations sociales / CSG, à la hausse du tabac et à la fiscalité écologique devrait retentir négativement sur la consommation des ménages (pour plus de détails, voir la partie sur la croissance trimestrielle et le calendrier fiscal). Selon les données quantitatives disponibles jusqu'en janvier, l'indice de production industrielle et la consommation des ménages en biens, confirment ces inquiétudes pour le premier trimestre, avec un acquis de croissance très négatif pour le premier, -1 %, et faiblement négatif pour la seconde, -0,2 %, après des épisodes de forte volatilité au tournant de 2017 et de 2018 (graphique 23). En revanche, l'indice de production dans les services a renoué avec sa trajectoire haussière en janvier, +1,6 % sur le mois, portant son acquis de croissance pour le premier trimestre 2018 à 1,8 %. Dès lors que la reprise engagée au quatrième trimestre 2016 s'est appuyée sur la formation d'un puissant *trend* de croissance dans les services, non démenti à ce jour, les inquiétudes portant sur le premier semestre 2018 ne doivent pas être exagérées au regard de cette information. D'autant plus que la production manufacturière reste encore supérieure à 3 % en glissement annuel malgré les mauvais chiffres du début d'année.

Graphique 23. Séries conjoncturelles quantitatives



Sources : INSEE, calculs OFCE.

### 3. Un scénario de croissance trimestrielle assujéti au calendrier fiscal

---

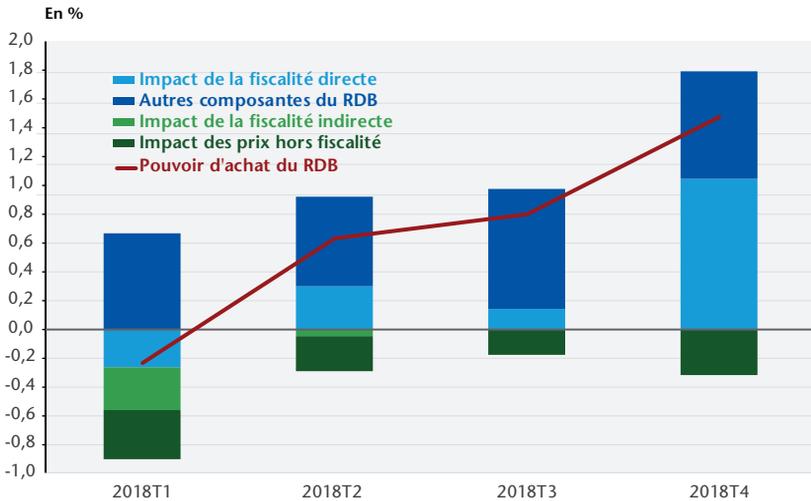
L'année 2018 va être marquée par la mise en place des mesures fiscales issues de la Loi de finances. En particulier, le calendrier des mesures va affecter différemment le pouvoir d'achat des ménages en début et fin d'année 2018<sup>4</sup>, les mesures négatives arrivant dès le premier trimestre et celles qui le soutiennent plus tardivement, avec une forte accélération au dernier trimestre. De ce fait, la consommation des ménages devrait connaître un premier semestre bien moins dynamique que le second, ce qui va naturellement marquer le scénario de croissance du PIB trimestriel. Ainsi le net ralentissement du début de l'année 2018 doit être rapproché du calendrier des mesures fiscales et ne doit pas être interprété comme la première manifestation de la fin de la reprise. En effet, en raison du transfert partiel cotisations salariés / CSG et de la hausse de la fiscalité écologique et des prix du tabac, le pouvoir d'achat des ménages sera affecté négativement au premier trimestre 2018 (-0,2 %) (graphique 24). En revanche, au deuxième et au troisième trimestre, les baisses de la fiscalité directe soutiendront le pouvoir d'achat, à travers notamment la réforme de l'ISF et l'élargissement du crédit d'impôt relatif aux emplois à domicile acté fin 2016 dans le cadre de la Loi de finances pour 2017. Au quatrième trimestre, la baisse de la taxe d'habitation et la seconde tranche de baisse de cotisations salariés contribueront très positivement à l'évolution du pouvoir d'achat des ménages qui progressera de 1,5 %.

En 2019, la montée en charge de certaines mesures (nouvelle tranche de baisse de taxe d'habitation et Prélèvement forfaitaire unique sur les revenus du capital) et les nouvelles revalorisations de l'Allocation Adulte Handicapé, du minimum vieillesse et de la Prime d'activité permettront, en plus de la poursuite de l'amélioration de l'emploi, de soutenir le pouvoir d'achat des ménages. Les nouvelles

---

4. Pour plus de détails, voir P. Madec, M. Plane et R. Sampognaro (2018) « Pas d'austérité mais des inégalités », *Document de travail de l'OFCE*, n° 2018-01.

Graphique 24. Évolution trimestrielle du pouvoir d'achat du RDB des ménages

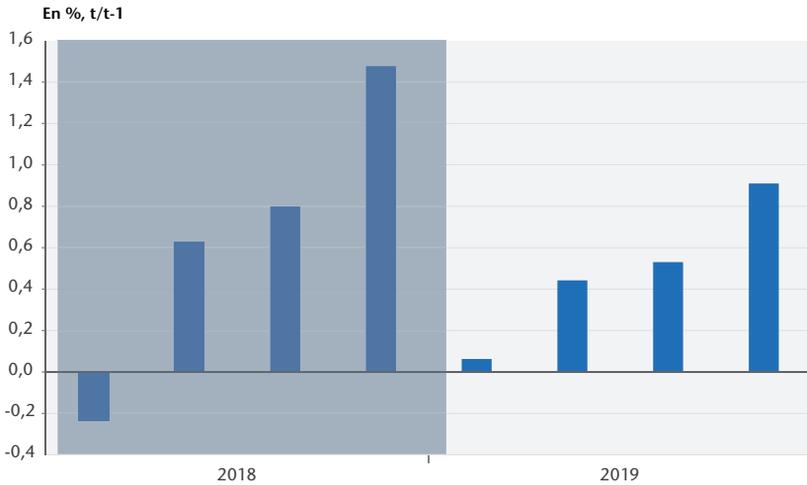


Sources : INSEE, calculs OFCE.

hausse programmée de la fiscalité écologique et des prix du tabac, quant à elles, pèseront sur le pouvoir d'achat au premier trimestre 2019 (graphique 25). Comme en 2018, l'évolution du pouvoir d'achat des ménages devrait être fortement marquée par le calendrier des mesures fiscales. Peu dynamique au premier trimestre (+0,1 %), le pouvoir d'achat devrait croître de 0,4 % et 0,5 % au deuxième et au troisième trimestre 2019 sous l'effet des revalorisations de prestations. Au quatrième trimestre 2019, la nouvelle baisse de la taxe d'habitation générera une nouvelle accélération du pouvoir d'achat qui croîtrait de 0,9 %.

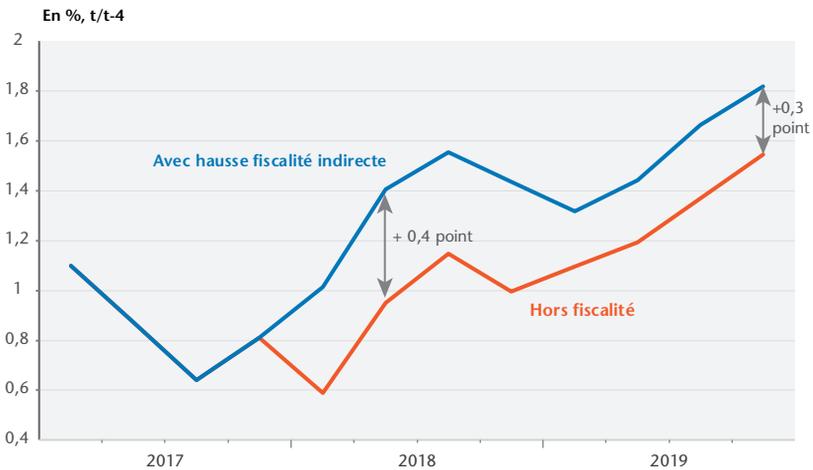
L'inflation, mesurée par le déflateur de la consommation, devrait atteindre 1,4 % en 2018 en moyenne annuelle. Sans les hausses programmées de la fiscalité indirecte, celle-ci n'aurait été que de 1 %, rythme comparable à celui de 2017 (graphique 26). En 2019, le taux de croissance du déflateur s'établirait en moyenne à 1,6 % (1,8 % en glissement annuel), d'abord par l'accélération des salaires sous l'effet de la reprise, ensuite par les hausses supplémentaires de fiscalité indirecte en début d'année mais aussi en fin d'année. Sans cet effet fiscal, il aurait atteint 1,3 % en 2019 en moyenne annuelle (1,5 % en glissement annuel).

Graphique 25. Variation trimestrielle du pouvoir d'achat



Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE avril 2018.

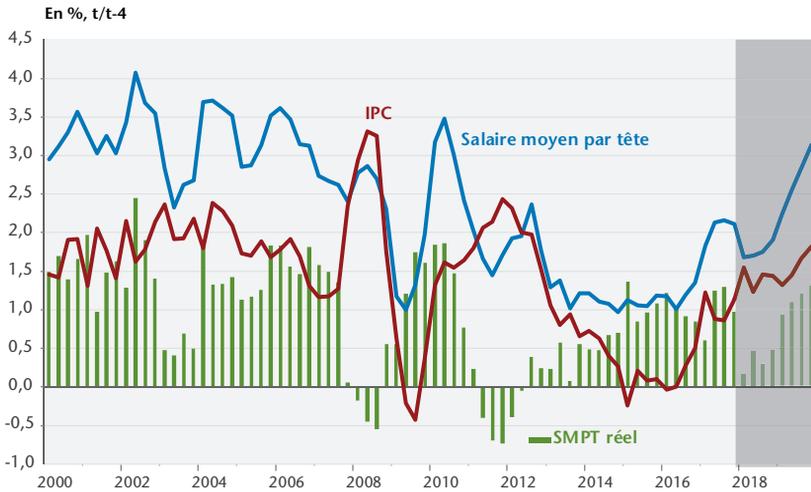
Graphique 26. Déflateur de la consommation des ménages



Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE avril 2018.

Selon notre prévision, le salaire moyen par tête (hors effet bascule CSG/cotisations) augmenterait de 1,9 % en 2018 (après 1,8 % en 2017), avec une accélération à 2,7 % en 2019, sous l'effet de la baisse du taux de chômage et de la hausse de l'inflation (graphique 27). Le salaire réel (hors bascule) serait affecté négativement en 2018 par la hausse des prix, pour partie liée à l'augmentation de la fiscalité indirecte. Il augmenterait en moyenne de 0,5 % en 2018 puis de 1,1 % en 2019 contre 1,2 % en 2017.

Graphique 27. Évolution des salaires et des prix



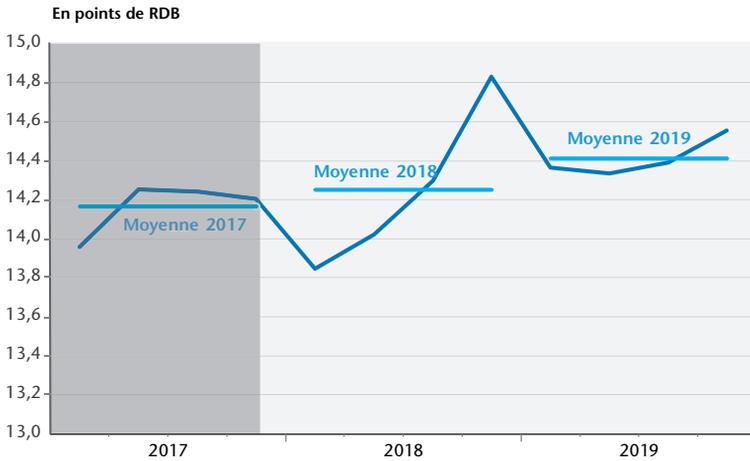
Sources : INSEE, prévisions OFCE avril 2018.

Les fortes variations trimestrielles du pouvoir d'achat vont impacter un taux de croissance de la consommation des ménages faible en début d'année (0,2 %), suivi une accélération tout au long de 2018 jusqu'à 0,8 % en fin d'année (tableau 1), en dépit des effets d'amortisseurs traditionnels du taux d'épargne à court terme. Ce dernier devrait baisser au premier trimestre 2018, permettant de maintenir une croissance positive de la consommation, avant de se redresser progressivement jusqu'à un pic en fin d'année (graphique 28). Un scénario semblable se produirait sur le taux d'épargne en 2019 (baisse en début d'année et hausse en fin) en cohérence avec les mouvements sur la fiscalité. En moyenne, le taux d'épargne passerait de 14,2 % en 2017 à 14,4 % en 2019, cette hausse de 0,2 point étant attribuable à la répartition des mesures fiscales selon les niveaux de vie (encadré 3).

Au final, la consommation des ménages augmenterait en moyenne de 1,5 % en 2018, et de 2,3 % en 2019 avec l'accélération du revenu réel liée notamment à la montée en charge des mesures fiscales.

Si la consommation des ménages devrait connaître une accélération en 2018-2019, ce n'est pas le cas de la consommation publique. En effet, en raison des ajustements budgétaires attendus du côté de la dépense publique (réduction des effectifs du secteur non marchand, gel de l'indice fonction publique, réduction du budget du logement, économies dans la santé et la politique familiale, ...), la consommation

Graphique 28. Taux d'épargne des ménages



Sources : INSEE, prévisions OFCE avril 2018.

des administrations publiques ne croîtrait, en glissement annuel, que de 0,7 % en 2018 et de 0,6 % en 2019 (pour plus de détails, voir partie finances publiques). En revanche, après cinq années de contraction continue, l'investissement public repartirait à la hausse (2,6 % en 2018 et 4 % en 2019, après -1 % en 2017) sous l'impulsion de la mise en place du Grand plan d'investissement. Par ailleurs, le gouvernement, à travers les économies exigées aux collectivités locales (13 milliards d'euros sur le quinquennat), leur a uniquement fixé des objectifs de dépenses de fonctionnement dans le souci de préserver les dépenses locales d'investissement.

### Encadré 3. L'impact des mesures fiscales de 2018-2019 sur le taux d'épargne des ménages

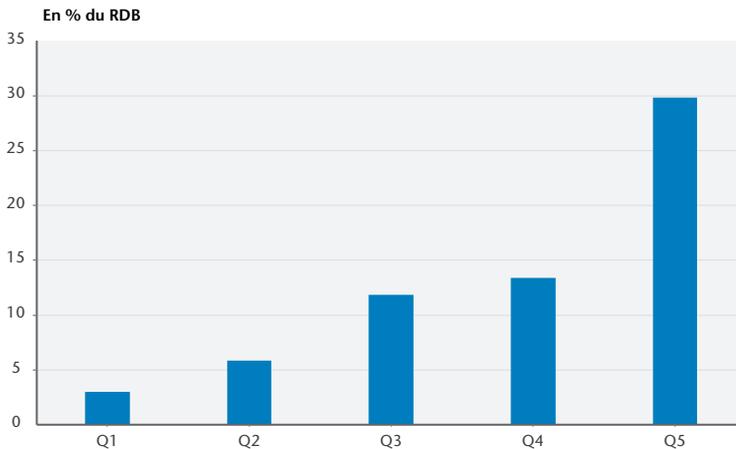
La montée en charge des différentes mesures fiscales prises dans le cadre de la Loi de finances pour 2018 devrait affecter de manière différente les ménages selon qu'ils se situent en bas ou en haut de la distribution des niveaux de vie. Si, globalement, les mesures du budget seront quasiment neutres sur le pouvoir d'achat global des ménages en moyenne en 2018<sup>5</sup>, les ménages les plus aisés bénéficieront dès 2018 des réformes visant à réduire la taxation du capital (suppression de l'ISF et instauration du PFU sur les revenus du capital). Les 17,7 millions de ménages éligibles à l'exonéra-

5. « Budget 2018 : pas d'austérité mais des inégalités », *OFCE Policy brief* n° 30, janvier 2018.

tion totale de la taxe d'habitation en 2020 vont quant à eux voir celle-ci réduite de l'ordre de 30 % dès 2018. Les ménages du bas de la distribution vont bénéficier des revalorisations de certains minima sociaux et de la Prime d'activité. Les salariés verront leur pouvoir d'achat s'accroître sous l'effet de l'entame de la bascule cotisation/CSG au détriment des retraités et des détenteurs de capital qui verront leur pouvoir d'achat amputé par la hausse de la CSG. Les fumeurs ainsi que les ménages utilisant un véhicule à combustion ou se chauffant au fioul verront leur niveau de vie amputé de l'accroissement de la fiscalité écologique et du tabac. De fait, l'analyse seule de l'évolution du pouvoir d'achat au niveau macroéconomique ne permet pas d'éclairer le débat sur les nombreux transferts s'opérant sous l'effet des nouvelles mesures au sein même des ménages. En 2019, la montée en charge des mesures d'aides aux bas revenus ainsi que le renforcement de la fiscalité indirecte devraient également affecter de manière différente les ménages selon leur position dans la distribution des niveaux de vie.

Ces effets différenciés auront un impact sur le comportement d'épargne et de consommation au niveau macroéconomique. Comme la propension à épargner s'accroît avec le revenu des ménages, le taux d'épargne des 5 % les plus aisés est très élevé. Principaux bénéficiaires des mesures discrétionnaires de 2018, ils sont aussi les plus susceptibles d'augmenter leur épargne. À titre d'illustration, le taux d'épargne des ménages appartenant aux 20 % les plus modestes est, selon l'Insee, de 3 % alors que celui des 20 % les plus aisés s'établit à 30 % (graphique 29). La politique fiscale a donc de fortes chances de se traduire par une hausse marquée du taux d'épargne des ménages entre 2017 et 2019, hausse que nous chiffrons à 0,2 point.

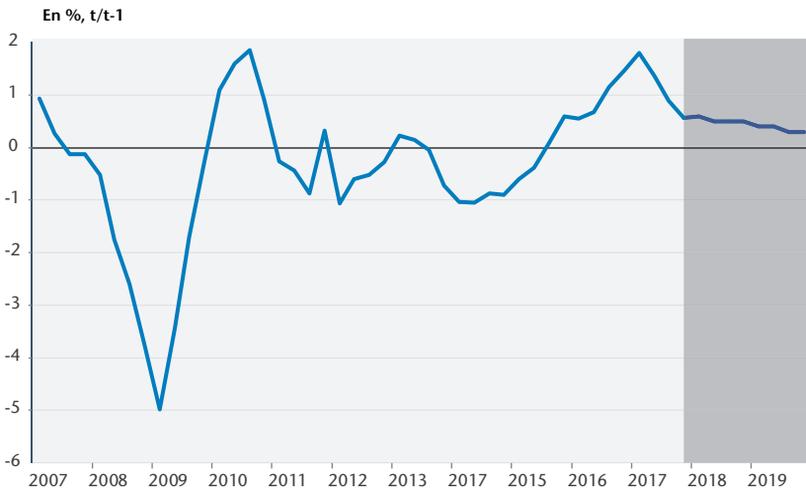
**Graphique 29. Taux d'épargne par quintile de niveau de vie**



Source : Enquête Budget des familles, 2011, INSEE.

Tout comme la consommation des administrations publiques est en net ralentissement, l'investissement des ménages fait également l'objet d'inquiétudes pour 2018 et 2019. En effet, si les discussions autour du projet de loi ELAN n'ont pas abouti, les arbitrages budgétaires de la Loi de finances initiale (LFI) pour 2018 ont largement amputé les moyens alloués à la politique du logement et à la construction (encadré 4). Les économies demandées aux organismes de logements sociaux, associées à la contraction des enveloppes consacrées aux aides à l'accession à la propriété et à l'investissement locatif privé, laissent planer le risque d'un repli du marché de la construction dans les trimestres à venir, même si celui-ci pourrait être en partie compensé par le dynamisme du pouvoir d'achat et des taux d'emprunt toujours bas. À l'horizon 2019, l'investissement des ménages devrait ralentir. Après 5,3 % en 2017, il croîtrait de 2,5 % en 2018 et de 1,3 % en 2019 (graphique 30).

**Graphique 30. Évolution trimestrielle de l'investissement des ménages en volume**



Sources : INSEE, prévisions OFCE avril 2018.

#### **Encadré 4. Investissement des ménages : en attendant l'ELAN**

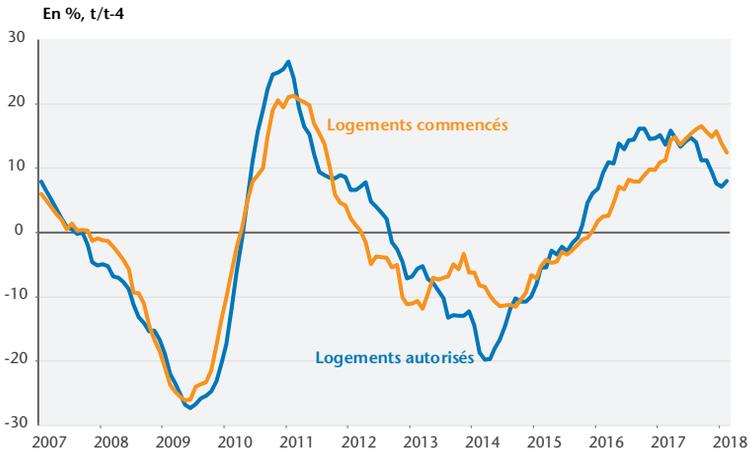
Le 4 avril dernier a été présenté en Conseil des ministres le projet de loi « Évolution du logement et aménagement numérique » (ELAN). Depuis l'automne 2017, les thématiques de la construction et du logement sont réapparues dans le débat public lorsque le gouvernement a annoncé sa volonté de faire des économies budgétaires sur les aides à la personne et sur la politique du logement. Alors que l'analyse des déterminants structurels de

l'investissement des ménages laissait présager son fort redressement en 2017, il semblerait que les déclarations du gouvernement aient provoqué un certain attentisme sur le marché de la construction.

Associés à des taux d'intérêt bas et à des prix de l'immobilier de nouveau orientés à la hausse, l'amélioration du marché de l'emploi et le dynamisme du pouvoir d'achat ont stimulé le marché de la construction dès le début de l'année 2016. Au cours de cette année, plus de 460 000 logements ont été autorisés à la construction et 370 000 ont été commencés. Jusqu'à la mi-2017, le mouvement de reprise s'est poursuivi et l'investissement des ménages, à plus de 80% constitué d'investissement en logement, a progressé à des rythmes trimestriels élevés.

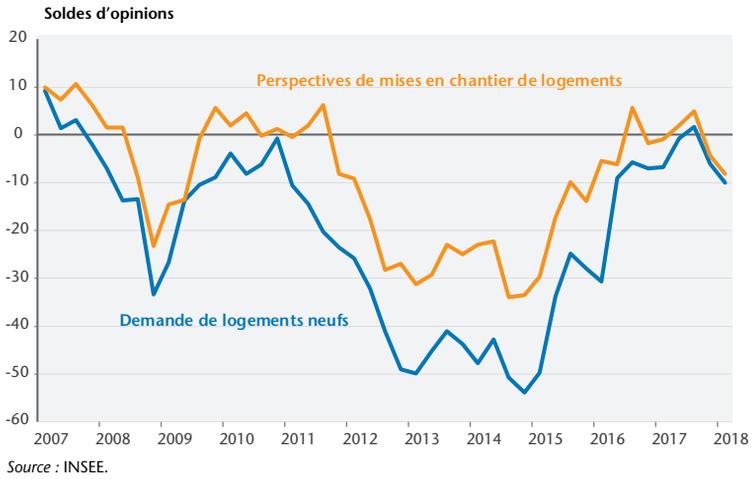
À partir de la mi-2017, la reprise du marché de la construction s'est quelque peu tassée. Grâce à un premier semestre dynamique, l'année 2017 a affiché des chiffres de production de logements neufs records. Néanmoins, un ralentissement est observable à partir du troisième trimestre. Si fin 2017, le nombre de logements autorisés sur un an s'établissait à 505 000 et le nombre de logements commencés à 427 000, chiffres inobservés depuis 2012, la tendance s'oriente désormais vers une moindre progression des mises en chantier et des permis de construire (graphique 31).

**Graphique 31. Évolution du nombre de logements autorisés et commencés sur 12 mois**



Signe de l'attentisme des acteurs du secteur et de leurs inquiétudes, les enquêtes menées auprès de ces derniers, qui étaient revenues à leur moyenne de longue période sur le premier semestre 2017, ont de nouveau chuté à partir de la mi-2017 (graphique 32).

Graphique 32. Indicateurs de conjoncture dans le secteur du bâtiment



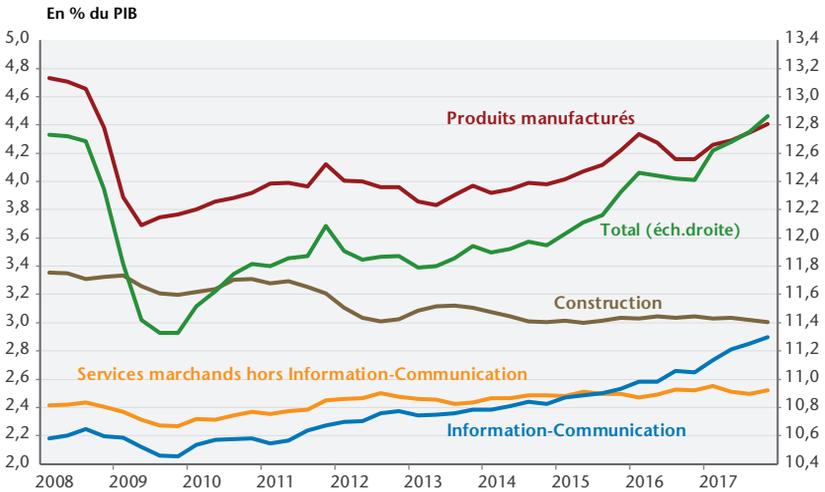
## 4. L'investissement des entreprises resterait dynamique en 2018 et 2019...

---

Alors qu'il était sur un plateau durant la période 2011-2014, à un niveau largement en dessous de celui d'avant-crise, le taux d'investissement des entreprises non financières (ENF) a entamé son redressement à partir de début 2015. Il s'est accru de 0,9 point de PIB entre la fin 2014 et la fin 2017, signe d'un cycle de reprise de l'investissement. Il atteint désormais 12,9 % du PIB, soit un niveau légèrement supérieur à celui d'avant la grande crise financière de 2008 (graphique 33). La reprise de l'investissement des entreprises depuis 2015 a été tirée à hauteur de 46 % par l'investissement en produits manufacturés, soutenu par le dispositif de suramortissement qui cible les investissements industriels, et à hauteur de 51 % par les investissements en information-communication (IC) alors que ces deux composantes ne représentent qu'à peine plus de la moitié de l'investissement. Ainsi, l'investissement global des entreprises a crû de près de 13 % au cours des trois dernières années, de 26 % pour les seuls matériels de transport, de 25 % pour l'IC (soit un rythme supérieur à celui de la période 1998-2001 au moment de la formation de la bulle sur les technologies de l'information et de la communication) et de 15 % pour les biens d'équipement. En revanche, l'investissement en construction ou en services aux entreprises hors IC est resté relativement atone sur cette période.

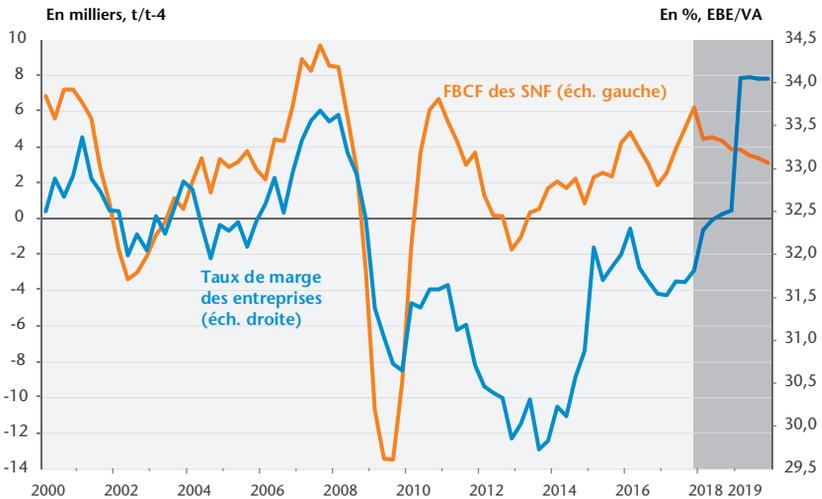
En prévision, l'investissement des entreprises continuerait de se redresser sous l'effet principalement de l'amélioration passée du taux de marge, d'un coût réel du capital encore bas et d'une croissance soutenue couplée à un taux d'utilisation élevé. Après avoir crû de 4,4 % en 2017, l'investissement des entreprises augmenterait de 4,3 % en 2018 et de 3,5 % en 2019, atteignant ainsi un nouveau pic à la fin 2019 à 13,3 % du PIB (graphique 34). Si ce niveau semble très élevé, il ne conduit pas à une augmentation du ratio stock de capital productif des entreprises rapporté à la valeur ajoutée marchande, comme le montre le graphique 11.

Graphique 33. Taux d'investissement des entreprises non financières par produit



Sources : INSEE, calculs OFCE.

Graphique 34. Investissement et taux de marge des entreprises non financières

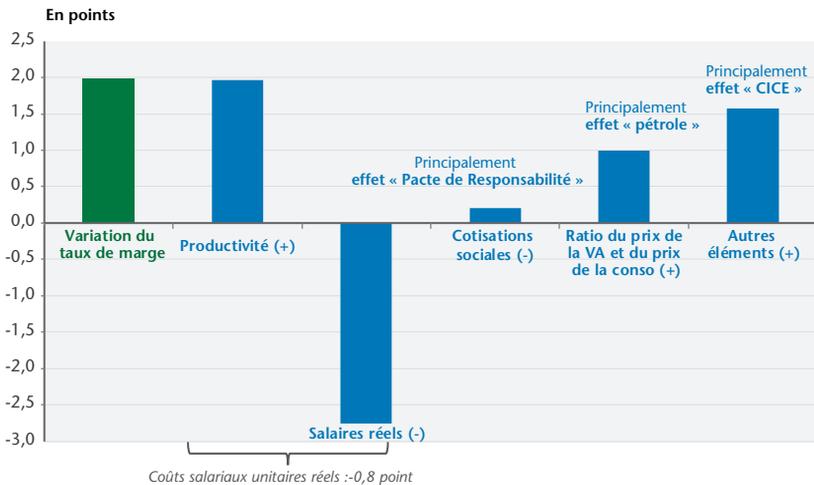


Sources : INSEE, prévisions OFCE avril 2018.

La reprise de l'investissement s'appuiera tout d'abord sur le redressement du taux de marge des SNF. Après avoir perdu 3,8 points de valeur ajoutée (VA) entre début 2008 et le quatrième trimestre 2013, le taux de marge des SNF s'est redressé de 2 point de VA sur la période allant de fin 2013 à fin 2017 (graphique 35), sous les effets conjoints de la baisse des prix du pétrole, de la montée en charge du CICE et de la

mise en place du Pacte de responsabilité. Le CICE et le Pacte de responsabilité ont contribué, comptablement, à redresser le taux de marge des SNF de 2,5 points de VA sur cette période. Ce gain est toutefois ramené à 1,8 point en prenant en compte les éléments fiscaux ayant pesé sur le coût du travail, comme par exemple la hausse des cotisations retraite. À cela s'ajoute la baisse des prix de l'énergie qui a réduit les prix des consommations intermédiaires énergétiques et qui n'a pas été intégralement répercutée dans les prix de production. Il en a résulté une hausse du prix de valeur ajoutée des entreprises par rapport à celui des prix à la consommation (qui est le déflateur utilisé pour mesurer les salaires réels) conduisant à une hausse de 1 point de VA du taux de marge des SNF depuis la fin 2013. *A contrario*, le rythme de progression des salaires réels, supérieur à celui de la productivité, a amputé les taux de marge de 0,8 point de VA sur cette même période. Ainsi, sur les 2,8 points supplémentaires du taux de marge liés à la baisse des prix du pétrole et à la réduction du coût du travail, près d'un tiers a été récupéré par les salariés sous forme de rémunérations plus dynamique que la productivité du travail.

**Graphique 35. Décomposition de la variation du taux de marge des SNF de la fin 2013 à la fin 2017**



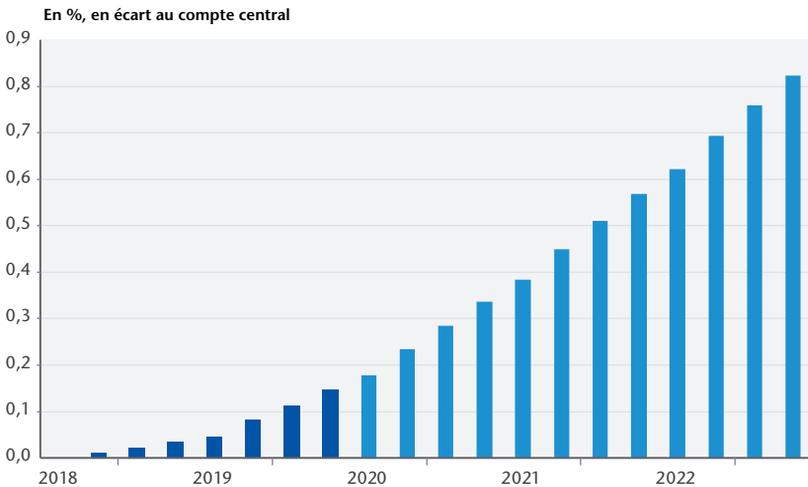
Sources : INSEE, calculs OFCE.

Après être passé de 29,8 points de VA au dernier trimestre 2014 à 31,8 fin 2017, le taux de marge devrait continuer à s'améliorer en 2018, soutenu d'une part par la hausse d'un point du taux de CICE en

2018, avant sa transformation en allègement de cotisations patronales en 2019, et de l'autre par une progression de la productivité plus rapide que celle des salaires réels en début d'année.

En revanche, la baisse programmée du taux de l'impôt sur les sociétés (IS) durant le quinquennat (de 33,3 % en 2017 à 25 % en 2022 pour un coût budgétaire de plus de 10 milliards d'euros) améliorerait le taux de profit mais les effets attendus sur l'investissement resteraient modestes à l'horizon de notre prévision (graphique 36). Premièrement, la baisse serait étalée sur tout le quinquennat, représentant 1,2 milliard en 2018, puis 3,6 milliards en 2019 (soit 2,4 milliards supplémentaires par rapport à 2018), ce qui représente une amélioration du taux de profit de 0,1 point de VA en 2018 et de 0,2 point supplémentaire en 2019. Au regard de l'impact graduel de l'amélioration du taux de profit sur l'investissement<sup>6</sup>, les effets à attendre de la réforme de l'IS sur l'investissement seraient très faibles en 2018 et en 2019 (0,1 point) mais atteindraient 0,8 point à la fin 2022 (puis 1,4 % en 2028).

**Graphique 36. Impact de la baisse de l'impôt sur les sociétés sur l'investissement des entreprises non financières**



Sources : INSEE, calculs OFCE.

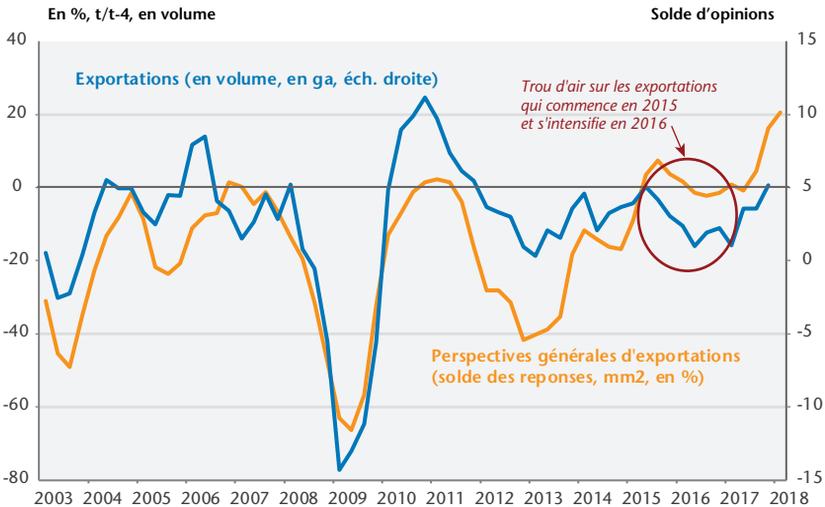
6. Selon notre estimation, une hausse de 1 point de taux de profit conduit à une amélioration de la FBCF de 1,5 % à long terme (au bout de dix ans). À peine plus de 10 % de l'effet total se fait sentir la première année et la moitié de l'effet total est réalisé au bout de deux ans et demi.

Enfin, la croissance robuste de l'activité en 2018 et 2019, dans un contexte de taux d'utilisation des capacités de production élevé et de hausse de la durée d'utilisation des équipements va continuer à pousser les entreprises à investir pour accroître leur stock de capital face à une demande soutenue.

### ...et le commerce extérieur ne serait plus un frein à la croissance

Le commerce extérieur français s'est redressé en 2017 grâce à l'accélération des exportations passées, en glissement annuel de 1,1 % au début de l'année à 5,1 % au dernier trimestre, rythme qui n'avait pas été atteint depuis six ans. Et en moyenne depuis cinq trimestres, le commerce extérieur contribue positivement, bien que faiblement, à la croissance du PIB (+0,1 point de PIB depuis le dernier trimestre 2016). L'enquête auprès des chefs d'entreprises sur les perspectives générales d'exportations augurent d'une poursuite de cette orientation plus favorable. Elle indique une nette accélération en fin de période (graphique 37), affichant un niveau qui n'avait pas été atteint depuis le sommet des années 2000.

**Graphique 37. Exportations et perspectives d'exportations dans l'industrie**



Source : INSEE.

Le premier semestre 2018 serait toutefois marqué par un ralentissement ponctuel des exportations, en lien avec les très fortes ventes en matériel de transport, du fait de records de livraisons aéronautiques en fin d'année 2017 et de livraisons de matériel militaire. Malgré tout, le contrecoup de début d'année serait atténué par les livraisons de grands contrats militaires et navals, notamment celle du paquebot « *Symphony of the Seas* ».

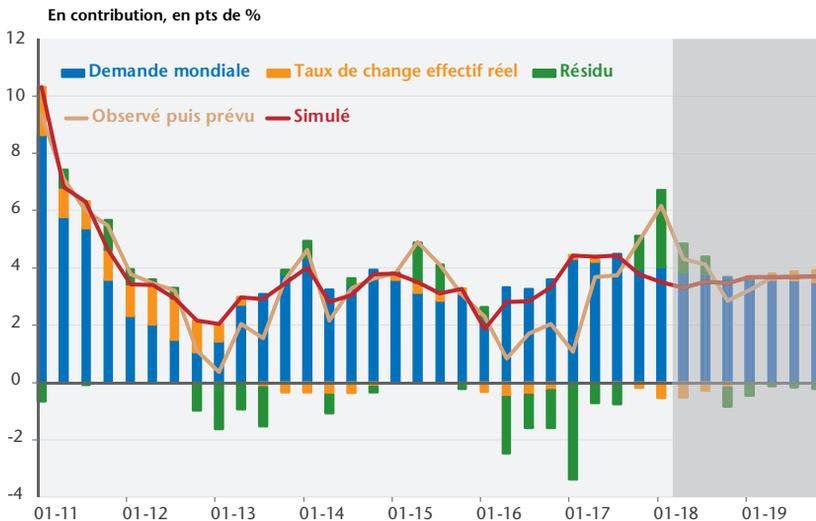
Globalement, le contexte est devenu plus favorable au commerce extérieur. L'amélioration des marges des entreprises au niveau macroéconomique masque des contrastes importants au niveau des branches. En effet, depuis la fin 2013, le taux de marge s'est fortement redressé dans l'industrie manufacturière (+5,7 points de VA) alors que celui-ci a connu une plus faible amélioration dans la construction (+2,3 points de VA) et ne s'est pas amélioré dans les services principalement marchands hors activités financières et immobilières (graphique 15). Ainsi le taux de marge dans l'industrie atteint des niveaux supérieurs à ceux d'avant-crise (en 2007) et comparables aux plus hauts historiques de 2000.

À partir de la répartition des branches exportatrices détaillée dans le Tableau Économique d'Ensemble de l'INSEE (TEE), nous avons reconstitué un secteur exportateur. De là, il ressort que les secteurs exportateurs sont ceux qui ont enregistré l'embellie la plus remarquable de leur situation opérationnelle. Ainsi, les biens d'équipement, qui représentent 15 % des exportations françaises, ou les matériels de transport (18 % des exportations), ont vu leurs marges s'améliorer respectivement de 10,1 et 11,2 points de VA entre la fin 2013 et la fin 2017. Et le secteur des « autres biens industriels » (chimie, pharmacie, métallurgie, etc.), qui représente 33 % des exportations, affiche une hausse de ses marges de 6,2 points de VA et, celui des transports une amélioration de 8,4 points (5 % des exportations). Au total, entre le quatrième trimestre 2013 et la fin 2017, le taux de marge du secteur exportateur français est passé de 33,2 % de la VA, soit un point bas depuis ces trente dernières années, à 38,7 %, niveau qui correspond à un plus haut historique, supérieur même à celui atteint au début des années 1990 et au tournant de 2000 et de 2001 (graphique 20). Si cette hausse du taux de marge du secteur exportateur n'est pas encore visible dans l'évolution des parts de marché, notamment sur la période récente, ce redressement financier des exportateurs est un élément positif pour l'avenir car les exportateurs ont des marges désormais pour

baisser leurs prix et améliorer leur compétitivité-prix ou maintenir ces hauts niveaux de marge pour investir dans la compétitivité hors-coût, à l'instar du modèle industriel allemand.

Ainsi, le redressement de la situation financière des entreprises exportatrices et la hausse passée de l'investissement productif, couplés au retour de la fréquentation touristique et à une production agricole revenue à la normale après une année 2016 chaotique seront bénéfiques au commerce extérieur français qui ne devrait plus être un frein à la croissance française. Si la hausse de l'euro pèsera sur les exportations, à travers l'appréciation du taux de change effectif réel (graphique 38), elle affectera peu les exportations qui devrait croître de 4,6 % en 2018 et 3,6 % en 2019.

**Graphique 38. Facteurs d'évolution des exportations**



Sources : INSEE, prévisions OFCE avril 2018.

## 5. Emploi : croissance malgré les tensions

L'économie française connaît depuis maintenant deux années une croissance de l'emploi marchand suffisante pour faire baisser le chômage. La reprise des créations d'emplois, secteur non-marchand inclus, s'est timidement amorcée en 2015 (+108 000 emplois) et a accéléré en 2016 (+227 000 emplois) et 2017 (+271 000 emplois). Les créations d'emplois ont été soutenues dans un premier temps par les mesures de baisse de coût du travail (CICE, Pacte de responsabilité, Prime à l'embauche) et les emplois aidés dans le secteur non marchand, puis, à partir de la fin 2016, par l'accélération de la croissance. Les créations nettes d'emplois étant supérieures à l'évolution de la population active, le nombre de chômeurs a diminué (-408 000 depuis fin 2014), portant le taux de chômage au sens du BIT en France métropolitaine à 8,6 % de la population active au quatrième trimestre 2017, contre 10,1 % fin 2014 (tableau 4).

Tableau 4. Emploi et chômage

Variations annuelles en milliers, au dernier trimestre

	2014	2015	2016	2017*	2018*	2019*
Population active observée	183	46	179	-27	124	121
Emploi total	64	108	227	271	194	254
– Secteur marchand	-12	82	209	251	271	292
Salariés	-12	110	215	254	271	292
Non-salariés	0	-28	-6	-3	0	0
– Secteur non marchand	76	26	18	20	-77	-38
Emplois aidés	22	14	0	-83	-76	-20
Emplois non aidés	54	12	18	103	-1	-18
Chômage	119	-62	-48	-298	-70	-133
Taux de chômage au T4 (en %)	10,1	9,9	9,7	8,6	8,4	7,9

\* prévision OFCE.

Sources : INSEE, Ministère du Travail, prévisions OFCE avril 2018.

À l'horizon 2019, les créations d'emplois salariés dans le secteur marchand seraient soutenues par la croissance de l'activité marchande (2,5 % en 2018 et en 2019). Le rythme des créations d'emplois

marchands augmenterait légèrement par rapport à 2017, malgré la fin de la montée en charge du CICE et du Pacte de responsabilité. Les difficultés de recrutement, encore en-deçà des pics de 2007 et du début des années 2000 (graphique 12), ne se sont pas traduites par une accélération des salaires et ne constitueraient pas un frein aux créations d'emplois. Au total, et compte tenu de la réduction des effectifs dans le secteur non-marchand, 194 000 emplois seraient créés en 2018, puis 254 000 en 2019.

En 2018-2019, la politique de l'emploi, hors mesures fiscales, ne soutiendrait plus les créations d'emplois en raison d'un nombre prévu de contrats aidés insuffisant pour maintenir le stock existant. Pour 2018, le gouvernement a annoncé un flux de 200 000 contrats aidés non-marchands, ainsi que l'arrêt du dispositif des emplois d'avenir. Le stock de contrats aidés devrait donc poursuivre sa baisse rapide. Pour 2019 nous avons retenu l'hypothèse d'une stabilisation du stock de contrats aidés non-marchands, hypothèse qui pourrait toutefois s'avérer optimiste compte tenu de la volonté du gouvernement de réorienter la politique de l'emploi vers la formation des jeunes éloignés du marché du travail et des chômeurs de longue durée. L'emploi public hors emplois aidés diminuerait de 24 000 postes chaque année, en cohérence avec l'annonce de la suppression de 120 000 emplois publics sur l'ensemble du quinquennat. En revanche, le Plan d'investissement des compétences (2 millions de formations supplémentaires annoncées pour 2018-2022 dans le cadre du Grand plan d'investissement) débuterait en 2018 et monterait en charge progressivement, ce qui freinerait légèrement la hausse de la population active, en transférant temporairement des chômeurs de longue durée vers l'inactivité, sans toutefois modifier significativement la trajectoire prévue du taux de chômage. Le Plan d'investissement des compétences aurait en retour un léger effet positif sur l'emploi (+37 000 emplois sur la période 2018-2019) en réduisant le stock d'emplois non pourvus<sup>7</sup>.

Au total, la poursuite des créations d'emplois conduirait à un prolongement de la baisse du taux de chômage. Celui-ci atteindrait 8,4 % fin 2018 et 7,9 % de la population active fin 2019 pour la France métropolitaine.

---

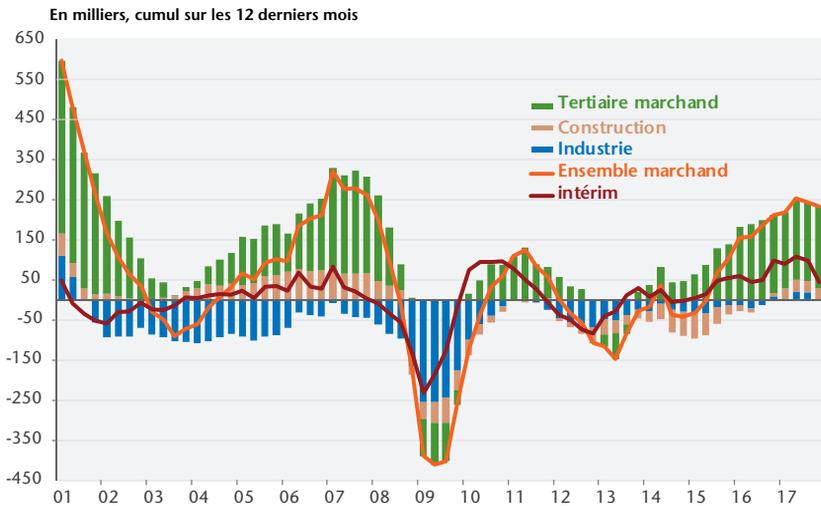
7. Voir notamment B. Ducoudré, « 2018 : baisse du chômage non garantie », *Blog de l'OFCE*, décembre 2017.

## Secteur marchand : retour à la dynamique d'avant-crise

Ces trois dernières années, l'emploi salarié dans le secteur marchand non agricole a retrouvé le chemin de la croissance. Depuis le quatrième trimestre 2014, les créations d'emplois ont progressivement accéléré, pour atteindre un pic de 250 000 créations en cumul annuel au deuxième trimestre 2017 (graphique 39) retrouvant ainsi un rythme qui n'avait plus été observé depuis la crise. Les créations d'emploi ont toutefois été moins dynamiques au deuxième semestre 2017, après l'arrêt de la Prime à l'embauche.

C'est d'abord dans le secteur des services que se sont concentrées les créations d'emplois après le creux de 2012. Ce secteur, où les gains de productivité tendanciels sont plus faibles que dans l'industrie, peut créer des emplois même en période de faible croissance comme ce fut le cas à partir du deuxième semestre 2013. Depuis 2000, les créations d'emplois corrigées de l'intérim se sont d'ailleurs concentrées dans les services marchands, avec 2,1 millions d'emplois créés, dont près de 740 000 depuis 2008.

Graphique 39. Évolution de l'emploi salarié marchand corrigé de l'intérim



Champs : Secteur marchand non agricole.

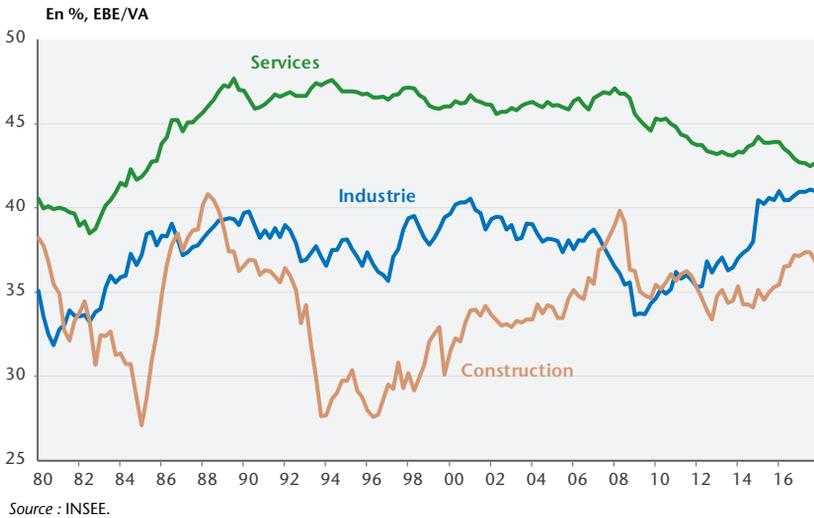
Sources : INSEE, DARES.

Dans l'industrie les gains de productivité sont plus élevés et le secteur détruit tendanciellement des emplois. Depuis 2000 l'industrie a enregistré plus de 900 000 destructions d'emplois, dont 500 000

depuis 2008 (après réaffectation de l'emploi intérimaire par secteur utilisateur). Les pertes ont toutefois fortement ralenti depuis 2015, et le secteur a même créé des emplois depuis le deuxième semestre 2016. Ces créations s'observent d'ailleurs au moment où le taux de marge des branches industrielles atteint des niveaux historiquement élevés (graphique 40). Fin 2017, l'emploi industriel se situe ainsi à son niveau observé fin 2014.

Le secteur de la construction, durablement affecté par la crise, a pour sa part enregistré 190 000 destructions d'emplois depuis 2008 (après 330 000 créations entre 2000 et 2007). Son taux de marge s'est progressivement redressé depuis le creux observé en 2012, et le secteur crée des emplois continûment depuis le deuxième trimestre 2016.

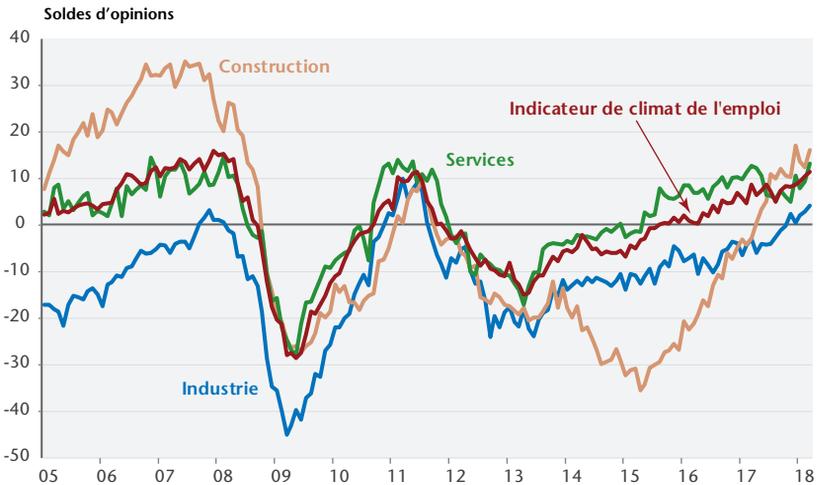
Graphique 40. Taux de marge par branche



À court terme, les indicateurs d'intentions d'embauches continuent de progresser et indiquent une poursuite des embauches dans l'ensemble du secteur marchand (graphique 41). Les difficultés de recrutement progressent également (graphique 12). Elles ont retrouvé leur niveau d'avant-crise dans l'industrie, mais restent en-deçà dans les services et la construction. L'accélération franche de l'activité économique en 2017 a pu surprendre les entreprises, notamment dans l'industrie, après plusieurs années de réduction des effectifs. Le besoin soudain de main-d'œuvre industrielle a également pu se heurter à court terme aux délais nécessaires pour mener à bien les procédures de

recrutement. Il en résulterait une accentuation du sentiment de tension sur les recrutements. Mais il ne s'agirait pas là d'une contrainte dure à moyen terme compte tenu du niveau encore élevé du chômage et de la possibilité pour les entreprises de faire de la formation au poste en cas d'insuffisance de qualification de la main-d'œuvre. Par ailleurs les difficultés de recrutement actuelles, quel que soit le secteur, sont encore éloignées de leur niveau de 2001. En ce sens, les difficultés de recrutement ne semblent pas avoir atteint un niveau tel qu'elles constitueraient un frein majeur à la poursuite des créations d'emploi : les intentions d'embauches déclarées restent élevées, indiquant que les entreprises n'y ont pas renoncé. Dès lors, la hausse des difficultés de recrutement va de pair avec les intentions d'embauche.

Graphique 41. Intentions d'embauche et climat de l'emploi



## Où en est le cycle de productivité ?

Notre analyse de l'emploi marchand repose sur celle du cycle de productivité (encadré 5) : en période de ralentissement conjoncturel (et symétriquement en période de reprise), les entreprises attendent généralement la confirmation de la baisse de l'activité (et symétriquement le redressement) avant de procéder à des réductions d'effectifs (et symétriquement des embauches), ce qui se traduit dans un premier temps par une dégradation des gains de productivité (et symétriquement une amélioration). Ce n'est que dans un second temps, quand la baisse (hausse) d'activité se confirme, qu'elles procèdent à des suppres-

sions (créations) de postes. Le ralentissement de l'activité se traduit d'abord par des pertes de productivité par rapport à la tendance de long terme, donc par le creusement du cycle de productivité, qui se rétablit progressivement, une fois passé le creux d'activité.

### Encadré 5. La modélisation de l'emploi

Le cycle de productivité est modélisé à l'aide d'une équation d'emploi, issue d'une fonction de production de type CES (*Constant Elasticity of Substitution*), et spécifiée sous la forme d'un modèle à correction d'erreur. Cette équation est estimée pour l'ensemble du secteur marchand sur la période 1980-2015 selon une fréquence trimestrielle<sup>8</sup>. Ce type de modèle permet d'estimer une relation de cointégration – ou relation de long terme – et une dynamique de court terme de la variable expliquée. À long terme, la productivité dépend d'une tendance, de la durée du travail et du coût du travail. La dynamique de court terme de l'emploi intègre la variation contemporaine de ces mêmes variables et de la valeur ajoutée marchande ainsi que la variation passée de l'emploi.

$$d \log L_t = \alpha_1 \times d \log L_{t-1} + \alpha_2 \times d \log Q_t + \alpha_3 \times d \log HL_t + \alpha_4 \times d \log C_{L,t} \\ - \lambda \left( \underbrace{\log \left( \frac{L_{t-1}}{Q_{t-1}} \right) - \beta_1 \log \left( \frac{C_{L,t-1}}{P_{t-1}} \right) - \beta_2 \log HL_{t-1} - SV1L_t - c}_{\text{relation de long terme}} \right) + \varepsilon_t$$

Avec

- $L$  l'emploi salarié du secteur marchand ;
- $Q$  la valeur ajoutée du secteur marchand ;
- $HL$  la durée du travail trimestrielle moyenne par salarié du secteur marchand ;
- $C_L$  le salaire horaire super-brut dans le secteur marchand ;
- $P$  le déflateur de prix de la valeur ajoutée marchande ;
- $t$  le temps ;
- $c$  la constante ;
- $\tilde{\Pi}$  la tendance de productivité hors effets coût et durée du travail.

L'équation d'emploi et la tendance de productivité sont estimées simultanément par un filtre de Kalman. L'équation d'emploi constitue l'équation de signal et les équations d'état s'écrivent :

- (2) État(1) :  $\log \tilde{\Pi}_t = \log \tilde{\Pi}_{t-1} + Z_{t-1} + v_{1,t}$  (tendance de productivité)
- (3)  $Z_t = Z_{t-1} + v_{2,t}$  (taux de croissance tendanciel de la productivité)  
avec  $Z$ , le taux de croissance tendanciel de la productivité

8. Voir étude spéciale de la prévision d'octobre 2017 : « Quel nouveau sentier de croissance de la productivité du travail ? Une analyse pour six grands pays développés », *Revue de l'OFCE*, n° 152.

Les équations d'état représentent la productivité tendancielle, hors effets du coût du travail et de la durée du travail, en niveau (équation (2)) et en taux de croissance (équation (3)). On suppose que des chocs de natures différentes affectent  $\Pi$  et  $Z$  :  $v_1$  représente ce qui affecte de manière permanente le niveau de la productivité tendancielle et  $v_2$  représente ce qui affecte de manière permanente le taux de croissance de la productivité tendancielle.

Les variables ont toutes un coefficient significativement différent de 0 et de signe attendu. La statistique de *Student* associée au coefficient de la relation de long terme valide l'hypothèse d'une relation de cointégration entre ces variables. Cette équation estime la tendance de productivité de long terme à 1,4 % par an en moyenne sur la période 1990-1999, 1,1 % par an en moyenne sur la période 2000-2009 et à 0,8 % fin 2015. Le coefficient associé au coût du travail s'élève à 0,24 (une hausse du coût du travail accroît la productivité horaire et diminue l'emploi) et celui de la durée du travail à 0,61 (une hausse de la durée du travail diminue la productivité horaire, mais augmente la productivité par salarié et diminue l'emploi). Le cycle de productivité est le résidu de la relation de long terme.

Selon notre équation d'emploi, il apparaît, qu'après un redressement du cycle de productivité entre le premier trimestre 2009 et la fin 2010, la rechute de l'activité a conduit de nouveau à une baisse des gains de productivité à partir du deuxième trimestre 2011 (graphique 42), ceux-ci s'écartant de leur tendance de long terme, estimée à 0,8 % par an. Le cycle a atteint un point bas entre le deuxième trimestre 2012 et le premier trimestre 2013, s'expliquant par l'absence de croissance, avant d'amorcer son redressement au deuxième trimestre 2013.

Le cycle de productivité s'est refermé au deuxième semestre 2014 sous l'effet de la reprise timide de la croissance. La montée progressive des effets du CICE s'est en même temps traduite par un enrichissement de la croissance en emplois. La mise en œuvre en 2015 et en 2016 d'allègements supplémentaires de cotisations sociales patronales (Pacte de responsabilité et dispositif embauche PME) a infléchi à nouveau la tendance de productivité alors que les entreprises se trouvaient en situation de légers sous-effectifs par rapport à leur niveau d'activité<sup>9</sup>. Malgré une croissance de l'activité marchande en 2016

9. Les politiques de baisse du coût du travail (le CICE, puis le premier volet du Pacte de responsabilité portant sur les « bas salaires »), qui enrichissent la croissance en emplois, ont abaissé temporairement la tendance de productivité, de l'ordre de 0,2 point en 2014, 0,4 point en 2015 et 2016 puis 0,5 point en 2017.

identique à celle de 2015 (1,1 % de croissance contre 1 % en 2015), les créations d'emplois salariés ont donc été deux fois plus nombreuses en 2016, traduisant les embauches des entreprises pour réduire le déficit d'emplois de 2015.

Au regard du cycle de productivité (+0,9 % par rapport à la tendance de long terme au deuxième trimestre 2017), et de l'accélération de la croissance de la valeur ajoutée marchande, les entreprises continueraient à embaucher au cours des deux prochaines années, à un rythme supérieur à celui observé en 2016-2017. Dès 2018, l'effet des mesures de baisse du coût du travail sur la tendance de productivité s'estomperait progressivement (-0,1 point en 2018, puis 0 en 2019), et celle-ci retrouverait son niveau normal estimé à 0,8 % chaque année. La croissance de la valeur ajoutée marchande se maintenant à un niveau élevé à l'horizon de notre prévision, le cycle de productivité ne se refermerait pas sur la période (graphique 42). Une telle configuration du cycle de productivité a déjà été observée dans le passé en période de croissance soutenue : la productivité peut rester durablement supérieure à la productivité tendancielle, et son retournement en direction de la tendance est le plus souvent synchrone avec le retournement de la croissance. L'emploi salarié dans le secteur marchand augmenterait de 1,4 % en 2018 puis de 1,7 % en 2019 après 1,5 % en 2017. Une fermeture plus rapide du cycle conduirait à davantage de créations d'emplois.

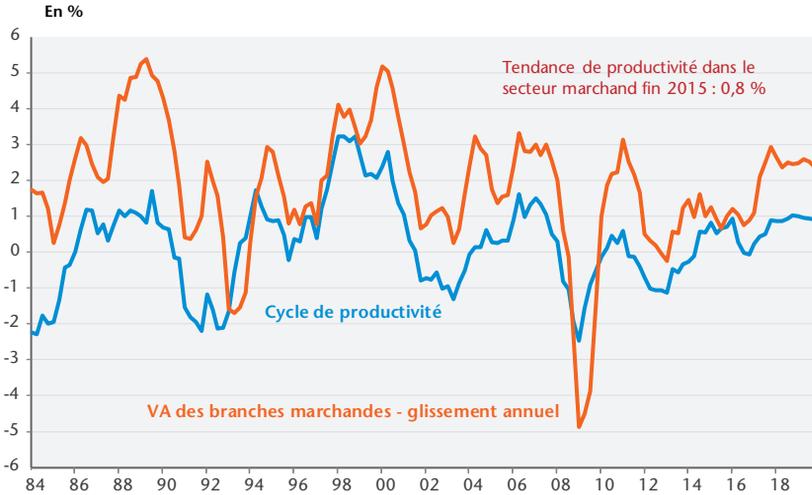
## Les effets des mesures de baisse du coût du travail s'estompent

Héritées du précédent quinquennat, plusieurs mesures fiscales (CICE, Pacte de responsabilité, Prime à l'embauche<sup>10</sup>) de réduction du coût du travail visant à enrichir la croissance en emplois seront toujours à l'œuvre en 2018, avec un faible effet attendu sur l'emploi, effet qui s'estomperait complètement en 2019.

---

10. La mesure, décidée par le gouvernement précédent dans le cadre du Plan d'urgence pour l'emploi, consistait en une prime temporaire à l'employeur pour les embauches de salariés dont les salaires sont compris entre 1 et 1,3 SMIC, là où l'élasticité du coût du travail à l'emploi est la plus forte. La prime à l'embauche concernait toute embauche de plus de 6 mois ayant lieu en 2016 et jusqu'au 30 juin 2017 dans les entreprises de moins de 250 salariés. Durant les deux premières années du contrat, l'embauche donne droit à une prime trimestrielle de 500 euros, soit 4 000 euros au maximum.

Graphique 42. Cycle de productivité dans le secteur marchand



Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE avril 2018.

Le dispositif de la Prime à l'embauche<sup>11</sup> a pris fin au 30 juin 2017. Il est remplacé par un allègement dégressif de cotisations sociales patronales supplémentaire de 4,05 points au niveau du SMIC à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2019 pour les salariés dont les salaires sont compris entre 1 et 1,6 SMIC, ce qui représente 3,3 milliards d'euros d'allègements supplémentaires. Par ailleurs, le taux de CICE, qui avait été augmenté à 7 % pour les salaires versés en 2017, est abaissé à 6 % en 2018, avant sa transformation en allègement pérenne de cotisations sociales patronales de 6 % pour les salaires compris entre 1 et 2,5 SMIC.

Le passage du taux de CICE de 7 % à 6 % aurait un impact négatif sur l'emploi en 2018-2019 (tableau 5). En 2019, les premiers effets de la transformation du CICE (pour les 6 points restants) et le renforcement des allègements au niveau du SMIC atténueraient les effets de la baisse du taux de CICE.

Concernant le Pacte de responsabilité, nous avons distingué deux éléments : (1) l'allègement portant sur les bas salaires (entre 1 et 1,6 SMIC) dont on attend un effet plus fort sur l'emploi *via* une élasticité de l'emploi à son coût plus élevée aux abords du SMIC puis décroissante avec le niveau de salaire<sup>12</sup> et (2) l'allègement uniforme entre 1,6 et 3,5 SMIC. Les effets du Pacte de responsabilité sur la

11. Pour près de 30 000 emplois.

dynamique de l'emploi s'estomperaient progressivement en 2018 (+26 000 emplois) et seraient quasi nuls en 2019 (+ 6 000 emplois).

Les effets cumulés du CICE, de sa transformation<sup>13</sup>, du Pacte de responsabilité et de l'impact dynamique de son financement auraient un effet légèrement négatif sur l'emploi en 2018 (-22 000 emplois) et un effet négligeable en 2019<sup>14</sup> (tableau 5).

**Tableau 5. Effets du CICE et du Pacte de responsabilité sur la dynamique de l'emploi**

Variations en moyenne annuelle en milliers

	2017	2018	2019	2013-2019
<b>Effet brut du Pacte de responsabilité</b>	67	26	6	193
<i>Allègement bas salaires</i>	34	11	0	125
<i>Allègement uniforme</i>	33	14	6	68
<b>Effet brut du CICE</b>	95	0	0	340
<b>Transformation CICE</b>		-17	-5	-23
<b>Effet brut du Pacte + CICE + Transformation</b>	<b>162</b>	<b>8</b>	<b>1</b>	<b>511</b>
<b>Financement (mds €)</b>	5	0	0	29
<b>Effet du financement sur l'emploi</b>	<b>-59</b>	<b>-30</b>	<b>-4</b>	<b>-273</b>
<b>Effet net du Pacte, du CICE et du financement</b>	<b>103</b>	<b>-22</b>	<b>-3</b>	<b>238</b>

Sources : calculs et prévisions OFCE avril 2018.

## La baisse des contrats aidés se poursuit

Le quinquennat précédent a été marqué par une progression des contrats aidés, avec notamment la création des emplois d'avenir et l'allongement de la durée des CUI-CAE (graphique 43). En 2013-2014, face à la dégradation du marché du travail, 380 000 contrats aidés dans le secteur non-marchand avaient ainsi été signés en moyenne chaque année (360 000 en moyenne sur 2012-2016). La montée en

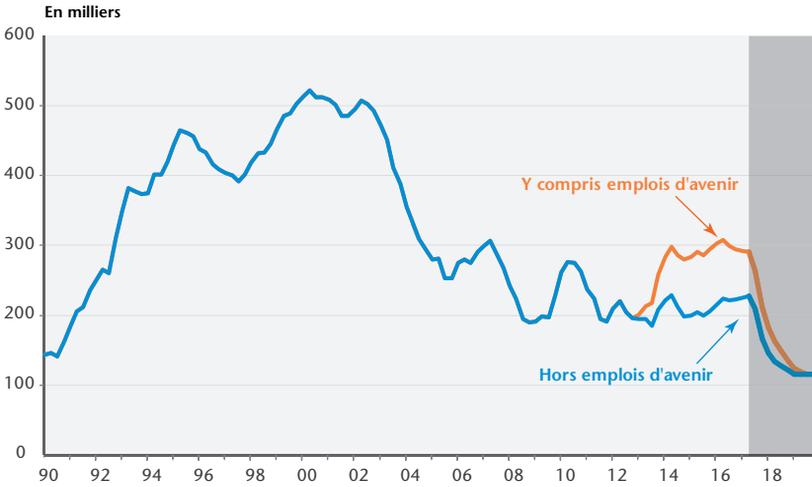
12. Le calcul de l'élasticité macroéconomique de la mesure s'appuie sur une élasticité moyenne de l'emploi au coût du travail de 0,3 (cf. Ducoudré et Plane, 2015, « Les demandes de facteurs de production en France. Estimation et analyse des effets de la crise », *Revue de l'OFCE*, n° 142) et intègre les effets d'assiette liés au profil d'allègement des mesures incluses dans le Pacte de responsabilité (cf. Bock Lissot et Ozil, 2015, « Matis : une maquette d'évaluation des effets sur l'emploi de variations du coût du travail », *Documents de travail de la DG Trésor*, n° 2015/02).

13. Voir Ducoudré, 2017, « Évaluation du remplacement du CICE par une baisse des cotisations sociales patronales », *OFCE Policy brief*, n° 20, 6 juillet.

14. Pour rappel, l'État devra reverser aux entreprises 18,9 milliards d'euros par an en moyenne pour le CICE sur la période 2016-2017, 4,5 milliards par an pour les allègements sur les bas salaires sur la période 2016-2017 et 3,4 puis 4,5 milliards d'euros sur la période 2016-2017 pour l'allègement uniforme entre 1,6 et 3,5 SMIC. Ces transferts sont financés aux deux tiers par des économies sur la dépense publique et pour un tiers par une hausse des prélèvements fiscaux.

charge des emplois d'avenir, dont la durée moyenne était de 2 ans, ainsi que l'allongement de la durée des CUI-CAE avec pour objectif une durée moyenne des contrats de 10,5 mois contre 7 mois en 2012, avaient permis une forte progression du stock d'emplois en contrat

Graphique 43. Contrats aidés dans le secteur non-marchand



Champ : France métropolitaine.

Note : la baisse des CUI-CAE observée au second semestre 2014 provient du basculement des CAE des entreprises d'insertion en CDDI (CDD d'insertion).

Sources : DARES, PoEm, calculs et prévisions OFCE avril 2018.

aidé. Le pic des contrats aidés a été atteint au deuxième trimestre 2016, que l'on considère les contrats aidés dans le non-marchand seuls (307 000 en stock) ou que l'on y inclue l'insertion par l'activité économique (IAE) et les contrats aidés du secteur marchand (540 000 en stock). Par la suite, le nombre d'emplois en contrat aidé a diminué de 57 000 au deuxième semestre 2016, avec la baisse entamée du stock des emplois d'avenir pour le secteur non-marchand et des CUI-CIE dans le secteur marchand. Cette baisse s'est ensuite amplifiée en 2017 (-111 000 contrats aidés dont -81 000 dans le secteur non marchand et -30 000 dans le secteur marchand). Malgré la rallonge de 30 000 contrats aidés décidée par le gouvernement au second semestre 2017, la baisse du stock de contrats aidés a été particulièrement forte dans la seconde moitié de 2017. Cette décision a été insuffisante pour stabiliser le stock. Elle a par ailleurs été ciblée uniquement sur le secteur non-marchand et a été de pair avec la fin des entrées en contrats aidés dans le secteur marchand. Au quatrième trimestre 2017, on comptait

ainsi 367 000 contrats aidés en France métropolitaine, dont 211 000 dans le secteur non-marchand, 125 000 dans l'IAE et 31 000 dans le secteur marchand.

Cette forte baisse des contrats aidés se prolongera en 2018, le gouvernement ayant annoncé une réorientation des politiques de l'emploi vers la formation des demandeurs d'emplois et des jeunes éloignés du marché du travail. Cette réorientation passe par le Plan d'investissement compétences et par une réforme en cours de la formation professionnelle et de l'apprentissage. Les emplois d'avenir et les CUI-CIE disparaissent et les CUI-CAE sont transformés en Parcours Emploi Compétences (PEC)<sup>15</sup>.

Pour 2018, le gouvernement prévoit 200 000 entrées en PEC exclusivement dans le secteur non-marchand. 30 500 parcours seraient fléchés pour l'accompagnement des élèves en situation de handicap. Sur les 169 500 PEC restant, 3,5 % sont mis en réserve de précaution, 22 000 concernent l'outre-mer et 136 000 concernent la France métropolitaine. La durée des contrats serait de 10,2 mois en moyenne (9 mois minimum), avec un taux de prise en charge par l'État qui baisserait à 50 %, contre environ 70 % en 2017 (tableau 6). Pour 2019, nous avons fait l'hypothèse d'un maintien du stock de PEC à son niveau prévu fin 2018. Les dispositifs d'insertion par l'activité économique bénéficieraient d'une rallonge de 10 000 contrats en 2018, soit une cible de 70 000 emplois en équivalent temps plein, que nous avons maintenue pour 2019.

Compte tenu de ces éléments, le stock de contrats aidés baisserait fortement entre la fin 2017 et la fin 2019 (voir graphique 43 et tableau 6 : -96 000 contrats aidés non-marchands, -125 000 contrats aidés y compris secteur marchand et IAE). L'effet cumulé sur 2018-19 de la baisse du stock de contrats aidés conduirait à réduire le nombre d'emplois de 67 000. Cet effet négatif s'explique principalement par le faible effet d'aubaine des contrats aidés non-marchands contrairement au secteur marchand (0,3 retenu pour les CUI-CAE, 0,4 pour les emplois d'avenir, 0,84 pour les CUI-CIE et 0,75 pour les emplois d'avenir du secteur marchand)<sup>16</sup>.

---

15. Cf. circulaire N° DGEFP/SDPAE/MIP/MPP/2018/11 du 11 janvier 2018. Les PEC ciblent les « personnes sans emploi rencontrant des difficultés sociales et professionnelles particulières d'accès à l'emploi ». Ils doivent faire l'objet d'un accompagnement renforcé, de l'acquisition de compétences et d'expérience professionnelle avec un objectif d'insertion professionnelle.

**Tableau 6. Entrées et effectifs de bénéficiaires des dispositifs spécifiques de politique de l'emploi**

En milliers	Entrées			Effectifs en fin d'année (T4)			Effet cumulé sur l'emploi net de l'effet d'aubaine 2018-2019
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	
<b>Emploi aidé</b>	<b>1726</b>	<b>1072</b>	<b>1255</b>	<b>1284</b>	<b>1137</b>	<b>1303</b>	<b>-72</b>
<b>Contrat aidé</b>	496	372	372	368	267	243	-67
CUI-CAE puis PEC (1)	206	136	136	167	121	116	-36
CUI-CIE	24	0	0	15	1	0	-2
Emploi d'avenir	35	0	0	60	18	0	-31
<i>dont non marchand</i>	30	0	0	44	14	0	-27
<i>marchand</i>	5	0	0	16	3	0	-4
Insertion par l'activité économique	231	236	236	125	127	127	2
<b>Contrat en alternance</b>	<b>495</b>	<b>501</b>	<b>501</b>	<b>610</b>	<b>618</b>	<b>618</b>	<b>1</b>
Apprentissage	290	296	296	398	406	406	1
Contrat de professionnalisation	205	205	205	212	212	212	0
<b>Autre emploi aidé</b>	<b>734</b>	<b>199</b>	<b>382</b>	<b>306</b>	<b>252</b>	<b>441</b>	<b>-6</b>
Dispositif ciblé sur les territoires en difficulté	15	15	15	35	35	35	0
Contrat de génération	11	0	0	24	14	3	-4
Exonération de cotisation chômage sur les embauches de jeunes en CDI	525	0	0	44	0	0	-2
Aide aux chômeurs créateurs d'entreprise	182	182	365	198	198	398	nc
Accompagnement des restructuration	2	2	2	5	5	5	nc
<b>Formation des personnes en recherche d'emploi (2)</b>	<b>743</b>	<b>860</b>	<b>960</b>	<b>179</b>	<b>304</b>	<b>346</b>	<b>37</b>
<b>Garantie jeunes (3)</b>	<b>70</b>	<b>93</b>	<b>93</b>	<b>72</b>	<b>94</b>	<b>96</b>	<b>17</b>
<b>Total</b>							<b>-19</b>

Champ : France métropolitaine.

(1) Hors accompagnement des élèves en situation de handicap.

(2) L'effet de la formation sur l'emploi est calculé en appliquant une élasticité de retour à l'emploi de 0,07 sur le différentiel d'entrées en formations par rapport aux entrées constatées en 2015 (660 000 entrées), l'année 2016 étant marquée par le Plan « 500 000 formations ». Cet effet ne tient pas compte d'un possible effet de changement dans la file d'attente, qui atténuerait l'impact du dispositif sur le retour à l'emploi.

(3) L'effet sur l'emploi est calculé en retenant un impact de 9 % sur le taux d'emploi durable (CDI et CDD de 6 mois et plus hors emplois aidés) sur le nombre de jeunes entrant dans le dispositif chaque année\*. Cet effet ne tient pas compte d'un possible effet de changement dans la file d'attente, qui atténuerait l'impact du dispositif sur la probabilité d'être en emploi durable.

\* Cf. Tableau 2.2, p. 22 dans *Dares, 2016* : « Premiers résultats d'évaluation statistique de l'impact de la Garantie jeunes, Annexe 5 », novembre.

Sources : Insee, Dares, PoEm, calculs et prévisions OFCE avril 2018.

16. Pour plus de détails, voir « Les contrats aidés : quels objectifs, quel bilan ? », *Dares Analyses*, n° 21, mars 2017.

Concernant l'alternance, le gouvernement a fixé pour 2018 un objectif de hausse de 2 % du nombre d'entrées en apprentissage et nous avons retenu en prévision une hypothèse de stabilisation du stock de contrats de professionnalisation. Mais l'effet sur l'emploi serait négligeable (+1 000 emplois cumulés entre 2018 et 2019).

Les autres dispositifs d'emplois aidés voient la fin de l'exonération de cotisation chômage sur les embauches de jeunes en CDI à compter du 1<sup>er</sup> octobre 2017 (entrée en vigueur de la nouvelle convention d'assurance chômage de l'Unedic) ainsi que la suppression du contrat de génération dès 2018. L'aide aux chômeurs créateurs d'entreprise serait en revanche étendue progressivement à partir de 2019<sup>17</sup>. Nous avons inscrit 200 000 bénéficiaires supplémentaires en 2019. Enfin, nous avons stabilisé en prévision les bénéficiaires de l'accompagnement des restructurations, ainsi que les dispositifs ciblés sur les territoires. Ces derniers devraient être toutefois rediscutés en 2019 avec l'allègement supplémentaire de cotisations sociales au niveau du SMIC<sup>18</sup>. Au total, les politiques de l'emploi, *via* les contrats aidés et les autres dispositifs d'emplois aidés, contribueraient négativement à l'évolution de l'emploi total pour -72 000 emplois sur la période 2018-2019. Ce chiffre propre aux périmètres des emplois aidés ne tient donc pas compte d'un possible effet de l'extension de l'Accre (Aide au chômeur créant ou reprenant une entreprise) sur l'emploi<sup>19</sup>, ni de l'effet positif attendu du Plan d'Investissement Compétences (encadré 6) sur l'amélioration de l'employabilité des jeunes et des chômeurs de longue durée. Compte tenu de la montée en charge des formations et de la Garantie jeunes, et de l'effet attendu sur le retour à l'emploi de ces dispositifs<sup>20</sup>, le Plan d'investissement compétences contribuerait

---

17. Suivant le PLF 2018, l'exonération de cotisations sociales « Aide au chômeur créant ou reprenant une entreprise » (ACCRE) sera étendue dès 2019 à l'ensemble des travailleurs indépendants qui créent ou reprennent une activité, pour un coût de 200 millions d'euros et pourrait bénéficier à terme à 350 000 créateurs ou repreneurs d'entreprise supplémentaires.

18. Les allègements supplémentaires rendraient ces dispositifs non incitatifs.

19. Cet effet pourrait toutefois être négligeable. Cf. Redor, D. « L'aide à la création d'entreprises a-t-elle un impact sur leur survie ? Une évaluation pour quatre cohortes d'entreprises créées par des chômeurs en France », *Économie et Statistique*, n° 493, 2017.

20. L'effet de la formation sur l'emploi est calculé en appliquant une élasticité de retour à l'emploi de 0,07 sur le différentiel d'entrées en formation par rapport aux entrées constatées en 2015 (660 000 entrées). Cf. Card, D., Kluve, J., & Weber, A. (2017), « What works? A meta analysis of recent active labor market program evaluations », *Journal of the European Economic Association*, jvx028. L'effet de la Garantie jeunes sur l'emploi est calculé en retenant un impact de 9 % sur le taux d'emploi durable (CDI et CDD de 6 mois et plus hors emplois aidés) sur le nombre de jeunes entrant dans le dispositif chaque année. Cf. tableau 2.2, p. 22 dans Dares, 2016 : « Premiers résultats d'évaluation statistique de l'impact de la Garantie jeunes – Annexe 5 », novembre.

positivement à améliorer l'emploi de 37 000 en 2018-2019 et la Garantie Jeune de 17 000 sur la même période.

### Encadré 6. Le Plan d'Investissement Compétences

Le 25 septembre 2017, le Gouvernement a dévoilé son Grand plan d'investissement pour le quinquennat. Deuxième axe de ce plan, le Plan d'investissement compétences, se donne pour objectif de rendre l'accès à l'emploi à 2 millions de personnes.

Sur l'ensemble du quinquennat, il s'agit, en complément de la réforme de l'apprentissage et de la formation professionnelle, de financer 2 millions de formations supplémentaires se décomposant en :

- 1 million de formations pour les demandeurs d'emploi peu qualifiés. Les formations longues, d'une durée de 6 à 9 mois, et certifiantes seraient privilégiées ;
- 470 000 formations qualifiantes et certifiantes pour les jeunes ;
- 330 000 préparations aux dispositifs d'apprentissage et d'alternances ;
- 200 000 jeunes supplémentaires accompagnés dans le cadre de la Garantie jeunes.

Le montant total des investissements s'élèverait à 14,6 milliards d'euros, dont 13,7 milliards pour la formation des demandeurs d'emploi et l'accompagnement des jeunes en décrochage.

Pour 2018, la Loi de finances inclut 1 milliard d'euros pour financer 200 000 formations supplémentaires (soit 5 000 euros par formation) et 515 millions d'euros d'autorisations d'engagement au titre de l'accompagnement de 100 000 jeunes *via* le dispositif de la Garantie jeunes. Cette enveloppe inclut 225 millions d'euros de reste à charge au titre du plan de formation engagé en 2017 et 250 millions d'euros de contributions extérieures.

En 2014, le coût d'une formation s'élevait à environ 8 800 euros dont 4 600 euros de coût pédagogique, le reste correspondant principalement à la rémunération des stagiaires. La durée moyenne des formations s'établissait à environ 4,7 mois. Compte tenu de ces montants, nous avons retenu une durée moyenne des formations additionnelles de 6 mois en 2018 et de 7,5 mois en 2019 en supposant la poursuite de la montée en charge du Plan. Concernant la Garantie jeunes, nous avons retenu 100 000 entrées dans le dispositif en 2018 et 2019, conformément à l'objectif du gouvernement.

### Encadré 7. Population active et halo du chômage

Les évolutions récentes de l'emploi et du chômage publiées par l'Insee à partir de l'Enquête emploi en continu (EEC) sont parfois difficilement réconciliables avec les évolutions de l'emploi issues de la comptabilité nationale (CN) et celles attendues de la population active compte tenu des projections de population active. Ainsi, au quatrième trimestre 2017, l'Insee indique un nombre de chômeurs en baisse de 205 000 (-0,7 point de taux de chômage), baisse inédite depuis 1975. Dans le même temps, l'évolution du taux d'emploi des personnes âgées de 15 ans et plus progressait de 0,4 point, ce qui correspond à environ 250 000 créations d'emplois sur le trimestre, quand les chiffres de la comptabilité nationale rapportent 60 000 créations d'emplois sur ce même trimestre.

Plus globalement, un décalage apparaît entre l'évolution de la population active observée et son évolution attendue. Depuis 2014, la population active observée (emploi CN + chômage EEC) progresse moins vite (en moyenne annuelle) que la population active potentielle<sup>21</sup> (tableau 7). Cela induit un « défaut de bouclage » rétrospectif sur les évolutions de la population active. Ce défaut de bouclage s'élève à -135 000 personnes cumulées depuis 2014 (-99 000 personnes depuis 2015, année de reprise des créations d'emplois marchands). Ainsi, sans ce défaut de bouclage, le chômage aurait été plus élevé de 100 000 à 135 000 personnes.

**Tableau 7. Décomposition de la population active observée et potentielle**

Moyenne annuelle, en variation, en milliers

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Population active observée</b>	238	120	87	100	99
<b>Population active potentielle</b>	132	157	129	126	129
<b>Emploi</b>	67	120	61	182	276
<b>Chômage</b>	171	0	26	-83	-178
<b>Défaut de bouclage</b>	106	-36	-42	-26	-31

Sources : Insee, Enquête emploi en continu, Projections de population active 2017, Comptes nationaux trimestriels, calculs OFCE.

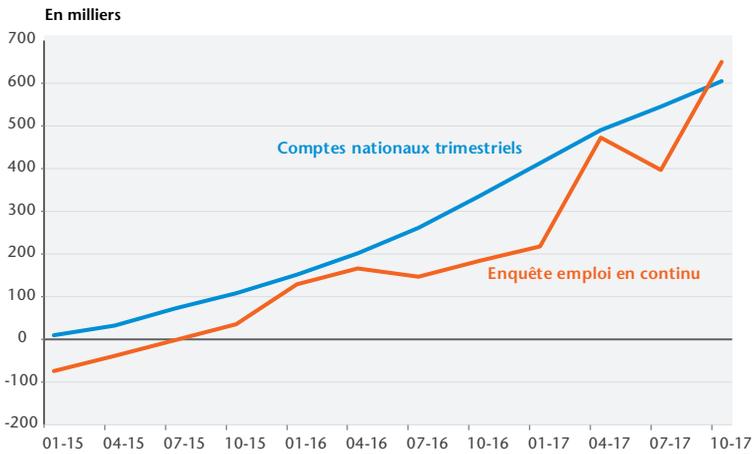
Calculé à partir de l'emploi source EEC, le défaut de bouclage est similaire. Les écarts entre comptabilité nationale et Enquête emploi sont certes nombreux (données administratives *versus* données d'enquête, prise en compte ou non des emplois frontaliers...). Mais l'évolution des créations

21. La population active potentielle est calculée à partir des projections de population active de l'Insee, auxquelles sont ajoutés les effets de flexion et les effets des formations sur les comportements d'activité.

depuis la reprise de l'emploi dans le secteur marchand fin 2014 est retracée de façon similaire entre les deux sources (graphique 44), bien que les créations d'emplois cumulées selon l'EEC soient légèrement supérieures sur la période.

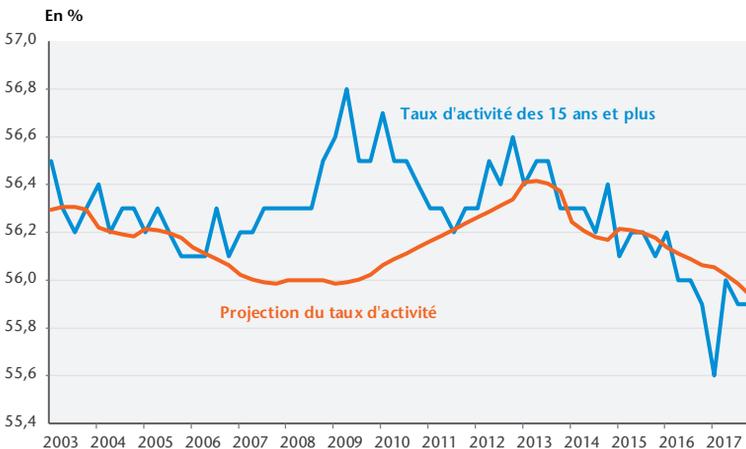
Du côté des comportements d'activité, les projections de taux d'activité sont quasiment systématiquement supérieures aux taux d'activité mesurés par l'EEC depuis 2015 (graphique 45). Dans le même temps, le halo autour du chômage a fortement progressé, de 75 000 personnes entre le quatrième trimestre 2014 et le quatrième trimestre 2017. Il est ainsi probable qu'une partie du défaut de bouclage provienne d'une progression plus importante qu'attendu du halo autour du chômage.

**Graphique 44. Créations d'emploi cumulées depuis le premier trimestre 2015**



Source : Insee.

**Graphique 45. Taux d'activité observé et projeté**



Source : Insee.

Nous avons donc tenté d'expliquer les variations du nombre de personnes dans le halo (rapporté à la population active augmentée du halo), en fonction des évolutions du taux de chômage et de l'emploi. On s'attend à ce qu'une hausse du taux de chômage se traduise par une baisse du halo à court terme (basculer d'une catégorie à l'autre selon la disponibilité par exemple). À long terme par contre, la hausse du chômage se traduirait par des découragements plus nombreux, donc une hausse du halo autour du chômage. Le halo pourrait également dépendre négativement des créations d'emplois (de même qu'une hausse de l'emploi suffisamment importante diminue le chômage). L'équation estimée s'écrit :

$$\Delta(tx_{halo,t}) = -0,21 \cdot (tx_{halo,t-1} - 0,28 \cdot tx_{chobit,t-1} - 1,88) - 0,20 \cdot \Delta(tx_{chobit,t}) - 0,0005 \cdot \Delta(emploi_t)$$

$(-2,70) \quad (3,65) \quad (2,76) \quad (-2,83) \quad (-2,19)$   
 $\bar{R}^2 = 0,22 \quad JB = 0,94 \quad LM(1) = 0,30 \quad LM(4) = 0,61 \quad White = 0,16$

Avec

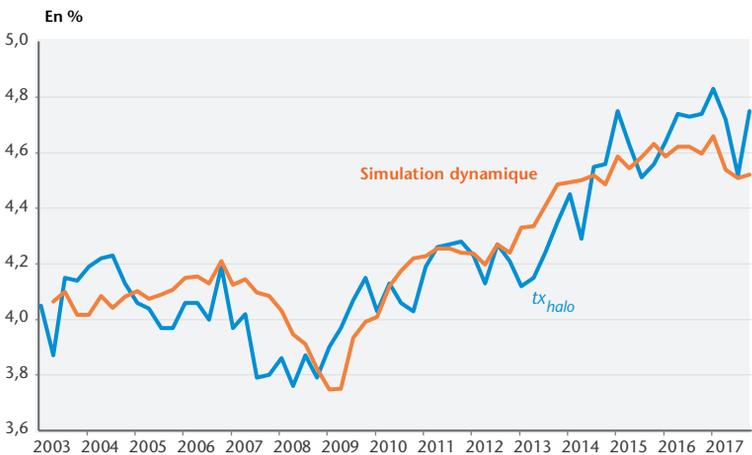
$tx_{halo}$  : nombre de personnes dans le halo / (population active + halo)

$tx_{chobit}$  : taux de chômage au sens du BIT

$emploi$  : emploi calculé à partir de l'Enquête emploi

Nous avons simulé cette équation pour évaluer dans quelle mesure le niveau du halo du chômage serait relativement élevé compte tenu du taux de chômage et des créations d'emplois observées (graphique 46). Les résultats indiquent un écart de 0,23 point au quatrième trimestre 2017, ce qui correspond à un écart de 73 000 personnes. Compte tenu de cette estimation, nous avons fait l'hypothèse que la population active serait plus dynamique à l'horizon de notre prévision, soit 80 000 personnes actives supplémentaires en 2018-2019, en plus de l'évolution attendue de la population active liée à sa progression tendancielle, à l'évolution du nombre de personnes en formation et à l'effet de flexion.

Graphique 46. Halo du chômage



Sources : Insee, calculs OFCE.

## Chômage : stabilité attendue à court terme

Après sept années de hausse, la courbe du taux de chômage s'est inversée en 2015. Le dynamisme des créations d'emplois salariés dans le secteur marchand (579 000 entre la fin d'année 2014 et le quatrième trimestre 2017) explique une part importante de cette baisse. La population active observée est aussi bien moins dynamique depuis 2015 (+66 000 actifs par an en moyenne) qu'entre 2008 et 2014 (+167 000 actifs par an en moyenne).

En prévision et sur la base des [dernières projections de population active de l'Insee](#)<sup>22</sup>, la population active tendancielle croîtrait ainsi de 77 000 personnes en moyenne sur la période 2018-2019, contre 153 000 personnes en moyenne chaque année sur la période 2008-2017. Le dynamisme des créations d'emplois aurait un effet positif sur la population active *via* un effet de flexion, des personnes inactives étant incitées à revenir sur le marché du travail du fait de l'amélioration des conditions sur ce dernier. Par ailleurs, la population active observée s'est avérée moins dynamique en moyenne depuis 2014 : l'écart entre la progression effectivement constatée de la population active et la progression attendue (la population active potentielle) s'élève à près de -140 000 personnes cumulées en moyenne annuelle depuis 2014. Ce défaut de bouclage négatif sur la période récente s'explique en partie par le niveau élevé du halo du chômage (encadré 7). On s'attend donc à une hausse de la population active plus forte en 2018-2019 (+80 000 personnes au total sur ces deux années, comptabilisées avec l'effet de flexion, en sus de l'augmentation tendancielle de la population active).

La montée en charge du Plan d'investissement compétences prévoyant 2 millions de formations supplémentaires pour les demandeurs d'emplois et les jeunes éloignés du marché du travail (encadré 6) se traduirait par une hausse de 200 000 entrées en formations dès 2018 et une poursuite de la montée en charge de la Garantie jeunes. Nous avons fait l'hypothèse d'une poursuite de la montée en charge avec +100 000 formations supplémentaires en 2019 s'ajoutant à celles de 2018. Les chômeurs de longue durée entrés en formation en 2018-2019 sortiraient provisoirement de la population active (-19 000 personnes en 2018 puis -6 000 personnes en 2019). Notons qu'une

---

22. Cf. Koubi, M., & Marrakchi, A. (2017), Projections de la population active à l'horizon 2070, *Insee, Document de travail*, n° F1702.

montée en charge différente des entrées en formation des demandeurs d'emploi modifierait légèrement le profil du taux de chômage.

L'emploi total serait relativement dynamique en 2018 (+194 000) et en 2019 (+254 000), soit un rythme suffisant pour faire baisser le chômage. Ce dernier atteindrait 8,4 % au quatrième trimestre 2018. La forte baisse des contrats aidés dans le secteur non-marchand et le moindre enrichissement de la croissance en emplois freineraient la baisse du chômage en 2018 après la forte baisse de 2017 (-70 000 personnes en 2018, en glissement annuel). Le surcroît de personnes actives lié à la baisse du halo du chômage contribuerait également à freiner la baisse du chômage (encadré 7). Ce surcroît est comptabilisé dans l'effet de flexion et serait positif en 2018 (+45 000 personnes actives) et en 2019 (+35 000 personnes actives). Hors les incertitudes liées au défaut de bouclage, le chômage baisserait de façon quasi-certaine en 2018 (encadré 8).

En 2019, le taux de chômage en France métropolitaine poursuivrait sa baisse à un rythme plus rapide pour atteindre 7,9 % de la population active en fin d'année 2019 (tableau 8). Cette baisse serait plus marquée en 2019 qu'en 2018, principalement en raison d'un effet moins négatif des baisses de contrats aidés sur l'emploi total.

**Tableau 8. Projections de population active**

En milliers, en glissement annuel

	2014	2015	2016	2017*	2018*	2019*
<b>Population active potentielle</b>	147	127	119	136	79	86
- Projection tendancielle au sens du BIT	148	121	103	91	83	70
- Effet de flexion	-9	-2	10	8	56**	53**
- Entrées en formation	1	2	-15	23	-19	-6
- Effet retraits d'activité CTP/CRP/CSP	7	6	20	13	4	4
<b>Population active observée</b>	183	46	179	-27	124	121
<b>Défaut de bouclage</b>	36	-81	60	-163	0	0

\* Prévisions OFCE

\*\* Sont incluses dans l'effet de flexion 45 000 personnes supplémentaires en 2018 (et 35 000 en 2019) auparavant considérées comme inactives car dans le halo du chômage. Voir encadré 3.

Sources : INSEE et ministère du Travail, calculs et prévisions OFCE avril 2018.

### Encadré 8. Les incertitudes entourant la baisse du taux de chômage

Comme nous l'avons indiqué, la prévision du taux de chômage comporte des marges d'incertitude et de variabilité. Afin d'illustrer l'incidence de ces incertitudes sur notre compte central, nous avons utilisé la méthode de simulation de Monte-Carlo. Le choix des sources d'incertitudes porte sur le taux de croissance de l'emploi non-salarié et de l'emploi salarié marchand, mais aussi sur l'impact de la baisse des contrats aidés sur l'emploi non-marchand et sur l'incertitude relative au défaut de bouclage<sup>23</sup>. Le tableau 9 ci-dessous résume les principales hypothèses concernant les densités de probabilités de chacun de ces facteurs d'entrée porteurs d'incertitudes qui seront propagées pour obtenir la densité de probabilités des variables de sortie. Cela nous permet d'associer à notre compte central un intervalle de confiance. Compte-tenu de l'impact de l'incertitude entourant le défaut de bouclage, nous donnons les intervalles de confiance avec et sans l'incertitude liée au défaut de bouclage.

Tableau 9. Hypothèses de distributions de probabilité

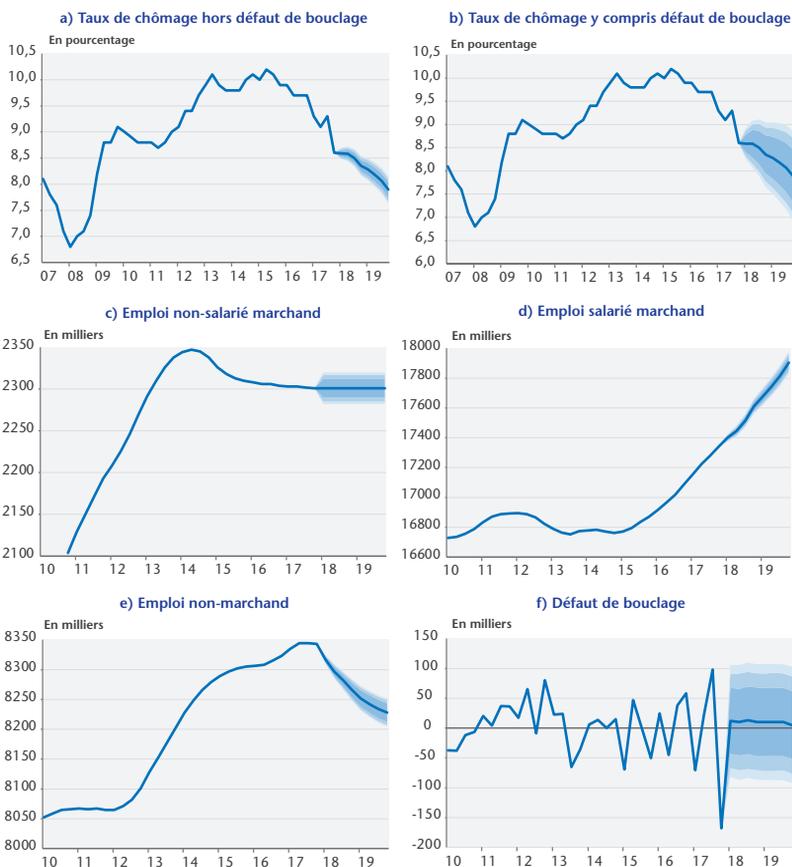
	Distribution de probabilités	Moyenne	Écart-type	Valeur Min.	Valeur Max.
<b>Emploi salarié marchand</b> (taux de croissance)	Loi normale	0	0,07		
<b>Emploi non-salarié marchand</b> (Variation en milliers)	Loi normale	0	9,6		
<b>Emploi non salarié non-marchand</b> (variation en milliers)	Loi normale	0	2,4		
<b>Impact contrats aidés</b> (coefficient d'impact)	Loi uniforme			0,5	0,9
<b>Défaut de bouclage</b> (Niveau en milliers)	Loi normale	0	47,9		

Sources : calculs et hypothèses OFCE.

En lien avec nos hypothèses de croissance, l'emploi salarié marchand augmenterait de façon quasi-certaine à l'horizon de notre prévision, tandis que l'emploi non-marchand diminuerait. Hors défaut de bouclage, le taux de chômage resterait stable ou augmenterait au premier semestre 2018 avec une probabilité de 50 %, mais il baisserait à l'horizon 2019 (graphique 47). La prise en compte du défaut de bouclage augmente considérablement l'incertitude sur l'évolution du taux de chômage, qui pourrait rester stable ou augmenter d'ici la fin d'année 2018 avec une probabilité de 35 %. Celui-ci baisserait toutefois d'ici à la fin 2019 avec une probabilité de 90 %, en tenant compte de l'aléa du défaut de bouclage.

23. Le défaut de bouclage provient de l'utilisation de sources différentes pour décomposer la population active entre emploi (source Comptabilité nationale) et chômage (source Enquête emploi). Ce défaut de bouclage est nul en moyenne sur la période 2002-2016.

Graphique 47. L'incertitude en prévision



Note : Nous associons à notre projection un intervalle de confiance simulée à l'aide de la méthode de Monte-Carlo pour 15 000 simulations. Le premier intervalle est à 75 %, le deuxième à 90 % et le troisième à 95 %.

Source : calculs et prévisions OFCE avril 2018.

## 6. Avec la poursuite de la reprise, la dette publique entamera sa baisse

---

En 2017, le déficit public français est passé sous la barre des 3 % pour s'établir à 2,6 % du PIB. Ce déficit est conforme à la recommandation du Conseil européen du 10 mars 2015, émise dans le cadre de la Procédure de déficit excessif (PDE) ouverte en 2009<sup>24</sup>. En 2018, dans un contexte conjoncturel toujours porteur, le déficit devrait rester en dessous de ce seuil. La perspective d'un passage durable sous ce seuil permettra à la France de mettre un terme à la PDE au cours de l'année.

La fin de la PDE sera concomitante à un certain relâchement de l'effort de consolidation, alors même que les règles du volet préventif inciteraient plutôt au maintien d'une consolidation significative. En effet, l'essentiel des baisses de prélèvements promises pendant la campagne électorale seront engagées au cours des deux premières années de la législature alors même que les économies en dépenses seront étalées tout au long du quinquennat. Nous évaluons l'effort structurel<sup>25</sup> total, mesure qui écarte l'effet temporaire de certaines mesures, à 0,2 point de PIB au cours des années 2018-2019. Cette consolidation serait très en deçà de ce que stipulent les règles du volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance<sup>26</sup>. Le gouvernement tâchera de bénéficier au maximum des flexibilités du Pacte (clause d'investissement et de réformes structurelles) pour préserver sa stratégie de politique économique. Si le gouvernement échoue dans cet objectif,

---

24. Qui tablait sur un déficit nominal de 2,8 % du PIB.

25. Deux mesures de l'orientation budgétaire sont traditionnellement utilisées : la variation du solde structurel (primaire) et l'effort structurel (primaire). La principale différence entre les deux mesures provient de la comptabilisation de l'effort budgétaire en recettes. Ainsi, l'effort structurel tient compte exclusivement de l'évaluation *ex-ante* des nouvelles mesures discrétionnaires tandis que la variation du solde structurel tient compte de l'évolution *ex-post* du taux de prélèvements obligatoires. Ainsi, cette mesure inclut dans la mesure des effets d'assiette ou les gains ou pertes fiscales liées à une élasticité des recettes à l'activité différente de l'unité. Dans certaines années, comme en 2017, ces deux mesures peuvent différer sensiblement.

26. Les règles du volet préventif fixent des objectifs en termes d'évolution du solde structurel et non d'effort structurel. Toutefois, comme on a supposé une élasticité unitaire, ces deux mesures ne divergent pas en prévision. Le maintien d'une élasticité des recettes supérieure à l'unité pourrait diminuer l'écart vis-à-vis des règles européennes.

il n'est pas à exclure une correction de la politique budgétaire en 2019, même si cela ne constitue pas le scénario central de notre prévision.

La baisse prévue du déficit pour 2018 s'expliquerait par le maintien d'un scénario macroéconomique porteur. Le solde public devrait s'améliorer de 0,2 point pour atteindre -2,4 % du PIB. Cette amélioration serait observée alors même que la France ne réaliserait pas d'austérité budgétaire. La croissance de l'activité, supérieure à celle du PIB potentiel, améliore spontanément la composante cyclique du solde (+0,4 point). Au contraire, les composantes non cycliques du solde public se dégraderont de 0,2 point. En effet, le solde public sera ponctuellement dégradé par le remboursement exceptionnel de la taxe sur les dividendes invalidé par le Conseil Constitutionnel, pour un montant de 5 milliards (0,2 point de PIB). Cette mesure dégrade la composante non cyclique du solde de façon ponctuelle, constituant un *one-off*. Enfin, les baisses structurelles de prélèvements obligatoires (PO) seraient de 0,3 point de PIB et l'effort de réduction structurelle de la dépense publique primaire serait d'un montant équivalent. Ceci se traduit par un effort structurel nul.

Budgétairement, l'année 2019 sera marquée par la transformation du CICE en baisse de cotisations sociales employeurs. Les créances de CICE générées en 2018 seront intégrées dans le déficit de l'année 2019<sup>27</sup>, tout comme les baisses immédiates de cotisations. Cette mesure aura donc un impact double sur le déficit au sens de Maastricht. Malgré le fort impact de cette mesure (0,9 point de PIB), le solde public augmenterait de seulement 0,1 point pour atteindre -2,5 %. Ceci est possible grâce au maintien d'une forte croissance de l'activité – qui contribue mécaniquement à la baisse du déficit de 0,5 point – et d'un effort structurel de 0,2 point de PIB. Enfin, les composantes non discrétionnaires du solde devraient s'améliorer de 0,1 point de PIB (notamment à travers l'impact des normes comptables sur l'impact des créances passées de CICE sur le solde<sup>28</sup>), ce qui permettra de limiter la hausse du déficit.

Dans ce contexte, la dette publique au sens de Maastricht devrait baisser à l'horizon 2019 (tableau 10). Compte tenu de notre scénario de croissance nominale, le solde stabilisant la dette s'établirait à -2,9 %

---

27. Plus exactement les règles de la comptabilité nationale obligent à inclure les créances de CICE dont l'administration prend connaissance au cours de l'année 2019, lors de la déclaration d'impôt sur les sociétés correspondant à l'année 2018. L'essentiel des nouvelles créances déclarées correspondra à celles générées en 2018, mais un reliquat des années 2016 et 2017 peut rester.

en 2018 et -3,7 % en 2019. Comme le solde public prévu s'avère plus faible, la dette publique diminuerait au cours des deux prochaines années, 0,4 point en 2018 et 1,2 point en 2019. Cette évaluation tient compte d'un flux de créances<sup>29</sup> à peine défavorable en 2018 (+0,1 point de PIB). Au final, la dette publique devrait atteindre 95,4 % du PIB en 2019.

**Tableau 10. Principaux agrégats de finances publiques**

En % du PIB

	2016	2017	2018	2019
<b>Solde public</b>	-3,4	-2,6	-2,4	-2,5
Dépenses publiques (DP, en % du PIB)	56,6	56,5	56,0	55,0
Dépenses publiques hors crédits d'impôts restituables (en % du PIB)	55,1	55,0	54,5	53,7
Taux de croissance de la DP hors crédits d'impôts restituables (en %, en euros courants)	1,1	2,5	2,1	2,3
Taux de croissance de la DP hors crédits d'impôts restituables (en %, en euros constants)	0,8	1,7	1,1	0,6
Taux de prélèvements obligatoires (en % du PIB)	44,6	45,4	45,1	44,1
Dette publique au sens de Maastricht (en % du PIB)	96,6	97,0	96,6	95,4

Sources : INSEE, PLF 2018 ; prévisions OFCE avril 2018.

## 2017 : et le déficit passa sous la barre des 3 %

En 2017, le déficit public français est enfin passé sous la barre de 3 % du PIB, une première depuis 2007. Le déficit s'est établi à 2,6 % du PIB, en amélioration de 0,8 point par rapport à 2016 (tableau 11). Cette baisse s'explique par la reprise de l'activité qui améliore la composante conjoncturelle du solde public de 0,4 point de PIB. Par ailleurs, le solde structurel s'est lui aussi amélioré de 0,5 point. Enfin, les

28. Au sens des règles de la comptabilité nationale, le CICE est comptabilisé comme une hausse de la dépense publique (sur la totalité de la créance déclarée) et non comme une baisse de la fiscalité sur les entreprises (sur le montant de la créance effectivement encaissée). Ceci brouille l'analyse économique du dispositif. Pour réconcilier l'analyse économique de l'analyse budgétaire il est nécessaire d'ajouter une clé de passage qui tient compte notamment de l'écart entre les créances déclarées (qui impactent le solde public au sens de Maastricht) et les créances dépensées par l'État (qui impactent le solde public au sens de la trésorerie publique). Ainsi, avec la montée en charge du dispositif et le décalage entre la déclaration des créances et leur encaissement, la clé de passage avait tendance à augmenter le solde public en points de PIB. Avec l'arrivée à maturité du dispositif, la clé de passage en diminuant contribue à la réduction du déficit public en points de PIB.

29. Cela correspond principalement aux acquisitions nettes d'actif telles que les prises de participation ou les prêts à des entités hors du secteur des administrations publiques.

composantes non discrétionnaires ont dégradé le solde de 0,1 point. La forte amélioration du solde structurel masque un effort structurel négatif en 2017 (-0,2 point de PIB). Pour concilier ce décalage il faut tenir compte du fort dynamisme des recettes fiscales, qui a largement dépassé celui de la croissance de l'activité, dans un contexte de reprise.

L'essentiel de l'amélioration du solde structurel s'explique par la très forte hausse du taux de prélèvements obligatoires (PO) de 0,7 point. Cette hausse a eu lieu alors même que les mesures discrétionnaires prises diminuent les PO de 0,1 point de PIB. La différence s'explique par deux facteurs. D'une part, la contribution exceptionnelle de l'impôt sur les sociétés (IS), créée pour financer les remboursements de la taxe sur les dividendes de 3 % invalidée par le Conseil Constitutionnel, a augmenté ponctuellement le taux de PO de 0,2 point. Cette contribution disparaîtra en 2018 que nous interprétons comme un *one-off* au sens des finances publiques. D'autre part, les recettes fiscales ont été nettement plus dynamiques que ce que la croissance de l'activité aurait laissé augurer. Ce type de surprise positive pour les finances publiques émerge généralement en phase de reprise. Même si une élasticité des recettes fiscales à l'activité supérieure à l'unité peut être espérée en phase de reprise (encadré 9), le niveau des plus-values fiscales de 2017 est particulièrement fort. Ainsi, l'élasticité des recettes fiscales s'est établie, selon nos calculs, à 1,6, contribuant à la hausse du taux de PO de 0,6 point. Les recettes des impôts sur le revenu et le patrimoine (+5,2 %) et des impôts sur les produits (+4,6 %) progressent plus fortement que l'activité (+2,8 % de croissance du PIB nominal). Ainsi, la forte croissance de l'activité et la composition de la reprise – riche en emplois – expliquent le dynamisme des recettes publiques.

En 2017, les dépenses publiques primaires hors crédits d'impôts ont progressé de +2,7 % en valeur et de +1,9 % en volume (déflaté par le prix du PIB), soit plus que la croissance potentielle (évaluée à +1,2 %). Deux *one-off* ont également contribué sensiblement à la hausse des dépenses publiques : la recapitalisation de AREVA SA (2,3 milliards) et le remboursement de la taxe sur les dividendes de 3 % (4,9 milliards). En excluant ces deux mesures, la dépense publique primaire a évolué en ligne avec le potentiel de croissance français, écartant l'hypothèse d'une dérive structurelle de la dépense. Ainsi, hors *one-off*, un effort de 0,3 point de PIB a été réalisé sur la dépense primaire. Enfin, la baisse de la charge de la dette a contribué à la baisse du déficit pour 0,1 point de PIB.

Tableau 11. Décomposition de la variation du solde public

En points de PIB

	2016	2017	2018	2019
<b>Solde public</b>	<b>-3,4</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,5</b>
Variation du solde public (A+B+C+D+E)	0,2	0,8	0,2	-0,1
<b>Variation du taux de PO (A)</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,0</b>
dont mesures nouvelles sur les PO (A1)	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1
dont impact ponctuel des one-off (contribution exceptionnelle à l'IS et bascule du CICE) (A2)		0,2		-0,9
dont élasticité spontanée des recettes fiscales au PIB (A3)	0,3	0,6	0,0	0,0
<b>Gains dus à l'écart entre croissance des dépenses publiques hors crédits d'impôts et PIB potentiel</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>
dont dépenses publiques primaires hors crédits d'impôts non recouvrables (B1)	0,2	0,0	0,3	0,3
dont effet des one-off (recapitalisation AREVA SA et remboursement taxe sur les dividendes) (B2)		-0,3	-0,2	
dont charges d'intérêts sur la dette publique (B3)	0,1	0,1	0,0	0,0
<b>Variation solde conjoncturel (C)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>
<b>Impact des recettes non fiscales sur le PIB (D)</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Impact clé de répartition crédits d'impôts recouvrables (E)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>
<b>Variation solde structurel (F=A1+A3+B1+B3)</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>
<b>Variation solde structurel primaire (G=A1+A3+B1)</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>
<b>Effort structurel (H=A1+B1)</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>

Sources : INSEE, PLF 2018, Programme de stabilité, prévisions OFCE avril 2018.

## 2018 : l'année de la baisse de la fiscalité du capital et des entreprises ...

En 2018, le déficit public resterait sous les 3 % pour la deuxième année consécutive. L'amélioration anticipée de 0,2 point du solde public s'explique essentiellement par la poursuite de la reprise. En revanche, la France ne réalisera pas de consolidation budgétaire. Les baisses de prélèvements obligatoires (PO) pour un montant de 6,7 milliards d'euros (0,3 point de PIB) seront compensées par un effort sur la dépense publique primaire d'un ordre comparable. Toutefois, l'effet du remboursement de la taxe sur les dividendes de 3% invalidée par le Conseil Constitutionnel, augmentera – ponctuellement – le déficit de 4,9 milliards (soit 0,2 point de PIB).

Dans le détail, les ménages bénéficieront de la réforme de la taxation du capital (suppression de l'ISF et instauration du Prélèvement

forfaitaire unique sur les revenus du capital) à hauteur de 4,5 milliards d'euros (0,2 point de PIB, 5,1 milliards en régime de croisière) et de la première tranche de dégrèvement de la taxe d'habitation pour un montant de 3 milliards d'euros (tableau 12). En revanche, leur revenu sera amputé par le calendrier de la bascule CSG-cotisations sociales. En effet, si la hausse de la CSG a été intégrale dès le 1<sup>er</sup> janvier 2018 (+1,7 point), la baisse complète de cotisations sociales intégrale n'interviendra qu'au 1<sup>er</sup> octobre. Ainsi, un gain pour les finances publiques sera réalisé au cours de l'année 2018 d'un montant de 4,5 milliards d'euros<sup>30</sup> (0,2 point de PIB). Enfin, le crédit d'impôt pour l'emploi de personnes à domicile soutiendra le pouvoir d'achat pour 1 milliard. Au

**Tableau 12. Détail des mesures de prélèvements en 2018 (en mds d'euros)**

Mesures	Milliards d'euros
<b>Mesures de fiscalité directe affectant le pouvoir d'achat des ménages</b>	<b>-4,0</b>
Suppression de l'ISF et remplacement par l'IFI	-3,2
Dégrèvement de la taxe d'habitation	-3,0
Création du Prélèvement Forfaitaire Unique	-1,3
Élargissement du crédit d'impôt pour l'emploi de personnes à domicile	-1,0
Bascule CSG	4,5
<b>Mesures fiscales affectant les entreprises</b>	<b>-8,6</b>
CICE et crédit d'impôt sur la taxe sur les salaires – montée en charge et hausse du taux à 7 %	-4,7
Suppression de la contribution sur les dividendes	-1,9
<i>Baisse du taux d'IS</i>	<i>-1,2</i>
<i>Réforme des acomptes</i>	<i>-0,8</i>
<b>Taxation écologique</b>	<b>3,7</b>
Fiscalité écologique – TICPE et TICGN	1,5
Hausse de la composante carbone	1,1
Alignement fiscalité essence/diesel	0,8
Autres (dont verdissement du barème de la taxe sur les véhicules de société)	0,3
<b>Fiscalité sur le tabac</b>	<b>1,2</b>
Autres (notamment fiscalité locale hors réforme TH)	0,5
<b>TOTAL</b>	<b>-7,2</b>

*Note de lecture :* ce tableau intègre les évaluations des mesures publiées dans le tableau 21 de l'annexe « Tableaux prévisionnels détaillés » du RESF annexé au PLF 2018.

*Sources :* PLF 2018, calculs OFCE.

30. L'impact serait de 4,3 milliards avec la baisse de cotisations des indépendants et de 3,5 milliards si l'on tient compte de la prime aux fonctionnaires pour compenser la hausse de CSG.

total, les nouvelles mesures sur la fiscalité directe augmenteront le pouvoir d'achat des ménages de plus de 4 milliards d'euros en 2018. Ces mesures de soutien au pouvoir d'achat seront plus que contrebalancées par une augmentation de la fiscalité indirecte avec la hausse de la fiscalité écologique pour 3,7 milliards (0,2 point de PIB) et celle sur le tabac pour 1,2 milliard (0,1 point de PIB).

La fiscalité des entreprises diminuerait fortement en 2018. Le paiement de créances de CICE passées et la hausse de son taux à 7 % – décidée lors du vote de la Loi de finance initiale (LFI) 2017 – diminueront la fiscalité des entreprises de 4 milliards d'euros en 2018 (0,2 point de PIB). Par ailleurs, la baisse du taux d'IS est confirmée, avec un coût pour les finances publiques de 1,2 milliard (0,1 point de PIB). Enfin, le contrecoup de la modification de la date du cinquième acompte d'IS inscrite dans la LFI 2017 diminuerait de 0,5 milliard les impôts qui pèsent sur les entreprises en 2018. Néanmoins, la principale mesure inscrite dans la LFI 2018 en faveur des entreprises reste la suppression de la contribution sur les dividendes qui allégera la fiscalité des entreprises de 1,9 milliard (0,1 point de PIB). Au total, les mesures en faveur des entreprises devraient réduire leurs prélèvements de 8,6 milliards d'euros (-0,4 point de PIB) en 2018.

### ... et en même temps la maîtrise de la dépense publique

Dans la continuité de la politique budgétaire mise en œuvre depuis 2014, le gouvernement financerait les baisses de prélèvements obligatoires par un important effort sur l'évolution des dépenses publiques.

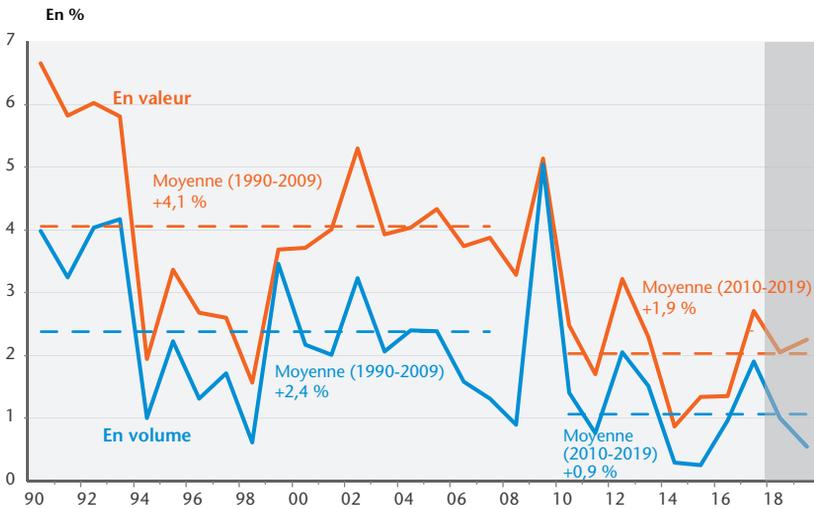
La dépense publique primaire hors crédits d'impôts augmenterait de 1,0 % en volume en 2018 (après 1,9 % en 2017, graphique 48). Ceci représenterait un effort budgétaire de 0,1 point de PIB<sup>31</sup>. Toutefois, ce chiffre masque l'impact ponctuel des remboursements de la taxe de 3 % sur les dividendes invalidée, qui augmentera – temporairement – la dépense publique de 5 milliards d'euros. Une fois corrigé cet impact ponctuel, les efforts réalisés sur la dépense publique seraient de 0,3 point de PIB, comparables aux efforts réalisés depuis 2014<sup>32</sup>. Hors crédits d'impôts, la dépense publique progresserait toujours moins que le PIB nominal : le ratio de la dépense publique au PIB poursuivrait sa

31. Cet effort est calculé par rapport à la croissance potentielle, évaluée à +1,2 %.

32. Entre 2014 et 2017, l'effort moyen annuel d'économies en dépenses aurait été de 0,3 point de PIB.

baisse pour atteindre 56,0 % (54,5 % hors crédits d'impôts restituable), un niveau plus faible que celui de 2009 (56,8 %) mais toujours supérieur à celui d'avant-crise (52,2 %). Dans le détail, la maîtrise de la dépense publique en 2018 concernerait principalement l'État et les collectivités locales. Le périmètre de la masse salariale publique serait largement mis à contribution (-0,2 point de PIB) en raison de la réduction des emplois aidés et du gel de l'indice de lae fonction publique. Les prestations sociales et transferts en nature contribueraient aux économies à hauteur de 0,1 point de PIB chaque année, principalement sous l'effet de la baisse du budget dédié au logement et de la réforme de la politique familiale. En revanche, l'investissement public, en particulier la mise en place du GPI, contribuerait à accroître la dépense de 0,1 point de PIB. Enfin, le bouclage budgétaire passe par des économies substantielles (0,2 point de PIB par an) liées à une amélioration de l'efficacité de la dépense publique, la réduction des consommations intermédiaires notamment *via* la baisse de certains prix<sup>33</sup>.

Graphique 48. Évolution annuelle de la dépense publique primaire hors crédits d'impôts



Sources : INSEE, prévisions OFCE avril 2018.

33. Le détail des mesures a été explicité dans Madec P., M. Plane et R. Sampognaro (2018), « Budget 2018 : pas d'austérité mais des inégalités », *Sciences Po OFCE, Working paper*, n° 2018/01/15 et dans OFCE (2017), « France : Croissance en héritage. Perspectives 2017-2019 pour l'économie française », *Revue de l'OFCE*, n° 152, octobre 2017.

## 2019 : l'année du rééquilibrage en faveur des ménages

La stabilisation du déficit attendue pour 2019, dans un contexte de croissance soutenue, ne traduit pas un relâchement de l'effort budgétaire. Pour comprendre la stabilisation du déficit, alors que les conditions macroéconomiques continueront d'améliorer le solde conjoncturel et qu'un effort structurel sera mis en œuvre, il faut rappeler les effets comptables de la transformation du CICE en baisse de cotisations sociales patronales. Les créances de CICE générées en 2018 seront intégrées dans le déficit public de l'année 2019, tout comme les baisses immédiates de cotisations. Cette mesure aura donc un impact ponctuel – de 0,9 point de PIB – sur le déficit au sens de la comptabilité nationale. Enfin, les composantes non discrétionnaires devraient améliorer le solde de 0,2 point (recettes non fiscales, impact comptable de la montée en charge des anciennes créances de CICE et charge d'intérêts).

Une fois contrôlé du double impact comptable de la transformation du CICE, l'ajustement budgétaire sera réalisé essentiellement à travers la dépense publique (0,3 point de PIB). Hors CICE, une légère baisse de la fiscalité est attendue pour 2019 (-0,1 point de PIB et -1 point de PIB y compris le *one off* CICE). La baisse de la fiscalité sera concentrée cette fois-ci sur les ménages. Il faut relever notamment la matérialisation des effets pleins des baisses de cotisations salariales en 2019 par rapport à 2018 (-0,2 point de PIB), la poursuite de l'exonération de taxe d'habitation pour 3,5 milliards (-0,1 point) et la montée en charge du Prélèvement forfaitaire unique (PFU) (tableau 13). Ces baisses seront partiellement compensées par la hausse de la taxation écologique et du tabac (+0,1 point de PIB). Hors fiscalité écologique, les ménages verraient leur fiscalité diminuée de 7,5 milliards (0,3 point de PIB). Hors effet *one off* du CICE, la fiscalité reposant sur les entreprises devrait augmenter en 2019 (+1,2 milliard). Si les entreprises bénéficieront de la baisse du taux d'IS (-0,2 point de PIB), la transformation du CICE en baisse de cotisations sociales aura des impacts multiples sur les entreprises. D'une part, les effets de la baisse du taux de CICE (de 7 % à 6 %) inscrite dans la LFI 2018 s'appliquant aux salaires de l'année 2018 sera comptabilisé dans le solde public en 2019. Ainsi, la baisse du taux de CICE augmentera les PO de 0,2 point de PIB en 2019. En outre, la transformation du CICE en baisse de cotisations sociales induira une hausse des marges des entreprises. Par un effet d'assiette, ceci génèrera un retour positif d'IS, expliquant la hausse des PO sur les entreprises en

2019 (hors effet de l'année double). Au final, sans compter l'impact double ponctuel de la transformation du CICE, l'année 2019 verra une pause dans la baisse de la fiscalité des entreprises engagée en 2014. L'année 2019 sera ainsi celle d'un rééquilibrage des mesures fiscales en faveur des ménages.

Tableau 13. Détail des mesures de prélèvements obligatoires en 2019

	Milliards d'euros	Point de PIB
<b>Mesures fiscales ménages</b>	<b>-7,5</b>	<b>-0,3</b>
Taxe d'habitation	-3,6	-0,1
Bascule complète CS/CSG	-4,5	-0,2
Prélèvement forfaitaire unique	-0,6	0,0
Taxes sur le tabac	1,2	0,0
<b>Mesures fiscales entreprises</b>	<b>1,2</b>	<b>0,0</b>
Baisse du taux d'IS	-3,7	-0,2
Cotisations sociales à 0 % au niveau du SMIC	-4,0	-0,2
Retour d'IS lié à la transformation du CICE	4,9	0,2
Baisse du taux de CICE en 2018	4,0	0,2
<b>Fiscalité écologique</b>	<b>2,8</b>	<b>0,1</b>
<b>Total</b>	<b>-3,5</b>	<b>-0,1</b>

Sources : PLF 2018, calculs OFCE.

Les efforts sur la dépense publique primaire de 2019 seront maintenus au même rythme qu'en 2018 (0,3 point de PIB). Pour l'instant, le détail des viviers d'économies est inconnu, mais le gouvernement a lancé le processus « Action Publique 2022 », avec pour objectif d'évaluer le périmètre d'action des administrations publiques. Il est certain que le contrôle de la masse salariale publique restera un levier important des économies avec la poursuite de l'objectif d'une réduction de 120 000 postes dans la fonction publique à la fin du quinquennat et potentiellement un nouveau gel du point d'indice. Par ailleurs, les économies de dépenses de fonctionnement des collectivités locales seront d'un montant identique à celui prévu pour 2018, comme pour les économies dans le champ de l'Ondam de l'assurance maladie. L'austérité générale sur la dépense publique sera atténuée à nouveau par la poursuite de la montée en charge du GPI qui soutiendrait l'investissement public.

Un risque existe sur la mise en œuvre de cette stratégie de finances publiques. La fin de la procédure de déficit excessif devrait être rendue officielle courant 2018. Ainsi, la France devra respecter désormais les

règles du volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance en 2018 et en 2019. Or, le passage dans le volet préventif du Pacte avec une dette supérieure à la cible de 60 %, et un déficit structurel plus dégradé que l'Objectif de moyen terme (OMT) du gouvernement<sup>34</sup> devraient contraindre la politique budgétaire. Une lecture à la lettre du traité suggère que la France devrait faire un ajustement budgétaire structurel minimal de 0,5 point de PIB en 2018. Or, selon nos prévisions, l'ajustement structurel attendu pour 2018 déviara significativement de cette cible. Toutefois, si la surprise dans les élasticités des PO observée en 2017, bien supérieure à l'unité, se maintenait en 2018, l'ampleur de la déviation sera moindre. Si ceci ne constitue pas le scénario central, la perspective de renouveler des recettes fiscales dynamiques par rapport à la croissance du PIB nominale ne peut pas être exclue et constitue un aléa positif sur le solde public. Dans tous les cas, le respect des règles du Pacte ne sera évalué par la Commission qu'en début d'année 2019, au moment de la notification du déficit public de 2018. Ainsi, il est possible – même si cela ne constitue pas le scénario central – qu'un rééquilibrage de l'effort structurel soit demandé pour l'année 2019. L'expérience récente montre que la Commission fait une lecture plus souple du volet préventif du Pacte<sup>35</sup>. La Commission tient notamment compte du contexte conjoncturel afin d'évaluer les décisions des États. En outre, de nouvelles flexibilités ont été introduites dans la gouvernance budgétaire européenne en 2015. Celles-ci permettent de dévier par rapport aux cibles des traités, à condition de réaliser des nouveaux investissements publics ou de mettre en place des réformes structurelles. Vraisemblablement, la France profitera de ce contexte afin d'alléger la consolidation budgétaire requise pour la période 2018-2019 et préserver sa stratégie de politique économique.

## La politique budgétaire ne pèsera pas sur la croissance à horizon 2019

Pour évaluer l'impact de la politique budgétaire sur l'activité, il est nécessaire d'entrer dans le détail des mesures<sup>36</sup>. L'hétérogénéité des effets multiplicateurs de chaque mesure et la dynamique propre des

---

34. L'OMT français s'établirait à -0,4 point de déficit structurel et ne devrait pas être atteint avant 2023 selon le Programme de stabilité 2018-2022.

35. Cf. encadré 1, in OFCE, 2017, « La nouvelle Grande Modération ? Perspectives économiques 2017-2019 pour l'économie mondiale et la zone euro », *Revue de l'OFCE*, n° 152.

36. Référence à l'étude spéciale.

effets de chaque type de mesure<sup>37</sup>, font que la composition et le *timing* de la politique budgétaire mise en œuvre jouent un rôle premier pour expliquer son impact sur la croissance.

En 2018, la politique budgétaire aura un impact légèrement positif (+0,1 point de PIB) sur l'activité. Si l'impulsion budgétaire est neutre, elle résulte d'une forte baisse de PO principalement sur le capital et les entreprises, à faible multiplicateur à court terme, et d'une impulsion négative sur la dépense publique, à multiplicateur plus élevé à court terme. Du fait de sa composition, l'impact total de la politique contemporaine issue de la Loi de finances 2018 est récessive en 2018 (contribution de -0,2 point de PIB à la croissance). En revanche, les effets d'offre et de demande des mesures budgétaires passées compenseront ces effets (+0,3 point de PIB de contribution), expliquant le soutien, modeste mais positif, de la politique budgétaire à la croissance de l'activité.

En 2019, la politique budgétaire soutiendra à nouveau la croissance du PIB. Elle le fera à hauteur de 0,2 point et ce, malgré la restriction budgétaire mise en œuvre – hors effets de la bascule du CICE. Hors CICE, le multiplicateur lié aux mesures contemporaines sera inférieur à l'unité car la consolidation se fera essentiellement avec des mesures d'offre (baisse du taux de CICE) à faible multiplicateur la première année. Si la dépense publique sera toujours contrainte, les baisses de PO seront importantes pour les ménages (poursuite du dégrèvement de la taxe d'habitation), ce qui compensera les effets négatifs des mesures sur la demande. En revanche, la croissance 2019 bénéficiera encore des mesures passées (contribution de +0,1 point de PIB à la croissance). En particulier, elle bénéficiera du début du Grand plan d'investissement initié en 2018 et de la baisse des multiplicateurs des économies en dépenses passées. En outre, si on ajoute les effets escomptés de la bascule CICE/cotisations (avec le soutien des entreprises en difficulté et le ciblage des baisses de cotisations vers les bas salaires), le soutien total de la politique budgétaire sera un peu plus important. Certes, le versement exceptionnel du CICE ne devrait avoir qu'un très faible multiplicateur, inférieur à 0,1, en absence de tension de financement de la trésorerie des entreprises. Toutefois, compte tenu de l'importance du choc (proche de 1 point de PIB), son impact sur la croissance sera non négligeable<sup>38</sup>. Au total, la politique budgétaire

---

37. Voir Creel, Heyer et Plane (2011), « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps : les multiplicateurs budgétaires au cours du cycle », *Revue de l'OFCE*, n° 176, pages 61-88, janvier 2011.

soutiendra la croissance de 0,2 point et expliquera en partie le regain de croissance attendu.

### Encadré 9. Le dynamisme des recettes publiques de 2017 peut-il persister en 2018 ?

La hausse de 0,7 point de PIB du taux de prélèvements obligatoires (PO) a joué un rôle majeur dans la baisse du déficit public de 2017. Cette hausse s'est opérée alors même que les mesures discrétionnaires, hors contribution exceptionnelle sur les bénéficiaires des grandes entreprises (0,2 point de PIB), diminuaient les PO de 0,1 point de PIB. Ainsi, les PO ont connu un dynamisme bien supérieur à celui du PIB. Ce différentiel permet d'expliquer 0,6 point de la hausse totale du taux de PO en 2017. La question se pose de savoir si ce type de surprise sur les recettes fiscales peut se maintenir au cours des prochaines années.

Dans certains contextes, les recettes peuvent évoluer plus fortement que l'activité.

À court terme, les élasticités des recettes fiscales au PIB peuvent fluctuer fortement et s'éloigner de leur niveau de long terme<sup>39</sup>. Princen *et al.* (2013)<sup>40</sup> montrent qu'au sein des États membres de la zone euro, ces fluctuations sont particulièrement fortes dans les moments de retournement cyclique. Quatre raisons fondamentales peuvent modifier le lien entre niveau d'activité et recettes :

- la composition de la croissance : toutes les composantes du PIB ne sont pas soumises à la même taxation. Ainsi, un retournement de la consommation des ménages aura plus d'impact sur les recettes publiques que celui des exportations ;
- le cycle du prix des actifs : certaines recettes peuvent être liées aux prix des actifs (immobiliers ou financiers) qui ne sont pas toujours directement corrélés avec le cycle du PIB. Ceci est notamment vrai pour la fiscalité locale ou certains impôts assis sur la valeur du patrimoine ;
- un effet dynamique sur l'assiette fiscale : certains impôts sont encaissés sur la base d'une assiette correspondant à une année antérieure. Ainsi, les recettes d'IS de l'année  $t$  sont dépendantes des profits déclarés en  $t-1$ . De même, l'IR dépend du revenu de l'année précédente. Le décalage entre la dynamique du PIB et de celle des profits ou du RDB peut casser le lien entre PIB et recettes ;

38. Bruno Ducoudré, 2017, « Évaluation du remplacement du CICE par une baisse des cotisations sociales patronales », *OFCE, Policy brief* n° 20, 6 juillet.

39. Dans un premier temps on peut considérer cette élasticité de long terme comme étant unitaire. La DG Trésor l'évalue à 1,04.

40. Princen S., G. Mourre, D. Paternoster et G-M Isbasoiu (2013), « Discretionary tax measures: pattern and impact on tax elasticities », *European Economy – Economic Papers 2008 – 2015* 499, Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), Commission européenne.

— l'incitation à éviter l'impôt peut évoluer dans le cycle : notamment, en présence des contraintes de liquidité, les agents privés (entreprises ou ménages) peuvent avoir une incitation différente dans le cycle à sous-déclarer leurs impôts. Ainsi, la sous-déclaration de certaines assiettes fiscales peut être corrélée avec le cycle.

Au final, plusieurs raisons peuvent conduire à modifier à court terme l'élasticité des recettes fiscales au PIB. Les facteurs qui jouent peuvent être corrélés avec la position cyclique de l'économie. Ceci a joué en 2017, année où la reprise de l'activité s'est affirmée. En particulier, au cours de l'année, l'emploi est reparti fortement et les pressions déflationnistes se sont apaisées. Dans ce contexte, se sont surtout les impôts assis sur les revenus et le patrimoine (+5,1 %) et les impôts sur les produits et la production (+5,2 %) qui ont crû nettement plus fortement que le PIB nominal (+2,8 %).

Évaluer le lien existant entre l'évolution des recettes et celle du PIB est difficile du fait des changements législatifs introduits chaque année. Mais il est possible d'appréhender les nouvelles mesures fiscales à partir des évaluations réalisées par le gouvernement dans chaque projet de loi de finances. Toutefois, ces évaluations sont faites *a priori*, réalisées hors modifications des comportements, ce qui est une hypothèse trop forte. Elles sont aussi fondées sur le calcul d'une évolution contrefactuelle sans modification de la législation. La construction d'un tel scénario garde une part d'arbitraire. Par exemple, les recettes contrefactuelles d'IR sont calculées à partir d'une indexation sur l'inflation du barème. Avec une croissance de long terme non nulle, ceci pousse à augmenter structurellement la part de l'IR dans le PIB. Ce contrefactuel peut donc être critiqué et une indexation sur la croissance nominale du PIB de long terme ou sur la croissance du RDB serait plus adéquate.

Selon nos calculs, les mesures nouvelles discrétionnaires prises auraient dû diminuer le taux de PO de 0,5 point entre 1998 et 2017 (graphique 49). Or, le taux de PO a augmenté de 2,1 points au cours cette période. Ceci peut suggérer que l'élasticité des PO – hors nouvelles mesures – est supérieure à l'unité.

Pour calculer l'élasticité annuelle sur la période 1998-2017, nous suivons la méthodologie de Lafféter et Pak (2015)<sup>41</sup>. Cette méthode nécessite de choisir une date de référence (notée  $T$ ). À la suite des auteurs nous avons choisi la dernière date disponible. À partir de cette date nous construisons la série de la façon suivante :

- En  $T$ ,  $ES_t = R_t$
- En  $T - 1$ ,  $ES_{T-1} = R_{T-1} \times \frac{R_T}{R_T - MN_T}$
- En  $T - k$ ,  $ES_{T-k} = R_{T-k} \times \prod_{i=t+1}^T \frac{R_i}{R_i - MN_i}$

41. Lafféter Q. et M. Pak (2015), « Élasticités des recettes fiscales au cycle économique : étude de trois impôts sur la période 1979-2013 en France », *Document de travail*, INSEE, G. 2015/08.

Où,  $R_t$  représente les recettes observées en  $t$ ,  $ES_t$  les recettes corrigées des mesures nouvelles en  $t$  et  $MN_t$  les mesures nouvelles introduites en  $t$ . La série  $ES_t$  ainsi construite représente la recette fiscale qui aurait prévalu à toute date  $t$ , si le système fiscal de l'année de référence  $T$  avait prévalu tout au long de la période.

Avec cette méthode, l'évolution des recettes corrigées des mesures discrétionnaires de 2017 est évaluée à +4,6 % alors que la croissance du PIB nominal s'est établie – d'après les comptes nationaux trimestriels – à +2,8 %. Ceci suggère une élasticité des PO à 1,6 au cours de l'année, largement supérieure à l'unité.

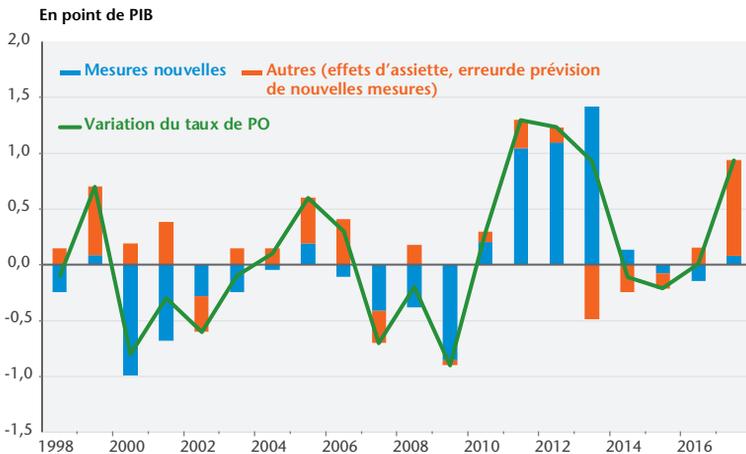
Une élasticité unitaire peut servir de base pour la prévision mais manque d'information cyclique pertinente.

La série  $ES_t$ , purgée des effets des changements législatifs, peut être mobilisée pour évaluer le lien existant entre l'évolution spontanée des PO et le cycle de l'activité économique. À cette fin, le modèle de base estimé économétriquement est le suivant :

$$\Delta \ln(ES_t) = \alpha + \beta \times \Delta \ln(PIB_t) + \gamma \times \Delta \ln(PIB_t) \times X_t + \varepsilon_t$$

Où  $PIB_t$  représente le PIB nominal à la date  $t$  et  $X_t$  des variables cycliques qui peuvent modifier à court terme l'élasticité des recettes fiscales au PIB nominal.

Graphique 49. Évolution annuelle du taux de PO



Sources : PLF 1998-2018, Insee, calculs OFCE.

La spécification (1), présentée dans le tableau 14, relie simplement les recettes fiscales à législation constante au PIB nominal, sans se soucier du contexte cyclique. Dans ce modèle de référence, l'élasticité estimée est bien unitaire. Hors mesures discrétionnaires, une prévision de stabilisation du taux de PO semble pertinente en première approche. Par définition, ce modèle

aurait prévu une élasticité unitaire des PO en 2017, aboutissant à une sous-estimation des recettes de l'ordre de 15 milliards d'euros (0,7 point de PIB).

Tableau 14. Résultats économétriques (1999-2016)

Variable	(1)	(2)	(3)
$\Delta$ PIB	1,01*** [0,10]	0,94*** [0,12]	1,21*** [0,14]
$\Delta$ PIB x ( $\Delta$ OG > 0)		0,11 0,19	
$\Delta$ PIB x (OG > 0)			-0,41*** [0,16]
Test élasticité PO ( $\beta$ ) = 1	0,01 [p-v: 0,93]	0,26 [p-v: 0,62]	2,14 [p-v: 0,16]
$R^2$	0,82	0,83	0,86
RMSE	1,6 %	1,6 %	1,4 %
N	19	19	19
Élasticité prévue pour 2017	1,0	1,0	1,2
Élasticité réalisée	1,6	1,6	1,6
% expliqué	63 %	64 %	76 %
Déficit prévu pour 2018	2,4	2,4	2,1

Note : Les valeurs entre crochets sont les erreurs standards des coefficients. \*\*\*, \*\* et \* correspondent à des p-values inférieures à 1 %, 5 % et 10 % respectivement.

L'évaluation de l'*output-gap* retenue dans ces estimations est celle de l'OFCE. Les résultats qualitatifs restent identiques avec l'évaluation réalisée par l'OCDE.

Sources : PLF 1999-2018, INSEE ; calculs OFCE.

Toutefois, l'ajout de variables cycliques modifie le diagnostic. Deux spécifications supplémentaires sont présentées dans le tableau 14. La spécification (2) ajoute une interaction entre la croissance nominale et une variable indicatrice signalant une variation positive de l'*output gap*<sup>42</sup> au cours de l'année  $t$ . La nouvelle variable n'est pas significativement différente de 0, ce qui semble exclure la présence d'un comportement cyclique des recettes hors nouvelles mesures. En outre, l'élasticité de base ( $\beta$  selon la spécification du modèle), n'est pas significativement différente de l'unité. Selon ce modèle, l'élasticité prévue en 2017 aurait été de 1,04, ce qui aurait amené à sous-estimer les recettes de 14 milliards d'euros (0,6 point de PIB).

Enfin, la spécification (3) couple la croissance du PIB nominal avec le niveau de l'*output-gap*. Lorsque celui-ci est négatif (situation de bas de cycle), l'élasticité des recettes serait sensiblement supérieure à l'unité. Ainsi, l'élasticité estimée s'établit à 1,21. Avec un *output gap* positif (situation de haut de cycle), l'élasticité estimée s'établit à 0,79. En comparant les trois

42. Notre évaluation de l'*output gap* a été utilisée dans ces estimations. Par souci de robustesse, l'*output gap* de l'OCDE a aussi été utilisée (*Perspectives Économiques*, n° 102 de novembre 2017). Les résultats donnent les mêmes résultats qualitatifs.

spécifications par leur RMSE (ou leur  $R^2$ ), la troisième spécification est celle qui aurait minimisé les erreurs de prévision au cours de la période.

Sur la base d'une élasticité prévue à 1,21, l'erreur de prévision de recettes aurait été de l'ordre de 9 milliards d'euros (0,4 point de PIB). Ainsi, ce dernier modèle, tenant compte du cycle économique, aurait permis une meilleure prévision des recettes publiques mais il n'aurait pas éliminé intégralement l'erreur de prévision<sup>43</sup>.

Les erreurs qui subsistent peuvent être de différente nature. D'une part, la croissance du PIB nominal issue des comptes trimestriels peut être revue à la hausse lors de la publication à venir des comptes annuels, des comptes semi-définitifs et définitifs au cours des prochaines années. D'autre part, le PIB nominal n'est qu'une approximation de l'assiette fiscale des PO. En soi, plus que la croissance nominale, ce qui importe c'est la composition de cette croissance. Ainsi, les cotisations sociales dépendent surtout de la masse salariale, l'impôt sur le revenu dépend du RDB nominal (et de sa distribution au sein des ménages), la TVA de la consommation, les taxes sur le tabac de la consommation de tabac, etc. D'ailleurs il peut exister un décalage temporel entre la taxation et l'assiette fiscale de référence. Ceci est notamment vrai pour l'IS et l'IR.

En 2018, l'*output gap* resterait ouvert en France et la reprise devrait se poursuivre. Dans ce contexte, les modèles estimés (tableau 14) laissent entrevoir un aléa haussier sur le niveau des recettes, en lien avec une élasticité spontanée des recettes fiscales supérieure à l'unité. Ainsi, dans notre scénario de base – prudent – où l'élasticité des PO serait unitaire, le déficit nominal devrait s'établir à 2,4 %, en amélioration de 0,2 point par rapport à son niveau de 2017. En revanche, si l'élasticité reste à un niveau élevé de 1,2, un surplus de recettes de 6 milliards peut être attendu (0,3 point) et le déficit s'établirait ainsi à un niveau de 2,1 %.

---

43. Les estimations réalisées avec l'*output gap* de l'OCDE aboutissent à des conclusions qualitativement identiques mais avec une plus forte sensibilité de l'élasticité des recettes au cycle. Ainsi, dans la spécification (3), l'élasticité des recettes aurait été prévue à 1,4 et l'erreur de prévision des recettes aurait été de l'ordre de 0,1 point de PIB.

## I. Résumé des prévisions pour l'économie française

Moyenne annuelle, en %

	2016	2017	2018	2019
<b>En % de variation aux prix chaînés :</b>				
PIB	1,1	2,0	2,0	2,1
Importations	4,2	4,1	3,5	3,6
Dépenses de consommation des ménages	2,1	1,3	1,5	2,2
FBCF totale, dont :	2,7	3,8	3,6	3,1
Sociétés non-financières	3,4	4,4	4,3	3,5
Ménages	2,4	5,3	2,5	1,3
Administrations publiques	-0,1	-1,0	2,6	4,0
Exportations	1,9	3,3	4,6	3,6
Contribution des stocks à la croissance, en %	-0,1	0,4	-0,1	0,0
Demande intérieure hors stocks	2,0	1,9	2,0	2,1
<b>Compte des ménages, en termes réels %</b>				
Salaires bruts	2,1	2,3	1,2	2,0
Salaires nets	2,0	2,4	3,3	2,6
Prestations sociales	1,9	0,7	0,0	0,1
Prélèvements sociaux et fiscaux	1,6	2,3	0,3	-0,8
Revenu disponible	1,8	1,5	1,6	2,4
Taux d'épargne, en % du RDB	14,0	14,2	14,3	14,4
<b>Déflateur de la consommation</b>				
En glissement %	0,2	1,0	1,4	1,8
En moyenne %	-0,1	0,9	1,4	1,6
<b>Compte des sociétés non-financières, en %</b>				
Taux de marge	31,8	31,7	32,4	34,0
Taux d'épargne	19,7	19,6	20,2	21,8
Taux d'investissement (en volume)	21,4	21,8	22,1	22,3
Taux d'autofinancement (hors stock)	84,3	82,1	85,0	91,4
<b>Compte des administrations</b>				
Taux de prélèvement obligatoire, en % du PIB	44,6	45,4	45,1	44,1
Solde public au sens de Maastricht, % du PIB	-3,4	-2,6	-2,4	-2,5
Emploi salarié, en moyenne annuelle, en %	0,8	1,1	0,8	0,9
Emploi total, en moyenne annuelle, en %	0,7	1,0	0,7	0,9
Chômage BIT, en millions	2,807	2,631	2,478	2,361
Taux de chômage BIT moyen, en %	9,8	9,1	8,5	8,1
Taux de change \$/€	1,1	1,1	1,2	1,3
Taux d'intérêt à court terme <sup>1</sup>	-0,3	-0,3	-0,3	0,0
Taux d'intérêt à long terme <sup>2</sup>	0,5	0,8	0,7	1,1

1. Taux PIBOR puis EURIBOR à trois mois.

3. Taux des OAT à 10 ans.

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE *e-mod,fr* 2018-2019, avril 2018.

## II. France. Ressources et emplois en biens et services, aux prix chaînés

	Niveau (prix chaînés)	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %			
		2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>PIB</b>	1997	0,7	0,6	0,5	0,7	0,3	0,4	0,5	0,7	0,5	0,5	0,5	0,6	1,1	2,0	2,0	2,1
<b>Importations</b>	556	1,2	0,0	2,2	0,3	0,8	0,9	0,8	1,1	1,0	0,7	0,8	0,8	4,2	4,1	3,5	3,6
<b>Dépenses de consommation des ménages</b>	1083	0,2	0,3	0,5	0,2	0,2	0,4	0,5	0,8	0,5	0,5	0,5	0,6	2,1	1,3	1,5	2,2
<b>Dépenses de conso; des administrations</b>	385	0,3	0,5	0,6	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1,2	1,6	1,2	0,6
<b>FBCF totale, dont :</b>	440	1,7	0,9	0,9	1,1	0,7	0,9	0,9	0,9	0,7	0,7	0,7	0,8	2,7	3,8	3,6	3,1
<b>sociétés non financières</b>	233	2,4	1,0	1,1	1,5	0,8	1,1	0,9	1,1	0,7	0,7	0,8	0,9	3,4	4,4	4,3	3,5
<b>sociétés financières</b>	13	1,1	1,0	0,9	1,2	0,8	1,0	0,9	1,1	0,6	0,7	0,7	0,8	6,6	4,3	3,9	3,2
<b>ménages</b>	107	1,8	1,4	0,9	0,6	0,5	0,4	0,5	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	2,4	5,3	2,5	1,3
<b>administrations publiques</b>	83	-0,6	0,1	-0,2	0,5	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	-0,1	-1,0	2,6	4,0
<b>ISBLSM</b>	4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,7	0,6	0,7	0,8	0,8	0,7	0,6	0,7	1,8	1,8	2,4	3,0
<b>Exportations</b>	519	-0,7	2,2	1,0	2,5	0,6	0,4	0,8	1,0	1,0	0,8	0,9	1,0	1,9	3,3	4,6	3,6
<b>Contribution :</b>																	
<b>demande intérieure hors stocks</b>		0,6	0,5	0,6	0,5	0,3	0,5	0,5	0,8	0,5	0,5	0,5	0,6	2,0	1,9	2,0	2,1
<b>variations de stocks</b>		0,7	-0,5	0,3	-0,4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,4	-0,1	0,0
<b>solde extérieur</b>		-0,6	0,7	-0,4	0,7	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	-0,3	0,2	0,0

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévision OFCE e-mod.fr 2018-2019, avril 2018.

### III. Déflateur de la consommation et taux de salaire horaire

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %			
	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>Déflateur de la consommation</b>	0,5	-0,1	0,1	0,5	0,6	0,3	0,2	0,3	0,5	0,4	0,4	0,5	-0,1	0,9	1,4	1,6
<b>Salaire horaire moyen brut</b>	0,6	0,3	0,5	0,6	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8	0,9	1,3	1,8	1,9	2,7

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2018-2019, avril 2018.

### IV. Emploi et productivité par habitant

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %			
	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>Branches principalement marchandes</b>																
<b>Effectifs</b>	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3	0,2	0,4	0,5	0,3	0,3	0,4	0,5	1,1	1,5	1,3	1,5
<b>Productivité par habitant</b>	0,4	0,3	0,2	0,5	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,1	0,7	1,1	0,9

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévision OFCE *e-mod.fr* 2018-2019, avril 2018.

## V. Éléments du compte des ménages

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %			
	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Masse salariale brute (1)	0,6	0,8	0,5	0,2	-0,1	0,2	0,6	0,6	0,3	0,5	0,6	0,6	2,1	2,3	1,2	2,0
Masse salariale nette (1)	0,6	0,8	0,5	0,4	1,7	0,2	0,6	1,4	0,3	0,5	0,6	0,6	2,0	2,4	3,3	2,6
Prestations sociales (1)	-0,1	0,5	0,4	-0,1	-0,5	0,1	0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	1,9	0,7	0,0	0,1
Revenu disponible réel (1)	0,2	0,6	0,5	0,2	-0,2	0,6	0,8	1,5	0,0	0,4	0,5	0,8	1,8	1,5	1,6	2,4
Taux d'épargne en % du RDB	14,0	14,3	14,2	14,2	13,9	14,0	14,3	14,8	14,4	14,3	14,4	14,5	14,0	14,2	14,3	14,4
Taux d'épargne en logement	8,4	8,5	8,5	8,6	8,6	8,6	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,1	8,5	8,6	8,5
Taux d'épargne financière	4,3	4,4	4,4	4,5	4,1	4,3	4,6	5,2	4,7	4,7	4,8	5,0	4,7	4,4	4,5	4,8

(1) Aux prix chaînés de l'année précédente chaînés.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2018-2019, avril 2018.

## VI. Commerce extérieur et parts de marché

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %			
	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>Importations en volume (1)</b>	1,2	0,0	2,2	0,3	0,8	0,9	0,8	1,1	1,0	0,7	0,8	0,8	4,2	4,1	3,5	3,6
<b>Demande interne (1)</b>	0,5	1,0	0,8	1,0	0,3	0,6	0,7	0,9	0,7	0,6	0,6	0,7	2,3	2,5	2,8	2,8
<b>Exportations en volume (1)</b>	-0,7	2,2	1,0	2,5	0,6	0,4	0,8	1,0	1,0	0,8	0,9	1,0	1,9	3,3	4,6	3,6
<b>Demande mondiale</b>	2,3	0,6	0,7	1,4	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	1,3	5,3	4,0	3,6

(1) Aux prix chaînés de l'année précédente.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2018-2019, avril 2018.

## VII. Taux d'intérêt et taux de change

	En %												Moyennes annuelles en %				
	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>Taux d'intérêt :</b>																	
<b>À court terme (1)</b>	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	
<b>À long terme (2)</b>	1,1	0,8	0,8	0,6	0,6	0,7	0,7	0,9	1,0	1,1	1,2	1,2	0,5	0,8	0,7	1,1	
<b>1 euro = ... Dollar</b>	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,1	1,1	1,2	1,3	

(1) Taux PIBOR puis EURIBOR à 3 mois.

(2) Taux des OAT à 10 ans.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2018-2019, avril 2018.

### ÉTUDES SPÉCIALES

---

<b>Les effets de la politique budgétaire depuis 2008 dans six économies avancées</b> .....	269
Raul Sampognaro	
<b>Taux de change d'équilibre et ampleur des désajustements internes à la zone euro</b> .....	303
Sébastien Villemot, Bruno Ducoudré, Xavier Timbeau	
<b>Taux de change euro/dollar : un effet BCE ou Réserve fédérale ?</b> . . .	335
Christophe Blot, Paul Hubert, Rémi Odry	
<b>Débat sur les perspectives économiques</b> .....	353

---



# LES EFFETS DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE DEPUIS 2008 DANS SIX ÉCONOMIES AVANCÉES

**Raul Sampognaro**

*Sciences Po, OFCE*

---

La Grande Récession a marqué le retour en grâce de la politique budgétaire comme instrument de stabilisation conjoncturelle. Au lendemain de la crise des *subprime* les grandes économies avancées ont mis en place un vaste plan de relance de façon coordonnée pour stopper la récession. Ensuite, à partir de 2011, avec le début de la reprise et de la normalisation financière, une phase de consolidation budgétaire a été engagée. Depuis 2016, la politique budgétaire est devenue neutre.

Le recours à l'outil budgétaire pour stabiliser la croissance a réanimé les débats sur l'efficacité de ce choix. Au regard des nombreuses études, il existe tout de même un consensus relatif sur la valeur du multiplicateur à court terme. Il serait positif et proche de l'unité. En revanche, l'effet à long terme d'un choc budgétaire dépend de la situation conjoncturelle. Les effets de la politique budgétaire peuvent être pérennes s'il y a un nombre significatif d'agents privés contraints financièrement ou si la banque centrale ne peut pas réagir à la politique budgétaire. Ainsi, les effets dynamiques de la politique budgétaire dépendront du contexte économique.

La prise en compte de la dynamique du multiplicateur permet d'améliorer l'évaluation des effets de la politique budgétaire au cours de la dernière décennie. Selon nos calculs, le PIB allemand aurait été soutenu par les nouvelles mesures budgétaires, alors que le PIB aurait diminué en Italie, en France et au Royaume-Uni d'un montant compris entre 1,5 et 3,5 points de PIB. Enfin, le PIB espagnol aurait été amputé de 7,5 points.

*Mots clés* : politique budgétaire, croissance, multiplicateur.

---

La politique budgétaire a constitué l'un des principaux déterminants de la trajectoire de croissance dans les grandes économies avancées au cours de la dernière décennie<sup>1</sup>. Au lendemain de la faillite de *Lehman Brothers*, l'instrument budgétaire fut mobilisé afin d'abord d'échapper à la récession puis ensuite éviter que la récession ne se

transforme en dépression comme en 1929. Sous l'effet joint des stabilisateurs automatiques, de la relance budgétaire et de la récession, les comptes publics se sont fortement dégradés. Pour y remédier, les économies avancées se sont engagées dans une politique de consolidation budgétaire de grande ampleur à partir de 2011. Ce mouvement s'est poursuivi jusqu'en 2015 et depuis 2016 la politique budgétaire est redevenue neutre et donc, en apparence, moins importante pour expliquer les évolutions macroéconomiques. Or, ce constat néglige les effets dynamiques de la politique budgétaire qui peuvent tarder à se manifester.

Le recours à la politique budgétaire pour stabiliser la croissance a réanimé les débats sur l'efficacité de cet instrument. En particulier, l'article de Blanchard et Leigh (2013) montre que l'essentiel des erreurs de prévision réalisées par le FMI sur la croissance du PIB au cours de la phase de consolidation budgétaire serait corrélé au niveau de l'ajustement budgétaire. Pour les auteurs ceci serait le signe d'une sous-estimation systématique du multiplicateur budgétaire. Dans ce contexte, la littérature a réinvesti la question du multiplicateur budgétaire et celle de ses déterminants théoriques et de sa mesure.

La théorie enseigne que le multiplicateur – pour un instrument de politique budgétaire donné – dépend du contexte institutionnel, du fonctionnement des marchés des biens et des facteurs de production, du degré d'ouverture de l'économie et de la conjoncture. Or, ces facteurs évoluent dans le temps et l'espace, ce qui permet d'expliquer une partie de l'hétérogénéité des estimations empiriques disponibles. Creel, Heyer et Plane (2011) avaient déjà mis en avant l'importance de la position cyclique dans la valeur du multiplicateur. Par ailleurs, les auteurs avaient montré que les différents instruments de politique budgétaire (prestations sociales, prélèvements sur les facteurs de production, TVA ou impôts directs) ont chacun un impact différent et que chaque instrument réagit différemment au cycle.

Au-delà de la question de l'impact initial de la politique budgétaire – dépendante du cycle et de l'instrument – se pose la question sur son impact à long terme. Dans les modèles théoriques standards qui supposent notamment que les agents sont rationnels et maximisent leur utilité intertemporelle, l'équivalence ricardienne aboutit à une

---

1. É. Heyer et R. Sampognaro, 2015, « L'impact des chocs économiques sur la croissance dans les pays développés depuis 2011 », *Revue de l'OFCE*, n° 138, juin.

neutralité de la politique budgétaire à long terme (pas d'impact permanent d'un choc budgétaire sur la production). Si les marchés des biens et des facteurs sont flexibles, la politique budgétaire peut être neutre à court terme. Toutefois, en présence de rigidités dans la formation des prix et des salaires, ce dernier résultat est remis en question. Il existe aujourd'hui un consensus relatif sur la valeur du multiplicateur à court terme : il serait positif et proche de l'unité. La politique budgétaire peut jouer un rôle dans la stabilisation du cycle conjoncturel. En revanche, l'effet à long terme d'un choc budgétaire reste sujet à débat. Dans certains contextes, la politique budgétaire peut modifier la trajectoire du PIB de façon permanente<sup>2</sup>. Parmi les principaux facteurs qui modifient la valeur du multiplicateur budgétaire à long terme – nul dans les modèles standards – on trouve notamment la présence d'agents non ricardiens, contraints financièrement, ou la présence de limites sur la politique monétaire de la banque centrale (par exemple, lorsque le taux directeur a atteint la borne inférieure ou *Zero Lower Bound*). Si la valeur du multiplicateur budgétaire de long terme dépend lui-même de facteurs conjoncturels (contraintes financières ou évolution des taux d'intérêt), la dynamique du multiplicateur devient une variable-clé de l'analyse de la politique budgétaire.

Après presque une décennie de politique budgétaire très active, les effets dynamiques des fortes impulsions budgétaires passées peuvent avoir un impact significatif sur la croissance du PIB dans les économies avancées. L'objet de cette étude est d'évaluer l'impact sur le PIB de la politique budgétaire mise en œuvre depuis l'année 2008, dans six grandes économies avancées<sup>3</sup>.

Dans la première partie de l'étude, nous examinerons la politique budgétaire mise en œuvre au cours de la dernière décennie dans les grandes économies avancées. Le retour récent à une impulsion budgétaire<sup>4</sup> neutre suggère que la politique budgétaire aurait cessé d'être un déterminant important de la croissance. La littérature théorique et empirique récente, qui met l'accent sur l'effet dynamique de la politique budgétaire, sera présentée dans la deuxième partie de l'étude.

---

2. Ceci bien évidemment sans tenir compte de l'impact possible de certaines dépenses publiques (ex : éducation, investissement public ou recherche publique) sur le taux de croissance potentiel.

3. Les pays étudiés sont : l'Allemagne, l'Espagne, les États-Unis, la France, l'Italie et le Royaume-Uni.

4. L'impulsion budgétaire est définie dans l'encadré 1. De façon brève, l'impulsion budgétaire est une mesure de la politique budgétaire discrétionnaire mesurée par l'opposé de la variation attendue des nouvelles mesures fiscales et de l'écart entre la trajectoire de la dépense publique primaire en volume et celle du PIB potentiel.

Enfin, dans la troisième partie, nous proposerons une évaluation de la politique budgétaire mise en œuvre depuis 2011 sur la base des impulsions budgétaires observées, de leur composition et de leurs effets sur la croissance de l'activité.

## 1. Une décennie de politique budgétaire : après la relance, l'ajustement et le retour à une politique neutre

À la suite de la crise des *subprime*, l'instrument budgétaire fut fortement mobilisé dans les grandes économies avancées. Tant la dépense publique que la fiscalité ont été utilisées. En 2009, selon le FMI, la dépense publique s'établissait à 5,7 points de PIB au-dessus de son niveau de 2007 et les recettes à 1,7 point de PIB en dessous de leur niveau d'avant-crise dans les grandes économies avancées<sup>5</sup>. L'action des stabilisateurs automatiques pendant la récession combinée à une période budgétaire expansionniste a fortement dégradé les comptes publics. Le déficit public de l'ensemble des grandes économies avancées s'établissait à 8,7 % de PIB en 2009 selon le FMI alors qu'il n'était que de 1,2 % en 2007. Entre 2010 et 2015, une réduction des déficits est observée dans ces grandes économies pour s'établir à 2,6 % du PIB selon le FMI. Au cours de cette période, la part de la dépense publique dans le PIB a reculé lentement mais s'établissait en 2015 toujours à 1 point de PIB au-dessus de son niveau d'avant-crise, tandis que la fiscalité avait retrouvé son niveau d'avant-crise. À partir de 2015, une pause est observée dans la baisse du déficit des grandes économies avancées. En 2017, le déficit public s'établit à 2,6 % de PIB, soit un niveau toujours supérieur à celui de 2007.

La dette publique a fortement augmenté entre 2007 et 2012, toujours selon le FMI, dans l'ensemble des économies avancées. Mesurée par le passif financier des administrations publiques, donc un concept plus large que celui de Maastricht, la hausse a été de 35 points de PIB au cours de ces cinq années pour atteindre 106% du PIB<sup>6</sup>. Depuis, la dette s'est globalement stabilisée en pourcentage du PIB à la faveur d'une meilleure situation macroéconomique et d'une politique

---

5. Pour le FMI, le groupe des économies avancées inclut 39 pays dont les pays de la zone euro, les États-Unis, le Royaume-Uni, le Japon, l'Australie, le Canada, la République tchèque, le Danemark, Hong Kong, l'Islande, Israël, la Corée du Sud, Macao, la Nouvelle Zélande, la Norvège, le Porto Rico, Singapour, la Suède, la Suisse et Taiwan.

6. La dette nette quant à elle a augmenté de 27 points de PIB entre 2007 et 2012, pour atteindre 73 % de PIB.

de rétablissement des comptes publics. Cette évolution d'ensemble masque des différences entre les principaux espaces économiques. La zone euro se distingue par une plus grande maîtrise des comptes publics. Alors que depuis 2007, la dette publique brute a augmenté de 57 points de PIB au Japon, de 47 points au Royaume-Uni, de 44 points aux États-Unis, la hausse a été beaucoup plus contenue en zone euro (+22 points de PIB). Ceci provient à la fois d'une moindre impulsion budgétaire initiale et de la mise en place d'une consolidation budgétaire plus précoce. Entre 2007 et 2009, le déficit de l'ensemble de la zone euro s'est dégradé de 5,6 points tandis que celui des États-Unis a été de 10,3 points, le britannique de 7,4 points et le nippon de 7,0 points.

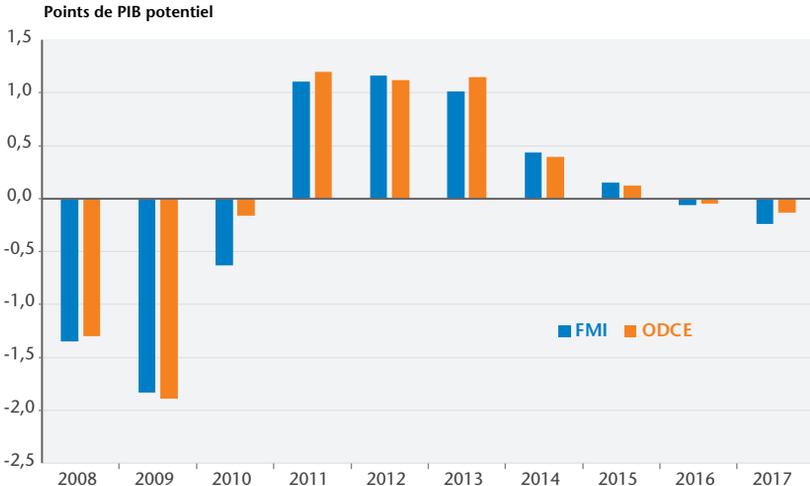
Ces évolutions dépendent à la fois de la politique budgétaire – sous contrôle du gouvernement – et de l'évolution macroéconomique. Or, si cette dernière – en particulier la croissance du PIB – peut être influencée par l'action du gouvernement, elle n'est pas directement maîtrisée. Il est nécessaire d'isoler la composante cyclique des évolutions budgétaires. Deux méthodes existent pour cela (encadré 1). Elles reposent pour l'essentiel sur une hypothèse sur la croissance potentielle de l'économie. Or, la croissance potentielle est inobservable et pour l'évaluer il faut un cadre conceptuel, non dépourvu d'hypothèses *ad hoc*. L'objet de cette étude n'est pas de discuter les différentes évaluations de la croissance potentielle qui restent fragiles et qui rendent le concept – pourtant clair théoriquement – difficilement utilisable en temps réel. Il faut tout de même retenir que toute évaluation de l'orientation de la politique budgétaire est dépendante des hypothèses retenues sur cette variable. Dans la prochaine sous-section, nous présenterons notre évaluation de la politique budgétaire mise en place depuis 2008 à l'aune de notre évaluation de la croissance potentielle en la comparant avec les évaluations faites par d'autres organismes.

### **1.1. Trois phases dans l'orientation de la politique budgétaire dans l'ensemble des économies avancées**

Depuis le déclenchement de la *Grande Récession*, trois étapes peuvent être identifiées dans l'orientation de la politique budgétaire dans les économies avancées. La première va de 2008 à 2010. Au cours de cette phase, les économies avancées ont mis en œuvre une importante relance budgétaire. Après ce franc soutien budgétaire, une phase d'austérité a été engagée jusqu'en 2015. Enfin, depuis 2016, la politique budgétaire est neutre (graphique 1). Ce constat est consensuel parmi les organisations internationales même si des faibles différences

peuvent émerger en lien avec des évaluations différentes de la croissance potentielle (tableau 1).

**Graphique 1. Variation du solde structurel primaire dans les économies avancées selon différentes organisations internationales**



Source : FMI (*World Economic Outlook*, octobre 2017), OCDE (*Perspectives économiques*, novembre 2017).

**Tableau 1. Variation du solde structurel primaire**

Champ géographique*	Économies avancées	
	FMI	Pays membres de l'OCDE
2008-2010	-3,8	-3,4
2011-2015	3,9	4,0
2016-2017	-0,3	-0,2
<b>2008-2017</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,5</b>

*Note de lecture* : L'évolution totale peut différer de la somme des évolutions par sous-période en raison des arrondis.  
 \* Le champ géographique entre les économies avancées au sens du FMI et les pays membres de l'OCDE se recoupe de façon imparfaite. Les 39 économies avancées du FMI sont détaillées dans la note 5. Les économies membres de l'OCDE rassemble les pays suivants : Allemagne, Australie, Autriche, Belgique, Canada, Chili, Corée du Sud, Danemark, Espagne, Estonie, États-Unis, Finlande, France, Grèce, Hongrie, Islande, Irlande, Italie, Japon, Lettonie, Luxembourg, Mexique, Norvège, Nouvelle-Zélande, Pays-Bas, Pologne, Portugal, République slovaque, République tchèque, Royaume-Uni, Suède, Suisse, Turquie.

Sources : FMI (*World Economic Outlook*, octobre 2017), OCDE (*Perspectives économiques*, novembre 2017).

Le FMI évalue la dégradation du solde structurel primaire observée dans les économies avancées entre 2008 et 2010 à 3,8 points de PIB potentiel. Cette baisse aurait été effacée au cours de la phase de consolidation budgétaire de 2011-2015. Enfin, en 2016 et en 2017, le solde structurel primaire se serait dégradé de 0,3 point de PIB potentiel,

suggérant une politique quasiment neutre. Ainsi, en 2017 le déficit structurel primaire des économies avancées s'établirait à 1,3 % du PIB potentiel, alors qu'il s'établissait à 1 % en 2007.

L'OCDE dresse un constat relativement proche en ce qui concerne l'évolution du solde structurel primaire de ces États membres. Entre 2008 et 2010 le solde structurel primaire se serait dégradé de 3,4 points de PIB, puis la relance aurait été plus que compensée pendant la phase de restriction. Au cours de cette période le solde structurel primaire se serait amélioré de 4 points. Enfin, depuis 2016, la politique budgétaire aurait été neutre au sein des pays de l'OCDE avec une très faible dégradation cumulée du solde structurel primaire (-0,2 point de PIB). Au final, selon l'OCDE, le solde structurel primaire des économies membres – qui recoupe largement le champ des économies avancées pour le FMI – se serait amélioré de 0,5 point de PIB au cours de la période 2008-2017.

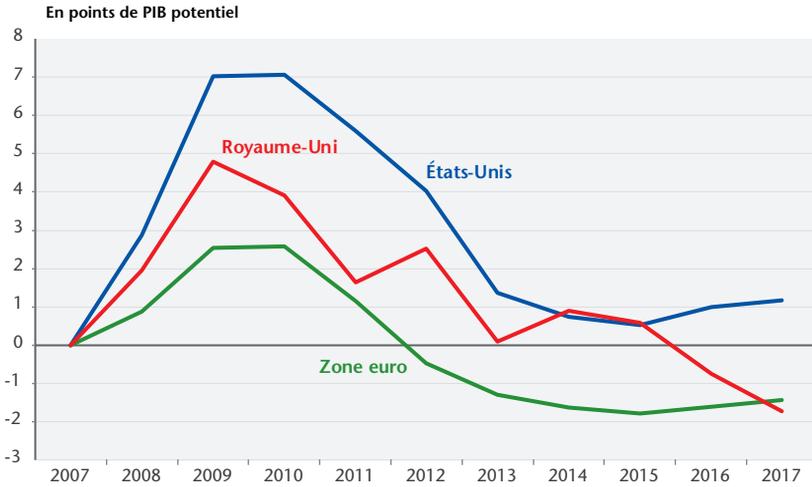
## **1.2. La politique budgétaire dans six grandes économies avancées**

Les chiffres agrégés présentés ci-dessus masquent des différences parmi les pays. Nous allons nous concentrer désormais sur la politique budgétaire mise en œuvre dans six grandes économies avancées : l'Allemagne, les États-Unis, l'Espagne, la France, l'Italie et le Royaume-Uni. L'impulsion budgétaire (encadré 1) sera mesurée à partir de nos évaluations des mesures discrétionnaires en prélèvements obligatoires (PO) et de notre scénario de PIB potentiel.

Au début de la crise, les politiques budgétaires ont toutes été dans la même direction et contracycliques, mais la relance a été bien plus importante aux États-Unis que dans la zone euro ou au Royaume-Uni (graphique 2). Sous nos hypothèses de croissance potentielle et de politique budgétaire discrétionnaire, l'impulsion budgétaire américaine a été de +7,1 points de PIB en 2008-2010, alors qu'elle a été de +3,9 points au Royaume-Uni et de +2,6 points en zone euro. Si la relance a été plus forte outre-Atlantique, le tournant de la consolidation budgétaire a été pris de façon plus précoce dans le Vieux continent, notamment dans la zone euro. En 2012, la zone euro avait retrouvé un solde structurel identique à celui d'avant-crise et en 2013 l'union monétaire avait plus qu'effacé la relance budgétaire mise en place entre 2008 et 2010. Le Royaume-Uni de son côté a retrouvé son niveau de solde structurel d'avant-crise en 2013 et jusqu'en 2016 n'a pas consolidé au-delà de la relance post-crise.

Si la politique budgétaire est devenue restrictive à partir de 2011, la consolidation est restée plus modérée que la relance initiale. Ainsi, le déficit structurel primaire américain reste toujours 1 point au-dessus de son niveau d'avant-crise. Depuis 2014, les politiques budgétaires sont progressivement devenues moins restrictives pour converger vers une impulsion budgétaire neutre.

**Graphique 2. Impulsion budgétaire cumulée au sein des principales économies avancées**



Sur l'ensemble de la période, seuls l'Allemagne (+1,2 point) et les États-Unis (+1,2 point) ont réalisé une impulsion budgétaire positive (tableau 2). Le Royaume-Uni (-1,7 point de PIB d'impulsion), l'Italie (-1,8 point), la France (-1,5 point) et l'Espagne (-0,9 point) ont ajusté leurs comptes publics. Sur l'ensemble de la période, l'orientation de la politique budgétaire espagnole<sup>7</sup> a été proche de celle de l'Italie et la France mais ceci masque des évolutions très marquées au sein de chacune de sous-périodes identifiées.

Au cours de la première phase identifiée, les six grandes économies étudiées ont soutenu leur activité grâce à la politique budgétaire. Le soutien a été particulièrement fort aux États-Unis et en Espagne, pays

7. Il faut remarquer que l'analyse de la politique budgétaire espagnole est particulièrement difficile au cours de la période. Les fortes évolutions de la productivité et la recomposition sectorielle de l'économie ibérique rendent très difficile l'évaluation de son potentiel de croissance (pourtant une variable fondamentale pour évaluer l'impulsion budgétaire).

affectés par l'éclatement d'une bulle immobilière. Au cours de la phase de consolidation budgétaire qui s'est étalée entre 2011 et 2015, tous les pays ont pratiqué une impulsion budgétaire négative. La consolidation budgétaire américaine a été de grande ampleur et plus tardive et n'a pas complètement effacé la relance post-crise. En revanche, la plupart des grandes économies européennes étudiées ont fait une consolidation plus forte que les plans de relance de 2008-2010. Ceci est le cas notamment en Espagne, en Italie et en France. En zone euro, les

**Tableau 2. Évaluation de l'orientation de la politique budgétaire selon différents instituts (en points de PIB potentiel)**

	2008-2010	2011-2015	2016-2017	2008-2017	Croissance potentielle (2008-2017)
<b>Allemagne</b>					
FMI	1,7	-2,0	0,5	0,2	1,3
OCDE	1,5	-1,5	0,5	0,5	1,2
OFCE	2,0	-2,0	1,1	1,2	1,4
<b>Espagne</b>					
FMI	6,6	-7,2	0,5	-0,2	1,0
OCDE	5,2	-6,9	1,5	-0,2	1,0
OFCE	7,4	-8,4	0,1	-0,9	1,0
<b>France</b>					
FMI	2,2	-3,2	0,1	-0,9	1,0
OCDE	1,7	-2,8	-0,5	-1,6	1,1
OFCE	3,1	-4,5	-0,1	-1,5	1,3
<b>Italie</b>					
FMI	1,1	-2,7	0,8	-0,8	-0,1
OCDE	0,7	-2,6	1,5	-0,5	-0,1
OFCE	1,2	-3,6	0,5	-1,8	-0,3
<b>Royaume-Uni</b>					
FMI	1,3	-1,7	-1,6	-2,0	1,3
OCDE	1,5	-1,4	-2,7	-2,6	1,3
OFCE	3,9	-3,3	-2,3	-1,7	1,6
<b>États-Unis</b>					
FMI	5,5	-5,9	0,9	0,5	1,6
OCDE	4,5	-5,7	0,2	-0,9	1,7
OFCE	7,1	-6,5	0,6	1,2	1,5

*Note de lecture :* pour le FMI et l'OCDE, l'impulsion budgétaire est calculée comme l'opposé de la variation du solde structurel primaire et pour l'OFCE comme l'opposé de l'effort structurel. Sur longue période, ces deux mesures doivent être proches.

Sources : FMI (*World Economic Outlook*, octobre 2017), OCDE (*Perspectives économiques*, novembre 2017), calculs OFCE.

gouvernements se sont pliés aux exigences de réduction des déficits du Pacte de stabilité et de croissance faisant face à la défiance des marchés, ce qui a eu pour conséquence la hausse des primes de risque sur les taux souverains qui ont fait suite à la crise des dettes souveraines de la zone euro. Depuis 2016, l'Allemagne et, dans une moindre mesure, l'Italie et les États-Unis ont réalisé une impulsion budgétaire positive alors qu'elle a été globalement neutre en France et en Espagne. Enfin, la politique budgétaire a été fortement restrictive au Royaume-Uni.

### **1.3. Les instruments de politique budgétaire mobilisés pour réaliser la consolidation**

Afin d'évaluer l'impact de ces politiques différentes il ne suffit pas de se concentrer sur la seule mesure de l'impulsion budgétaire. Pendant la phase de relance 2008-2010, l'essentiel de l'impulsion a été réalisée par la dépense publique mais les pays ont mobilisé des instruments différents pendant la phase de consolidation (2011-2015).

Hormis en Allemagne, les nouvelles mesures fiscales mises en œuvre ont eu tendance à augmenter le poids de la fiscalité sur la période étudiée. Les changements législatifs ont contribué à la hausse des prélèvements obligatoires de 2,1 points de PIB au Royaume-Uni, de 2,4 points aux États-Unis, de 2,8 points en Italie et de plus 3 points en Espagne et en France. En Allemagne, le cumul des nouvelles mesures fiscales est nul.

Si en points de PIB les chiffres semblent proches, il faut les comparer avec l'ajustement mis en place. Selon nos calculs, la fiscalité explique quasiment la totalité de l'ajustement structurel en Italie, 75 % de l'ajustement français, 40 % de la consolidation budgétaire américaine et espagnole et 30 % de l'ajustement britannique. Dans tous les pays sauf en France, la clé de répartition de la consolidation des mesures en recettes ou en économies budgétaires a été relativement constante. Jusqu'à 2014, la totalité de l'amélioration structurelle des comptes publics français pouvait s'expliquer par les nouvelles mesures fiscales, néanmoins avec le « virage de l'offre », la part de la fiscalité dans l'ajustement a commencé à reculer. Depuis 2014, l'essentiel de la consolidation réalisée s'explique par les économies en dépenses. Ce choix devrait être préservé au cours des prochaines années.

### Encadré 1. Comment mesurer l'impulsion budgétaire ?

Afin d'obtenir une mesure de l'orientation de la politique budgétaire purgée des fluctuations conjoncturelles, deux mesures sont usuellement utilisées. L'évaluation du **solde structurel** a une logique macroéconomique (dite aussi *top-down*) tandis que la deuxième, appelée ici **effort structurel**, a une logique plutôt microéconomique (dite aussi *bottom-up*).

Le calcul du **solde public structurel** est effectué à partir des soldes macroéconomiques constatés *ex-post*. Il est calculé de la façon suivante :

$$SSP_t = SP_t - \alpha \times OG_t - OO_t$$

Où  $SSP_t$  représente le solde structurel public à la date  $t$ ,  $SP_t$  le solde public à la même date,  $\alpha$  la sensibilité du solde à l'*output gap* ( $OG_t$ ) et  $OO_t$  les mesures ayant un impact ponctuel et temporaire sur le solde public (ou *one-off*). Deux facteurs jouent un rôle primordial : le paramètre  $\alpha$  et le niveau estimé de l'*output gap*, non observable.

Hormis quelques prestations sociales, *i.e.* les dépenses en assurance chômage, la dépense publique est relativement peu affectée par le cycle conjoncturel alors que la fiscalité réagit beaucoup plus rapidement. Ainsi, le paramètre  $\alpha$ , estimé sur une base historique, dépend du poids et de la structure de la fiscalité du pays et de celle de la dépense publique. En général, les estimations de  $\alpha$  sont proches de 0,5<sup>8</sup>. Si la dépense publique suit le potentiel et que l'évolution spontanée des recettes ne modifie pas le taux de prélèvements obligatoires, alors  $\alpha$  correspond au taux de prélèvements. Dans ce contexte, l'orientation de la politique budgétaire peut être mesurée comme la variation du solde structurel primaire.

L'**effort structurel** part des changements législatifs pour aboutir à une mesure de l'orientation de la politique budgétaire. Pour ce faire, un chiffrage *ex-ante* des recettes issues des nouvelles mesures fiscales est utilisé pour mesurer l'impulsion budgétaire à travers la fiscalité. L'effort structurel réalisé par les dépenses primaires est évalué en comparant l'évolution des dépenses primaires en volume à un scénario contrefactuel. Deux options existent pour construire le scénario contrefactuel : (i) une évolution tendancielle de chaque poste de la dépense ou (ii) la croissance potentielle en volume de l'économie totale. Chaque option a sa propre logique<sup>9</sup>, mais l'utilisation de la croissance potentielle est plus utile pour discuter l'impact des nouvelles mesures sur le solde public à long terme, la soutenabilité des finances publiques et sur la croissance de l'activité.

$$ES_t = NM_t + \frac{G_{t-1}}{PIB_{t-1}} \times [dpp_t - g^*]$$

8. Voir Mourre *et al.* (2013), pour connaître la méthodologie précise de l'estimation du solde corrigé du cycle calculé par la Commission européenne au cours du Semestre européen, avec les élasticités propres à chaque pays.

9. Présentées dans R. Sampognaro, 2015, « Le casse-tête potentiel de la mesure des économies en dépenses publiques », *OFCE le blog*, novembre.

Où  $ES_t$  représente l'effort structurel en points de PIB à la date  $t$ ,  $NM_t$  les nouvelles mesures fiscales en point de PIB,  $G_{t-1}$  la dépense publique primaire à la date  $t-1$ ,  $dpp_t$  la variation de la dépense publique primaire en volume (déflaté par le prix du PIB) et  $g^*$  la croissance du PIB potentiel.

À certains moments, la variation du *solde structurel* primaire et l'*effort structurel* primaire peuvent donner des informations différentes sur l'orientation de la politique budgétaire. Si l'évolution contrefactuelle de la dépense publique retenue est construite à partir de la croissance potentielle, les seules différences qui peuvent émerger s'expliquent par l'évolution des recettes. En effet, chaque année les recettes évoluent en fonction des nouvelles mesures mais aussi en fonction de l'évolution des assiettes fiscales qui dépendent de l'activité. En première approximation, on peut supposer que les recettes évoluent unitairement avec le PIB nominal – et donc que le taux de prélèvements obligatoires est constant hors nouvelles mesures et *one-off*. Si à une date donnée l'élasticité des recettes au PIB est différente de l'unité, alors les deux mesures vont diverger et ces différences peuvent être importantes<sup>10</sup>.

Dans cette étude, nous mesurerons l'*impulsion budgétaire* comme étant l'opposé de l'effort structurel. Celle-ci sera notre métrique privilégiée sur l'orientation de la politique budgétaire.

## 2. Le « marécage du multiplicateur » : les effets à long terme dépendent du contexte économique

Le recours à l'outil budgétaire pour stabiliser la croissance a réanimé les débats sur l'efficacité de ce choix. La littérature a réinvesti le thème du niveau du multiplicateur budgétaire et de ses déterminants. Gechert et Will (2012) ont réalisé une méta-analyse sur 89 études récentes portant sur la valeur du multiplicateur de court terme et de long terme. Dans les études analysées, les auteurs trouvent un effet multiplicateur moyen de 0,8. Or, les valeurs observées s'évaluent entre des valeurs fortement négatives (-2,2) et des valeurs fortement positives (4). L'écart-type des multiplicateurs observés dans la littérature étudiée est très fort : il s'établit à 0,8. Face à l'ampleur de l'incertitude existante sur le niveau de l'effet multiplicateur, Leeper, Traum et Walker (2017) parlent du « marécage du multiplicateur ». Pour sortir de ce marécage, il est nécessaire de comprendre les déterminants théo-

10. Voir OFCE, 2018, « France : Retour à meilleure fortune. Perspectives 2018-2019 pour l'économie française », dans ce numéro.

riques et les divergences des méthodologies empiriques mobilisées pour mesurer le multiplicateur.

## 2.1. La théorie montre que le multiplicateur dépend du cadre macroéconomique

La littérature théorique aide à expliquer la diversité des estimations mise en avant par la méta-analyse. Le multiplicateur peut varier à la fois en fonction du cadre théorique mobilisé mais aussi des paramètres du modèle à l'intérieur d'un cadre. Cela induit une dépendance de l'estimation du multiplicateur au modèle qui le définit lors de la confrontation aux données. Cela induit des écarts-types d'évaluation qui révèlent les écarts d'*a priori* théoriques non testables (non réfutables) par l'économiste. Par ailleurs, les paramètres fondamentaux qui guident la valeur du multiplicateur (de court terme ou de long terme) sont eux-mêmes évolutifs suivant l'état de l'économie. Ainsi, la diversité des évaluations peut traduire la diversité des cadres théoriques mobilisés mais aussi l'évolution des paramètres structurels des économies étudiées. Ainsi, la bonne question de recherche serait : « quelle est la valeur du multiplicateur pour un instrument donné dans un état donné de l'économie ? » et non « quelle est la valeur du multiplicateur ? ».

Une fois ces précautions prises, la théorie montre que le multiplicateur dépend d'une multitude de facteurs qui déterminent le contexte macroéconomique. En premier lieu, il dépend des frictions existant sur les marchés des biens et des facteurs de production. Plus les prix sont flexibles, plus faible sera la valeur du multiplicateur, car les prix peuvent s'adapter afin d'absorber les chocs conjoncturels et les effets des politiques budgétaires. Dans les modèles du type *RBC* le multiplicateur peut même être négatif, en particulier si la fiscalité génère des distorsions. Ensuite, le multiplicateur dépend du degré d'ouverture de l'économie. L'ouverture diminue l'efficacité d'une politique de relance budgétaire car elle facilite la fuite de la demande vers les produits d'importation. La théorie montre aussi que le multiplicateur dépend de la réaction de la politique monétaire aux chocs budgétaires. Si la banque centrale accompagne la politique budgétaire ou si elle est contrainte par la *Zero Lower Bound (ZLB)*, le multiplicateur sera d'autant plus important car les taux d'intérêt réagiront moins fortement, ce qui limite l'éviction de l'investissement privé qui devient moins rentable. Enfin, le multiplicateur dépend de la prégnance des contraintes de liquidité : plus il y a des acteurs privés contraints par leur capacité d'emprunt – ce qui dans la littérature se traduit par moins de ménages

ricardiens qui lissent leur consommation –, plus la politique budgétaire peut avoir un effet élevé sur le niveau du PIB.

La littérature montre que plusieurs facteurs institutionnels – la structure des marchés, l’ouverture de l’économie, le degré des contraintes de liquidité à la politique économique mise en œuvre chez les partenaires commerciaux – influencent l’efficacité de la politique budgétaire pour stabiliser le cycle conjoncturel. Comme ces facteurs évoluent dans le temps ou l’espace, les contextes différents des estimations induisent des résultats différents.

## **2.2. Un multiplicateur proche de l’unité à court terme mais dépendant du contexte à long terme**

Le cadre théorique utilisé explique en partie l’hétérogénéité des estimations empiriques du multiplicateur mise en avant par Gechert et Will (2012). Selon les auteurs, le multiplicateur cumulé moyen issu des modèles RBC serait nul, celui des modèles DSGE néo-keynésiens et dans les modèles VAR s’établirait à 0,8 ; dans les modèles macroéconométriques – combinant des effets keynésiens à court terme et des effets néoclassiques à long terme – à 1,2. Ces résultats suggèrent que même à court terme il y aurait un impact positif sur le niveau du PIB.

Leeper, Traum et Walker (2017) ont construit un modèle DSGE riche englobant plusieurs cadres théoriques afin de clarifier la question du multiplicateur. Selon leurs simulations, si le modèle est contraint pour qu’il fonctionne comme un modèle RBC standard, le multiplicateur sera nul à court terme et à long terme. En revanche, pour un modèle DSGE néo-keynésien, l’impact cumulé d’une impulsion budgétaire peut être significatif à un horizon de 10 ans si la politique monétaire accompagne la politique budgétaire. Dans le cadre standard retenu dans la littérature, où la politique monétaire réagit aux politiques du gouvernement, le multiplicateur est positif à court terme. En revanche, ce résultat varie si un nombre significatif de ménages est contraint financièrement et que leur consommation est restreinte par leur revenu courant. Dans ce contexte, la valeur du multiplicateur augmente sensiblement à court terme et à long terme.

Dans la version estimée sur données américaines du modèle de Leeper *et al.* (2017), le multiplicateur de court terme de la dépense publique serait sensiblement supérieur à l’unité, autour de 1,3. Les effets de long terme dépendent en grande partie du comportement de l’autorité monétaire. Si la politique monétaire accompagne la poli-

tique budgétaire, le multiplicateur peut rester positif et supérieur à l'unité à long terme. En revanche, si la politique monétaire est active l'impact sur le PIB serait nul à long terme. Dans la ZLB, le multiplicateur de court terme de la dépense publique resterait positif et significatif à long terme.

Il existe aujourd'hui un consensus relatif sur la valeur du multiplicateur à court terme : il serait positif et variable selon les instruments. Ainsi, le multiplicateur serait plus élevé et proche de l'unité pour l'investissement public et la dépense directe en biens et plus faible pour les transferts aux ménages et la fiscalité. En revanche, l'effet à long terme d'un choc budgétaire est sujet à débat. Les effets de la politique budgétaire peuvent être durables, notamment s'il y a un nombre significatif d'agents privés contraints financièrement ou une banque centrale qui ne peut pas réagir à la politique budgétaire – par exemple en cas de ZLB. Ces deux derniers facteurs ont été particulièrement prégnants depuis le déclenchement de la crise financière.

### **2.3. Les effets dynamiques de la politique budgétaire sont présents dans les principaux modèles macroéconométriques de l'économie française**

Les principaux modèles macroéconométriques utilisés pour simuler l'économie française ont des propriétés variantielles compatibles avec la théorie récente (tableau 3). À la suite d'une impulsion budgétaire de 1 point de PIB par la dépense publique, le modèle *Mésange* de la DG Trésor génère un impact sur le PIB immédiat de 0,8 point de PIB, qui augmente au cours de la deuxième année du choc, où le multiplicateur atteint son pic, légèrement supérieur à l'unité. À partir de la troisième année les effets d'éviction commencent à opérer (en particulier, avec la perte de compétitivité-prix). À long terme, le modèle génère un impact significatif de 0,2<sup>11</sup>. Pour la même impulsion budgétaire, le modèle *e-mod.fr* a des multiplicateurs un peu plus faibles (0,6 l'année du choc budgétaire, 0,9 à son pic au cours de la troisième et la quatrième année) mais qui suivent une dynamique proche. Dans ces modèles, le multiplicateur propre à l'investissement public est encore plus élevé mais la dynamique est relativement proche.

---

11. Voir Dufernez *et al.* (2017) pour les résultats du multiplicateur dynamique pour chacun des instruments de politique budgétaire.

**Tableau 3. Effets sur le PIB en volume d'une impulsion budgétaire de 1 pt de PIB selon différents modèles**

Dépense publique générique					
	1 an	2 ans	3 ans	5 ans	LT
Mésange	0,8	1,1	1,0	0,9	0,2
<i>e-mod.fr</i>	0,6	0,9	0,9	0,6	—
Investissement public					
	1 an	2 ans	3 ans	5 ans	LT
Mésange	1,3	1,4	1,2	0,6	0,2
Opale	0,8	1,1	1,2	—	—
<i>e-mod.fr</i>	1,0	1,1	1,1	0,8	—

Sources : Daubaire *et al.* (2017), Ducoudré *et al.* (2017), Dufenez *et al.* (2017) et OFCE (2017).

Le modèle *e-mod.fr* a été adapté afin de prendre en compte l'impact du contexte cyclique sur la réaction des agents privés, notamment en termes de négociation salariale<sup>12</sup>. Lorsque les chocs budgétaires ont un impact dépendant du cycle le multiplicateur et sa dynamique dépendent fortement du contexte, en ligne avec les résultats de Leeper *et al.* (2017). Creel, Heyer et Plane (2011) montrent l'impact différent de plusieurs instruments de politique budgétaire (en dépenses et en recettes) en fonction du cycle. Plus récemment l'OFCE (2017) a publié une étude sur le cas d'un multiplicateur associé à une impulsion budgétaire réalisée exclusivement sur l'investissement public en fonction du cycle.

## 2.4. Les hypothèses de multiplicateur retenues

En ligne avec la littérature théorique et empirique nous utilisons trois jeux d'hypothèses de multiplicateur dynamique de l'impulsion budgétaire.

Ces hypothèses s'appuient sur les travaux inspirés par Creel *et al.* (2011) et des simulations réalisées à l'aide du modèle *e-mod.fr* de l'OFCE. Elles s'appuient sur le large consensus qui émerge des derniers travaux théoriques et empiriques existants dans la littérature économique à savoir qu'une politique de consolidation budgétaire est préférable en période de reprise de l'activité et est pernicieuse, voire

12. Voir Creel *et al.* (2011) pour le détail de la modélisation.

inefficace, lorsque l'économie est à l'arrêt. Par ailleurs, les hypothèses sont différentes en fonction des instruments budgétaires.

D'une part, un multiplicateur sur les mesures de demande est défini. Nous considérons des mesures de demande, celles qui jouent sur la dépense publique primaire hors investissement public et les modifications des prélèvements sur les ménages (impôts directs sur les revenus et les patrimoines, taxes sur la consommation incluant notamment la TVA, les cotisations sociales salariées). La valeur de ce multiplicateur dépend de la position cyclique. L'impact immédiat d'une impulsion avec cet instrument est en général supérieur à l'unité et converge vers 0 en fonction de la position cyclique (tableau 1 en annexe). Dans notre étude, la seule variable servant à décrire le contexte cyclique est l'*output gap*. Implicitement, cette hypothèse suggère que le niveau des contraintes de liquidité ou les contraintes sur la réaction de la banque centrale dépendent de l'écart de production.

D'autre part, un multiplicateur sur les mesures d'offre a été défini. Il concerne essentiellement les modifications des prélèvements sur les entreprises (impôt sur les sociétés, cotisations sociales employeurs). Ce multiplicateur est croissant et non dépendant du cycle. Ce multiplicateur reflète à la fois les décisions de localisation du capital et l'impact significatif à long terme du taux de marge sur l'investissement privé à long terme<sup>13</sup> (tableau 2 de l'annexe). En augmentant durablement le stock de capital disponible, ce type de mesure génère des impacts permanents sur le PIB.

Enfin, un multiplicateur sur l'investissement public est défini. L'investissement public génère des effets de demande à court terme et d'offre à long terme (tableau 3 en annexe). Ceci est compatible avec des multiplicateurs plus forts à court terme et à long terme communs dans la littérature. À court terme, l'investissement public augmente directement la consommation des administrations publiques et génère des revenus. Les effets de demande générés par l'impulsion seront dépendants du cycle, comme pour le reste des mesures de demande. Contrairement aux autres postes de la demande, le capital public est complémentaire du capital privé<sup>14</sup>. Ainsi, en augmentant l'efficacité productive du capital privé, un choc d'investissement public engendrera un surplus de PIB à long terme.

---

13. Voir Ducoudré, Plane et Villemot (2015).

14. Voir Creel, Hubert et Saraceno (2015).

Dans cette étude il est supposé que la valeur calibrée du multiplicateur par instrument et par horizon est identique dans tous les pays, ce qui est bien évidemment une hypothèse forte. La mise à jour des estimations des multiplicateurs par instrument pour la France et l'estimation empirique pour les autres cinq grandes économies étudiées pourraient constituer une suite logique à ce travail.

### 3. La prise en compte de la dynamique de la politique budgétaire est fondamentale

L'évaluation de l'impact de la politique budgétaire sur la croissance du PIB ne peut pas s'arrêter à celle des seules mesures budgétaires contemporaines et de leur effet immédiat sur la croissance. Il est aussi nécessaire de prendre en compte la dynamique de l'effet multiplicateur. Si la situation conjoncturelle est très dégradée, comme cela a été le cas depuis 2008, le multiplicateur sera peut être élevé de façon durable. En revanche, ajuster les comptes publics en situation d'un *output gap* nul aura un effet faible à court terme qui se dissipera rapidement. Le prévisionniste doit tenir compte des chocs budgétaires passés et de l'évolution du multiplicateur associé aux mesures passées afin d'éviter des erreurs de prévision.

Il est ainsi nécessaire de prendre en compte trois facteurs : (1) le contexte conjoncturel, (2) les instruments budgétaires mobilisés et (3) le *timing* de la mise en œuvre des instruments budgétaires. Les deux premiers facteurs ont été largement discutés par Creel, Heyer et Plane (2011). Avec le recul historique, il est désormais possible de mieux prendre en compte l'importance quantitative du troisième facteur.

Sur la base des impulsions budgétaires définies dans la section 1 et des multiplicateurs dynamiques présentés dans la section 2, l'effet de la politique budgétaire sur le PIB peut être calculé avec la formule suivante :

$$\text{Effet PIB}_t = \sum_{i \in o, d, f, b, c, f} \sum_{k=0}^{10} m_{i, t-k}(OG_t) \times IB_{i, t-k}$$

Où  $i$  représente l'outil mobilisé (offre, demande ou investissement public),  $m_{i, t-k}$  le multiplicateur dynamique en  $t$  d'une impulsion budgétaire (notée  $IB_{i, t-k}$ ) avec l'outil  $i$  mise en œuvre en  $t - k$ .

### 3.1. Impact de la politique budgétaire dans six grandes économies entre 2008 et 2017

Parmi les six grandes économies analysées, trois groupes de pays se distinguent en ce qui concerne l'impact de la politique budgétaire mise en œuvre depuis 2008 sur le PIB (tableau 4). D'une part, le niveau du PIB aurait été rehaussé aux États-Unis (+0,5 point) et en Allemagne (+2,1 points) grâce aux nouvelles mesures budgétaires. Ensuite, le PIB aurait diminué en Italie, en France et au Royaume-Uni entre 1 et 4 points de PIB. Enfin, le PIB espagnol aurait été amputé de presque 7 points selon nos calculs. En moyenne dans les quatre grandes économies de la zone euro étudiées, le PIB aurait été amputé de 1,4 point sur l'ensemble de la période, à mi-chemin entre les pertes britanniques (-3 points) et les gains estimés outre-Atlantique.

Tableau 4. Impulsion budgétaire cumulée et impact sur le PIB (2008-2017)

	2008-2010	2011-2015	2016-2017	2008-2017
<i>Impulsion budgétaire nationale</i>				
Allemagne	2,0	-2,0	1,1	1,2
Espagne	7,4	-8,4	0,1	-0,9
France	3,1	-4,5	-0,1	-1,5
Italie	1,2	-3,6	0,5	-1,8
Zone euro – 4 pays	2,9	-3,9	0,5	-0,5
Royaume-Uni	3,9	-3,3	-2,3	-1,7
États-Unis	7,1	-6,5	0,6	1,2
<i>Impact de la politique budgétaire nationale sur le niveau du PIB en volume</i>				
Allemagne	2,1	-0,9	0,9	2,1
Espagne	3,5	-11,5	1,0	-6,9
France	2,5	-4,6	0,6	-1,5
Italie	1,2	-5,0	0,3	-3,5
Zone euro – 4 pays	2,2	-4,3	0,7	-1,4
Royaume-Uni	1,7	-3,6	-1,1	-3,0
États-Unis	6,3	-7,5	1,7	0,5

Sources : Ameco, CBO, calculs OFCE.

En distinguant par les trois sous-périodes identifiées, des différences entre les économies apparaissent. Entre 2008 et 2010, la politique budgétaire a contribué favorablement à l'activité et ce avec un multiplicateur globalement unitaire dans toutes les économies étudiées hormis

en Espagne ou au Royaume-Uni. Dans ce contexte, l'ampleur du soutien a été dépendant du niveau de la relance mise en œuvre, ce qui distingue les États-Unis du reste des économies étudiées. Au cours de la deuxième période identifiée (2011-2015), l'Espagne et l'Italie ont perdu entre 5,0 et 11,5 points de PIB. Ces pays auraient souffert particulièrement d'avoir engagé une consolidation alors que l'*output gap* restait creusé. En revanche, l'ajustement allemand, réalisé à un moment où le PIB était proche de son niveau potentiel, n'a pas pénalisé fortement son niveau d'activité (-0,9 point). Les États-Unis, la France et le Royaume-Uni se sont trouvés dans une situation intermédiaire. Enfin, au cours de la troisième phase (2016-2017), des divergences sont apparues sur la contribution de la politique budgétaire nationale à la croissance du PIB. D'un côté, le PIB américain a été soutenu par le retour d'une impulsion budgétaire positive ; en revanche, la politique budgétaire restrictive a amputé le PIB britannique de 1,1 point. Dans la zone euro, la croissance aurait été soutenue par la politique budgétaire (+0,7 point) et ceci au-delà de la légère impulsion budgétaire mise en œuvre.

Certaines différences entre l'orientation de la politique budgétaire et son impact sur le PIB peuvent s'expliquer par l'impact immédiat des nouvelles mesures budgétaires. En particulier, les mesures prises sur les instruments affectant la demande auront des effets immédiats dépendant de la position cyclique de l'économie. Toutefois, la position cyclique aura aussi une influence sur la pérennité des effets des chocs budgétaires à travers la dynamique du multiplicateur. Ainsi, la dissipation de l'effet expansionniste de la relance de 2008-2010 sera d'autant plus rapide que les économies sortent rapidement des situations de fort chômage et, de la même façon, les effets récessifs de la consolidation seront effacés d'autant plus rapidement que l'économie sort – sous l'influence d'autres chocs – rapidement de la situation de fort chômage. Ainsi, l'impact dynamique de la politique budgétaire nationale sur la croissance ne sera pas indépendant des autres chocs affectant la dynamique des différentes économies (monétaires, de taux de change, de prix de matières premières).

Aux États-Unis, les effets dynamiques de la politique budgétaire ont été forts tout au long de la période 2012-2017. Ceci s'explique en partie par la moindre persistance du niveau d'*output gap*. Par rapport à la zone euro, l'économie américaine n'a pas seulement bénéficié d'un calendrier d'ajustement budgétaire plus favorable mais aussi d'un soutien monétaire plus précoce. Ainsi, hors politique budgétaire, la croissance

américaine a permis de sortir plus rapidement de la crise, sans tomber dans une double récession comme ce fut le cas de la zone euro dans son ensemble (et notamment des pays les plus affectés par la crise des dettes souveraines comme l'Espagne et l'Italie dans notre champ d'étude). Ainsi, une partie de l'impact expansionniste de la relance budgétaire de 2008-2010 (+6,3 points de contribution à la croissance) a été effacée au cours de la période 2012-2014 (-2,2 points). En revanche, ce mouvement a été de signe contraire au cours de la phase de consolidation budgétaire. En situation d'*output gap* fermé, une impulsion budgétaire négative est rapidement annulée. Ainsi, entre 2015 et 2017, la dissipation des effets récessifs des ajustements passés aurait contribué à la valeur ajoutée à hauteur de 1,5 point de PIB selon nos calculs.

Le cas espagnol est particulièrement intéressant pour observer l'impact dynamique de la politique budgétaire (graphique 3b). En 2012 et 2013, la consolidation budgétaire est réalisée au moment où la crise est très sévère. L'ajustement est réalisé à travers des mesures affectant directement la demande et le revenu des ménages, ce qui a aggravé le problème. Ainsi, le multiplicateur associé aux nouvelles mesures était bien supérieur à l'unité. Avec la normalisation de la situation financière et la reprise – lente – de l'activité en zone euro la situation change progressivement. Depuis 2015, la politique budgétaire est devenue un soutien à la croissance en Espagne. Ceci reflète bien évidemment la pause réalisée sur l'ajustement<sup>15</sup>. Ceci n'explique pas tout car la dissipation des effets récessifs de la forte consolidation de 2011-2013 a commencé à se matérialiser. Ainsi, la contribution des mesures discrétionnaires passées à la croissance a été très forte entre 2016 et 2017 (0,5 point de contribution par an au cours de cette période). La dynamique du multiplicateur explique une part des bonnes performances de l'économie espagnole récentes, difficilement explicables par les seuls chocs instantanés que ce pays subissait. Un cas similaire s'applique pour le cas italien (graphique 3d), mais à une moindre échelle (la dynamique du multiplicateur expliquerait 0,7 point d'activité entre 2013 et 2017). Une question reste ouverte dans ces deux pays : la politique budgétaire mise en œuvre a-t-elle contribué à la normalisation des conditions financières ? Dans ce cas, on peut

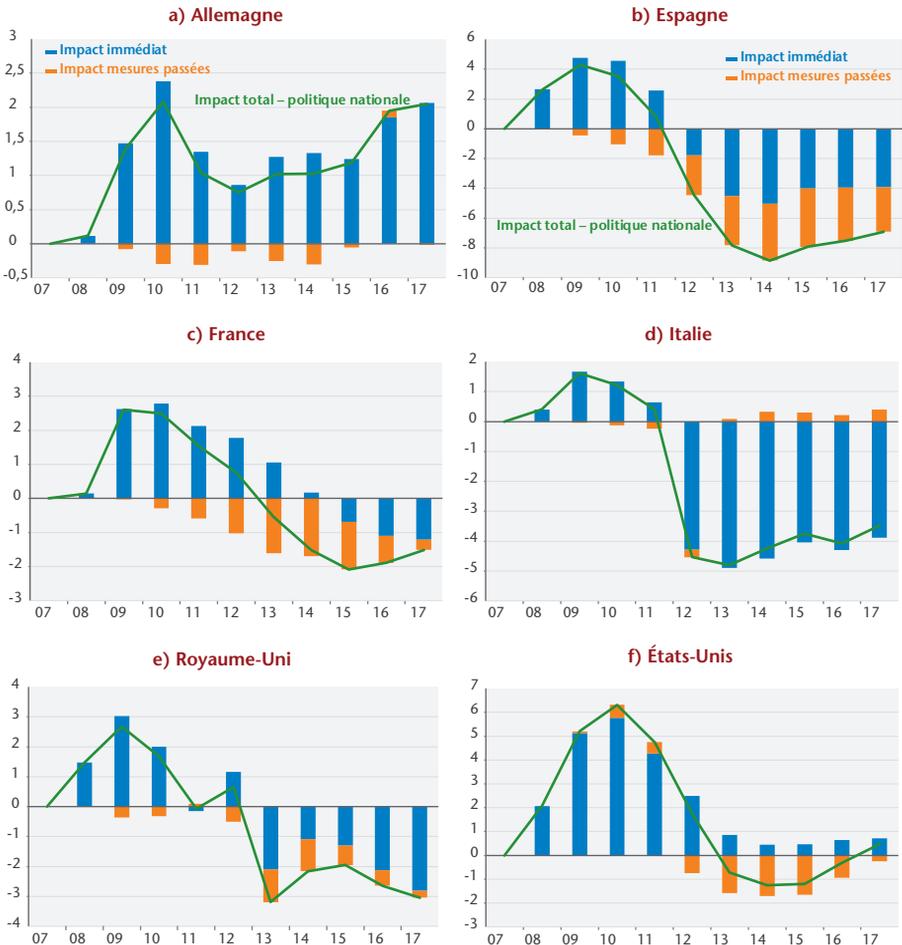
---

15. Avec même une impulsion budgétaire positive en 2015 qui a failli déclencher des sanctions à l'encontre de l'Espagne dans le cadre de la procédure de déficit excessif ouverte au lendemain de la crise.

penser que notre évaluation sous-estime la contribution des impulsions budgétaires à la croissance. Résumer la situation cyclique à la seule mesure de l'écart de production peut donc s'avérer insuffisant pour tenir compte de l'ensemble des déterminants du multiplicateur.

L'impact sur le PIB de la politique budgétaire française est positif depuis 2016, alors même que la consolidation budgétaire se poursuit. Ceci s'explique d'une part par la dissipation des effets récessifs de la restriction budgétaire faite avec des instruments affectant directement la demande, de façon particulièrement marquée entre 2012 et 2014.

**Graphique 3. Impact cumulé de la politique budgétaire sur le niveau du PIB (en points de PIB)**



Source : calculs OFCE.

Ceci rapproche le cas français des cas espagnol et italien. D'autre part, à partir du virage de la « politique de l'offre », l'impulsion budgétaire agrégée est devenue plus neutre (impulsion budgétaire moyenne par an de -0,2 point de PIB entre 2015 et 2017 contre -1,0 de PIB par an entre 2011 et 2014) mais ce chiffre global masque un sur-ajustement sur les instruments de demande servant à financer une impulsion positive du côté des prélèvements sur les entreprises<sup>16</sup> – à la fois à faible impact immédiat et avec une montée en charge progressive. Ainsi, depuis 2015 l'impact récessif immédiat des nouvelles mesures reste comparable (-0,5 point de contribution à la croissance du PIB en moyenne par an) à ce qui était observé entre 2011 et 2014 (-0,7 point de PIB de contribution par an). Toutefois, la dynamique du multiplicateur permet de contrer ces effets immédiats. En particulier, depuis 2016 la croissance française est soutenue par la montée en charge des instruments d'offre qui soutiennent l'investissement des entreprises grâce à leurs effets sur les marges et surtout grâce à l'annulation progressive des effets de la politique restrictive passée sur la demande. Au total, la contribution des mesures budgétaires passées sur la croissance s'est établie en moyenne à 0,5 point de PIB par an entre 2015 et 2017.

L'analyse de l'impact de la politique budgétaire sur la croissance du PIB ne peut pas négliger les *spillover* générés sur les partenaires commerciaux. La réduction de la demande intérieure générée par les impulsions budgétaires négatives affectera le niveau des importations du pays en question en fonction de la part de la demande intérieure servie par les importations. Ce choc sur la demande de biens importés se traduira par de moindres exportations pour les autres pays en fonction de leurs parts de marché dans le pays en question. Ainsi, l'effet récessif de la politique budgétaire dans certains pays de la zone euro a été aggravé par la concomitance des ajustements au sein de l'union monétaire. Ceci a non seulement réduit la demande intérieure mais aussi la demande étrangère adressée aux États membres. Ce choc de source externe aurait aggravé la récession, maintenu l'*output gap* durablement ouvert et généré un effet plus pérenne de l'ajustement budgétaire (tableau 5).

---

16. R. Sampognaro, 2016, « 2010-2017 : un choc fiscal concentré sur les ménages », *OFCE, le blog* 14 novembre 2016.

Tableau 5. Impact total de la politique budgétaire sur le niveau du PIB (2008-2017)

	2008-2010	2011-2015	2016-2017	2008-2017
<i>Impact de la politique budgétaire nationale</i>				
Allemagne	2,1	-0,9	0,9	2,1
Espagne	3,5	-11,5	1,0	-6,9
France	2,5	-4,6	0,6	-1,5
Italie	1,2	-5,0	0,3	-3,5
Zone euro – 4 pays	2,2	-4,3	0,7	-1,4
Royaume-Uni	1,7	-3,6	-1,1	-3,0
États-Unis	6,3	-7,5	1,7	0,5
<i>Impact de la politique budgétaire étrangère</i>				
Allemagne	1,1	-2,1	0,2	-0,8
Espagne	0,8	-1,5	0,2	-0,5
France	0,8	-1,5	0,2	-0,5
Italie	0,8	-1,4	0,2	-0,5
Royaume-Uni	0,8	-1,5	0,2	-0,5
États-Unis	0,2	-0,3	0,0	-0,1
<i>Impact total de la politique budgétaire</i>				
Allemagne	3,2	-3,0	1,1	1,3
Espagne	4,3	-12,9	1,2	-7,4
France	3,3	-6,1	0,7	-2,0
Italie	2,0	-6,4	0,4	-4,0
Royaume-Uni	2,5	-5,1	-0,9	-3,5
États-Unis	6,5	-7,8	1,7	0,4

Sources : Ameco, CBO, calculs OFCE.

Les États-Unis, par leur taille et leur relatif éloignement, sont une économie qui échange moins avec le reste du monde. Dans ce contexte ils auraient été moins affectés par la baisse de la demande étrangère de la part des autres grandes économies avancées étudiées. Sur l'ensemble de la période 2008-2017, une perte de 0,1 point de PIB d'activité serait expliquée par la consolidation budgétaire de ces partenaires commerciaux européens. En Europe, les pertes d'activité liées à la politique budgétaire des partenaires sont plus importantes. Ces pertes s'étalent entre 0,5 point de PIB (en Espagne, en Italie, en France et au Royaume-Uni) à 0,8 point en Allemagne. Les plus grandes pertes

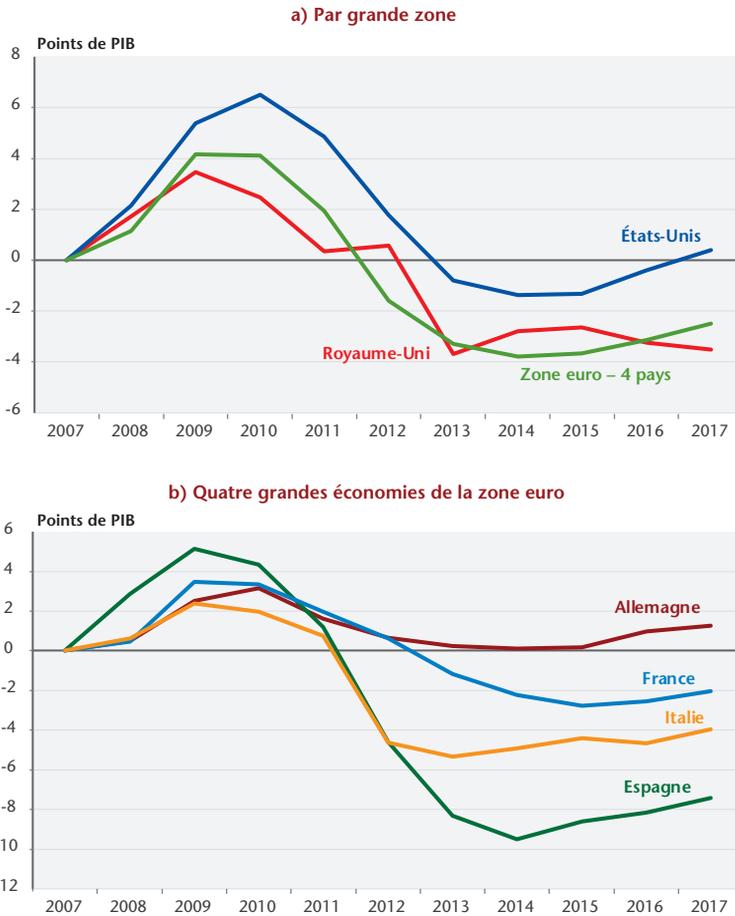
allemandes peuvent s'expliquer par deux facteurs : d'une part, les autres pays européens bénéficient de l'impulsion budgétaire allemande positive sur l'ensemble de la période et, d'autre part, l'économie allemande est plus ouverte aux flux commerciaux internationaux et donc plus sensible aux variations de la demande étrangère.

Ainsi, en tenant compte à la fois de l'impact domestique de la politique budgétaire et des *spillover* internationaux, les résultats qualitatifs restent inchangés (graphique 4). On observe bien trois groupes de pays en fonction de la contribution de la politique budgétaire au niveau du PIB. D'une part, le PIB allemand et américain aurait été soutenu par les impulsions budgétaires mises en place dans les six grandes économies avancées étudiées. À l'autre extrême, l'Espagne se distingue par des pertes d'activité et d'emplois massives (-7,4 points de PIB) et particulièrement au cours de la période 2011-2015 (-12,9 points de PIB). Enfin, l'Italie (-4 points), le Royaume-Uni (-3,5 points) et la France (-2 points) sont dans une position intermédiaire. Il faut remarquer que si les pertes de PIB italiennes sont supérieures à celles estimées au Royaume-Uni, le niveau de l'impulsion budgétaire cumulée est totalement comparable. Ce décalage s'expliquerait par le décalage dans le calendrier de mise en œuvre de l'ajustement budgétaire entre ces deux pays. L'Italie, comme le reste de la zone euro, a engagé l'ajustement de façon plus précoce et alors même que le pays entrait dans une « double récession ». Ceci a généré à la fois des effets récessifs immédiats plus forts de la politique budgétaire et des effets récessifs plus persistants. La prise en compte des effets dynamiques de la politique budgétaire aurait permis d'améliorer le séquençage de la politique budgétaire dans l'union monétaire.

### 3.2. Impact de la politique budgétaire prévue pour 2018-2019

La tendance à la convergence des politiques budgétaires observée depuis 2016 ne devrait pas être durable. Au cours des deux prochaines années l'impulsion budgétaire sera radicalement différente dans les espaces économiques étudiés. Sur fond de *Brexit*, le Royaume-Uni a engagé une nouvelle phase de consolidation budgétaire et à partir de 2018 ; avec l'application du programme économique de D. Trump, la politique budgétaire américaine devrait être fortement expansionniste malgré un *output gap* fermé. Seule la zone euro devrait garder une politique budgétaire relativement neutre.

Graphique 4. Impact cumulé total de la politique budgétaire sur le niveau du PIB (2008-2017)

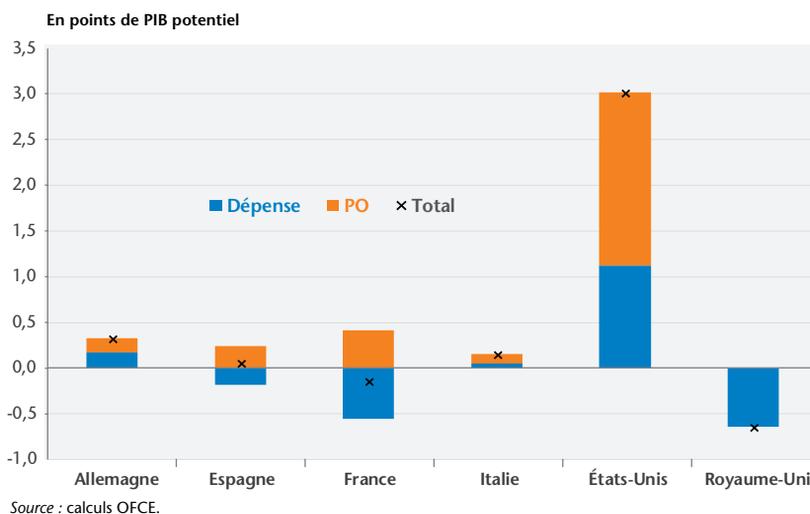


Source : calculs OFCE.

L'heure n'est plus à l'austérité généralisée (graphique 5). Au contraire, la politique budgétaire sera franchement expansionniste dans la plus grande économie mondiale et, dans une moindre mesure, dans la plus grande économie de l'Union européenne. Toutefois, le soutien à la croissance mondiale serait bien moindre. La relance est faite dans des pays où l'écart de production est proche de 0, ce qui réduit le niveau des multiplicateurs de demande, dépendants du cycle. Ainsi, l'impulsion budgétaire américaine de 3 points liée à l'application de la majorité républicaine n'aura qu'un effet de 1,5 point sur le PIB américain à horizon 2019.

Si en Espagne et en France la politique budgétaire est neutre au cours de la période, des économies de dépenses publiques sont prévues pour financer des mesures à faible multiplicateur à court terme. Lorsque l'on tient compte de la composition des nouvelles mesures, la croissance sera réduite de 0,1 point par an en France. En Espagne, les nouvelles mesures donneront certes un surplus de croissance de 0,2 point en 2018 mais qui sera effacé par les mesures de 2019. Enfin, au Royaume-Uni, la politique budgétaire sera restrictive alors que la situation cyclique se dégrade. Toutefois, comme le multiplicateur est faible du fait d'un *output gap* fermé, les mesures prises au cours des deux prochaines années amputeront la croissance britannique de seulement 0,1 point en 2018 et de 0,2 point en 2019.

Graphique 5. Impulsions budgétaires cumulées en 2018-2019



Lorsque l'on tient compte des effets dynamiques de la politique budgétaire le diagnostic change. En 2018, la politique budgétaire aura un impact positif sur la croissance dans tous les pays sauf en Allemagne où l'impact sera nul. Les mesures passées auront un impact favorable sur la croissance dans tous les pays hormis l'Allemagne (tableau 6). En 2019, les effets des politiques passées cesseront de soutenir la croissance en Espagne et en Italie. En revanche, les effets différés de la politique de l'offre financés par un choc négatif sur la demande restreindront toujours visiblement la croissance en France. Au final, à l'horizon 2019, l'impact de la politique budgétaire restera fortement positif aux États-Unis, malgré

la faiblesse des multiplicateurs associés aux mesures mises en place, et plus modéré en France, où l'activité bénéficie encore de la montée en charge des dispositifs passés. La politique budgétaire aurait un impact nul en Allemagne et très faible en Italie et légèrement positif au Royaume-Uni (0,1 point). Enfin, en Espagne, si le gouvernement met en œuvre l'austérité retardée jusqu'à présent par la crise politique, la croissance serait amputée de 0,3 point.

Tableau 6. Effet de la politique budgétaire sur le PIB

En point de PIB	DEU	ESP	FRA	ITA	GBR	USA
<b>2018</b>						
<b>Impulsion budgétaire</b>	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,3	1,5
<b>Impact sur le PIB...</b>	0,0	0,4	0,1	0,2	0,1	1,3
<i>...des mesures contemporaines</i>	0,1 [0,5]	0,2 [0,7]	-0,2 [*]	0,0 [1,5]	-0,1 [0,8]	0,8 [0,5]
<i>...des mesures passées</i>	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,3	0,5
<b>2019</b>						
<b>Impulsion budgétaire</b>	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,3	1,5
<b>Impact sur le PIB...</b>	0,0	-0,3	0,2	-0,1	0,1	0,8
<i>...des mesures contemporaines</i>	0,1 [0,7]	-0,2 [1,2]	0,1 [0,2]	0,1 [0,5]	-0,2 [0,8]	0,7 [0,5]
<i>...des mesures passées</i>	-0,1	-0,1	0,1	-0,2	0,3	0,1

*Note de lecture* : entre crochets on peut lire le multiplicateur apparent des nouvelles mesures, tenant compte notamment de la composition de l'impulsion. Pour la France la valeur en 2018 est en apparence très élevée car l'impulsion budgétaire est nulle.

*Source* : calculs OFCE.

## 4. Conclusion

La *Grande Récession* a marqué le retour en grâce de la politique budgétaire comme instrument de stabilisation conjoncturelle. Au lendemain de la crise des *subprime* les grandes économies avancées ont mis en place un vaste plan de relance de façon coordonnée pour stopper la récession. Ensuite, à partir de 2011, avec le début de la reprise et de la normalisation financière, une phase de consolidation budgétaire a été engagée. Contrairement à la phase de relance, l'ajustement n'a pas été simultané, avec un début plus précoce de l'ajustement et de façon plus forte en zone euro. Depuis 2016, la politique budgétaire est devenue neutre.

Le recours à l'outil budgétaire pour stabiliser la croissance a réanimé les débats sur l'efficacité de ce choix. Ces débats sont vifs car les diffé-

rents cadres théoriques aboutissent à des évaluations du multiplicateur de la politique budgétaire très différentes, allant d'un effet nul – voire négatif – dans les modèles RBC à des multiplicateurs très élevés dans des cadres keynésiens avec des contraintes de liquidité. La littérature empirique montre elle-aussi une grande incertitude sur le niveau du multiplicateur. Certains auteurs parlent du « marécage du multiplicateur ». Avec la multiplication des études, il existe tout de même un consensus relatif sur la valeur du multiplicateur à court terme. Il serait positif et proche de l'unité. En revanche, l'effet à long terme d'un choc budgétaire reste sujet à débats. Entre autres, il dépend de la situation conjoncturelle. Les effets de la politique budgétaire peuvent être pérennes s'il y a un nombre significatif d'agents privés contraints financièrement ou si la banque centrale ne peut pas réagir à la politique budgétaire – notamment en cas de *ZLB*. Ces deux derniers facteurs sont particulièrement prégnants depuis le déclenchement de la crise financière globale.

La prise en compte de la dynamique du multiplicateur permet d'améliorer l'évaluation des effets de la politique budgétaire au cours de la dernière décennie. Selon nos calculs, le PIB allemand aurait été soutenu par les nouvelles mesures budgétaires, alors que le PIB aurait diminué en Italie, en France et au Royaume-Uni d'un montant compris entre 1,5 et 3,5 points de PIB. Enfin, le PIB espagnol aurait été amputé de 7,5 points.

L'Allemagne, le Royaume-Uni et les États-Unis ont attendu que l'*output gap* soit fermé avant d'engager la politique d'ajustement tandis que les autres pays de la zone euro se sont lancés dans la consolidation au cours d'une phase cyclique particulièrement dégradée. En zone euro, l'ajustement budgétaire a été fait au moment où les multiplicateurs étaient élevés et ce de façon durable tandis que le contraire a été observé aux États-Unis et au Royaume-Uni. Ainsi, les effets récessifs de la consolidation ont été mieux maîtrisés en Allemagne, aux États-Unis et au Royaume-Uni.

Le prévisionniste gagne aussi à prendre en compte les effets dynamiques de la politique budgétaire. Par exemple, la prise en compte des effets décalés de la politique budgétaire explique une partie significative des bonnes performances de l'économie espagnole au cours des dernières années. Ces performances sont difficilement explicables par les autres chocs (prix du pétrole, taux de change, chocs financiers, etc.) que ce pays subit. Un constat proche peut être fait pour le cas français.

La politique budgétaire passée – et sa composition par instrument – permet d’expliquer en partie la vigueur de la reprise en cours. D’une part, les effets récessifs de la consolidation par la demande s’estompent et d’autre part les effets de mesures influençant l’offre et l’accumulation de facteurs de production se matérialisent.

Si la théorie suggère que la dynamique du multiplicateur dépend du contexte conjoncturel, nous avons supposé que ceci pouvait être mesuré exclusivement avec l’*output gap*. Implicitement, nous avons supposé qu’il existe une « divine coïncidence » entre *output gap*/présence des contraintes de liquidité/contraintes sur la politique monétaire, facteurs influençant tous le niveau du multiplicateur budgétaire. En particulier, l’efficacité de la politique budgétaire est fortement dépendante de la crédibilité sur les finances publiques. Des relances budgétaires qui accroîtraient la prime de risque peuvent amoindrir le multiplicateur. Une meilleure prise en compte de ces facteurs cycliques déterminant la dynamique du multiplicateur peut être une piste de recherche pour le futur. Ceci permettrait d’améliorer les outils destinés à la prévision de la croissance et à l’évaluation de l’impact de la politique budgétaire. L’estimation de multiplicateurs dynamiques par pays peut aussi permettre d’améliorer nos estimations quantitatives.

## Références

- Blanchard Olivier J. et Daniel Leigh, 2013, « Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers », *American Economic Review*, American Economic Association, 103(3) : 117-120, mai.
- Creel Jérôme, Éric Heyer et Mathieu Plane, 2011, « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps. Les multiplicateurs budgétaires au cours du cycle », *Revue de l’OFCE*, Presses de Sciences Po, n° 116, pp. 61-88.
- Creel Jérôme, Paul Hubert et Francesco Saraceno, 2015, « Une analyse empirique du lien entre investissement public et privé », *Revue de l’OFCE*, n° 144, décembre.
- Daubaire Aurélien, Geoffroy Lefebvre et Olivier Meslin, 2017, « La maquette de prévision Opale », *Documents de Travail de la DG Trésor*, numéro 2017/6.
- Ducoudré Bruno, Mathieu Plane et Raul Sampognaro, 2017, « Dépenses publiques : quels enjeux pour le prochain quinquennat ? », *OFCE policy brief*, 17, avril.

- Ducoudré Bruno, Mathieu Plane et Sébastien Villemot, 2015, « Équations d'investissement : une comparaison internationale dans la crise », *Revue de l'OFCE*, n° 138, juin.
- Dufernez Anne-Sophie, Claire Elezaar, Pierre Leblanc, Emmanuelle Masson, Harry Partouche José Bardaji, Benoît Campagne, Marie-Baïanne Khder, Quentin Lafféter, Olivier Simon, 2017, « Le Modèle Macroéconométrique Mésange : réestimation et nouveautés », *Documents de Travail de la DG Trésor*, numéro 2017/04, mai.
- Gechert Sebastian et Henner Will, 2012, « Fiscal Multipliers: A Meta Regression Analysis », *IMK Working Paper*, 97, IMK at the Hans Boeckler Foundation, Macroeconomic Policy Institute.
- Heyer Éric, 2012, « Une revue récente de la littérature sur les multiplicateurs budgétaires : la taille compte ! », *OFCE le blog*, novembre.
- Heyer É. et R. Sampognaro, 2015, « L'impact des chocs économiques sur la croissance dans les pays développés depuis 2011 », *Revue de l'OFCE*, n° 138, juin.
- Leeper Eric M., Nora Traum et Todd B. Walker, 2017, « Clearing Up the Fiscal Multiplier Morass », *American Economic Review*, American Economic Association, 107(8) ; 2409-2454, août.
- Mourre Gilles, George-Marian Isbasoiu, Dario Paternoster et Matteo Salto, 2013, « The cyclically-adjusted budget balance used in the EU fiscal framework: an update », *European Economy - Economic Papers 2008-2015*, 478, Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission.
- OFCE, 2017, « Investissement public, capital public et croissance », rapport.
- OFCE, 2018, « France : retour à meilleure fortune. Perspectives 2018-2019 pour l'économie française », *Revue de l'OFCE*, n° 155.
- Sampognaro R., 2015, « Le casse-tête potentiel de la mesure des économies en dépenses publiques », *OFCE le blog*, novembre 2015.
- Sampognaro R., 2016, « 2010-2017 : un choc fiscal concentré sur les ménages », *OFCE le blog*, 14 novembre.

## ANNEXE : Hypothèses de multiplicateur par type d'instrument

### A1. Impact sur le PIB d'une impulsion faite avec une mesure de demande

	1 <sup>ere</sup> année	2 <sup>e</sup> année	3 <sup>e</sup> année	4 <sup>e</sup> année	5 <sup>e</sup> année	6 <sup>e</sup> année	7 <sup>e</sup> année	8 <sup>e</sup> année	9 <sup>e</sup> année
<b>OG =-4</b>	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,0
<b>OG =-3,75</b>	1,4	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0	0,9
<b>OG =-3,5</b>	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9
<b>OG =-3,25</b>	1,3	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8
<b>OG =-3</b>	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
<b>OG =-2,75</b>	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7
<b>OG =-2,5</b>	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6
<b>OG =-2,25</b>	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
<b>OG =-2</b>	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5
<b>OG =-1,75</b>	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4
<b>OG =-1,5</b>	0,9	0,8	0,8	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
<b>OG =-1,25</b>	0,9	0,8	0,7	0,6	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
<b>OG =-1</b>	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>OG =-0,75</b>	0,8	0,7	0,6	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>OG =-0,5</b>	0,7	0,6	0,5	0,4	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
<b>OG =-0,25</b>	0,7	0,6	0,5	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>OG =0</b>	0,6	0,5	0,4	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0

Source : calculs OFCE.

### A2. Impact sur le PIB d'une impulsion faite avec un instrument d'offre

	1 <sup>ere</sup> année	2 <sup>e</sup> année	3 <sup>e</sup> année	4 <sup>e</sup> année	5 <sup>e</sup> année	6 <sup>e</sup> année	7 <sup>e</sup> année	8 <sup>e</sup> année	9 <sup>e</sup> année
<b>Tout OG</b>	0,3	0,5	0,7	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2

Source : calculs OFCE.

## A3. Impact sur le PIB d'une impulsion faite avec l'investissement public

	1 <sup>re</sup> année	2 <sup>e</sup> année	3 <sup>e</sup> année	4 <sup>e</sup> année	5 <sup>e</sup> année	6 <sup>e</sup> année	7 <sup>e</sup> année	8 <sup>e</sup> année	9 <sup>e</sup> année
<b>OG =-4</b>	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6	1,5
<b>OG =-3,75</b>	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,5	1,4
<b>OG =-3,5</b>	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,5	1,5	1,4
<b>OG =-3,25</b>	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4	1,3
<b>OG =-3</b>	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3
<b>OG =-2,75</b>	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2
<b>OG =-2,5</b>	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1
<b>OG =-2,25</b>	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1
<b>OG =-2</b>	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0
<b>OG =-1,75</b>	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9
<b>OG =-1,5</b>	1,0	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
<b>OG =-1,25</b>	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
<b>OG =-1</b>	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
<b>OG =-0,75</b>	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
<b>OG =-0,5</b>	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
<b>OG =-0,25</b>	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
<b>OG =0</b>	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5

Source : calculs OFCE.



# TAUX DE CHANGE D'ÉQUILIBRE ET AMPLEUR DES DÉSAJUSTEMENTS INTERNES À LA ZONE EURO

Sébastien Villemot, Bruno Ducoudré, Xavier Timbeau

*Sciences Po, OFCE*

---

À partir d'une modélisation des taux de change réel d'équilibre, nous cherchons à quantifier les ajustements à effectuer – aussi bien à l'intérieur de la zone euro que vis-à-vis du reste du monde – pour parvenir à résorber les déséquilibres de balance courante tout en stabilisant les positions extérieures nettes des pays de la zone euro. Nos estimations indiquent que des désajustements substantiels subsistent, le désajustement moyen (en valeur absolue) par rapport au niveau de l'euro s'élevant à 11 % en 2016. Le différentiel nominal relatif entre l'Allemagne et la France s'élèverait à 25 %. La prise en compte des incertitudes sur la valeur des élasticités-prix des exportations et des importations ne remet pas en cause notre diagnostic, mais une incertitude forte subsiste sur la quantification des désajustements, un désajustement de près de 35 % de l'Allemagne par rapport à la moyenne de ses partenaires ne pouvant être écarté dans le pire des scénarios. Enfin, nous estimons la cible de long terme de la parité euro/dollar à 1,35 dollar pour un euro.

*Mots clés* : taux de change d'équilibre, balance commerciale, compétitivité-prix.

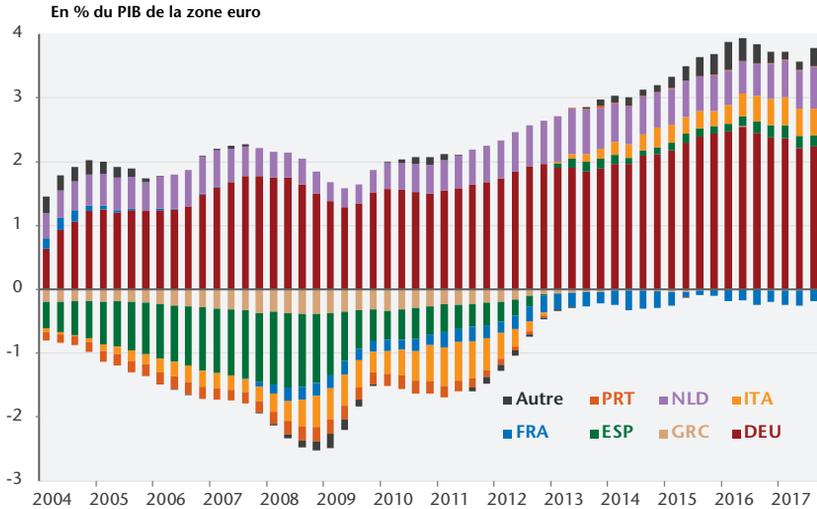
---

Les déséquilibres de balance courante sont au cœur du processus qui a mené à la crise de la zone euro à partir de 2009. Les premières années d'existence de l'euro, jusqu'à la crise de 2007-2008, ont en effet été celles du creusement des déséquilibres entre pays dits du Nord (ou du cœur) et ceux dits du Sud (ou de la périphérie) de l'Europe, comme cela est visible sur le graphique 1.

L'Allemagne, qui était en situation de léger déficit au tout début des années 2000, a progressivement construit un excédent très important, grâce à une forte modération salariale et à un appareil industriel en phase avec la demande mondiale de machines-outils. Un mouvement similaire s'est opéré aux Pays-Bas. À l'inverse, l'Italie et surtout

l'Espagne ont vu leur déficit se creuser significativement. La position de la France, pays du cœur de la zone, s'est également détériorée, mais dans une moindre mesure.

Graphique 1. Soldes courants (moyenne mobile sur quatre trimestres)



Un compte courant en déficit n'est certes pas nécessairement le symptôme d'un déséquilibre : dans le cas d'un pays avec un fort potentiel de croissance, qui se trouve dans une dynamique de rattrapage par rapport à des pays plus avancés, il peut s'agir d'une logique vertueuse, les financements extérieurs accélérant le développement du pays. La croissance future doit permettre de rembourser les passifs contractés aujourd'hui, et le déséquilibre n'est donc que transitoire. C'est précisément ce type de raisonnement qui était dominant avant la crise financière pour justifier les déficits courants des pays du sud de l'Europe (Blanchard et Giavazzi, 2002).

Mais, en réalité, le processus à l'œuvre en zone euro ne correspondait pas à ce scénario optimiste, et coïncidait au contraire avec une dynamique de divergence. Les capitaux entrants dans les pays du Sud n'ont pas généré des investissements productifs qui auraient permis la réduction des coûts relatifs unitaires. Au contraire, l'avantage relatif de l'Allemagne a continué de se creuser (voir le graphique 4) ce qui a renforcé le creusement des déséquilibres par perte de compétitivité. Il est probable que les flux de capitaux ne se sont pas orientés vers des

secteurs induisant des gains de productivité et de la capacité à exporter, mais ont plutôt alimenté des bulles immobilières ou financé des secteurs à faible rendement ainsi que du crédit immobilier et consommation. Dès lors, les évolutions des déficits courants n'étaient pas soutenables, et un ajustement devenait inévitable. La crise financière mondiale de 2007-2008, stoppée grâce au soutien massif des États, s'est traduite par une forte progression des dettes publiques – détenues pour partie par les non-résidents – qui a précipité la nécessité de cet ajustement.

L'ajustement du compte courant n'était pas possible par l'ajustement des taux de change, tandis que le défaut sur les dettes publiques n'était considéré que comme une solution de dernière extrémité, utilisé partiellement uniquement dans le cas de la Grèce.

Sans ajustement des changes internes nominaux, l'ajustement a néanmoins eu lieu, puisqu'à partir de 2009, les déficits se sont résorbés, pour quasiment disparaître dès 2013. Ce sont d'une part la compression de la demande intérieure, conséquence de la crise économique mondiale, puis les politiques d'austérité budgétaire, diminuant les importations qui ont joué ce rôle. La montée du chômage et les dérégulations des marchés du travail ont transmis la contraction de l'activité aux salaires réels. Cela a amélioré la compétitivité-prix, par la compression des coûts salariaux et permis un léger redémarrage des exportations dans les pays les plus touchés par la crise (Portugal, Espagne, Italie, Irlande et Grèce). Cependant, la synchronisation de ces canaux de réduction des déséquilibres internes dans la plupart des pays de la zone euro a alimenté les pressions déflationnistes dans la zone euro et a accru le besoin de politiques budgétaires restrictives pour assurer la soutenabilité des dettes publiques.

Quoi qu'il en soit, le processus de divergence des balances courantes a subi un net coup d'arrêt après 2009 et les déficits extérieurs ont disparu dans la presque totalité des pays de la zone euro. Pour autant, l'écart reste significatif entre pays du Nord et pays du Sud, et on ne peut pas encore parler de reconvergence. Par ailleurs, la résorption des déficits (italiens et espagnols) mais pas des excédents (allemands et néerlandais) a radicalement changé le rapport de la zone euro au reste du monde : alors que la zone avait un compte courant proche de l'équilibre entre 2001 et 2008, un excédent significatif se forme à partir de 2010, pour atteindre 3,3 % du PIB en 2016. Autrement dit, le déséquilibre qui était interne à la zone euro s'est déplacé

en un déséquilibre externe entre la zone euro et les États-Unis, entre autres, ou encore le Royaume-Uni<sup>1</sup>. Ce déséquilibre alimente le protectionnisme de Donald Trump et implique (voir *infra*) une tension sur le taux de change. Alors que le change nominal interne à la zone euro n'est pas une variable d'ajustement, le taux de change entre l'euro et le dollar peut s'ajuster.

Maintenir un tel excédent de la zone euro sur le long terme semble peu probable. Certes, les pressions à l'appréciation de l'euro sont aujourd'hui contenues par la politique monétaire particulièrement accommodante de la Banque centrale européenne (BCE), mais lorsque viendra le moment de la normalisation des politiques monétaires, il est probable que l'euro s'appréciera significativement. Outre un impact déflationniste, cela pourrait relancer la crise de la zone, en creusant à nouveau les déficits extérieurs des pays du Sud par une perte de leur compétitivité. Les motifs de sortie de la zone euro s'amplifieront alors.

La présente étude s'attache à quantifier les ajustements qui restent à effectuer pour parvenir à résorber ces différents déséquilibres de balance courante, aussi bien à l'intérieur de la zone euro que vis-à-vis du reste du monde. Cette analyse s'appuie sur le concept de taux de change réel d'équilibre, qu'il s'agira, une fois défini théoriquement, d'estimer à deux niveaux. D'abord du point de vue de la zone euro dans son ensemble, avec l'idée que l'ajustement du taux de change réel passera par celui du taux de change nominal, notamment de l'euro vis-à-vis du dollar. Mais il est également possible de calculer des taux de change réels d'équilibre au sein même de la zone euro, car si le taux de change nominal entre ces pays ne varie pas du fait de l'union monétaire, les niveaux de prix relatifs permettent tout de même des ajustements de taux de change réel. L'ajustement des balances commerciales *via* une modification des prix relatifs reposant sur la valeur des élasticités des exportations et des importations à ces prix, nous menons également une étude de sensibilité de nos résultats aux valeurs prises par les élasticités.

Nos estimations indiquent bien une diminution des déséquilibres internes à la zone euro depuis 2009. Des désajustements substantiels subsistent toutefois : le désajustement moyen (en valeur absolue) par rapport au niveau de l'euro s'élevait à 11 % en 2016, et l'on estime le

---

1. C'est également vrai pour le Royaume-Uni, au moins pour le poste « biens et services » du solde de la balance des transactions courantes.

différentiel nominal relatif entre l'Allemagne et la France à 25 %. La prise en compte de l'incertitude ne remet pas en cause notre diagnostic, mais on observe tout de même une forte incertitude sur la quantification des désajustements. Pour l'Allemagne en particulier, on ne peut pas exclure un désajustement de près de 35 % par rapport à la moyenne de ses partenaires dans le pire scénario. Enfin, notre modèle de taux de change d'équilibre permet d'estimer la cible de long terme de la parité euro/dollar à 1,35 dollar pour un euro.

## 1. Le taux de change réel d'équilibre

Le concept de taux de change d'équilibre n'admettant pas de définition univoque, il existe sans surprise une importante littérature qui propose différentes approches théoriques et empiriques (cf. Bouveret et Sterdyniak, 2005). On peut grossièrement diviser les travaux existants en trois grandes familles méthodologiques :

- les méthodes de parité de pouvoir d'achat (*purchasing power parity*, ci-après PPP), dont il existe deux variantes : la PPP absolue, qui postule un taux de change réel d'équilibre égal à l'unité, c'est-à-dire que la loi du prix unique s'applique à long terme (une fois les prix convertis dans la même unité monétaire) ; et la PPP relative, qui ne détermine pas une valeur particulière pour le long terme, ou retient une année comme référence, mais repose sur l'hypothèse que la variation du taux de change réel est nulle à long terme. La PPP absolue est une hypothèse plus forte, puisqu'elle implique la PPP relative (Dornbusch, 1985) ;
- les méthodes de taux de change d'équilibre comportemental (*behavioral equilibrium exchange rate*, ci-après BEER). L'idée est d'estimer un modèle économétrique du taux de change réel, en fonction de différents déterminants sélectionnés par une approche résolument empirique. Le taux de change d'équilibre se déduit ensuite par l'utilisation d'hypothèses sur les valeurs de long terme de ces déterminants (Clark et MacDonald, 1998) ;
- les méthodes de taux de change d'équilibre fondamental (*fundamental equilibrium exchange rate*, ci-après FEER). L'approche se fait en deux étapes (Cline, 2008 ; Williamson, 1994). Dans un premier temps, une valeur d'équilibre du compte courant (ou de la balance commerciale) est estimée, en fonction de considéra-

tions théoriques et empiriques. Dans un second temps, le taux de change réel permettant d'atteindre cet objectif est calculé par le biais d'une maquette de commerce extérieur faisant intervenir volumes et prix d'imports et d'exports ; les élasticité-prix des volumes d'exportation et d'importation sont les paramètres clés de ce cadre analytique. Dans certaines variantes, ce calcul est fait sous l'hypothèse que l'équilibre interne de chaque pays est atteint, c'est-à-dire que l'écart de production, qui influe sur la demande de biens étrangers, soit revenu à zéro.

L'approche que nous développons dans cet article s'inscrit résolument dans la perspective FEER. En effet, c'est la seule qui permette de concevoir un cadre véritablement multilatéral où les déséquilibres de plusieurs pays peuvent être analysés simultanément en tenant compte de l'ensemble des interdépendances et des contraintes d'équilibre général. À l'inverse, la méthode PPP nécessite qu'un pays (typiquement les États-Unis) soit considéré comme numéraire, si bien que ce pays n'aura – par construction – jamais de désalignement de son taux de change. La méthode BEER, quant à elle, ne peut pas être utilisée pour étudier simultanément les déséquilibres de plusieurs pays, car elle repose sur un concept d'équilibre partiel (les équations par pays sont indépendantes entre elles), et rien ne garantit donc la cohérence des taux de change effectifs obtenus.

Par ailleurs, la méthode FEER est à notre connaissance la seule qui ait été appliquée à l'étude des déséquilibres internes à la zone euro (voir notamment Duwicquet *et al.*, 2013).

Enfin, il existe des éléments empiriques tendant à prouver que les estimations FEER sont un bon prédicteur des taux de change dans le long terme (Saadaoui, 2015).

Parmi les différentes variantes de la méthode FEER, celle que nous développons dans cet article présente certaines caractéristiques qui la distinguent de la littérature existante :

1. Les travaux qui s'intéressent aux désajustements internes de la zone euro (Jeong *et al.*, 2010 ; Duwicquet *et al.*, 2013 ; Mazier et Petit, 2013) procèdent en deux étapes. Ils calculent d'abord un taux de change d'équilibre pour l'euro, dans le cadre d'un modèle mondial où la zone euro est agrégée et où figurent les autres principales zones. Puis, dans un deuxième temps, ils calculent un taux de change d'équilibre pour chacun des pays la zone euro, sous l'hypothèse que chaque pays est suffisamment petit au sein de la zone euro pour ne pas

influencer le taux de change d'équilibre de la zone ; une correction est ensuite faite *ex post* pour mettre en cohérence les différents taux de change des « euros nationaux » avec celui de l'euro global. L'inconvénient de cette stratégie est qu'elle ne prend pas correctement en compte le fait que les liens commerciaux entre pays de la zone euro ne sont pas symétriques, et que certains souffrent plus que d'autres du désajustement de l'Allemagne, par exemple. Pour mieux prendre en compte la matrice des échanges commerciaux au sein de la zone et intégrer l'ensemble des interactions stratégiques, notre approche repose sur un modèle multi-pays des 11 principales économies de la zone euro. En revanche, le reste du monde n'est pas modélisé, mais est considéré comme un résidu, ce qui signifie que notre approche ne rend pas compte du fait que certains pays de la zone commercent plus, relativement à d'autres, avec la Chine par exemple. Pour résumer, par rapport aux articles précités, notre modèle rend plus précisément compte des désajustements internes à la zone, mais n'est pas armé pour étudier une déformation des taux de changes entre monnaies hors euro.

2. Différentes méthodes sont utilisées dans la littérature pour calculer la cible de compte courant qui permet ensuite de calculer le taux de change d'équilibre. Cline (2008) utilise une procédure *ad hoc* qui consiste à contraindre la plupart des balances courantes dans l'intervalle  $\pm 3\%$  du PIB, avec un certain nombre d'ajustements *ad hoc* et d'exceptions pour tenir compte de certaines spécificités nationales. Jeong *et al.* (2010), ainsi que les autres articles basés sur la même méthode, estiment quant à eux une équation expliquant la balance courante en fonction de certains déterminants de l'investissement et de l'épargne, et en déduisent une valeur d'équilibre sous certaines hypothèses. Dans le présent article, nous définissons le compte courant d'équilibre comme celui qui stabilise la position extérieure nette (c'est-à-dire la différence entre actifs et passifs des résidents domestiques vis-à-vis des unités non résidentes) à un horizon temporel de moyen terme, sous une contrainte d'endettement maximal. L'idée est qu'il n'est pas possible d'accumuler une trop grande dette extérieure sans créer de crise de balance des paiements<sup>2</sup>. Il n'existe pas de seuil maximum défini théoriquement, et nous imposons donc une limite

---

2. C'est d'ailleurs l'argument repris par la Commission européenne pour justifier d'intégrer la position extérieure nette dans la procédure de déséquilibres macroéconomiques (Commission européenne, 2012).

inférieure arbitraire pour la position extérieure nette à -35 % du PIB, correspondant à la norme définie par la procédure de déséquilibres macroéconomiques de la Commission. Au-dessus de ce seuil, seule la stabilisation de la position extérieure nette est requise, ce qui peut toutefois demander une réduction de l'excédent courant pour les pays en fort surplus ; l'idée est qu'il n'est pas non plus possible d'accumuler trop d'actifs (car ils sont la contrepartie de passifs), même si la contrainte de stabilisation est arbitraire et restrictive. D'autres conventions pourraient d'ailleurs être envisagées.

3. De manière générale, la méthodologie FEER fait face à un problème de surdétermination. En effet, dans un monde à  $n$  pays, il n'existe que  $n - 1$  taux de change à ajuster. Si l'on cherche à imposer une contrainte de balance courante (ou de position extérieure) sur l'ensemble des  $n$  pays, alors le système est surdéterminé, car il manque un degré de liberté<sup>3</sup>. La solution à ce problème habituellement utilisée dans la littérature, appelée *Symmetric Matrix Inversion Method* (SMIM) et introduite par Cline (2008), consiste à calculer non pas une mais plusieurs solutions au problème : dans chaque calcul, un pays différent est traité comme résidu, c'est-à-dire que sa contrainte extérieure n'est pas imposée ; le taux de change d'équilibre d'un pays donné est ensuite calculé en effectuant la moyenne des taux obtenus dans les  $n - 1$  solutions dans lesquelles sa contrainte est imposée. Dans le présent article, nous adoptons une solution plus directe au problème de la surdétermination : comme nous nous intéressons avant tout à la zone euro, le reste du monde est considéré comme un résidu ; autrement dit, la contrainte d'équilibre de la zone euro détermine par symétrie celle du reste du monde.

## 2. Le modèle

La première étape, étant données les cibles de positions extérieures nettes, consiste à calculer les cibles de balances courantes correspondantes. Soit  $i$  l'indice pays,  $TB_i$  la balance commerciale (*trade balance*)

---

3. Une solution en apparence simple au problème de surdétermination consisterait à s'assurer que les contraintes soient cohérentes entre elles *ex ante*, c'est-à-dire que la somme des cibles de comptes courants soit nulle. Mais d'une part cela n'est pas forcément possible pour certaines méthodes de calcul de ces cibles, dès lors qu'une stratégie en équilibre partiel est utilisée. D'autre part, l'équilibre mondial s'exprime nécessairement en termes monétaires dans une monnaie de référence ; or les contraintes sont généralement exprimées en points de PIB ou en monnaie nationale, ce qui fait qu'il est impossible d'assurer *ex ante* l'équilibre, puisque les taux de change nécessaires pour convertir dans la monnaie de référence sont précisément l'*output* du processus.

en ratio du PIB du pays  $i$ ,  $CA_i$  la balance courante (*current account*) en ratio du PIB,  $NIIP_i$  la position extérieure nette (*net international investment position*) en ratio du PIB,  $r$  le taux d'intérêt réel,  $\pi$  le taux d'inflation.

On peut alors calculer la part  $R_i$  de la balance courante (exprimée en ratio du PIB) qui n'est pas expliquée par le commerce ou par les paiements d'intérêts sur la position extérieure :

$$R_i = CA_i - TB_i - (r + \pi)NIIP_i$$

Ce résidu est non nul soit en raison de transferts (envoi de fonds, annulation de dette, ...), d'erreurs ou d'omissions, soit parce que l'hypothèse sur le taux d'intérêt  $r$  ne correspond pas au taux d'intérêt effectif moyen sur la position extérieure nette<sup>4</sup>.

Puis, étant donné la croissance potentielle  $g_i$ , l'horizon d'ajustement  $h$  et la cible de position extérieure nette  $\overline{NIIP}_i$ , la cible de balance commerciale correspond à :

$$\overline{TB}_i = \frac{\overline{NIIP}_i - NIIP_i \left( \frac{1+r+\pi}{1+g_i+\pi} \right)^h}{\sum_{t=0}^{h-1} \left( \frac{1+r+\pi}{1+g_i+\pi} \right)^t} - R_i$$

Cette cible de balance commerciale est telle que, si le pays s'ajustait à cette nouvelle valeur dès aujourd'hui, alors sa position extérieure nette atteindrait la cible en  $h$  années (à condition bien sûr que les hypothèses sur la croissance, le taux d'intérêt et le taux d'inflation soient vérifiées).

Il convient de noter que ce calcul incorpore d'autres hypothèses. D'une part, le résidu  $R_i$  est supposé constant dans le temps<sup>5</sup> ; incidemment, cela fait que si la valeur choisie pour  $r$  s'avère fautive, nos calculs de taux d'intérêt ne seront erronés que sur la différence entre la position extérieure initiale et sa cible. D'autre part, nous faisons l'hypothèse que les variations de position extérieure nette sont uniquement dues à l'accumulation de surplus ou de déficits de la balance courante et non pas à des effets de valorisation : cela semble une hypothèse raisonnable dans la mesure où il n'y a pas de régularité ni de tendance dans ces effets de valorisation (voir Pupetto et Sode, 2012, p. 30 pour plus de

4. Il est en particulier nécessaire d'intégrer les variations de valorisation des actifs et des passifs dans la dynamique de la position extérieure et le taux d'intérêt observé peut peiner à le faire.

5. Dit autrement, la cible de position extérieure nette est calculée pour une valeur donnée du résidu.

détails<sup>6</sup>). Enfin, des pays ayant des positions extérieures nettes très proches peuvent avoir des ajustements très différents dès lors que les valeurs respectives de la part  $R_i$  de la balance courante non expliquée par le commerce ou par les paiements d'intérêts sur la position extérieure diffèrent.

Nous décrivons maintenant le modèle, standard, qui sert de base à nos calculs. On considère que les importations et les exportations sont fonctions des demandes internes ou adressées ainsi que des prix relatifs avec des élasticités décrivant la concurrence imparfaite. Toutes les variables endogènes dénotées avec des lettres minuscules représentent des log-déviations par rapport à un niveau de référence (correspondant aux valeurs observées à une date de référence, fin 2016 dans le cas présent).

Le volume des exportations  $x_i$  du pays  $i$  dépend de la demande adressée  $d_i^{EX}$  et de la différence entre  $p_i^{EX}$ , l'indice de prix des concurrents sur les marchés d'exportation du pays  $i$ , et  $p_i^X$ , les prix à l'exportation du pays  $i$  :

$$x_i = d_i^{EX} + \varepsilon_i^X (p_i^{EX} - p_i^X)$$

où  $\varepsilon_i^X$  est l'élasticité-prix des exportations. L'élasticité des exportations à la demande adressée est calibrée à l'unité, ce qui signifie qu'il s'agit d'une spécification en termes de parts de marché.

De même, le volume des importations  $m_i$  du pays  $i$  dépend de la production domestique  $y_i$  et de la différence entre les prix de valeur ajoutée domestiques  $p_i^{VA}$  et les prix d'importation  $p_i^M$  :

$$m_i = \omega_i y_i + \varepsilon_i^M (p_i^{VA} - p_i^M)$$

où  $\varepsilon_i^M$  est l'élasticité-prix des importations et  $\omega_i$  est l'élasticité des importations à la production domestique.

La demande adressée  $d_i^{EX}$  du pays  $i$  est une fonction des volumes d'importation  $m_j$  des partenaires commerciaux et de la production du reste du monde  $y^{RoW}$  (celle-ci étant le déterminant principal des importations du reste du monde) :

$$d_i^{EX} = \sum_j w x_i^j m_j + w x_i^{RoW} \omega_{RoW} y_{RoW}$$

6. Cela étant, sous l'hypothèse d'un excédent courant persistant de la zone euro et d'une appréciation à venir du taux de change effectif de l'euro, on pourrait avoir une dépréciation notable des actifs accumulés dès lors qu'ils sont dénommés en monnaie étrangère (principalement en dollars). Nous ne quantifions pas ce phénomène, mais il pourrait être d'une importance notable.

où  $wx_i^j$  est la part du pays  $j$  dans les exportations du pays  $i$  et  $\omega_{RoW}$  est l'élasticité des importations du reste du monde à la production.

Le prix  $p_i^X$  des exportations du pays  $i$  dépend des prix de la valeur ajoutée domestique et des prix des concurrents sur les marchés d'exportation :

$$p_i^X = (1 - \varepsilon_i^{PX})p_i^{VA} + \varepsilon_i^{PX}p_i^{EX}$$

où  $\varepsilon_i^{PX}$  est l'élasticité-prix aux prix des concurrents sur les marchés d'exportation. On peut distinguer deux cas polaires. Si  $\varepsilon_i^{PX} = 1$ , alors les producteurs du pays  $i$  s'ajustent entièrement aux prix des concurrents, possiblement au détriment de leurs propres marges. À l'inverse, si  $\varepsilon_i^{PX} = 0$ , alors les producteurs se préoccupent uniquement de conserver leurs marges, possiblement au détriment de leur compétitivité-prix.

De façon similaire, le prix  $p_i^M$  des importations du pays  $i$  dépend du prix de la valeur ajoutée domestique et d'un indice de prix  $p_i^{EM}$  des exportateurs vers le pays  $i$  :

$$p_i^M = (1 - \varepsilon_i^{PM})p_i^{VA} + \varepsilon_i^{PM}p_i^{EM}$$

où  $\varepsilon_i^{PM}$  est l'élasticité-prix aux prix des concurrents sur le marché domestique. À nouveau on distingue deux cas polaires : si  $\varepsilon_i^{PM} = 0$ , alors les marges sont l'unique variable d'ajustement, tandis que si  $\varepsilon_i^{PM} = 1$  les marges sont préservées et l'ajustement se fait au détriment compétitivité-prix.

## 2.1. Ajustement de la balance commerciale et valeur des élasticités-prix

Considérons uniquement les ajustements liés aux mouvements de prix relatifs ( $d_i^{EX} = w_i y_i = 0$ ). Le modèle simplifié s'écrit, après prise en compte du taux de change :

$$x_i = \varepsilon_i^X(\tilde{p}_i^{EX} + s - p_i^X)$$

$$m_i = \varepsilon_i^M(p_i^{VA} - s - \tilde{p}_i^{EM})$$

$$p_i^X = (1 - \varepsilon_i^{PX})p_i^{VA} + \varepsilon_i^{PX}(\tilde{p}_i^{EX} + s)$$

$$p_i^M = (1 - \varepsilon_i^{PM})p_i^{VA} + \varepsilon_i^{PM}(\tilde{p}_i^{EM} + s)$$

$$TB_i = x_i - m_i + p_i^X - s - \tilde{p}_i^{EM}$$

avec  $\tilde{p}_i^{EX}$  (resp.  $\tilde{p}_i^{EM}$ ) le prix des exportations des concurrents (resp. importations) exprimé en monnaie étrangère et  $s$  le taux de change

coté à l'incertain (une hausse de  $s$  signifie une dépréciation du taux de change).

Suivant la condition de Marshall-Lerner, à la suite d'une dépréciation du taux de change, la balance commerciale s'améliore si les élasticités-prix des importations et des exportations en volume respectent la condition suivante :

$$\frac{\partial TB_i}{\partial s} = \varepsilon_i^X + \varepsilon_i^M - 1 > 0$$

Cette condition suppose une répercussion intégrale des variations de taux de change sur les prix des produits échangeables exprimés en monnaie du pays destinataire (généralement appelée « complete exchange rate pass-through condition »), soit  $\varepsilon_i^{PM} = 1$  et  $\varepsilon_i^{PX} = 0$ . Autrement dit, à la suite d'une dépréciation du taux de change, le prix en monnaie locale des produits importés augmente dans les mêmes proportions, tandis que le prix des produits exportés, exprimé en monnaie locale, reste inchangé (la totalité de la dépréciation est répercutée sur le prix de vente exprimé en devise). Toutefois, de nombreux travaux concluent à l'existence d'une transmission incomplète des taux de change aux prix (Menon, 1995 ; Campa & Goldberg, 2005 ; Bussière & Peltonen, 2014 ; Leigh *et al.*, 2017). La condition de Marshall-Lerner s'en trouve alors généralisée :

$$\frac{\partial TB_i}{\partial s} = \varepsilon_i^X \cdot (1 - \varepsilon_i^{PX}) + \varepsilon_i^{PX} + \varepsilon_i^{PM} \cdot (\varepsilon_i^M - 1) > 0$$

L'effet positif d'une dépréciation du taux de change sur la balance commerciale *via* les exportations s'en trouve augmenté si  $\varepsilon_i^X - \varepsilon_i^X \cdot \varepsilon_i^{PX} > 0$ . Lorsque le taux de change se déprécie, les exportateurs peuvent augmenter leurs marges d'une fraction du montant de la dépréciation. Si la sensibilité du volume des exportations à leur prix est suffisamment élevée, l'impact négatif d'une hausse du prix des exportations (en monnaie nationale) de  $\varepsilon_i^{PX}$  est plus que compensé par la hausse du volume des exportations liée à la baisse de leur prix (en devises).

Lorsque le taux de change se déprécie, l'impact sur le prix des produits importés, exprimé en monnaie locale, peut être inférieur à la variation du taux de change. C'est le cas si une partie de la hausse des prix est absorbée par exemple par une baisse des marges des entreprises intermédiaires (importatrices). L'effet négatif de la dépréciation sur la balance commerciale peut être diminué du fait de l'ajustement des prix d'import si  $\varepsilon_i^{PM} \cdot (\varepsilon_i^M - 1) > \varepsilon_i^M - 1$ .

Considérons maintenant l'ajustement des prix relatifs au sein de la zone euro. Celui-ci a pour effet sur la balance commerciale :

$$\frac{\partial TB_i}{\partial p_i^{VA}} = -\varepsilon_i^X (1 - \varepsilon_i^{PX}) - \varepsilon_i^M (1 - (1 - \varepsilon_i^{PM})) + (1 - \varepsilon_i^{PX}) - (1 - \varepsilon_i^{PM})$$

$$\frac{\partial TB_i}{\partial p_i^{VA}} = -\varepsilon_i^X (1 - \varepsilon_i^{PX}) - \varepsilon_i^M \cdot \varepsilon_i^{PM} - \varepsilon_i^{PX} + \varepsilon_i^{PM}$$

$$\frac{\partial TB_i}{\partial p_i^{VA}} = -\varepsilon_i^X (1 - \varepsilon_i^{PX}) - \varepsilon_i^{PX} + \varepsilon_i^{PM} (1 - \varepsilon_i^M) = -\frac{\partial TB_i}{\partial s}$$

Une hausse des prix nationaux se traduit par une dégradation de la balance commerciale, dans les mêmes proportions qu'une appréciation du taux de change.

## 2.2. Définition de la solution

L'indice des prix des concurrents sur les marchés d'exportation du pays  $i$  est défini par :

$$p_i^{EX} = \sum_j wc_i^j p_j^X + wc_i^{RoW} e$$

où  $e$  est le taux de change nominal effectif de l'euro, et où les poids  $wc_i^j$  sont calculés par double pondération (Durand et Giorno, 1987). Nous faisons ici l'hypothèse que les prix d'exportation (en monnaie étrangère) des pays hors zone euro sont constants, ce qui revient à dire que  $e$  s'interprète comme le prix d'exportation en euros des concurrents hors zone euro.

L'indice de prix des exportateurs vers le pays  $i$  est défini par :

$$p_i^{EM} = \sum_j wm_i^j p_j^X + wm_i^{RoW} e$$

où  $wm_i^j$  est la part du pays  $j$  dans les importations du pays  $i$ .

Étant donné les variations des exportations, des importations, des prix et de la production, on peut calculer la variation en point de pourcentage du ratio de la balance commerciale rapportée au PIB<sup>7</sup> :

$$\Delta TB_i = X_i(p_i^X + x_i) - M_i(p_i^M + m_i) - TB_i(p_i^{VA} + y_i)$$

7. Rappelons que les variables endogènes dénotées avec des lettres minuscules représentent des log-déviations par rapport à un niveau de référence.  $X_i$ ,  $M_i$  et  $TB_i$  sont exprimées en ratio de PIB.

La solution du modèle est définie par un vecteur  $x$ ,  $m$ ,  $p^{VA}$ ,  $p^X$ ,  $p^M$ ,  $p^{EX}$ ,  $p^{EM}$ ,  $d^{EX}$  satisfaisant les équations du modèle, sous la contrainte que les balances commerciales atteignent leur cible (c.-à-d.  $\Delta TB_i = \overline{TB}_i - TB_i$  pour tous les pays) et étant donné les hypothèses sur les variations de production et de taux de change (dans notre scénario central, les écarts de production sont supposés se fermer, de telle sorte que les variations de production  $y$  sont égales à l'opposé des écarts de production calculés pour 2016, et le taux de change de l'euro est supposé constant, soit  $e = 0$ ).

Enfin, étant donné une solution du modèle, on peut calculer les variations de taux de change effectif réel (*real effective exchange rate*, REER) pour chaque pays :

$$reer_i = p_i^{VA} - \left( \sum_j \left( \frac{wm_i^j + wx_i^j}{2} \right) p_j^{VA} + \left( \frac{wm_i^{ROW} + wx_i^{ROW}}{2} \right) e \right)$$

Il est aisé de montrer que la variation de taux de change effectif réel ainsi obtenue est indépendante de l'hypothèse faite sur le taux de change nominal  $e$  (autrement dit, notre modèle respecte le principe de neutralité monétaire<sup>8</sup> ; en revanche, bien entendu, les prix nominaux de valeurs ajoutés  $p_i^{VA}$  obtenus dépendent du taux de change nominal).

### 3. Données et calibration du modèle

Le modèle inclut les 11 pays les plus importants, en termes de poids dans le PIB de la zone euro. Les données de position extérieure nette, balance courante et balance commerciale proviennent d'Eurostat (année 2016). Celles pour les écarts de production proviennent de l'OCDE (année 2016, *Perspectives Économiques de l'OCDE*, n° 102). Les pondérations pour les exportations et les importations sont calculées à partir de la base CHELEM du CEPII (année 2013).

Le taux d'inflation  $\pi$  est fixé à la cible de la Banque centrale européenne, soit 2 %. Dans le scénario central, le taux d'intérêt réel  $r$  est fixé à 1 % et l'horizon  $h$  est égal à 20 années.

8. Ce résultat repose sur l'hypothèse qu'une variation du taux de change nominal de l'euro affecte les prix de valeur ajoutée de façon identique entre pays : la rétroaction du taux de change sur le prix de valeur ajoutée *via* son impact sur le prix de consommation, qui rétroagit sur le salaire, donc sur le prix de valeur ajoutée est supposée identique. Elle pourrait toutefois être différenciée entre pays compte tenu des compositions des biens et services consommés en importations et des mécanismes d'indexation salariale propres à chaque pays.

La cible de position extérieure nette  $NIIP_i$  pour chaque pays et qui permet de calculer  $TB_i$  est égale à la position extérieure nette du pays observée en 2016 (c'est-à-dire que l'objectif est de stabiliser cette position), sauf dans le cas où celle-ci est inférieure à -35 %, auquel cas la cible est égale à -35 %. Cette cible correspond à la limite inscrite dans la procédure de déséquilibre macroéconomique (Commission européenne, 2012).

L'élasticité des importations du reste du monde à la production  $\omega_{RoW}$  est calibrée à l'unité.

Enfin, le tableau 1 donne les hypothèses de croissance potentielle et d'élasticité des importations à la production domestique, tandis que le tableau 2 donne les valeurs utilisées pour les élasticité-prix des volumes et prix d'exportation et d'importation.

**Tableau 1. Croissance potentielle et élasticité des importations à la production domestique**

Élasticité	$g$	$\omega_i$
Allemagne	1,02 %	0,87
Autriche	1,39 %	0,66
Belgique	1,50 %	0,80
Espagne	1,40 %	0,94
Finlande	1,57 %	0,74
France	1,20 %	1,00
Grèce	1,00 %	0,59
Irlande	1,85 %	1,00
Italie	0,20 %	0,92
Pays-Bas	1,30 %	0,47
Portugal	1,04 %	1,00

Source : estimations OFCE.

Les élasticité-prix des volumes et des prix d'exportation et d'importation retenues impliquent que la condition de Marshall-Lerner généralisée est vérifiée pour tous les pays. Toutefois, ces élasticités étant obtenues par estimations économétriques, leur valeur est entourée d'incertitude. Nous menons donc des simulations de Monte-Carlo afin d'obtenir la distribution de la valeur prise par  $\partial TB_i / \partial p^X_i$ . Nous effectuons ces simulations pour la France, l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne<sup>9</sup>. On fait l'hypothèse que les quatre élasticités de chacun de ces pays suivent une loi normale avec pour moyenne la valeur rapportée dans le

tableau 2 et pour écart-type les écarts-types reportés dans le tableau 3, qui sont issus des estimations des équations d'exportations, d'importations, de prix d'exportations et de prix des importations (cf. Ducoudré et Heyer, 2014 ; les estimations ont été actualisées).

**Tableau 2. Élasticité-prix des volumes et des prix d'exportation et d'importation**

Élasticité	$\varepsilon^X$	$\varepsilon^M$	$\varepsilon^{PX}$	$\varepsilon^{PM}$
Allemagne	0,65	0,80	0,27	0,82
Autriche	0,60	0,16	0,18	0,51
Belgique	0,47	0,28	0,57	0,79
Espagne	1,20	1,10	0,44	0,68
Finlande	0,60	0,31	0,57	0,79
France	0,62	0,66	0,55	0,62
Grèce	0,47	0,37	0,41	0,40
Irlande	0,60	0,33	0,28	0,51
Italie	1,13	0,80	0,45	0,43
Pays-Bas	0,60	0,28	0,41	0,36
Portugal	0,47	0,56	0,77	0,79

Source : estimations OFCE pour l'Allemagne, l'Espagne, la France et l'Italie ; Pain *et al.* (2005) pour les autres pays.

**Tableau 3. Écart-type de l'élasticité-prix des volumes et des prix d'exportation et d'importation**

Élasticité	$\sigma_{\varepsilon^X}$	$\sigma_{\varepsilon^M}$	$\sigma_{\varepsilon^{PX}}$	$\sigma_{\varepsilon^{PM}}$
Allemagne	0,17	0,32	0,12	0,09
Espagne	0,20	0,21	0,08	0,35
France	0,09	0,12	0,05	0,06
Italie	0,18	0,24	0,03	0,04

Source : estimations OFCE.

Nous menons 10 000 simulations de Monte-Carlo. Les résultats sont présentés dans le graphique 2 ci-après. Nos résultats indiquent que la condition de Marshall-Lerner généralisée est généralement positive pour les quatre pays étudiés. La valeur prise par la condition de Marshall-Lerner généralisée est comprise dans l'intervalle [0,05 ; 1,11] pour l'Allemagne (intervalle à 90 %), [0,44 ; 0,79] pour la France, [0,74 ; 1,24] pour l'Italie et [0,81 ; 1,58] pour l'Espagne. Dans le cas de

9. Nous retenons ces quatre pays pour lesquels nous avons effectué un travail spécifique d'estimations économétriques (Ducoudré et Heyer, 2014)

l'Allemagne toutefois, elle n'est pas positive dans 3,5 % des cas. C'est d'ailleurs dans ce pays que l'incertitude sur l'ampleur de la réaction de la balance commerciale à une modification des prix relatifs est la plus importante, compte tenu de la valeur des écart-types retenus. De fait, nous verrons que cette incertitude se reporte sur la taille des ajustements relatifs à effectuer en zone euro.

**Graphique 2. Distribution de la condition de Marshall-Lerner généralisée**



#### 4. Quels ajustements internes pour les pays de la zone euro ?

Le tableau 4 donne le niveau des déséquilibres nominaux internes à la zone euro tel que calculé avec le modèle et les données présentées ci-dessus, à la fin de l'année 2016.

Du point de vue du modèle présenté dans la section précédente, ces ajustements correspondent aux variations de prix de valeur ajoutée qui doivent être réalisés simultanément pour que tous les pays atteignent leur cible de balance courante. Ces ajustements sont présentés par rapport à la moyenne de la zone euro, afin de se concentrer sur les déséquilibres internes à la zone. On fait ici abstraction du fait que la zone euro, dans son ensemble, affiche un surplus important, qui exerce une pression à l'appréciation de l'euro ; cette question est traitée dans la section suivante.

**Tableau 4. Ajustements nominaux nécessaires en 2016**  
(relativement à la moyenne de la zone euro)

<b>Autriche</b>	8 %
<b>Belgique</b>	-12 %
<b>Allemagne</b>	15 %
<b>Espagne</b>	-7 %
<b>Finlande</b>	-15 %
<b>France</b>	-11 %
<b>Grèce</b>	-32 %
<b>Irlande</b>	4 %
<b>Italie</b>	-2 %
<b>Pays-Bas</b>	9 %
<b>Portugal</b>	-9 %

Source : calculs OFCE.

Le fait marquant est le désajustement substantiel entre l'Allemagne et la France. L'Allemagne est ainsi dans une situation de forte sous-évaluation, tandis que la France est surévaluée, si bien que le différentiel nominal relatif entre ces deux pays du cœur de la zone euro atteint le niveau substantiel de 25 %.

En dépit des sacrifices déjà consentis, la Grèce doit, elle, effectuer une dépréciation relative de plus de 30 % : même si la balance courante grecque est aujourd'hui proche de l'équilibre, son écart de production est très creusé, et l'amélioration est donc largement conjoncturelle. Les autres pays d'Europe du Sud (Espagne, Italie et Portugal) sont aujourd'hui dans une situation plus favorable, et affichent une légère surévaluation. À l'inverse, les pays dits du Nord, comme les Pays-Bas et l'Autriche, sont sous-évalués, mais dans une moindre mesure que l'Allemagne.

Afin de replacer ces écarts dans une perspective historique, le tableau retrace l'évolution de notre mesure de désajustement nominal depuis 2000.

En dépit de quelques oscillations de court terme dues à l'instabilité des données de balance courante, on peut observer que l'indicateur est globalement cohérent, en ligne avec les développements au sein de la zone euro.

Il est intéressant de noter que l'Italie, bien que généralement classée dans les pays de la périphérie, n'a pas subi de désajustement majeur (supérieur à 10 %) du point de vue de notre méthodologie ; cela

s'explique par un compte courant resté proche de l'équilibre, et une position extérieure nette qui n'est que légèrement négative (le secteur privé détenant beaucoup d'actifs étrangers, ce qui compense la détention de dette publique par les étrangers).

**Tableau 5. Ajustements nominaux nécessaires, 2000-2016**  
(relativement à la moyenne de la zone euro, en %)

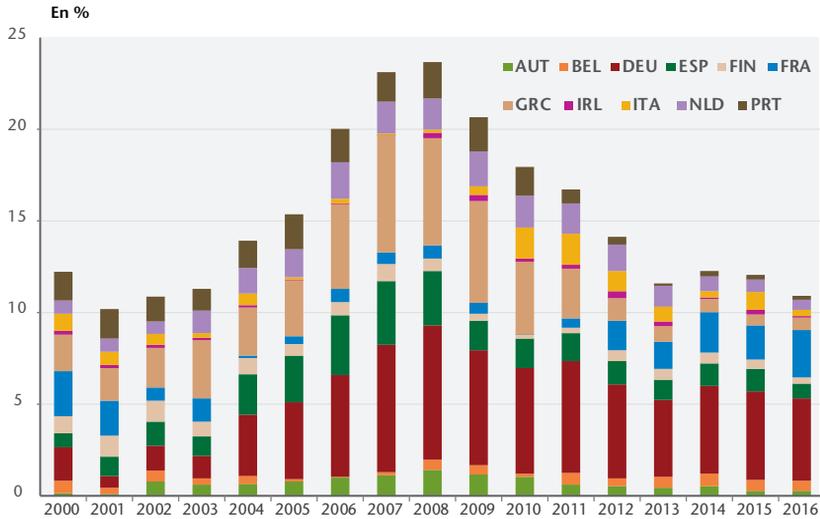
	AUT	BEL	DEU	ESP	FIN	FRA	GRC	IRL	ITA	NLD	PRT
<b>2000</b>	5	18	-5	-7	58	11	-60	14	5	11	-55
<b>2001</b>	4	9	-2	-10	71	9	-56	10	4	11	-56
<b>2002</b>	28	16	4	-12	76	3	-61	9	-3	10	-50
<b>2003</b>	21	10	4	-9	47	6	-72	8	-1	19	-45
<b>2004</b>	23	11	12	-17	53	1	-64	5	-3	22	-52
<b>2005</b>	27	3	15	-19	35	2	-70	2	-1	24	-60
<b>2006</b>	34	1	20	-22	41	3	-82	-2	-1	31	-59
<b>2007</b>	38	5	26	-23	51	3	-90	0	0	27	-53
<b>2008</b>	50	-12	27	-20	34	3	-87	-12	-1	25	-61
<b>2009</b>	40	-11	23	-12	20	3	-85	-14	-3	29	-59
<b>2010</b>	34	5	21	-12	11	0	-78	-7	-9	27	-52
<b>2011</b>	19	-13	22	-12	-14	-2	-69	-10	-9	25	-32
<b>2012</b>	16	-9	18	-10	-24	-7	-43	-18	-6	22	-20
<b>2013</b>	14	-13	15	-9	-24	-6	-36	-12	-4	17	-7
<b>2014</b>	15	-15	17	-10	-24	-9	-31	-3	-2	12	-14
<b>2015</b>	7	-13	17	-11	-20	-8	-27	11	-5	10	-13
<b>2016</b>	8	-12	15	-7	-15	-11	-32	4	-2	9	-9

Source : calculs OFCE.

Le graphique 3 quant à lui rapporte la moyenne (pondérée par le PIB) de la valeur absolue des désajustements rapportés dans le tableau 5). La contribution de chaque pays à cette moyenne est mise en évidence. Ce graphique peut s'interpréter comme une mesure synthétique du niveau des désajustements internes à la zone euro, avec la contribution de chaque pays.

Il ressort de cet exercice que les désajustements nominaux au sein de la zone ont d'abord décliné les toutes premières années ; l'Allemagne était alors légèrement surévaluée, ce qui l'a conduite à pratiquer une stratégie de désinflation compétitive, qui l'a d'abord ramenée dans la moyenne de la zone. Les déséquilibres atteignent ainsi un creux en 2001, avant de progressivement croître pour atteindre un pic historique en 2008, au moment de l'éclatement de la crise financière

Graphique 3. Indicateur de désajustements nominaux intra-zone euro, avec contributions par pays



Source : calculs OFCE.

mondiale. L'effort d'ajustement des pays du Sud est ensuite très net, puisqu'ils ne contribuent presque plus à l'indicateur en 2016. Cet ajustement n'est pas le seul fait de la contraction de la demande, puisque l'indicateur calculé ici corrige des écarts de production relatifs. Il découle principalement des effets de compétitivité induits par la contraction des coûts salariaux. L'indicateur est cependant dépendant des écarts de production retenus.

Du côté du Nord, même si l'ajustement est aussi visible, il est nettement moins important, si bien que l'Allemagne est aujourd'hui le principal contributeur aux déséquilibres intra-zone. À l'écart du mouvement général de reconvergence, la France a vu sa position se dégrader presque continûment depuis 2011, en dépit de mesures comme le CICE censées traiter ce problème ; cela peut s'expliquer par la plus grande rapidité de l'ajustement dans les pays du Sud, qui neutralise les efforts français, et par la faiblesse des importations des principaux partenaires (Allemagne en tête).

Même si le graphique montre un niveau historiquement bas de désajustements internes en 2016, leur niveau absolu reste toujours élevé. En effet, la valeur de l'indicateur (11 %) peut se comprendre comme le désajustement moyen par rapport au niveau de l'euro, en valeur absolue. Entre deux pays pris au hasard, un écart de 22 % est

donc la norme, et le désajustement franco-allemand est précisément de cet ordre de grandeur. Les pressions centrifuges liées aux différentiels de compétitivité ont donc certes diminué, mais elles n'ont pour autant pas disparu, et persistent au sein même du cœur historique de la zone.

Une autre façon de représenter la situation actuelle est de calculer des projections de long terme pour les positions extérieures nettes, sous l'hypothèse que les balances commerciales restent les mêmes qu'aujourd'hui, c'est-à-dire qu'aucun réajustement nominal n'est mis en œuvre. Les résultats de cet exercice sont donnés dans le tableau 6.

**Tableau 6. Positions extérieures nettes en 2016 et projections de long terme en l'absence de réajustement nominal**

En % du PIB, horizon de 20 ans

	2016	projection
<b>Autriche</b>	6	43
<b>Belgique</b>	51	19
<b>Allemagne</b>	54	191
<b>Espagne</b>	-83	8
<b>Finlande</b>	3	-5
<b>France</b>	-16	-24
<b>Grèce</b>	-139	-78
<b>Irlande</b>	-176	21
<b>Italie</b>	-10	51
<b>Pays-Bas</b>	68	190
<b>Portugal</b>	-106	-30

Source : calculs OFCE.

Du point de vue de cet indicateur, la situation des pays en déficit est raisonnablement bonne, puisque tous, à l'exception de la Grèce, parviendraient à une position respectant le seuil inférieur de -35 % prévu par la procédure de déséquilibres macroéconomiques de la Commission européenne (et même la Grèce améliorerait sa position relativement à aujourd'hui). Le déséquilibre provient clairement de l'Allemagne et des Pays-Bas, qui accumuleraient énormément d'actifs (hors de la zone euro donc), équivalant à près de 200 % de leur PIB. À nouveau, cela montre la nature asymétrique de l'ajustement qui a eu lieu jusqu'à présent. Par ailleurs ces calculs restent conditionnels à la stabilité du taux de change de l'euro, et ne prennent pas en compte le risque d'appréciation.

Enfin, nous analysons la robustesse de nos calculs de désajustement en utilisant une méthode de Monte-Carlo pour tenir compte de l'incertitude des élasticités-prix estimées<sup>10</sup>. Plus précisément, nous faisons l'hypothèse que, pour les quatre grands pays de la zone euro, les quatre élasticités sont incertaines, et que cette incertitude est capturée par une loi normale dont l'écart-type est donné au tableau 3. Nous effectuons donc 10 000 tirages pour ces 16 paramètres (pris dans leur ensemble), en excluant les tirages pour lesquels la condition de Marshall-Lerner n'est pas vérifiée (ceux-ci sont toutefois peu nombreux, comme nous l'avons vu précédemment). On obtient ainsi une distribution de probabilité des désajustements nominaux au sein de la zone euro. Le tableau 7 synthétise ces résultats, sous une forme similaire au tableau 4, en indiquant pour chaque pays la médiane et la moyenne dans les intervalles de [5 % ; 15 %] et [85 % ; 95 %] de son désajustement par rapport à la moyenne de la zone euro.

**Tableau 7. Simulations de Monte-Carlo des ajustements nominaux nécessaires en 2016 (relativement à la moyenne de la zone euro ; en % ; 10 000 tirages)**

	Moyenne intervalle [5% ; 15%]	médiane	Moyenne intervalle [85% ; 95%]
<b>Autriche</b>	-4	10	17
<b>Belgique</b>	-20	-13	-10
<b>Allemagne</b>	8	14	35
<b>Espagne</b>	-13	-7	-4
<b>Finlande</b>	-18	-13	-11
<b>France</b>	-17	-11	-8
<b>Grèce</b>	-36	-32	-31
<b>Irlande</b>	-4	2	4
<b>Italie</b>	-8	-1	1
<b>Pays-Bas</b>	2	9	12
<b>Portugal</b>	-17	-11	-9
<b>indicateur de désajustement nominal intra-zone euro</b>	<b>7,9 %</b>	<b>10,4 %</b>	<b>20,1 %</b>

Note : l'indicateur de désajustement nominal intra-zone euro rapporte la moyenne (pondérée par le PIB) de la valeur absolue des désajustements rapportés dans le tableau 6. Cet indicateur est calculé pour chaque simulation et on calcule ensuite sa médiane et sa moyenne dans les intervalles indiqués.

Source : calculs OFCE.

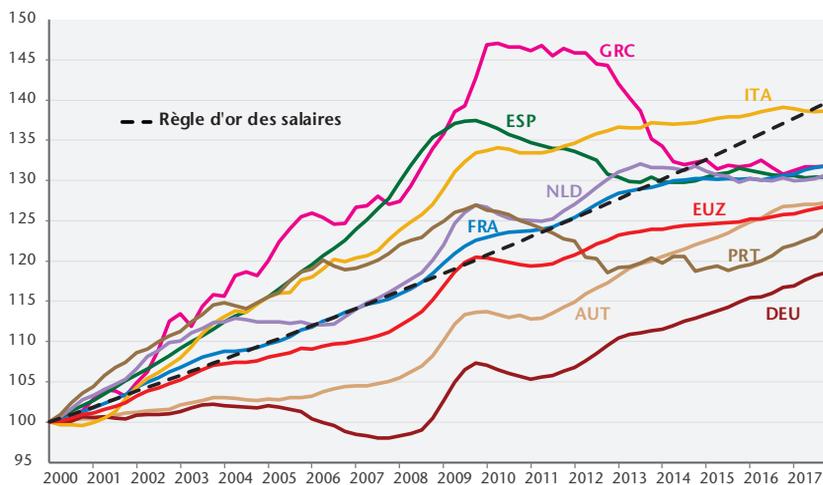
10. D'autres sources d'incertitude ne sont pas prises en compte ici, notamment celle portant sur les taux de croissance potentielle des économies de la zone euro, ou encore celle portant sur le taux d'intérêt. Elles feront l'objet de développements ultérieurs.

Même si la prise en compte de l'incertitude ne remet pas en cause le diagnostic d'une hétérogénéité entre pays de la zone euro, ni le périmètre de la partition entre pays sous-évalués et pays surévalués, on observe tout de même une forte incertitude sur la quantification des désajustements. En particulier, l'intervalle de confiance pour l'Allemagne est très important en raison des écarts-types importants sur certaines de ses élasticités, comme nous l'avons vu plus haut, et on ne peut ainsi pas exclure un désajustement moyen de l'Allemagne de près de 35 % par rapport à la moyenne de ses partenaires dans les scénarios les pires. Ces scénarios correspondent au cas où la condition de Marshall-Lerner est positive mais proche de 0 (la balance commerciale allemande est très peu sensible aux ajustements de prix relatifs), ce qui implique un ajustement des prix allemands plus grand pour corriger les déséquilibres.

## 5. Le rôle des coûts salariaux

Dans quelle mesure l'évolution des désajustements nominaux est-elle liée aux développements des coûts salariaux unitaires (CSU), représentés dans le graphique 4 ?

Graphique 4. Coûts salariaux unitaires nominaux dans la zone euro et règle d'or des salaires



Champ : ensemble de l'économie.

Source : Eurostat, calculs des auteurs.

La comparaison du tableau 5 avec le graphique 4 montre que l'historique des développements des CSU nominaux est globalement cohérente avec le creusement puis la résorption des désajustements nominaux.

Depuis les débuts de la zone euro (en 1999) jusqu'en 2009, la divergence des CSU a été forte, entre d'un côté l'Allemagne et dans une moindre mesure l'Autriche qui se sont imposé une franche modération salariale, et de l'autre l'Espagne, l'Italie, le Portugal et la Grèce dont les salaires nominaux ont été dynamiques. La France, comme souvent, se trouve dans une situation intermédiaire.

Puis à partir de 2009, on observe un processus d'ajustement des CSU, inégal selon les pays. L'Italie modère ses salaires et comble une partie de sa déviation par rapport à la trajectoire des 2 % annuels. L'Espagne, le Portugal et la Grèce s'imposent un ajustement beaucoup plus violent, avec l'entrée dans une dynamique salariale déflationniste. L'Allemagne fait moins d'efforts : même si ses salaires ont accéléré depuis 2013-2014 pour se rapprocher de la cible des 2 %, l'écart creusé durant les années 2000-2007 est loin d'être comblé.

Le graphique 4 comporte également une droite matérialisant la « règle d'or » en matière salariale au sein d'une union monétaire : elle correspond à des CSU nominaux qui augmentent de 2 % par an, c'est-à-dire au rythme de la cible de la Banque centrale européenne (BCE). Dans la mesure où les CSU nominaux déterminent fortement l'inflation, le suivi de cette règle permettrait d'une part de garantir que la cible de la BCE soit atteinte, et d'autre part que la compétitivité prix relative des pays ne soit pas altérée. Il est intéressant de noter que la France a presque parfaitement suivi cette règle, au moins jusqu'en 2012. En revanche, tant l'Allemagne que les pays du Sud l'ont violée avant la crise, mais dans des directions opposées<sup>11</sup>, ce qui permettait qu'en moyenne la règle soit respectée. En revanche, depuis 2013, on observe une nette baisse de l'inflation moyenne, qui devient nettement inférieure à la cible, avec l'ajustement brutal des pays du Sud et en France, et une hausse insuffisante en Allemagne pour compenser.

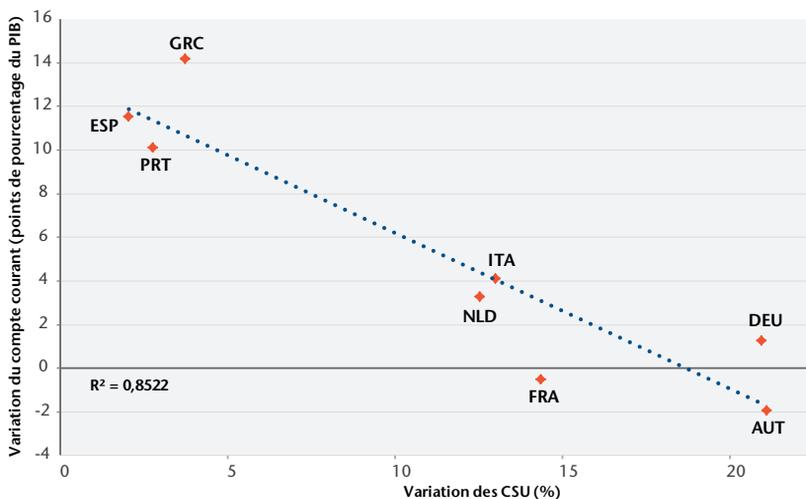
Ce lien apparent entre CSU et balance courante semble confirmé par une analyse en différence depuis 2008, comme le montre le

---

11. Voir Chagny et Husson (2014) pour une analyse plus détaillée des différents régimes salariaux en Europe.

graphique 5, même si bien sûr, une lecture causale de ce graphique n'est pas directement possible.

Graphique 5. Balances courantes et CSU, entre 2007 et 2017

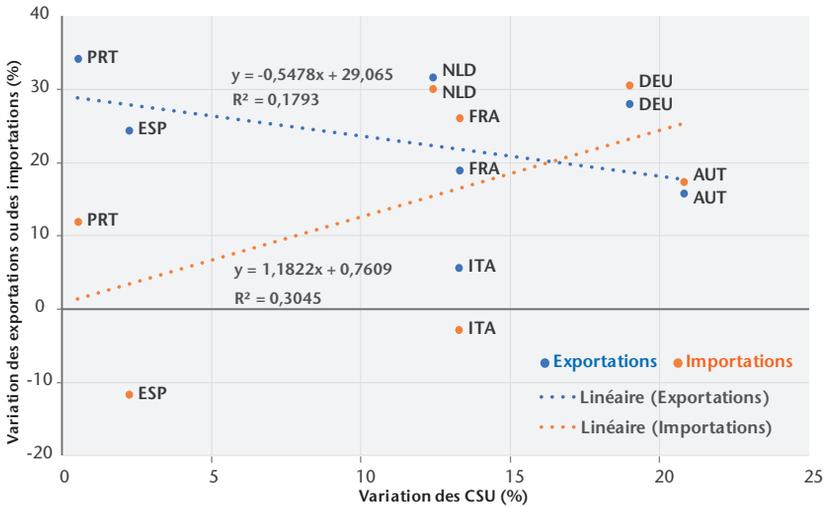


Source : Eurostat, calculs des auteurs.

Cependant, en plus du canal de la compétitivité-prix (les exportations étant stimulées par des CSU plus bas, et inversement les importations stimulées par des CSU plus élevés à travers des effets de substitution), une autre causalité est à l'œuvre concernant les importations : les politiques d'austérité dans les pays de la périphérie ont simultanément déprimé prix et importations, *via* la chute de la demande intérieure. Sur le graphique 6 on peut ainsi voir que la corrélation entre CSU et balance courante est plus forte du côté des importations que du côté des exportations. L'effet demande intérieure semble donc dominant, même si le canal de la compétitivité *via* les exportations joue aussi un rôle.

Il y a cependant des pays pour lesquels ce lien entre CSU et commerce extérieur est plus difficile à comprendre. Les Pays-Bas par exemple ont vu leurs CSU augmenter presque autant qu'en France et en Italie, et dans le même temps ont beaucoup augmenté leurs exportations ; cela pourrait être dû à un changement dans le [poids des réexportations dans le commerce extérieur des Pays-Bas](#)<sup>12</sup>, qui rend ses exportations bien plus sensibles au cycle économique de ses partenaires. Par ailleurs, pour une variation équivalente de leurs CSU

Graphique 6. Exportations, importations et CSU, entre 2007 et 2016



Source : Eurostat, calculs des auteurs.

respectifs, les exportations ont augmenté en France près de trois fois plus qu'en Italie. Une autre incohérence est que l'essentiel du réajustement nominal allemand a eu lieu entre 2008 et 2013, tandis que l'accélération de ses CSU a eu lieu après 2014, ce qui suggère une hausse temporaire des marges des entreprises allemandes pendant la crise. Enfin, la Grèce n'a que peu augmenté ses exportations, en dépit d'une forte compression des salaires, notamment parce que la hausse des marges a empêché les prix d'exportations de diminuer. Ces différents exemples montrent ainsi que, même si les coûts salariaux sont des déterminants majeurs de la compétitivité, d'autres facteurs importants ne doivent pas être oubliés : les marges, les taxes sur les produits, la dépendance aux importations énergétiques et la compétitivité hors-prix.

En définitive, dans quelle mesure la divergence des salaires nominaux explique-t-elle celle des balances courantes ? Cette question ne peut être véritablement tranchée que par la méthode économétrique. Ragot et Le Moigne (2015) estiment ainsi que près de la moitié de l'écart de performances commerciales entre la France et l'Allemagne

12. Les réexportations proviennent du transit important de marchandises, principalement dans le port de Rotterdam et l'aéroport de Schiphol. Les Pays-Bas constituent un point d'entrée important pour les marchandises à destination d'autres pays de l'Union européenne (DG Trésor, 2017).

sur la période 1993-2012 s'explique par la divergence salariale, le reste pouvant être attribué à des facteurs de compétitivité hors prix. En tout état de cause, même si les salaires n'expliquent pas tout, ils constituent un déterminant important de la balance courante, et ont contribué à la divergence jusqu'à la crise, puis à la reconvergence partielle ensuite.

## 6. Ajustement externe

Si les déséquilibres internes à la zone ont diminué, cela s'est fait au prix de l'apparition d'un déséquilibre externe, comme nous l'avons déjà observé sur le graphique 1. L'excédent courant de la zone euro est aujourd'hui supérieur à celui de la Chine, en valeur comme en proportion du PIB. Dans un système de changes flottants – la parité de l'euro vis-à-vis des autres monnaies étant fixée par le marché – il est illusoire d'espérer soutenir un tel excédent sur le long terme. Même si pour le moment le différentiel de politiques monétaires de part et d'autre de l'Atlantique permet de maintenir le *statu quo*, l'inévitable normalisation de la politique de la BCE entraînera une appréciation de l'euro, qui a d'ailleurs déjà commencé – le taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar s'est apprécié de 15 % entre le premier trimestre de 2017 et le premier trimestre de 2018 pour atteindre 1,23 dollar pour un euro en moyenne sur ce trimestre.

Notre modèle de taux de change d'équilibre permet d'estimer quelle est la cible de long terme de la parité euro/dollar. Plus précisément, il est possible de calculer l'appréciation de l'euro qui serait nécessaire pour ramener le compte courant de la zone euro à l'équilibre, étant donné les élasticités-prix au commerce des différents pays de la zone, ainsi que la répartition géographique de leurs partenaires commerciaux.

Nous estimons ainsi que l'euro doit s'apprécier vis-à-vis du dollar de 21 % par rapport à son niveau de 2016, ce qui correspond à un taux de change d'équilibre de 1,35 US\$ pour un euro. En tenant compte de l'incertitude, selon la même méthodologie que précédemment, l'intervalle de confiance à 90 % va de 1,29 US\$ à 1,38 US\$.

Même si l'euro s'est déjà significativement apprécié depuis 2016 – il était à 1,20 US\$ au début mai 2018 –, il reste donc de substantielles marges d'appréciation ; celles-ci sont prises en compte dans notre scénario de prévision, puisque nous anticipons un taux de change à 1,30 US\$ pour un euro en 2019. Nous ne prévoyons toutefois pas que

le taux d'équilibre sera atteint à l'horizon de la prévision, car deux facteurs continuent de freiner la hausse de l'euro : d'une part le différentiel de politiques monétaires, avec des taux réels supérieurs aux États-Unis par rapport à la zone euro ; et d'autre part la relance budgétaire menée par l'administration Trump, qui exerce une pression à l'appréciation du dollar, et donc à la baisse de l'euro.

Il convient de mesurer que cette appréciation à terme de l'euro est porteuse de risques pour la zone euro, malgré les progrès réalisés en matière de reconvergence nominale entre pays membres. D'une part, cela freine la remontée de l'inflation, qui risque de rester basse, limitant les marges de manœuvre de la Banque centrale européenne. Mais surtout, faute de rééquilibrage interne, c'est-à-dire si la hiérarchie des balances courantes au sein de la zone se maintient à son niveau actuel, cela conduira à la réapparition de déficits courants dans les pays du Sud, tandis que cela creusera encore plus le déficit actuel de la France qui risque de se retrouver dans une situation très délicate.

## 7. Conclusion

Le travail réalisé ici considère la question des déséquilibres de balance courante à l'intérieur de la zone euro. En calculant les ajustements nominaux nécessaires pour stabiliser les positions nettes, nous allons plus loin que la simple information contenue dans les balances courantes. La méthode a cependant des limites, envoie la résorption des déséquilibres sur les seuls prix relatifs, sans laisser de place à la compétitivité hors-coûts ou aux effets de valorisation des positions brutes, mais elle a l'avantage d'être explicite et reproductible. L'apport est multiple.

D'abord la dynamique des positions nettes est prise en compte, la croissance potentielle de chaque pays nuanciant la soutenabilité d'un déséquilibre de balance courante. Ensuite nous corrigeons de la position dans le cycle de chaque pays ainsi que de ses partenaires. Ainsi, nous ne considérons pas que les améliorations de balance courante obtenues par une réduction de la demande interne sont durables. Enfin, nous modifions la métrique d'appréciation des balances courantes en intégrant la sensibilité des exportations et des importations aux prix relatifs. La mesure finale que nous construisons est plus représentative de l'ampleur des déséquilibres que la donnée initiale, celle des balances courantes. Le diagnostic est alors qu'avant la crise

un déséquilibre important s'est formé, entre les pays du Sud et ceux du Nord. Alors que la zone euro avait une balance courante équilibrée, d'importants déséquilibres se sont accumulés à l'intérieur de la zone euro. Bien que l'on ne puisse à partir de notre analyse affirmer que c'est le facteur déclencheur de la crise, cela en a été probablement un facteur aggravant. La fixité des parités entre pays de la zone euro et l'accumulation de créances de certains pays (l'Allemagne, les Pays-bas) sur d'autres (l'Espagne, l'Italie) et en particulier sur certains petits pays (la Grèce, le Portugal) a pu contribuer à la hausse brutale des taux souverains et privés après que la crise de 2008 s'est déclenchée. Sans possibilité d'ajustement de change, le défaut privé et public pouvait apparaître inévitable. L'indicateur construit montre cependant que ces déséquilibres se sont résorbés et pas uniquement par la contraction des demandes internes. Les différentiels de coût salarial à l'intérieur de la zone euro, mais aussi probablement d'autres facteurs que nous n'identifions pas directement, ont pu contribuer au rétablissement des équilibres internes.

Depuis 2012, la question des déséquilibres internes à la zone euro s'est transformée. D'une part la balance des opérations courantes de la zone euro est maintenant excédentaire et presque tous les pays sont à l'équilibre ou en excédent. De façon nette, il n'y a plus accumulation de créances de certains pays de la zone euro sur d'autres, mais accumulation de certains pays de la zone euro sur d'autres pays du monde. Cette fois-ci le taux de change (effectif, pondéré par les actifs bruts accumulés) peut servir de variable d'ajustement. Ainsi une appréciation de l'euro réduirait l'excédent courant de la zone euro et déprécierait la valeur des actifs, probablement accumulés en monnaie étrangère. D'autre part, la France apparaît maintenant comme le dernier pays en déficit significatif de la zone euro. Relativement aux autres pays de la zone euro, et bien que nous corrigions des écarts de production, c'est la France qui contribue (négativement) le plus aux déséquilibres avec l'Allemagne (positivement). Si l'euro s'appréciait, il est probable que la situation de la France serait plus dégradée encore et que l'on retrouverait une situation d'accumulation de position nette interne, mais cette fois-ci entre la France (pour le côté débiteur) et l'Allemagne (créditeur). Ce ne serait pas comparable à la situation d'avant 2012, puisque la France est un plus grand pays que la Grèce ou le Portugal et donc que la question de la soutenabilité se poserait dans des termes très différents. Dit autrement, la position nette accumulée du côté de la France serait en valeur absolue supérieure à 20 point de PIB mais très inférieure

aux positions nettes négatives atteintes par la Grèce ou le Portugal. En revanche, la résorption de ce déséquilibre par l'ajustement des prix est d'un ordre de grandeur tel que, compte tenu des différentiels de prix relatifs qu'il est vraisemblable de maintenir entre la France et l'Allemagne, il faudrait plusieurs décennies pour y parvenir. D'autres facteurs peuvent cependant intervenir et accélérer ce processus, mais il est frappant de constater que somme toute, depuis 2012, alors que la France a engagé une coûteuse réduction des coûts salariaux par le CICE et le Pacte de responsabilité d'une part, et que l'Allemagne a instauré un salaire minimum et connaît une dynamique salariale plus franche dans un marché du travail proche du plein emploi d'autre part, le déséquilibre relatif entre la France et l'Allemagne, exprimé en ajustement de prix relatif, n'a pas bougé.

Il faut tirer trois conséquences de cette analyse :

1. le déséquilibre qui s'est installé aujourd'hui ne se résorbera que difficilement et toute mesure visant à l'accélérer est la bienvenue. Continuer la progression modérée des salaires nominaux en France, stimuler la progression des salaires nominaux en Allemagne, rétablir en faveur des salaires le partage de la valeur ajoutée allemande, persister dans l'appréciation du salaire minimum sont autant de pistes prolongeant celles que nous avons évoquées dans les différents rapports iAGS. Une TVA sociale inversée, ou du moins une baisse de la TVA en Allemagne serait également un moyen de réduire l'épargne nationale allemande et, en l'accompagnant d'une hausse des cotisations sociales allemandes, d'accroître la compétitivité des autres pays de la zone euro ;

2. le déséquilibre interne d'avant la crise est devenu un déséquilibre externe à la zone euro qui induit une pression à l'appréciation effective de l'euro. L'ordre de grandeur est conséquent, il pèsera sur la compétitivité des différents pays de la zone euro et fera réapparaître sous une forme différente le problème connu avant 2012 ;

3. l'appréciation de l'euro induite par les excédents courants de certains pays de la zone euro génère une externalité pour les pays de la zone euro. Du fait de réponses différentes de leurs balances courantes à une variation des prix relatifs, que l'analyse de Monte-Carlo met en évidence, ce sont l'Italie et l'Espagne (il peut y avoir d'autres pays, mais nous n'en avons pas fait l'analyse) qui verront leur balance courante réagir le plus alors que celle de l'Allemagne y réagira le moins. Autrement dit, l'appréciation de l'euro, relativement, dégradera davantage la balance courante de l'Italie et de l'Espagne que celle de l'Allemagne

et réinstallera un régime de déséquilibre interne presque comparable à celui d'avant 2012. Cette externalité et la moindre sensibilité de la balance courante de l'Allemagne aux prix relatifs plaide pour une réduction des déséquilibres par une progression de la demande interne allemande, c'est-à-dire une réduction de son épargne nationale. Les outils peuvent être une relance de l'investissement public, une baisse des impôts directs sur les personnes ou encore une augmentation plus rapide du salaire minimum par rapport à la productivité et l'inflation.

### Références

- Blanchard O., Giavazzi F., 2002, « Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein-Horioka Puzzle? », *Brookings Papers on Economic Activity*, 33(2).
- Bouveret A., Sterdyniak H., 2005, « Les modèles de taux de change », *Revue de l'OFCE*, 93, 243-286.
- Bussière Matthieu, Simona Delle Chiaie et Tuomas A. Peltonen, « Exchange rate pass-through in the global economy: the role of emerging market economies », *IMF Economic Review*, 62.1 (2014): 146-178.
- Campa Jose Manuel et Linda S. Goldberg, 2005, « Exchange rate pass-through into import prices », *Review of Economics and Statistics*, 87(4) : 679-690.
- Chagny O., Husson M., 2015, « Quel régime salarial optimal pour la zone euro?? », *La Revue de l'Ires*, n° 81.
- Clark P. B., MacDonald R., 1998, « Exchange Rates and Economic Fundamentals: A Methodological Comparison of BEERs and FEERs », *IMF Working Paper*, WP/98/67, International Monetary Fund.
- Cline W. R., 2008, « Estimating Consistent Fundamental Equilibrium Exchange Rates », *Peterson Institute Working Paper*, n° WP08-6, Peterson Institute for International Economics.
- Commission européenne, 2012, « Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances », *European Economy, Occasional Papers*, n° 92.
- DG Trésor, 2017, *Le commerce extérieur des Pays-Bas en 2016*, disponible ici : <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Ressources/File/438468>.
- Dornbusch R., 1985, « Purchasing power parity », *NBER Working Paper*, n° 1591.

- Ducoudré B., Heyer E., 2014, « Baisse de l'euro et désinflation compétitive », *Revue de l'OFCE*, 136, 221-253.
- Durand M., Giorno C., 1987, « Les indicateurs de compétitivité internationale : aspects conceptuels et évaluation », *Revue économique de l'OCDE*, 9, 165-203.
- Duwicquet V., Mazier J. et Saadaoui J., 2013, « Désajustements de change, fédéralisme budgétaire et redistribution?: Comment s'ajuster en union monétaire », *Revue de l'OFCE*, 127, 57-96.
- iAGS, 2014, « The independent Annual Growth Survey 2015: A Diverging Europe on the Edge », téléchargeable à l'adresse [http://www.iags-project.org/documents/iags\\_report2015.pdf](http://www.iags-project.org/documents/iags_report2015.pdf)
- iAGS, 2017, « The Elusive Recovery – The independent Annual Growth Survey 2017 », téléchargeable à l'adresse <http://www.iags-project.org/documents/iAGS%202017%20The%20elusive%20recovery%2023%2011%202016.pdf>
- Jeong S.-E., Mazier J. et Saadaoui J., 2010, « Exchange Rate Misalignments at World and European Levels: a FEER Approach », *International Economics*, 121, 25-58.
- Leigh Daniel *et al.*, 2017, « Exchange Rates and Trade: A Disconnect? », International Monetary Fund, *IMF Working Paper*, 17/58.
- Mazier J. et Petit P., 2013, « In search of sustainable paths for the eurozone in the troubled post-2008 world », *Cambridge Journal of Economics*, 37, 513-532.
- Menon Jayant, 1995, « Exchange rate pass?through », *Journal of Economic Surveys*, 9(2) : 197-231.
- Pain N., A. Mourougane, F. Sédillot et L. Le Foulher, 2005, « The new OECD international trade model », OECD, *Economics Department Working Papers*, n° 440.
- Pupetto L., Sode A., 2012, « Ajustement extérieur et effets de valorisation », *Documents de Travail de la DG Trésor*, n° 2012/03, Ministère de l'Économie et des finances (France).
- Ragot X., Le Moigne M., 2015, « France et Allemagne : une histoire du désajustement européen », *Revue de l'OFCE*, 142, 177-232.
- Saadaoui J., 2015, « Global imbalances: Should we use fundamental equilibrium exchange rates? », *Economic Modelling*, 47, 383-398.
- Villemot S., 2017, « Les déséquilibres des balances courantes dans la zone euro : comment les résorber ? », dans *L'économie européenne 2017*, collection Repères, Éditions La Découverte.
- Williamson J., 1994, *Estimating Equilibrium Exchange Rates*, Peterson Institute Press.

# TAUX DE CHANGE EURO/DOLLAR UN EFFET BCE OU RÉSERVE FÉDÉRALE ?

Christophe Blot, Paul Hubert, Rémi Odry<sup>1</sup>

Sciences Po, OFCE

---

Cette étude analyse les effets différenciés des politiques monétaires de la BCE et de la Réserve fédérale sur l'évolution du taux de change euro/dollar. Deux types d'effets sont quantifiés : l'effet de signal lié à l'annonce des politiques monétaires et l'effet macroéconomique lié à la mise en œuvre de celle-ci. Les résultats obtenus suggèrent que l'effet de signal des décisions de la Réserve fédérale serait plus important que celui associé aux décisions de la BCE mais que les chocs de politique monétaire en zone euro se traduiraient par une réaction plus forte du taux de change euro/dollar.

*Mots clés* : politique monétaire, taux de change.

---

**B**ien que ni la Réserve fédérale ni la BCE ne déclarent avoir une politique de change ou une cible de taux de change, cette variable peut jouer un rôle important dans la transmission de la politique monétaire comme mis en évidence par de nombreux travaux théoriques et empiriques<sup>2</sup>. Alors que la mise en œuvre du programme d'assouplissement quantitatif par la BCE en mars 2015 visait explicitement à réduire les taux d'intérêt de long terme, les bénéfices attendus du programme auront été d'autant plus importants qu'il a également contribué à la baisse de l'euro vis-à-vis du dollar, dans un contexte également marqué par le début de normalisation de la politique monétaire américaine. Aujourd'hui se pose la question, inverse, des conséquences de la normalisation de la politique monétaire sur le taux de change euro/dollar, notamment du fait des situations et rythmes différents suivis par

---

1. Étudiant en Master à l'Université Paris-Nanterre.

2. Voir par exemple Obstfeld et Rogoff (1995) et Taylor (1995).

la Réserve fédérale et par la BCE. Alors que la réduction du bilan de la banque centrale est déjà amorcée aux États-Unis, elle interviendra plus tard dans la zone euro. Pour l'instant, la BCE a seulement annoncé l'arrêt de ses achats nets d'actifs pour septembre 2018 mais n'a pas encore communiqué sur la réduction de la taille de son bilan.

Cette étude a pour objectif de dissocier les effets relatifs des politiques monétaires de la BCE et de la Réserve fédérale sur le prix relatif des monnaies des deux zones, le taux de change euro/dollar. Nous décomposons l'impact potentiel des politiques monétaires des deux banques centrales en distinguant l'effet signal des annonces de politique monétaire (effet haute fréquence, à l'impact) et l'effet macroéconomique de ces mêmes décisions (qui permet de capter la dynamique du taux de change). Autrement dit, nous comparons l'effet des annonces de politique monétaire à l'effet réel de ces politiques. L'annonce du *tapering*, en mai-juin 2013, envisageant une réduction future du caractère expansionniste de la politique monétaire américaine, illustre l'importance de cette distinction. Alors que les effets sur les marchés des changes des pays émergents avaient été très forts après l'annonce, la réduction effective des achats de titres à partir de janvier 2014 puis la réduction du bilan de la Réserve fédérale à partir d'octobre 2017 n'ont eu que très peu d'effets (voir Blot et Hubert, 2017). L'effet signal est ici mesuré par la variation du taux de change sur les marchés financiers le jour des annonces de politique monétaire. L'effet macroéconomique est lui mesuré par la réponse sur plusieurs mois du taux de change à un choc de politique monétaire, à partir d'un modèle VAR comprenant les dynamiques de différentes variables macroéconomiques. Contrairement à l'analyse de l'effet signal, la modélisation VAR repose sur l'identification d'un choc exogène de politique monétaire. Les résultats obtenus suggèrent que l'effet de signal des décisions de la Réserve fédérale serait plus important que celui associé aux décisions de la BCE mais que les chocs de politique monétaire en zone euro se traduiraient par une réaction plus forte du taux de change euro/dollar avec un impact maximum observé 5 à 6 mois après le choc.

## 1. L'effet signal des décisions de la BCE et de la Réserve fédérale

L'utilisation de données à haute fréquence – journalières – dans le cadre d'études d'événements est un moyen d'évaluer l'effet de chocs macroéconomiques sur les variables financières. En effet, les variables

de marchés font l'objet de cotations régulières, ce qui permet de mesurer les variations de prix en fonction du flux d'informations monétaires, financières, macroéconomiques ou politiques. Ce type d'approche est d'autant plus pertinente pour l'analyse des effets de la politique monétaire que les variables financières – cours boursiers, taux de change et taux d'intérêt – jouent un rôle essentiel dans la transmission des décisions des banques centrales aux variables réelles : activité économique et inflation.

L'évolution des prix le jour des annonces est un indicateur de la révision des anticipations que font les intervenants de marchés consécutivement à l'arrivée d'une nouvelle information. En effet, toute décision pleinement anticipée devrait déjà être reflétée par les prix. Dans ces conditions, les études d'événements ne permettent pas de mesurer l'effet total d'une décision sur la variable d'intérêt mais l'effet marginal lié à la révision de l'information disponible qualifiée de « surprise ». Supposons qu'à partir d'une date ( $t$ ) les marchés anticipent un durcissement de la politique monétaire américaine – une augmentation du taux d'intérêt – effectif à partir de la date ( $t+k$ ), celui-ci devrait se traduire par une appréciation du dollar. Si les anticipations sont rationnelles et les marchés efficients, cette anticipation sera entièrement reflétée dans le prix de la devise dès la date ( $t$ ). La mise en œuvre de la décision en ( $t+k$ ) n'aura aucune incidence supplémentaire sauf si le durcissement est plus important ou moins important qu'anticipé, c'est-à-dire sauf si la mise en œuvre s'accompagne d'une information nouvelle qui n'avait pas été intégrée par les marchés. Ainsi, la méthode permet d'identifier les chocs en exploitant le *timing* de la diffusion des informations et en supposant qu'il n'y a aucune autre information communiquée ce jour-là. En effet, si l'annonce de la politique monétaire est concomitante à une information macroéconomique – chiffre de croissance, situation de l'emploi ou du commerce extérieur – il n'est plus possible d'associer la variation du taux de change uniquement à l'information sur la politique monétaire. L'effet ne peut pas être parfaitement identifié. Il s'agit donc là d'une hypothèse essentielle à la pertinence de l'approche employée. Cette hypothèse aura d'autant plus de chance d'être pertinente que la fenêtre à l'intérieur de laquelle l'effet de l'événement est mesuré est courte (Gürkaynak et Wright, 2013). En pratique, la variation de prix est mesurée sur des fenêtres allant de 20 minutes à deux journées<sup>3</sup>. Cette approche mesure la réaction de très court terme à un événement

dont l'effet complet dépend également des anticipations que formaient les agents avant l'annonce.

Cette méthode est notamment largement utilisée pour analyser l'impact immédiat des annonces de politique monétaire sur les cours boursiers, la structure par terme des taux ou les taux de change. Kuttner (2001) propose une méthode d'identification des chocs de politique monétaire le jour des décisions du FOMC puis évalue leur impact sur la structure par terme des taux d'intérêt. Partant de la même identification des chocs, Faust, Rogers, Wang et Wright (2007) montrent qu'un durcissement non anticipé de la politique monétaire de la Réserve fédérale entraîne une appréciation du dollar vis-à-vis de l'euro et de la livre sterling au moment du choc<sup>4</sup>. Zettelmeyer (2004) parvient à des conclusions identiques sur les effets de la politique monétaire dans trois petites économies ouvertes<sup>5</sup>. Plus récemment, Rogers, Scotti et Wright (2014) et Neely (2015) s'intéressent aux effets des politiques monétaires non conventionnelles sur de nombreuses variables financières, dont les taux de change. Neely (2015) distingue les effets des différents programmes d'assouplissement quantitatif de la Réserve fédérale et montre que les décisions d'assouplissement quantitatif ont entraîné une dépréciation plus forte du dollar vis-à-vis du dollar canadien et du dollar australien que de l'euro/dollar ou du taux de change dollar/livre sterling. L'effet le plus faible est observé sur le dollar/yen. Rogers, Scotti et Wright (2014) étudient les effets des décisions des quatre principales banques centrales sur les taux de change futurs. Leurs résultats suggèrent une dépréciation du dollar vis-à-vis de l'euro après un choc monétaire expansionniste aux États-Unis. Par contre, les décisions de la BCE n'auraient pas d'effet significatif sur le taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar. Il semble donc possible que les effets des décisions de politique monétaire sur l'euro/dollar ne soient pas strictement identiques selon qu'elles sont prises par la BCE ou par la Réserve fédérale.

La littérature analysant la réaction du taux de change à la politique monétaire est plutôt bien étoffée. Nous nous en distinguons par deux dimensions. D'une part, nous comparons la réaction des marchés les jours de réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE et du FOMC

---

3. Nous considérons ici la variation du prix de l'actif entre le cours de clôture à la date (t) et le cours de clôture à la date (t-1).

4. Dans un intervalle de 15 à 45 minutes après l'annonce.

5. Australie, Canada et Nouvelle-Zélande.

(*Federal Open-Market Committee*)<sup>6</sup> que nous estimons dans une même équation. Autrement dit, nous nous interrogeons sur la possibilité pour le taux de change de réagir différemment aux annonces des banques centrales. L'euro/dollar pourrait ainsi subir l'influence d'une banque centrale plutôt que de l'autre. D'autre part, nous ne cherchons pas à identifier des chocs – restrictifs ou expansionnistes – de politique monétaire pour déterminer s'ils entraînent une appréciation ou une dépréciation de la monnaie<sup>7</sup> mais nous nous intéressons à la réaction – mesurée par la valeur absolue de la variation – du taux de change à la suite des réunions de la BCE et de la Réserve fédérale. L'objectif est donc de voir à quel type d'information les marchés sont plus sensibles et ce quelle que soit la nature de cette information et donc l'orientation de la politique monétaire.

À cette fin, nous estimons l'équation suivante :

$$|\Delta S_{t+k}| = \alpha + \beta^{ECB} \cdot ECB_t + \beta^{FED} \cdot FED_{t-1} + \beta^{VIX} \cdot VIX_t + \epsilon_t \quad (1)$$

où ECB et FED sont des variables indicatrices qui prennent la valeur 1 le jour des réunions du Conseil des gouverneurs ou du FOMC dédiées à la prise de décision sur l'orientation de la politique monétaire. Ces réunions peuvent donner lieu à une hausse des taux, une baisse des taux ou le *statu quo*. Ainsi, les principales variables d'intérêt indiquent seulement qu'une information de politique monétaire – américaine ou de la zone euro – est communiquée à la date ( $t$ ). La variable ne permet donc pas de renseigner sur le contenu de l'annonce et en particulier sur l'orientation de la politique monétaire. Les données de taux de change sont disponibles en fréquence quotidienne. Nous utilisons le cours de clôture, c'est-à-dire le cours à 17h, heure française. Les décisions du FOMC pour une date ( $t$ ) sont annoncées à 14h de New-York, soit 20h heure française. Elles sont donc diffusées après la fermeture des bourses européennes. L'annonce ne peut donc pas avoir d'effet sur le taux de change à la date ( $t$ ) mais se répercutera sur les marchés à la date ( $t + 1$ ). C'est pourquoi, l'effet des annonces de la Réserve fédérale sont décalées d'une période dans l'équation (1). La variable VIX est également ajoutée pour contrôler de la volatilité globale des marchés.

Enfin, la variable endogène, la valeur absolue de la variation journalière du taux de change, mesure la réaction du taux de change à la date

6. Il s'agit des deux instances qui décident de l'orientation de la politique monétaire dans la zone euro et aux États-Unis.

7. Ces effets seront analysés dans la section suivante.

$(t + k)$  permettant de capter la sensibilité du taux de change aux annonces de politique monétaire de la BCE et de la Réserve fédérale. L'estimation est effectuée pour  $k = \{0,1\}$ , ce qui permet d'évaluer la persistance de l'effet. La période d'estimation s'étend de janvier 1999 à décembre 2017. Ainsi, l'effet estimé par l'équation couvre également la période de crise et donc la mise en œuvre de mesures non conventionnelles.

Le calendrier des réunions de la BCE a évolué depuis 1999. Sur la période allant de janvier 1999 à novembre 2001, le Conseil des gouverneurs se réunit pour décider de l'orientation de la politique monétaire deux fois par mois. Il y a cependant une différence entre la première et la deuxième réunion mensuelle puisque seule la première est suivie d'une conférence de presse où le président de la BCE motive la décision et répond aux questions des journalistes. La deuxième réunion est suivie d'un communiqué très court précisant la décision prise par le Conseil des gouverneurs. Sur la période allant de décembre 2011 à décembre 2014, seule la première réunion mensuelle du Conseil des gouverneurs est consacrée à la décision de politique monétaire et est suivie d'une conférence de presse. Généralement, le communiqué de presse est diffusé à 13h00 tandis que la conférence de presse débute à 14h30. Depuis janvier 2015, la BCE a adopté la même fréquence de réunions de politique monétaire que la Réserve fédérale, à savoir une réunion toutes les 6 semaines. Chacune de ses réunions est suivie d'une conférence de presse.

Dans le cas de la Réserve fédérale, la réunion du FOMC sur l'orientation de la politique monétaire se tient toutes les six semaines. La décision est ensuite communiquée *via* une déclaration détaillée qui motive le choix du FOMC. Contrairement à la BCE, les réunions du FOMC ne sont pas systématiquement suivies d'une conférence de presse. Celles-ci sont organisées trimestriellement pour la présentation des prévisions économiques du FOMC. La publication du « statement » du FOMC est dans son format assez proche de la déclaration introductive prononcée par le Président de la BCE (le communiqué de presse diffusé en amont de la conférence est par contre très succinct et fait uniquement état de la décision).

Les résultats de l'estimation de l'équation (1) suggèrent une réaction significative du taux de change lors des réunions de la Réserve fédérale et de la BCE (tableau 1). L'effet est statistiquement significatif – au seuil de 1 % – à la date ( $t$ ) pour la Réserve fédérale et au seuil de 5 %

**Tableau 1. Variation en valeur absolue du taux de change euro/dollar et politique monétaire de la FED et de la BCE**

	(1) $ \Delta s_t $	(2) $ \Delta s_t $	(3) $ \Delta s_t $	(4) $ \Delta s_{t+1} $
$\beta^{ECB}$	0,00097*** [0,0004]		0,00083** [0,0004]	0,00084** [0,0004]
$\beta^{FED}$		0,0032*** [0,0006]	0,0031*** [0,0006]	0,00091** [0,0004]
$\beta^{VIX}$	0,00013*** [0,00001]	0,00013*** [0,00001]	0,00013*** [0,00001]	0,00012*** [0,00001]
$\alpha$	0,0029*** [0,0003]	0,0028*** [0,0003]	0,0028*** [0,0003]	0,0029*** [0,0003]
$N^{ECB}$	249		249	249
$N^{FED}$		178	178	178
$N$	4955	4956	4955	4955
$R^2$	0,047	0,059	0,060	0,044
DW p-val	0,34	0,33	0,34	0,60

Note : Erreurs standards entre parenthèses, \*  $p < 0,1$  ; \*\*  $p < 0,05$  ; \*\*\*  $p < 0,01$ .

Source : Estimation des auteurs sur la période janvier 1999-décembre 2017. DW p-val désigne la p-value du test Durbin-Watson d'autocorrélation des résidus à l'ordre 1. L'hypothèse nulle d'autocorrélation est rejetée pour les 4 estimations.

**Tableau 2. Variation en valeur absolue du taux de change euro/dollar et politique monétaire de la FED et de la BCE (pré-2007 et post-2007)**

	(1) $ \Delta s_t $	(2) $ \Delta s_{t+1} $	(3) $ \Delta s_t $	(4) $ \Delta s_{t+1} $
	Pré-2007		Post-2007	
$\beta^{ECB}$	0,00011 [0,0003]	0,00091** [0,0004]	0,0020*** [0,0007]	0,0011* [0,0007]
$\beta^{FED}$	0,0019*** [0,0006]	0,00059 [0,0005]	0,0040*** [0,001]	0,0011* [0,0006]
$\beta^{VIX}$	-0,0000054 [0,00001]	-0,0000071 [0,00001]	0,00018*** [0,00002]	0,00017*** [0,00002]
$\alpha$	0,0049*** [0,0003]	0,0049*** [0,0003]	0,0022*** [0,0003]	0,0024*** [0,0003]
$N$	2237	2237	2718	2718
$R^2$	0,0070	0,0037	0,12	0,088

Note : Erreurs standards entre parenthèses, \*  $p < 0,1$  ; \*\*  $p < 0,05$  ; \*\*\*  $p < 0,01$ .

Source : Estimation des auteurs sur la période janvier 1999-décembre 2017.

pour la BCE. L'effet continue d'être significatif à la date ( $t + 1$ ) pour les deux banques centrales<sup>8</sup>. Il semble également que les marchés réagissent plus fortement aux annonces de la Réserve fédérale qu'à celle de la BCE. Cet effet à la date ( $t$ ) pourrait néanmoins s'expliquer par le *timing* des annonces. En effet, à 17h, heure de Paris, le temps écoulé depuis la décision de la Réserve fédérale – prise la veille – est plus long. Il n'y a en effet que 4 heures entre l'annonce faite par la BCE le même jour, et un peu moins si l'on considère que les marchés réagissent également aux informations communiquées pendant la conférence de presse qui débute à 14h30. La différence entre les deux coefficients est plus faible à la date ( $t+1$ ) mais toujours plus élevée pour les réunions du FOMC.

Ces résultats indiquent que pour un taux de change de 1 euro pour 1 dollar, la variation moyenne en valeur absolue en l'absence d'annonce est de 0,003, soit un taux de change qui passerait à  $1 \pm 0,0028$ . L'effet additionnel d'une annonce la BCE ferait passer le taux de change à  $1 \pm 0,004$  ( $0,0028 + 0,00083$  dans la colonne 3) le jour de l'annonce tandis que la variation du taux de change consécutive à la réunion du FOMC serait de  $1 \pm 0,006$  ( $0,0028 + 0,0031$ )<sup>9</sup>.

L'équation (1) est ensuite estimée sur deux sous-périodes pour tenir compte d'un potentiel impact différent entre la période pré-crise et la période de crise qui s'ouvre à partir d'août 2007. Deux raisons peuvent expliquer un effet différent. D'une part, pendant la crise, les banques centrales ont utilisé un autre instrument de politique monétaire. D'autre part, la situation macroéconomique a été fortement dégradée, ce qui pourrait modifier la réaction des marchés aux annonces de politique monétaire dans le sens d'une plus ou moins grande volatilité.

La distinction entre la période pré-crise et la période qui débute après août 2007 indique que les marchés réagissent différemment aux décisions des deux banques centrales. Ainsi, la réaction du taux de change aux décisions de politique monétaire de la BCE sont plus faibles

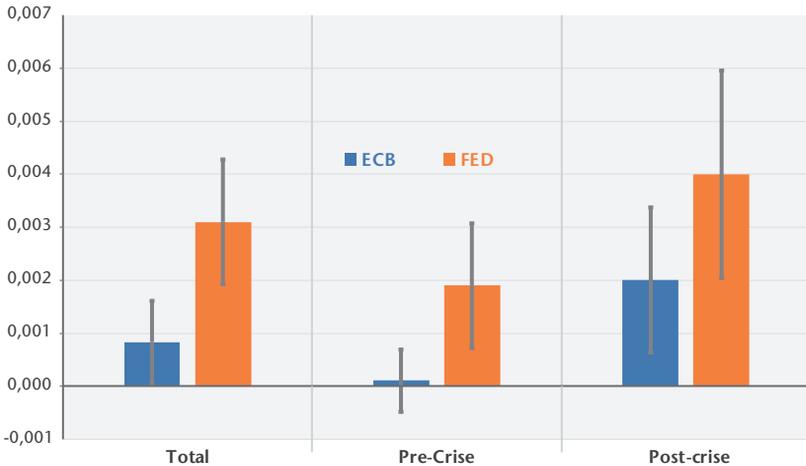
---

8. Une estimation pour  $k = -1$  non reproduite ici permet de montrer qu'il n'y a pas de hausse significative de la volatilité des taux de change la veille des décisions de la BCE ou de la Réserve fédérale, qui indiquerait un effet d'anticipation.

9. Il est utile de préciser que l'effet mesuré ici est la sur-réaction en valeur absolue relativement au jour sans annonce. La sur-réaction un jour suivant peut donc venir augmenter ou réduire l'effet observé en niveau du jour d'annonce.

(et non significatives à la date ( $t$ )) sur la période pré-crise (graphique 1) que depuis août 2007. Sur la période pré-crise, l'effet des décisions de la BCE n'est pas significatif pour la date ( $t + 1$ ). Du côté de la Réserve fédérale, l'impact est significatif au seuil de 1 % sur la période pré-crise comme sur la période de crise. Il semble toutefois plus élevé depuis août 2007. Par ailleurs, la variation en valeur absolue du taux de change euro/dollar reste plus forte après les décisions de politique monétaire américaine qu'après celles de la BCE. L'écart est significatif au seuil de 10 % sur l'ensemble de la période ainsi que sur la période pré-crise. Les résultats suggèrent cependant que, depuis août 2007, la différence de réaction ne serait plus significative.

**Graphique 1. Impact des annonces de la BCE et de la Réserve fédérale sur la variation en valeur absolue du taux de change à la date ( $t$ )**



Note : Les barres grises représentent les intervalles de confiance à 90 % de chaque point estimé.

Source : Estimations des auteurs sur la période janvier 1999-décembre 2017.

Ces résultats montrent qu'il y a bien une réaction significative du taux de change le jour – ainsi que le jour suivant – où sont prises et annoncées les décisions de politique monétaire de la BCE et de la Réserve fédérale. Par ailleurs, les marchés accorderaient plus d'importance aux informations nouvelles communiquées par la Réserve fédérale. Cette conclusion semble cependant s'atténuer depuis la crise financière qui a éclaté pendant l'été 2007.

## 2. L'impact des chocs de politique monétaire à moyen terme

Au-delà de l'effet signal, se pose la question de la transmission à l'économie réelle des décisions de politique monétaire sur le taux de change. Néanmoins, l'analyse de la relation entre politique monétaire et taux de change doit aussi tenir compte du fait que les décisions prises par les banques centrales sont fonction du contexte macroéconomique et impactent l'évolution de l'activité et de l'inflation. Or, ces deux variables peuvent aussi exercer un impact sur le taux de change. Une hausse de l'inflation se traduit par exemple par une perte de compétitivité, ce qui peut entraîner une dépréciation de la monnaie domestique si la théorie de la parité des pouvoirs d'achat relative est vérifiée. Dans le même temps, si la banque centrale a un objectif d'inflation, elle est amenée à durcir sa politique monétaire, ce qui devrait plutôt entraîner une appréciation de la monnaie. Dès lors, la corrélation entre l'instrument de politique monétaire et le taux de change est susceptible de capter plusieurs causalités : ici, celle du taux d'inflation vers le taux de change ou celle de la politique monétaire vers le taux de change. C'est pourquoi, l'analyse empirique doit tenir compte de ces biais potentiels en purgeant l'instrument de politique monétaire de l'ensemble des facteurs auxquels la banque centrale réagit et qui sont également susceptibles d'influencer le taux de change. La modélisation VAR est une méthode pertinente pour ce type d'analyse sur la politique monétaire et notamment pour déterminer son impact sur le taux de change<sup>10</sup>. Cette méthode permet de représenter, dans un modèle multivarié, les interdépendances entre un nombre restreint de variables macroéconomiques et/ou financières et de simuler la dynamique de chacune de ces variables en fonction de chocs identifiés à partir du vecteur de résidus.

Nous estimons ici un modèle à huit variables : le PIB des États-Unis et de la zone euro, l'inflation américaine et de la zone euro<sup>11</sup>, le taux implicite – *shadow rate* – aux États-Unis et dans la zone euro, le prix du pétrole (comme indicateur des pressions inflationnistes) et enfin le taux de change euro/dollar. Le modèle est estimé en fréquence mensuelle sur deux sous-périodes : janvier 1999-juillet 2007 et août 2007-décembre 2017. Les données de PIB – disponibles uniquement en fréquence trimestrielle – ont donc été interpolées en calant leur évolu-

---

10. Voir Eichenbaum et Evans (1995) et Kim (2001) pour des premières analyses de l'impact de la politique monétaire en économie ouverte à partir de ces modèles.

11. Mesurée dans les deux cas par l'indice des prix à la consommation.

tion pour les points manquants sur celle de l'IPPI. Le PIB, l'indice des prix à la consommation et le prix du pétrole sont exprimés en glissement annuel, le taux d'intérêt est en niveau tandis que le taux de change est en différence première. L'orientation de la politique monétaire est captée par le *shadow rate* calculé par Krippner (2013)<sup>12</sup>. L'indicateur est un taux monétaire équivalent à l'EONIA ou au taux des fonds fédéraux et qui permet de représenter dans l'espace des taux d'intérêt l'ensemble des mesures non conventionnelles prises par les banques centrales. Ce taux peut être négatif reflétant ainsi l'orientation expansionniste de la politique monétaire au-delà de la limite à zéro pour le taux directeur fixé par la banque centrale.

L'estimation des fonctions de réponse est effectuée avec une décomposition de Choleski. L'ordre des variables dans le modèle permet donc d'identifier les chocs sous l'hypothèse qu'elles sont rangées de la variable la plus exogène à la plus endogène. Ainsi, le taux de change et le prix du pétrole étant des variables financières cotées quotidiennement, nous supposons qu'elles peuvent s'ajuster rapidement aux chocs affectant les autres variables du modèle : choc de PIB, choc d'inflation ou choc de politique monétaire. Inversement, le PIB et l'inflation sont supposés réagir avec inertie aux chocs de politique monétaire et de taux de change. De par l'importance qu'elle donne à l'ordre des variables, la décomposition de Choleski n'est généralement pas pertinente lorsqu'il s'agit de représenter la dynamique de variables financières. En effet, il n'est dans ce cas pas possible de supposer qu'une variable réagit plus rapidement qu'une autre à un choc<sup>13</sup>. Dans la mesure où les taux monétaires, le prix du pétrole et les taux de change varient quotidiennement, il est généralement délicat de supposer qu'une de ces variables est plus exogène que l'autre. Néanmoins, l'indicateur de politique monétaire retenu ici est certes calculé à partir de données quotidiennes mais est disponible sur une fréquence mensuelle. Par ailleurs, ici, les taux d'intérêt reflètent surtout la fonction de réaction de la banque centrale. Or les décisions des banques centrales ne sont pas quotidiennes mais sont prises à une fréquence de 4 à 6 semaines. Il est donc légitime de supposer que le taux mesurant l'orientation de la politique monétaire est plus exogène que le taux de

12. Les données sont disponibles ici : <https://www.rbnz.govt.nz/research-and-publications/research-programme/additional-research/measure-of-the-stance-of-united-states-monetary-policy/comparison-of-international-monetary-policy-measures>.

13. Voir Erhmann, Fratzscher et Rigobon (2011) sur ce point.

change. L'objectif ici n'est pas de capter les variations haute fréquence des taux d'intérêt de court terme mais d'identifier des chocs de politique monétaire à partir d'une règle – estimée implicitement – où la politique monétaire à la date ( $t$ ) tient compte des variations passées de l'ensemble des variables – activité, inflation et taux de change – mais aussi des chocs courants sur l'activité et l'inflation. Quant au prix du pétrole, il est introduit comme proxy des pressions inflationnistes futures. En effet, la littérature sur l'effet des chocs monétaires sur l'inflation a mis en avant l'existence de l'énigme des prix<sup>14</sup>, c'est-à-dire d'une augmentation de l'inflation consécutive à un choc de politique monétaire restrictif. Cette énigme s'explique par le fait que la banque centrale augmente ses taux lorsqu'elle anticipe une hausse de l'inflation. Ainsi, en l'absence de variables captant l'anticipation d'inflation de la banque centrale, la réponse de l'inflation reflète surtout cet effet d'anticipation. Kim et Roubini (2000) suggèrent d'introduire un indicateur de prix du pétrole pour résoudre cette énigme des prix. Ainsi, dans la mesure où notre analyse porte sur la dynamique du taux de change, nous laissons le taux de change réagir de façon contemporaine à l'ensemble des autres chocs, y compris le choc sur le prix du pétrole.

Nous estimons dans un premier temps un modèle où nous considérons l'écart entre les variables zone euro et américaines. Le modèle est réduit à cinq variables : PIB (Zone euro – États-Unis), inflation (Zone euro – États-Unis), politique monétaire (Zone euro – États-Unis), prix du pétrole et taux de change. Cette première étape permet notamment de mettre en évidence l'effet d'un durcissement relatif de la politique monétaire en zone euro sur le taux de change euro/dollar. Cette approche suppose implicitement que la réaction du taux de change est identique pour une hausse d'un point du taux d'intérêt implicite de la BCE ou une baisse d'un point du taux implicite de politique monétaire de la Réserve fédérale. Ensuite, nous tenons compte d'une réponse asymétrique en dissociant les variables zone euro et les variables américaines<sup>15</sup>.

Il faut souligner que la décomposition de Choleski n'est pas neutre sur la représentation des interdépendances entre les deux pays<sup>16</sup>. En

---

14. Voir Sims (1992).

15. Dans cette seconde spécification, le nombre d'équations estimées augmente fortement et réduit le nombre de degrés de liberté. Nous intégrons donc le prix du pétrole comme une variable exogène pour réduire le nombre de variables endogènes du modèle.

16. Voir Faust et Rogers (2003).

effet, dans le cas d'une modélisation à deux pays A et B avec A ordonné avant B, l'ordre suppose que la politique monétaire du pays B intègre les chocs monétaires du pays A. Puisqu'ici les variables américaines sont placées avant celles de la zone euro<sup>17</sup>, cela revient notamment à supposer que la fonction de réaction de la politique monétaire dans la zone euro intègre les chocs sur le PIB américain, l'inflation américaine mais aussi le choc de politique monétaire aux États-Unis. Inversement, le modèle contraint la politique monétaire aux États-Unis à ne pas réagir à un choc contemporain sur la politique monétaire de la BCE. Autrement dit, on fait l'hypothèse que la BCE tiendrait compte des décisions contemporaines de politique monétaire aux États-Unis. Inversement, la Réserve fédérale ne tiendrait pas compte des décisions contemporaines de politique monétaire dans la zone euro<sup>18</sup>. S'il s'agit de l'hypothèse centrale retenue ici, il est néanmoins aisé d'estimer les fonctions de réponse lorsque les variables américaines sont placées après les variables zone euro<sup>19</sup>.

Comme pour l'étude de l'effet de signal, le modèle est estimé sur deux sous-périodes : janvier 1999- juillet 2007 et août 2007- décembre 2017. Les fonctions de réponse ainsi obtenues sont représentées sur les graphiques 2, 3 et 4.

Pour le modèle où les variables sont exprimées en écart, un durcissement de la politique monétaire dans la zone euro se traduit par une appréciation immédiate de l'euro sur les deux sous-périodes. L'effet est significatif au seuil de 10 % au moment de l'impact et le mois suivant le choc, il ne l'est plus pour les périodes suivantes. Sur la période janvier 1999- juillet 2007, le pic est atteint au bout d'un mois avec une hausse du taux d'appréciation de l'euro de 0,07 point pour un choc d'un point de taux d'intérêt relatif. La dynamique de la réponse du taux de change sur la période de crise suggère un effet plus faible de la politique monétaire relativement à la période précédente. Le pic serait effectivement de 0,02 point. Ces résultats suggèrent que la phase de normalisation plus rapide aux États-Unis que dans la zone euro devrait se traduire, toute chose égale par ailleurs, par une dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar.

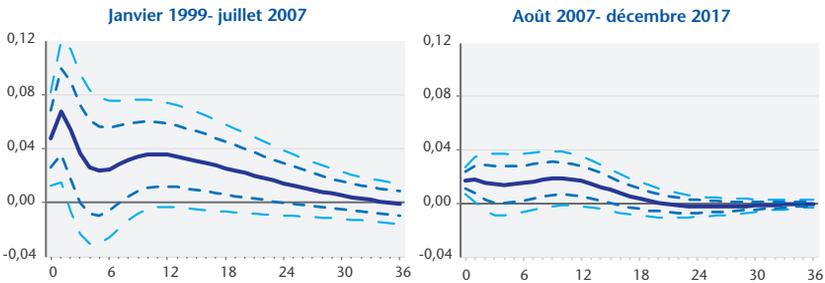
---

17. Pour rappel, le vecteur de variables est le suivant : PIB-US, PIB-EUZ, Inflation-US, Inflation EUZ, *shadow rate* US, *shadow rate* EUZ, taux de change euro/dollar.

18. Dans les deux cas, les banques centrales tiennent compte des décisions passées de politique monétaire dans l'autre pays.

19. Les fonctions de réponse ainsi estimées sont très proches quel que soit l'ordre retenu.

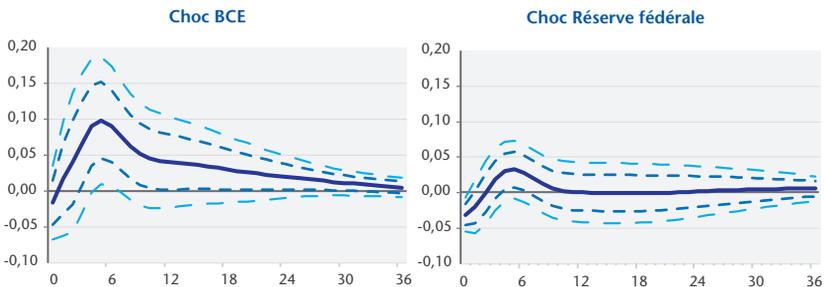
**Graphique 2. Réponse du taux de change euro/dollar à un choc d'un point de pourcentage de taux d'intérêt**



Source : Estimations des auteurs. Intervalles de confiance à 90 et 68 % (soit 1,64 et 1 écart-type).

Nous distinguons ensuite selon que le choc de politique monétaire correspond à une hausse d'un point dans la zone euro ou aux États-Unis. Sur la période pré-crise, un choc restrictif de politique monétaire dans la zone euro se traduit par une appréciation du taux de change de l'euro (graphique 3). Pour une augmentation d'un point de taux d'intérêt, le pic du taux d'appréciation de l'euro atteint 0,1 au cours du cinquième mois suivant le choc. L'effet est alors significatif au seuil de 10 % entre les quatrième et septième mois. Pour un choc de politique monétaire aux États-Unis, il y a une appréciation immédiate du dollar (et donc une dépréciation de l'euro) significative au seuil de 10 %. Néanmoins, ce mouvement s'inverse à partir du deuxième mois et ne devient plus significatif. Le pic de réaction du taux de change sur la période plus crise semble cette fois-ci plus fort après les décisions prises par la BCE même si cet effet maximum est retardé.

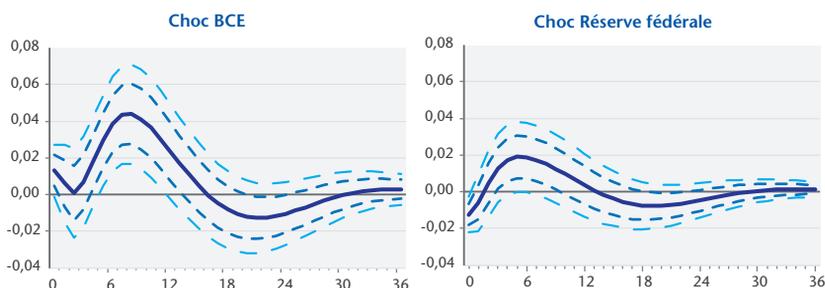
**Graphique 3. Réponse du taux de change euro/dollar à un choc d'un point de pourcentage de taux d'intérêt pour la période pré-crise**



Source : Estimations des auteurs sur la période janvier 1999- juillet 2007. Intervalles de confiance à 90 et 68 % (soit 1,64 et 1 écart-type).

Pour la période de crise, la réponse du taux de change à un choc restrictif de politique monétaire dans la zone euro est proche de celle estimée sur la période pré-crise (graphique 4). L'effet atteint un pic à partir du sixième mois et est significatif entre les cinquième et douzième mois. Il semble également que l'ampleur de l'effet est moins forte sur la période de crise qu'avant la crise. Le taux de dépréciation augmente de 0,04 point au maximum pour une hausse d'un point de taux d'intérêt. De même, pour un choc de politique monétaire aux États-Unis, l'appréciation du dollar est immédiate et atteint son effet maximum au moment du choc. Elle n'est d'ailleurs significative au seuil de 10 % qu'au moment de l'impact. La réaction du taux de change est également de moindre ampleur qu'avant la crise et moins forte qu'après les décisions de la BCE.

**Graphique 4. Réponse du taux de change euro/dollar à un choc d'un point de pourcentage de taux d'intérêt pour la période de crise**



Source : Estimations des auteurs sur la période août 2007-décembre 2017. Intervalles de confiance à 90 et 68 % (soit 1,64 et 1 écart-type).

Par ailleurs, la décomposition de la variance du taux de change euro/dollar indique qu'elle résulte principalement de chocs idiosyncratiques, à plus de 70 % sur la période pré-crise (tableau 1). La politique monétaire de la zone euro, et plus généralement les variables zone euro, contribue plus fortement à la variance du taux de change que la politique monétaire américaine ou l'inflation et la croissance aux États-Unis. Depuis août 2007, la contribution de la politique monétaire de la Réserve fédérale, de l'activité et de l'inflation aux États-Unis est plus élevée que celle de la zone euro. Cependant, ce rôle plus important pour les chocs originaires des États-Unis tient surtout au rôle sur la croissance américaine car la politique monétaire de la BCE contribue plus fortement à la variance du taux de change que la politique monétaire de la Réserve fédérale à sauf au cours de la première année.

Globalement, la variance s'explique encore majoritairement par des chocs idiosyncratiques même si leur rôle diminue au cours du temps, passant de 80 % après un mois à 52,6 % après 36 mois.

**Tableau 3. Décomposition de la variance du taux de change (en %)**

**Période pré-crise (avant août 2007)**

	PIB réel		Inflation		Politique monétaire		Taux de change	Total	
	EUZ	USA	EUZ	USA	EUZ	USA		EUZ	USA
1	0,9	0,4	14,2	6,0	0,3	4,4	73,9	15,3	10,8
6	1,7	0,2	8,6	2,4	4,5	3,2	79,4	14,9	5,8
12	1,9	0,2	7,5	2,5	7,8	3,7	76,3	17,3	6,5
24	1,9	0,2	7,2	2,4	9,2	3,6	75,5	18,3	6,2
36	1,9	0,2	7,2	2,4	9,5	3,7	75,1	18,6	6,3

**Période de crise (à partir d'août 2007)**

	PIB réel		Inflation		Politique monétaire		Taux de change	Total	
	EUZ	USA	EUZ	USA	EUZ	USA		EUZ	USA
1	0,1	2,6	5,8	6,8	1,5	3,1	80,1	7,4	12,5
6	0,6	12,3	3,2	4,6	2,7	4,4	72,1	6,6	21,3
12	0,5	17,0	2,6	3,9	14,9	6,9	54,2	17,9	27,9
24	0,5	16,7	2,4	4,2	15,9	7,5	52,8	18,8	28,4
36	0,5	16,7	2,4	4,2	16,1	7,6	52,6	19,0	28,5

Source : Estimations des auteurs.

### 3. Conclusion

Cet article s'intéresse à l'influence relative de la politique monétaire de la zone euro et des États-Unis sur le taux de change. À cette fin, nous développons une approche en deux étapes permettant d'analyser d'abord l'effet de signal de la politique monétaire puis la transmission des chocs de politique monétaire en distinguant à chaque fois la période pré-crise et la période de crise, depuis août 2007.

Les résultats des estimations suggèrent un effet signal plus important de la Réserve fédérale. En effet, les réunions du FOMC entraînent généralement une réaction plus forte du taux de change que celles de la BCE. L'effet tendrait cependant à s'estomper depuis la crise. Inversement, une analyse en termes de VAR montre une plus forte réaction du taux de change au choc de politique monétaire dans la zone euro. L'euro s'apprécie donc (respectivement se déprécie) vis-à-vis du dollar lorsque la politique monétaire devient plus restrictive (respectivement

plus expansionniste) dans la zone euro. Les fonctions de réponse indiquent également un sur-ajustement décalé de l'euro après les chocs de politique monétaire de la BCE alors que celui-ci serait immédiat pour les chocs de politique monétaire aux États-Unis.

## Références

- Eichenbaum M. et C. Evans, 1995, « Some empirical evidence on the effects of shocks to monetary policy on exchange rates », *Quarterly Journal of Economics*, 110(4) ; 975-1009.
- Ehrmann M., M. Fratzscher et R. Rigobon, 2011, « Stocks, bonds, money markets and exchange rates: measuring international financial transmission », *Journal of Applied Econometrics*, 26(6) ; 948-974.
- Faust J., et Rogers J., 2003, « Monetary policy's role in exchange rate behavior », *Journal of Monetary Economics*, 50(7) : 1403-1424.
- Faust J., Rogers J., Swanson E. et Wright J., 2003, « Identifying the effects of monetary policy shocks on exchange rates using high frequency data », *Journal of the European Economic Association*, 1(5) : 1031-1057.
- Faust J., Rogers J. H., Wang S. Y. B., et Wright J. H., 2007, « The high-frequency response of exchange rates and interest rates to macroeconomic announcements », *Journal of Monetary Economics*, 54(4) : 1051-1068.
- Gürkaynak R., et Wright J., 2013, « Identification and inference using event studies », *The Manchester School*, 81(S1) : 48-65.
- Blo, C., et P. Hubert, 2017, « Quels effets attendre de la réduction du bilan des banques centrales ? », *Revue de l'OFCE*, 152, 215-232.
- Kim S., 2001, « International transmission of US monetary policy shocks: Evidence from VAR's », *Journal of Monetary Economics*, 48(2) : 339-372.
- Kim S., et Roubini N., 2000, « Exchange rate anomalies in the industrial countries: A solution with a structural VAR approach », *Journal of Monetary Economics*, 45(3) : 561-586.
- Krippner L., 2013, « Measuring the stance of monetary policy in zero lower bound environments », *Economics Letters*, 118(1) ; 135-138.
- Kuttner K., 2001, « Monetary policy surprises and interest rates: Evidence from the Fed funds futures market », *Journal of Monetary Economics*, 47(3) : 523-544.
- Neely C., 2015, « Unconventional monetary policy had large international effects », *Journal of Banking & Finance*, 52, 101-111.
- Obstfeld M. et K. Rogoff, 1995, « The mirage of fixed exchange rates », *Journal of Economic Perspectives*, 9(4) : 73-96.

- Rogers J. H., Scotti C., et Wright J. H., 2014, « Evaluating asset-market effects of unconventional monetary policy: a multi-country review », *Economic Policy*, 29(80) : 749-799.
- Sims C. A., 1992, « Interpreting the macroeconomic time series facts: The effects of monetary policy », *European economic review*, 36(5) : 975-1000.
- Taylor J., 1995, « The monetary transmission mechanism: an empirical framework », *Journal of Economic Perspectives*, 9(4) : 11-26.
- Zettelmeyer J., 2004, « The impact of monetary policy on the exchange rate: evidence from three small open economies », *Journal of Monetary Economics*, 51(3) : 635-652.

# DÉBAT SUR LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES À COURT TERME DU 13 AVRIL 2018

*Participants au débat :*

**Laurent Clavel** : *Responsable de la Recherche Macroéconomique,  
AXA Investment Managers*

**Paola Monperrus-Veroni** : *Économiste senior, Direction des études  
économiques du Groupe Crédit Agricole*

**Éric Heyer, Paul Hubert, Mathieu Plane, Xavier Ragot,**

**Xavier Timbeau** : *OFCE*

## Monde

**Xavier Ragot** : Commençons par l'environnement international. À votre avis, quel sera l'impact de la politique budgétaire aux États-Unis ? Y-a-t-il un risque de krach boursier aux États-Unis ? Sont-ils en fin de cycle ? Les taux de chômage peuvent-ils encore baisser sans entraîner une hausse de l'inflation ?

**Paola Monperrus-Veroni** : À la fois sur le scénario international et sur le scénario France, nos prévisions coïncident. Mais nous prévoyons 2,8 % de croissance aux États-Unis et 2,9 l'année prochaine. Là nous sommes plutôt dans une logique d'accélération l'année prochaine alors que vous prévoyez un ralentissement. De ce fait nous n'inscrivons pas de retournement du cycle américain à l'horizon de notre prévision, en revanche la probabilité d'un retournement à partir de 2020-2021 a augmenté et est proche de 50 %. Pour nous cette relance budgétaire aux États-Unis arrive peut-être à un mauvais moment dans le cycle et elle risque de provoquer une surchauffe qui devrait se faire sentir plus tard ; pour le moment on constate une amélioration de la profitabilité à la suite de la baisse d'impôts qui permet de maintenir les valorisations des actifs risqués cohérentes avec la profitabilité et la trajectoire de relèvement des taux de la banque centrale. Lorsque ce stimulus sera terminé, on entrera dans une nouvelle phase du cycle avec un autre

partage de la valeur ajoutée mais cette séquence se situe au-delà de notre scénario.

Pour l'instant nous ne voyons pas de risque de krach boursier aux États-Unis, justement parce qu'on assiste à une meilleure profitabilité. Même si le cycle des États-Unis arrive à maturité, les résultats en matière de chômage et d'inflation sont encore bons. Actuellement des marges existent encore sur le marché américain qui empêchent de générer des véritables tensions inflationnistes. Après un épisode à la hausse des anticipations d'inflation en début d'année, et en regardant en zone euro les niveaux des taux à long terme assez bas, on se demande si nous ne sommes pas en train d'entrer dans un processus inverse ; à la suite des menaces de guerres commerciales, ne devrait-on pas envisager à la baisse les anticipations de croissance et d'inflation ?

**Laurent Clavel** : Par mon métier, notre grille de lecture de toutes ces questions se fait à travers les marchés financiers. Notre scénario est proche de celui de l'OFCE, avec 2,9 % de croissance cette année, très au-dessus du potentiel que nous estimons à 1,7 %. Nous assistons donc à une forte résorption du déficit de demande. Sur l'impact de la politique budgétaire aux États-Unis, il nous semble que la couverture médiatique européenne est exagérément défavorable à ce que fait Trump. L'interprétation de sa guerre commerciale avec la Chine comme des négociations avec la Corée du Nord est mauvaise ; il fait comme il le dit dans son livre « The Art of the Deal », sa négociation est très agressive au début mais cela permet, à ses yeux, d'ouvrir le débat ! De même il veut obliger les Chinois et ses voisins de l'ALENA (Canada, Mexique) à ouvrir leur marché intérieur. Aujourd'hui la mondialisation des biens est terminée – depuis 2005 le taux d'ouverture mondiale est stable – et nous ne croyons pas à une nouvelle phase de mondialisation sur les biens. À l'inverse, l'intérêt est de prolonger cette phase par une mondialisation des services, d'autant plus que pour les Américains le marché des services chinois est une grande aubaine, notamment les services financiers. Autre exemple de couverture médiatique exagérément négative, le stimulus budgétaire. Ce stimulus vise surtout les personnes qui ont déjà beaucoup d'épargne donc cela entraîne beaucoup d'effet d'aubaine avec un multiplicateur keynésien faible. Par ailleurs, à ce moment du cycle, l'investissement privé va être évincé, le multiplicateur sera faible... mais tout de même pas nul. Donc oui nous nous attendons à une croissance très au-dessus du potentiel, notamment grâce au stimulus budgétaire.

Un autre impact de la politique budgétaire aux États-Unis est qu'elle affaiblit le dollar ; la variation du change n'est plus conforme aux modèles, avec un différentiel de taux d'intérêt à court terme qui est aujourd'hui totalement décorrélé du change et ce depuis plus d'un an. Cette politique budgétaire et l'élargissement considérable du déficit américain ont été à notre sens intégrés dans les prix de marché. Donc nous pensons que le dollar ne va pas se renforcer davantage. Cette politique budgétaire est modérément inflationniste mais en revanche lors du prochain ralentissement, que nous ne pouvons pas encore précisément dater, les Démocrates, qui devraient être au gouvernement, risquent d'être contraints par les Républicains (dans l'opposition) à faire de la consolidation budgétaire pro-cyclique<sup>1</sup>, catastrophe que la zone euro a faite en 2011, 2012, 2013 et la France une année de plus en 2014 !!

Le risque de krach boursier aux États-Unis existe déjà. Au premier trimestre les valorisations des actions américaines ont été très modérées. Il faudra attendre le retournement de l'opinion sur le niveau de dette, qui est très élevé aujourd'hui, pour les voir repartir à la hausse.

« Les États-Unis sont-ils en fin de cycle » : je partage votre diagnostic que l'*output gap* est fermé comme au Royaume-Uni, en Allemagne ou au Japon (pas en France) ; ces quatre pays n'ont pas vécu de *double deep* en 2011, mais nous ne croyons pas qu'ils soient en fin de cycle. D'abord à cause du stimulus mais aussi de l'élan de dérégulation (financière notamment) aux États-Unis, ce qui montre une grande capacité d'extension du cycle. La question est de savoir si on peut créer une « bulle réelle », un *output gap* qui est significativement positif, et une des façons d'y parvenir est de faire de la dérégulation. C'est ce qu'a fait Trump avec l'énergie. Le marché américain de l'extraction hypothécaire ne s'est jamais remis de la crise financière mondiale mais si on incite les ménages à se ré-endetter, alors une croissance supérieure au potentiel est possible encore quelques années. Au total, on va pouvoir repousser l'échéance du cycle mais potentiellement en augmentant l'amplitude.

Jusqu'où va baisser le taux de chômage sans créer de l'inflation ? Un bon papier de la Fed de San Francisco montre qu'après la mondialisation des biens, nous sommes passés à un nouveau choc d'offre, la

---

1. Page D., « The US's dangerous deficits: Part one – Public finances », Recherche AXA IM, mai 2018.

numérisation. On le voit par exemple en France avec l'effet de l'arrivée d'un quatrième opérateur mobile sur les prix. Aux États-Unis, les effets sont nombreux, désinflationnistes et a-cycliques. Si on enlève ces effets de la numérisation, sur la seule partie qui est historiquement bien corrélée avec le cycle, l'inflation américaine remonte. On ne le voit pas sur les salaires parce que la productivité n'accélère pas, ce qui est alarmant. Mais si l'on regarde le coût du travail unitaire, on retrouve une pente sur la courbe de Phillips, ce qui implique que la poursuite de la baisse du taux de chômage va entraîner une hausse de l'inflation. L'an dernier, la Fed a procédé à trois hausses de taux, contrairement à ce qu'anticipait le marché en début d'année. Nous pensons que cette situation va se poursuivre cette année avec une Fed aux commandes et des marchés qui suivent et intègrent les hausses dans les prix (taux longs).

**Xavier Ragot** : Quatre questions : 1) Quelle est la relation entre déficit budgétaire et taux de change ? 2) Aux États-Unis la dette publique rapportée au PIB est élevée mais la dette des entreprises est faible, ce qui renvoie au partage salaire/profit aux États-Unis où la part salaire est faible ; comment évaluer la soutenabilité de cette dette des entreprises (*corporate*) et comment prévoir l'évolution des salaires ? 3) « Bulle réelle » : c'est un nouveau concept qui renvoie à une possible suraccumulation du capital. Comment mesurer cette possible suraccumulation ? S'agit-il de la dépréciation du capital à venir du fait d'une hausse non-anticipée des taux d'intérêt pour de nombreux projets moins rentables ? 4) Sur la *digital economy*, l'effet direct des gains induits par l'économie numérique sur le prix de l'équipement du capital est bien visible, il est reflété dans l'indice de productivité ; y-a-t-il autre chose d'invisible qui générerait des tensions désinflationnistes ?

**Éric Heyer** : Autre question plus terre à terre, afin de confronter vos prévisions aux nôtres, jusqu'où le dollar va-t-il se déprécier ? Par ailleurs le stimulus budgétaire aujourd'hui inquiète car il diminue les marges de manœuvre lorsque le cycle se retournera, en revanche le symétrique pour la politique monétaire inquiète moins, pourquoi ? Est-ce parce que l'on compte davantage sur les politiques non conventionnelles *via* le bilan des banques centrales ?

**Laurent Clavel** : En fait, si on regarde ce cycle monétaire en projetant sur deux ans, avec quatre hausses de taux cette année et sans doute trois ou quatre l'année prochaine, on arrivera à un niveau de taux *Fed fund* pas si bas que ça. Par ailleurs, une fois le taux directeur

effondré à zéro au prochain ralentissement, le QE serait relancé, comme outil pérenne de la politique monétaire. Ainsi, le *shadow Fed fund rate* (équivalent fictif du taux directeur qui intègre la politique monétaire non-conventionnelle) donnera de nouveau des marges de manœuvre importantes à la politique monétaire.

**Éric Heyer** : Le déficit budgétaire américain au moment de la crise de 2007 était à 3 %, aujourd'hui il est à 5 %...

**Paola Monperrus-Veroni** : C'est peut-être une question de timing, il faudra bien du temps pour reconstruire le déséquilibre créé jusqu'en 2007. Entre temps on peut gagner des marges en termes de taux directeur pour faire face. La réponse est peut-être là : nous sommes dans un régime de modération salariale afin de garantir la profitabilité et c'est peut-être ce nouveau cycle financier qui va pallier ce manque de revenu salarial et créer un effet de levier pour les ménages, comme ce fut le cas sous l'administration Clinton.

**Laurent Clavel** : Au lieu de faire du *Housing affordability Act*, la grande mesure de George W. Bush, on peut faire du *Iphone affordability Act*, tout le monde peut tout acheter même sans travail ni revenus, c'est ce que j'entendais par créer une « bulle réelle », c'est-à-dire pousser la croissance (*via* la consommation et l'endettement) au-delà de son potentiel même une fois l'*output gap* résorbé.

**Xavier Timbeau** : Le *Income affordability Act* était destiné à combler une défaillance de marché lorsque les *Prime* n'accédaient pas au marché alors qu'ils étaient solvables. Ensuite le développement du *Subprime* sur la bulle immobilière a conduit à l'accélération de la bulle.

**Laurent Clavel** : Le discours de Bush était « Tout le monde doit être propriétaire », ce qui induit de ne pas regarder la qualité du crédit. Pour autant, des bulles apparaissent aux États-Unis régulièrement sans provoquer de récessions mondiales de l'ampleur de la crise financière mondiale de 2008-2009. Aujourd'hui le Trésor américain réduit la maturité d'émission ; dans une période où les taux longs sont relativement bas, c'est pour le moins surprenant. Entre l'effet d'aubaine et raccourcir la maturité en période de taux bas, il me semble qu'il y a un juste milieu bien représenté par l'Agence France Trésor qui a gardé sa maturité relativement constante.

Le terme de « bulle réelle » est sans doute mal choisi, mais je l'entendais par distinction de « bulle de valorisation des actifs financiers ». Historiquement, on voit qu'il est possible d'avoir un *output gap*

positif pendant deux ou trois ans. Ceci signifie que l'économie américaine n'est pas condamnée à ralentir au niveau de la croissance potentielle (que nous estimons autour de 1,7 %), on peut aussi construire un excédent de demande.

Sur le point numérisation/inflation, la Fed de San Francisco regarde l'IPC à un niveau assez fin afin de déterminer les variations historiquement bien corrélées à l'inflation (les effets change, importations, etc.) et détermine s'il existe des tensions sur la partie cyclique de l'inflation. Par exemple en France, l'arrivée de Free a eu de gros effets a-cycliques de compression des prix. Mais il est difficile de voir des effets prévisibles de la numérisation sur l'IPC et beaucoup moins sur les statistiques de productivité. Cependant on ne peut pas exclure un effet « à la 1996 » avec des gains de productivité sous-estimés dans les premières estimations des comptes nationaux et qui apparaissent au fur et à mesure des révisions. Aux États-Unis, les gains de productivité de 1996 sont ainsi passés de 1 % à 3,5 % annualisés. C'est sans doute ce qui nous attend même s'il est difficile de mesurer des prix de services.

**Paul Hubert** : On a dit que le programme de QE aux États-Unis deviendrait un outil conventionnel, avec une taille de bilan plus élevée. Or sur la base actuelle de réduction du bilan de la Fed, il retrouvera en points de PIB son niveau de 2007 en 2021 environ. Aujourd'hui l'anticipation des marchés semble être que la réduction du bilan va continuer au rythme actuel. Dans ce cas, comment analysez-vous la fin de la normalisation, à quel niveau et quelle date ?

**Paola Monperrus-Veroni** : Même question, lorsque l'on parle de déréglementation, s'agit-il de recommencer sur un nouveau cycle financier de crédit qui consiste à rajouter plus de deux ans au cycle, ce qui retarderait le retournement d'autant. Pourquoi maintenir cette taille de bilan ?

**Laurent Clavel** : le Président des États-Unis a déjà fait de la déréglementation, sur l'énergie par exemple où il est revenu sur 20 ans de politique environnementale. Sur la déréglementation financière, ce sera sans doute plus compliqué politiquement car le Congrès devrait s'y opposer. Par ailleurs, le sujet n'est pas seulement celui de la réglementation mais aussi celui de la supervision, c'est-à-dire de l'application des règles existantes ; et c'est justement là, à travers les nominations à la tête des différentes agences publiques de supervision, que l'assouplissement pourrait se faire.

Sur la politique monétaire non conventionnelle (QE), il est difficile de modéliser exactement son impact sur les prix de marché : est-ce le stock ou le flux qui joue ? quel rôle pour les anticipations (de flux et de stock) ? Peut-on dire qu'en Europe, le marché a bien intégré la fin du QE de la BCE quand le BTP est en dessous de 2 % ? Dans quelques mois, quand le plafond de non-réinvestissement dépassera le montant des rédemptions (actifs arrivant à maturité et non réinvestis), la réduction du bilan de la FED sera en pilotage automatique, c'est-à-dire que son montant sera dicté par l'arrivée à maturité de bons du Trésor non réinvestis. Par ailleurs, comme le dit l'ancien patron de la FED Ben Bernanke, le niveau cible du bilan de la Fed est sans doute plus élevé qu'il n'était en 2007.

Autre vrai sujet pour la BCE. Imaginons qu'on remonte les taux directeurs, les réserves excédentaires des banques sont rémunérées en-dessous du taux. Or ces réserves excédentaires de l'ensemble du secteur bancaire (aux États-Unis comme en Europe) sont exactement égales au QE. Du coup, si les taux remontent suffisamment, il faut rémunérer les dépôts des banques auprès des banques centrales à un taux potentiellement supérieur au taux moyen du stock d'actifs. Or, contrairement à la Fed, la BCE a acheté beaucoup de papiers courts allemands ou français à un taux négatif. À ce stade (avec un taux de dépôt toujours à -0,4 %), ce n'est pas un débat d'actualité ; mais cela reste un sujet intéressant à moyen terme.

## Europe

**Xavier Ragot** : Sur la période 2018-2020 je perçois un consensus assez fort sur les prévisions américaines et le débat se porte surtout sur un possible dissensus après 2020. Sur l'Union européenne, plusieurs questions sont mises en débat : Le Brexit aura-t-il vraiment lieu ? La croissance italienne est-elle condamnée à rester faible ? Y-a-t-il un risque de surchauffe en Allemagne et quel est le taux de croissance potentielle de l'économie allemande ? Quelle serait le nouveau point de faiblesse de la zone euro ? Enfin plus généralement la croissance potentielle peut-elle varier rapidement dans le cycle économique ? Cela pose la question de sa mesure.

**Laurent Clavel** : Dans notre scénario central, nous anticipons un BINO (*Brexit In Name Only*) ; juridiquement le Royaume-Uni aura quitté l'Union européenne, les drapeaux disparaîtront et le passeport des

citoyens britanniques sera changé. Ainsi, l'avis majoritaire de l'opinion émis en juin 2016 sera respecté. De cette façon, le Royaume-Uni se dirige vers un système pseudo-norvégien, il continuera à contribuer au budget avec un accès au marché commun relativement préservé. Les raisons de notre position sur l'avenir du Royaume-Uni tiennent à l'absence d'unité politique derrière Theresa May et surtout au problème irlandais, crucial et sans solution. Si May avait eu une majorité absolue, elle aurait pu par exemple décaler la frontière entre les deux îles (Irlande et Grande-Bretagne) ; or sans majorité, elle a dû s'allier aux Unionistes Nord-irlandais qui souhaitent l'unité totale du Royaume-Uni (Irlande du Nord comprise). Sans compter que pour des raisons historiques et politiques, la frontière entre les deux Irlande est très sensible. Donc il n'y a pas de sortie possible du problème irlandais.

**Paola Monperrus-Veroni** : Pour nous sur le sujet du Brexit, tout est possible. Etant donné la longueur de la période de transition actuelle, on va se retrouver *de facto* dans la situation que vous décrivez, sauf que l'instauration du passeport pour les services financiers n'est pas un petit événement, surtout dans la perspective de l'harmonisation et de l'union bancaire.

**Laurent Clavel** : tout à fait d'accord sur le passeport financier mais en termes de comportement des agents économiques, l'impact est déjà en cours ; trop d'incertitude a entraîné l'exode ; une partie en Europe, une partie ailleurs. Par ailleurs l'Union européenne n'est pas prête à faciliter les affaires des Anglais qui auront moins que les Suisses n'ont eu.

**Paola Monperrus-Veroni** : Par ailleurs si on entre dans une phase où les accords bilatéraux sont privilégiés aux accords multilatéraux, le Royaume-Uni ne sera plus dans la bonne position affichée par son ministre des Affaires étrangères.

**Xavier Timbeau** : Tout cela pèse sur le niveau à long terme du potentiel du Royaume-Uni, ce qui peut se traduire par une dépréciation durable de la livre. Avez-vous des ordres de grandeur en termes de perte d'activité ?

**Laurent Clavel** : Krugman a estimé la perte à 2 points de PIB. Ce qui n'est pas beaucoup mais il faut se méfier du poids des sur-réactions des commentateurs sur un sujet émotionnellement chargé. De plus, les prix de marché, et surtout la devise, ont vite dévissé. C'est une leçon pour les pays de la zone euro : face à un choc asymétrique, comme celui du Brexit, c'est le change qui devrait absorber le choc. Il n'y a

aucune raison d'avoir des ventes massives d'obligations d'État (de fait, les taux obligataires britanniques ont baissé fortement), on a bien le rôle contra-cyclique de l'État ; la politique monétaire s'est aussi ajustée pour soutenir l'économie (baisse de taux) et non pour défendre la devise. Aujourd'hui, nos modèles de taux de change (livre vs. dollar) indique un résidu (part non expliquée que nous lions à l'incertitude politique, notamment le Brexit) est nul ; les prix de marché n'intègrent donc plus le scénario d'un Brexit défavorable. Par ailleurs, la Banque d'Angleterre, dont l'action reste éminemment dictée par les négociations du Brexit, considère qu'en absence d'issue défavorable sur le Brexit, alors le Royaume-Uni est au plein emploi, d'autant plus que le Brexit (même *soft*) constitue un choc d'offre est négatif et réduit donc l'*output gap* (écart au potentiel). Avec une inflation britannique qui est déjà à la cible, La Banque d'Angleterre va donc remonter tranquillement les taux.

**Éric Heyer** : Là on interprète le potentiel du Royaume-Uni mais comment du coup interpréter le ralentissement assez faible de l'activité malgré les efforts de consolidation budgétaire couplée aux effets négatifs liés au Brexit et à une éventuelle fin de cycle ? Est-ce la dévaluation qui a joué ? De plus nous avons un énorme décalage entre l'IPC et le déflateur, comment l'expliquer ?

**Laurent Clavel** : Le ralentissement au Royaume-Uni est faible mais il existe, simplement il est masqué par la réelle amélioration mondiale ; en différentiel, le Royaume-Uni sous-performe<sup>2</sup>. Pourquoi un ralentissement ? Nous pensons qu'il y a le choc d'inflation qui érode le pouvoir d'achat (ce qui marche bien dans le modèle) et il y a un léger effet investissement que l'on perçoit assez tardivement dû à l'incertitude Brexit. Par ailleurs, il y a l'effet fin de cycle, comme l'analyse la Banque d'Angleterre. Mais pourquoi le ralentissement est faible ? L'assouplissement des conditions de financement est considérable tandis que la dévaluation favorise les gains de parts de marché.

**Xavier Ragot** : Paola pourrait nous parler de l'Italie et faut-il lier le sujet de l'Italie à la prochaine crise de la zone euro !!!

**Paola Monperrus-Veroni** : On ne voit pas la sortie de la crise italienne. Les rythmes de productivité observés font peur, même si la crise a assaini le secteur des entreprises. La demande intérieure étant très faible depuis des années, les performances à l'exportation se sont

---

2. Bardaji J. et Clavel L., « [Brexit, so what ?](#) », *Risque* n° 112, décembre 2017.

accrues. Dans cette course à la survie, les entreprises médiocres ont défailli tandis que les meilleures sont restées en vie. Malgré les apparences, des réformes structurelles ont été mises en place, en premier lieu le secteur bancaire est devenu beaucoup plus sain grâce aux réformes sur la consolidation du système bancaire ; ensuite des réformes dans la justice civile qui accélèrent les temps de rétention dans les bilans ; ces réformes conduisent à une amélioration. Par ailleurs, avant la France, l'Italie a mis en place des négociations sur le temps de travail qui s'accordent mieux à l'évolution de la productivité. Mais on reste quand même dans un environnement où l'investissement public est extrêmement contraint depuis au moins deux décennies, la volonté de relance doit faire face à des moyens très limités et les marges de manœuvre ont plutôt été dirigées vers l'investissement à l'innovation qui reste très limité. L'économie italienne reste dans une phase d'appauvrissement du pouvoir d'achat des ménages, tout cela mène à des projections de croissance très faibles.

Concernant le niveau de stabilité de la dette, on sait qu'un pic est prévu en 2030 qui est surtout dû au vieillissement. On espère que l'inflation va gagner en puissance, que le cycle va continuer avec une dynamique modérée encore quelque temps ; cette dette est à maturité relativement longue, donc on prévoit un horizon de 7 ans où l'Italie peut encore vivoter.

Un lien peut-il être fait avec une nouvelle crise de la zone euro ? Au-delà du risque politique qui pèse sur l'Italie, celle-ci a fait preuve de prudence budgétaire, tenue par sa propre survie. Jusqu'à maintenant les institutions italiennes ont suivi l'accord coopératif voulu par la Commission européenne. On assiste à un accord des deux grandes forces politiques en Italie qui ont bien modéré leur position sur les réformes budgétaires mais leur programme électoral reste peu compatible avec cette orthodoxie budgétaire dont l'Italie a fait preuve jusqu'à maintenant. Malgré tout la Ligue et le mouvement Cinq étoiles semblent trouver des consensus autant sur le revenu minimum que sur la fiscalité. Globalement la coalition des deux forces semble plus ou moins fonctionner et adopter les contraintes européennes.

**Laurent Clavel** : Pour faire le lien avec la zone euro, le problème de la restructuration de la dette en Italie n'aide personne car l'Italie ne peut pas faire défaut sur l'extérieur. Selon les enquêtes et une mesure directe de l'*output gap*, une partie de l'accélération du PIB italien est de l'accélération potentielle et l'Italie semble retourner vers une croissance

potentielle de presque 1 % début 2018<sup>3</sup>. La fermeture du déficit de demande ne se fait pas assez vite par rapport à l'activité mesurée. L'écart de production est persistant malgré la croissance.

À propos du risque de surchauffe en Allemagne et d'une économie française en haut de cycle, la question est de savoir s'il s'agit d'une perte en niveau ou une perte en pente ? On voit dans beaucoup de pays et notamment en moyenne dans la zone euro que le TUC est revenu à son niveau moyen et on observe la même chose pour le chômage. Exemple en France le chômage est passé en dessous de la barre des 9% au T4, au niveau de sa moyenne 2000-2005. Le message est que l'*output gap* est fermé en France, fermé en zone euro et très positif en Allemagne. On le voit à travers les difficultés de recrutement qui sont au plus haut depuis toujours en Allemagne.

Et donc, les 6 % de chômage qui restent en Allemagne sont pérennes, c'est le chômage structurel. Les entreprises ne veulent pas recruter ces chômeurs qui représentent plutôt du PIB perdu et non pas de la croissance ou de l'*output gap*.

Si l'économie allemande est en surchauffe, comment est-il possible d'avoir un excédent courant ? La réponse est que l'euro est trop faible parce que la BCE fait une politique monétaire exagérément accommodante par rapport à la position de l'économie allemande dans le cycle. De fait, l'euro devrait s'apprécier puisqu'il y a un excédent courant de la zone euro (+ de 2 points de PIB). En général, l'inquiétude sur le risque de surchauffe porte sur les prix d'actifs, ainsi que sur le risque de stabilité financière. L'objectif des taux ultra bas est d'opérer un transfert des épargnants vers les endettés, de l'Allemagne vers les pays périphériques ; mais cela crée un risque pour les fonds de pension.

L'économie française ressemble beaucoup à celle de la zone euro, selon différentes métriques, à mi-chemin entre l'Allemagne et l'Europe du Sud. On peut donc se poser la même question pour la France et la zone euro, sur l'*output gap* et le chômage. Sous-estime-t-on le déficit de demande et l'impact des crises sur le marché du travail ? Y a-t-il un effet pérenne défavorable des crises sur le chômage structurel ? On constate de fait que le nombre de chômeurs de longue durée, c'est-à-dire qui sont au chômage depuis plus d'un an ou plus de deux ans (ces deux indicateurs sont disponibles pour l'ensemble des pays), a signifi-

---

3. Clavel L. et Madesclaire T., « *Multiple Voices: The Italian election - what you need to know* », *Recherche AXA IM*, février 2018.

cativement augmenté en Europe du Sud. Et il est ainsi probable que le chômage structurel soit plus élevé aujourd'hui qu'il ne l'était en 2000-2005 dans ces pays.

Dans le cas de l'Allemagne, on l'a dit, le déficit de demande semble résorbé, voire nous sommes en surplus (*output gap* positif). Alors pourquoi la croissance des salaires allemands reste faible ? Historiquement déjà les salaires allemands n'étaient pas galopants, avant 2007. Les indexations à la productivité étaient absentes. Ceci est un vrai problème pour l'ensemble de la zone euro puisque sa pérennité repose sur une résorption des déséquilibres macroéconomiques au sein de la zone. Une solution serait donc que les coûts du travail allemands accélèrent plus que partout ailleurs afin de réduire l'excédent courant allemand.

**Éric Heyer** : Dans notre dernière prévision nous nous sommes trompés sur l'Allemagne où on avait prévu un ralentissement. Comment expliquer qu'ils ont continué à accélérer largement ?

**Xavier Timbeau** : Sortir de cette difficulté en définissant ce qu'est l'écart de production ou de potentiel à court ou long terme, en intégrant ou pas l'effet d'investissement. Si on intègre l'accélération du potentiel et si on élargit le débat pour savoir pourquoi l'investissement ne se produit pas et pas simplement sur la surchauffe des économies, cela déplace le débat sur le plus long terme, ce qui est plus intéressant.

**Laurent Clavel** : Oui c'est peut-être la loi de Jean-Baptiste Say à l'envers : « Une expansion longue peut augmenter le potentiel ».

En France, j'ai vu que vous aviez dit qu'il y avait un ralentissement au T1 dû au ralentissement du pouvoir d'achat grevé par l'augmentation des prélèvements obligatoires. Je pense que cela contribue au ralentissement mais l'explication me semble insuffisante. Dans les autres pays de la zone euro, cette mesure de prélèvements obligatoires n'a pas eu lieu et on observe pourtant un trou d'air au T1 sur l'ensemble de la zone euro, par exemple en Allemagne. À la suite de ce ralentissement, nous prévoyons, comme la plupart des conjoncturistes, un rebond au T2<sup>4</sup>. Mais si tout le monde a tort, c'est peut-être le début d'un ralentissement pérenne qui serait très inquiétant. Nos enquêtes évoquent seulement un trou d'air assez largement réparti parmi les pays. Nous concentrons notre attention sur l'Allemagne, pays davantage cyclique que la France et en avance de phase sur le cycle

---

4. Clavel L., « The seasonal first quarter GDP curse extends to Europe », *Recherche AXA IM*, mai 2018.

économique. Un ralentissement de l'économie allemande serait ainsi particulièrement inquiétant pour les économistes de marché.

**Mathieu Plane** : Bien sûr le risque de retournement existe, nous pensons qu'il y a un décalage de cycle entre la France et l'Allemagne. Les marges des exportateurs se sont bien redressées, nous pensons que nous n'avons pas encore mangé tout notre pain blanc et que nous n'avons pas encore atteint notre potentiel. Nous avons aujourd'hui davantage de marges de croissance qu'en Allemagne qui butte clairement sur des contraintes structurelles.

**Xavier Ragot** : Si vous aviez un concept équivalent à l'*output gap*, ce serait combien aujourd'hui ? Nous nous disons -2, la Commission dit 0,6, le trésor 1. Quel est le déficit de demande ?

**Laurent Clavel** : Pour nous c'est -1,2 au niveau de la zone euro<sup>5</sup> et donc de la France.

L'autre point est de savoir si la France va gagner des parts de marché. Pour nous, hors change on perd moins de parts de marché mais il reste quand même un problème de compétitivité hors-prix en France. Nous ne sommes pas très optimistes.

**Mathieu Plane** : Dans notre prévision, on neutralise les effets du commerce extérieur !! 2016 n'était pas une bonne année pour le commerce extérieur, marquée notamment par des événements exceptionnels comme la mauvaise production agricole ou la baisse du tourisme à la suite des attentats. En 2017, on assiste à une sorte de rattrapage et on ne met pas d'accélération sur 2018. Cette hypothèse est relativement conservatrice car si on regarde le niveau de l'investissement productif, le niveau des marges industrielles, les réformes mises en place, et si malgré tout cela on continue à perdre des parts de marché, que fait-on ? Il y aura bien un jour un effet et ils commencent seulement à se voir.

**Paola Monperrus-Veroni** : Pour nous il y a ralentissement de la perte mais c'est sans conviction pour la suite ■

---

5. Clavel L. et Kuhanathan A., « Are European corporates really witnessing a maturing economic cycle? », *Recherche AXA IM*, mai 2018



## Tableaux

### La fin d'un cycle ?

Scénario de croissance mondiale . . . . .	29
Évolution de l'endettement des agents privés depuis 2008 . . . . .	44
Évolution du marché du travail dans l'UE entre 2007 et 2016 – 15-64 ans . . . . .	70
Évolution du nombre d'heures travaillées avant et après la crise de 2007 . . . . .	72
Impulsion budgétaire et comptes publics . . . . .	85
Effet de la politique budgétaire sur le PIB . . . . .	94
Ajustements nominaux nécessaires en 2016 . . . . .	99
Évolution du montant médian de la dette des ménages par pays entre 2010 et 2014, pour les ménages endettés . . . . .	114
Évolution du revenu disponible réel des ménages et de ses principales composantes . . . . .	129
Respect des accords de baisse de production, février 2018 . . . . .	154
Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières . . . . .	160
Équilibre sur le marché pétrolier et prix des matières premières industrielles	161
États-Unis : résumé des prévisions . . . . .	162
Zone euro : résumé des prévisions . . . . .	163
Allemagne : résumé des prévisions . . . . .	164
France : résumé des prévisions . . . . .	165
Italie : résumé des prévisions . . . . .	166
Espagne : résumé des prévisions . . . . .	167
Royaume-Uni : résumé des prévisions . . . . .	168
Amérique latine : résumé des prévisions . . . . .	169
Asie : résumé des prévisions de PIB . . . . .	169
Nouveaux États membres de l'Union . . . . .	169

### France : retour à meilleure fortune

Résumé de la prévision pour l'économie française . . . . .	176
Estimation des paramètres de long terme de l'équation d'exportations en volume (1980-2016) . . . . .	198
Les freins et leviers de la croissance en France depuis 2015 . . . . .	201
Emploi et chômage . . . . .	223
Effets du CICE et du Pacte de responsabilité sur la dynamique de l'emploi . . . . .	232
Entrées et effectifs de bénéficiaires des dispositifs spécifiques de politique de l'emploi . . . . .	235
Décomposition de la population active observée et potentielle . . . . .	238
Projections de population active . . . . .	242

Hypothèses de distributions de probabilité . . . . .	243
Principaux agrégats de finances publiques . . . . .	247
Décomposition de la variation du solde public . . . . .	249
Détail des mesures de prélèvements en 2018 (en mds d'euros) . . . . .	250
Détail des mesures de prélèvements obligatoires en 2019 . . . . .	254
Résultats économétriques (1999-2016) . . . . .	260
Résumé des prévisions pour l'économie française . . . . .	262
France. Ressources et emplois en biens et services, aux prix chaînés . . . . .	263
Déflateur de la consommation et taux de salaire horaire . . . . .	264
Emploi et productivité par habitant . . . . .	264
Éléments du compte des ménages . . . . .	265
Commerce extérieur et parts de marché . . . . .	266
Taux d'intérêt et taux de change . . . . .	266

### **Les effets de la politique budgétaire depuis 2008 dans six économies avancées**

Variation du solde structurel primaire . . . . .	274
Évaluation de l'orientation de la politique budgétaire selon différents instituts (en points de PIB potentiel) . . . . .	277
Effets sur le PIB en volume d'une impulsion budgétaire de 1 pt de PIB selon différents modèles . . . . .	284
Impulsion budgétaire cumulée et impact sur le PIB (2008-2017) . . . . .	287
Impact total de la politique budgétaire sur le niveau du PIB (2008-2017) . . . . .	292
Effet de la politique budgétaire sur le PIB . . . . .	296
Impact sur le PIB d'une impulsion faite avec une mesure de demande . . . . .	300
Impact sur le PIB d'une impulsion faite avec un instrument d'offre . . . . .	300
Impact sur le PIB d'une impulsion faite avec l'investissement public . . . . .	301

### **Taux de change d'équilibre et ampleur des désajustements internes à la zone euro**

Croissance potentielle et élasticité des importations à la production domestique . . . . .	317
Élasticité-prix des volumes et des prix d'exportation et d'importation . . . . .	318
Écart-type de l'élasticité-prix des volumes et des prix d'exportation et d'importation . . . . .	318
Ajustements nominaux nécessaires en 2016 (relativement à la moyenne de la zone euro) . . . . .	320
Ajustements nominaux nécessaires, 2000-2016 (relativement à la moyenne de la zone euro, en %) . . . . .	321
Positions extérieures nettes en 2016 et projections de long terme en l'absence de réajustement nominal . . . . .	323
Simulations de Monte-Carlo des ajustements nominaux nécessaires en 2016 (relativement à la moyenne de la zone euro) . . . . .	324

## Taux de change euro/dollar : un effet BCE ou Réserve fédérale ?

Variation en valeur absolue du taux de change euro/dollar et politique monétaire de la FED et de la BCE .....	341
Variation en valeur absolue du taux de change euro/dollar et politique monétaire de la FED et de la BCE (pré-2007 et post-2007) .....	341
Décomposition de la variance du taux de change (en %) .....	350

## Graphiques

### La fin d'un cycle ?

PIB des pays industrialisés .....	21
PIB des pays émergents .....	22
Effet des chocs sur la croissance .....	25
Confiance des ménages .....	28
Croissance mondiale .....	30
Révisions de la croissance potentielle .....	32
Taux de chômage dans les principaux pays industrialisés .....	34
Inflation sous-jacente dans les principaux pays industrialisés .....	35
Mesures de l'écart de production de l'année 2007 .....	37
Mesures alternatives du taux de chômage aux États-Unis .....	37
Taux d'intérêt publics à long terme .....	40
Évolution de la dette publique brute .....	41
Bulles sur les marchés actions et immobiliers aux États-Unis .....	43
Taux de croissance de la productivité horaire des salariés .....	49
Gains tendanciels de productivité horaire .....	50
Décomposition et évolution de la croissance potentielle .....	52
Output gap en 2017 selon différents instituts .....	53
Niveau de l'output gap et taux d'inflation sous-jacent en 2017 .....	54
Écart de l'output gap en 2017 par rapport à 2007 selon les différents instituts .....	55
Écart d'output gap et de taux d'inflation sous-jacente entre 2017 et 2007 .....	55
Quelques mesures de l'écart de production en 2017 .....	56
Taux d'inflation dans les pays développés .....	58
Inflation sous-jacente dans les pays développés .....	58
Évolution des salaires au Royaume-Uni .....	59
Taux d'activité, taux d'emploi et taux de chômage aux États-Unis .....	61
Taux d'inflation (déflateur de la consommation) .....	62
Déflateur de la consommation au Royaume-Uni .....	64

Anticipations d'inflation à 5 ans dans 5 ans . . . . .	65
Cycles de productivité . . . . .	67
Variation du taux d'activité par âge entre 2007 et 2016 . . . . .	70
Taux de chômage observé au T4 2017 et taux de chômage . . . . .	72
Évolution de l'emploi temporaire depuis 2007	73
Nombre de réformes entre 2007 et 2014 portant sur la fixation des salaires, aboutissant pour les employeurs à... . . . . .	74
Taux de chômage au T4 2017... . . . .	75
Taille du bilan de la Réserve fédérale . . . . .	77
Taux d'intérêt issus d'une règle de Taylor pour les États-Unis . . . . .	78
Les achats de titres de la BCE . . . . .	79
Les taux directeurs de la BCE et l'Eonia . . . . .	82
Prévision des taux directeurs des banques centrales . . . . .	83
Variation du solde structurel primaire dans les économies avancées . . . . .	84
Dette et déficit publics aux États-Unis . . . . .	91
Impulsions budgétaires cumulées en 2018-2019 . . . . .	93
Soldes courants des pays de la zone euro . . . . .	97
Indicateur de désajustements nominaux intra-zone euro . . . . .	100
Engagements financiers du secteur non financier, par pays et par agent . . . . .	106
Typologie des pays selon l'écart du taux d'endettement à la moyenne des onze pays cités, par agent, T3-2017 . . . . .	108
Crédits aux ménages . . . . .	110
Crédits aux sociétés non financières . . . . .	110
Part de la dette obligataire dans la dette des sociétés non financières . . . . .	111
Composition de la dette des ménages américains . . . . .	111
Évolution de la proportion de ménages endettés, dans les pays européens entre 2009-2010 et 2013-2014 . . . . .	112
Évolution de la part de ménages endettés par quintile de richesse nette entre 2010 et 2014 . . . . .	113
Part des ménages dont le ratio dette/actif dépasse 100 %, évolution entre 2010 et 2014, pour quatre grands pays de la zone euro . . . . .	116
Quartiles de richesse nette par pays, taux de croissance entre 2010 et 2014, pour quatre grands pays de la zone euro . . . . .	116
Taux d'emploi et taux de chômage aux États-Unis . . . . .	118
Décomposition du revenu disponible brut des ménages américains . . . . .	120
L'investissement du secteur privé au Royaume-Uni . . . . .	123
Marges commerciales sur les biens et services (a) . . . . .	125
Inflation au Royaume-Uni, selon l'IPCH et le déflateur de la consommation	126
Évolution des salaires hebdomadaires moyens . . . . .	127
Croissance de l'Allemagne, de la France et du reste de la zone euro . . . . .	132
Taux de chômage et part des salaires dans la valeur ajoutée . . . . .	134
Évolution du nombre d'emplois par type de contrat . . . . .	137
Part des prêts irrécouvrables (sofferenze) . . . . .	140

Répartition de la demande finale dans le PIB . . . . .	142
Encours des crédits au secteur non financier en Chine . . . . .	147
Prix des matières premières en Amérique latine . . . . .	150
Stocks commerciaux de barils de Brent de l'OCDE . . . . .	156
Production de pétrole par région des États-Unis, 2014-2017 . . . . .	157

## France : retour à meilleure fortune

Taux de croissance du PIB de la France . . . . .	177
Écart de croissance France/zone euro hors France . . . . .	178
PIB par habitant en France . . . . .	179
Taux d'investissement par agent . . . . .	180
Chômage, halo et sous-emploi . . . . .	181
Écart de production et croissance potentielle en 2017 . . . . .	183
Écart de production depuis 2007 . . . . .	184
Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie . . . . .	186
Durée d'utilisation des équipements dans l'industrie . . . . .	187
Entreprises déclarant des difficultés d'offre et celles déclarant des difficultés de demande dans l'industrie . . . . .	189
Productivité du capital des entreprises non financières . . . . .	190
Pourcentage d'entreprises déclarant des difficultés de recrutement . . . . .	191
Raisons des difficultés dans les cas d'abandons de recrutement faute de candidats . . . . .	192
Salaires et difficultés de recrutement dans l'industrie . . . . .	193
Taux de marge par branche . . . . .	193
Emploi et investissement des entreprises . . . . .	194
PIB et demande intérieure hors stocks (en volume) . . . . .	195
Contribution au PIB par composante en France et dans la zone euro . . . . .	196
Les exportations françaises en biens et services . . . . .	197
Taux de marge du secteur exportateur . . . . .	200
Climats des affaires . . . . .	203
Le taux de croissance du PIB observé et estimé . . . . .	204
Séries conjoncturelles quantitatives . . . . .	206
Évolution trimestrielle du pouvoir d'achat du RDB des ménages . . . . .	208
Variation trimestrielle du pouvoir d'achat . . . . .	209
Déflateur de la consommation des ménages . . . . .	209
Évolution des salaires et des prix . . . . .	210
Taux d'épargne des ménages . . . . .	211
Taux d'épargne par quintile de niveau de vie . . . . .	212
Évolution trimestrielle de l'investissement des ménages en volume . . . . .	213
Évolution du nombre de logements autorisés et commencés sur 12 mois . . . . .	214
Indicateurs de conjoncture dans le secteur du bâtiment . . . . .	215

Taux d'investissement des entreprises non financières par produit . . . . .	217
Investissement et taux de marge des entreprises non financières . . . . .	217
Décomposition de la variation du taux de marge des SNF de la fin 2013 à la fin 2017 . . . . .	218
Impact de la baisse de l'Impôt sur les sociétés sur l'investissement des entreprises non financières . . . . .	219
Exportations et perspectives d'exportations dans l'industrie . . . . .	220
Facteurs d'évolution des exportations . . . . .	222
Évolution de l'emploi salarié marchand corrigé de l'intérim . . . . .	225
Taux de marge par branche . . . . .	226
Intentions d'embauche et climat de l'emploi . . . . .	227
Cycle de productivité dans le secteur marchand . . . . .	231
Contrats aidés dans le secteur non-marchand . . . . .	233
Créations d'emploi cumulées depuis le premier trimestre 2015 . . . . .	239
Taux d'activité observé et projeté . . . . .	239
Halo du chômage . . . . .	240
L'incertitude en prévision . . . . .	244
Évolution annuelle de la dépense publique primaire hors crédits d'impôts .	252
Évolution annuelle du taux de PO . . . . .	259

### **Les effets de la politique budgétaire depuis 2008 dans six économies avancées**

Variation du solde structurel primaire dans les économies avancées selon différentes organisations internationales . . . . .	274
Impulsion budgétaire cumulée au sein des principales économies avancées	276
Impact cumulé de la politique budgétaire sur le niveau du PIB (en points de PIB) . . . . .	290
Impact cumulé total de la politique budgétaire sur le niveau du PIB (2008-2017) . . . . .	294
Impulsions budgétaires cumulées en 2018-2019 . . . . .	295

### **Taux de change d'équilibre et ampleur des désajustements internes à la zone euro**

Soldes courants (moyenne mobile sur quatre trimestres) . . . . .	304
Distribution de la condition de Marshall-Lerner généralisée . . . . .	319
Indicateur de désajustements nominaux intra-zone euro, avec contributions par pays . . . . .	322
Coûts salariaux unitaires nominaux dans la zone euro et règle d'or des salaires . . . . .	325
Balances courantes et CSU, entre 2007 et 2017 . . . . .	327
Exportations, importations et CSU, entre 2007 et 2016 . . . . .	328

## Taux de change euro/dollar : un effet BCE ou Réserve fédérale ?

Impact des annonces de la BCE et de la Réserve fédérale sur la variation en valeur absolue du taux de change à la date (t) . . . . .	343
Réponse du taux de change euro/dollar à un choc d'un point de pourcentage de taux d'intérêt pour la période pré-crise . . . . .	348
Réponse du taux de change euro/dollar à un choc d'un point de pourcentage de taux d'intérêt . . . . .	348
Réponse du taux de change euro/dollar à un choc d'un point de pourcentage de taux d'intérêt pour la période de crise . . . . .	349

## Encadrés

Taux d'activité et durée du travail : des impacts différenciés sur le taux de chômage . . . . .	71
Un budget 2018 en Espagne : un défi pas encore gagné mais possible . . .	87
Les multiplicateurs dynamiques . . . . .	95
Les crédits au secteur non financier : sources et définitions . . . . .	104
L'état des négociations sur la sortie de l'UE . . . . .	123
Mesures économiques du gouvernement indien . . . . .	148
Modélisation des exportations en biens et services marchands . . . . .	197
L'indicateur avancé . . . . .	203
L'impact des mesures fiscales de 2018-2019 sur le taux d'épargne des ménages . . . . .	211
Investissement des ménages : en attendant l'ELAN . . . . .	213
La modélisation de l'emploi . . . . .	228
Le Plan d'Investissement Compétences . . . . .	237
Population active et halo du chômage . . . . .	238
Les incertitudes entourant la baisse du taux de chômage . . . . .	243
Le dynamisme des recettes publiques de 2017 peut-il persister en 2018 ? .	257
Comment mesurer l'impulsion budgétaire ? . . . . .	279

## Liste des abréviations de pays

AFG	Afghanistan	COM	Comores
AGO	Angola	CPV	Cap-Vert
ALB	Albanie	CRI	Costa Rica
AND	Andorre	CUB	Cuba
ARE	Émirats arabes unis	CYP	Chypre
ARG	Argentine	CZE	République tchèque
ARM	Arménie	DEU	Allemagne
ATG	Antigua-et-Barbuda	DJI	Djibouti
AUS	Australie	DNK	Danemark
AUT	Autriche	DO	DMA Dominique
AZE	Azerbaïdjan	DOM	République dominicaine
BDI	Burundi	DZA	Algérie
BEL	Belgique	ECU	Équateur
BEN	Bénin	EGY	Égypte
BFA	Burkina Faso	ERI	Érythrée
BGD	Bangladesh	ESP	Espagne
BGR	Bulgarie	EST	Estonie
BHR	Bahreïn	ETH	Éthiopie
BHS	Bahamas	EUZ	Zone euro
BIH	Bosnie-Herzégovine	FIN	Finlande
BLR	Biélorussie	FJI	Fidji
BLZ	Belize	FRA	France
BOL	Bolivie	FSM	Micronésie
BRA	Brésil	FYR	Macédoine
BRB	Barbade	GAB	Gabon
BRN	Brunei	GBR	Royaume-Uni (Grande-Bretagne)
BTN	Bhoutan	GEO	Géorgie
BWA	Botswana	GHA	Ghana
CAF	République centrafricaine	GIN	Guinée
CAN	Canada	GMB	Gambie
CHE	Suisse	GNB	Guinée-Bissau
CHL	Chili	GNQ	Guinée équatoriale
CHN	Chine	GRC	Grèce
CIV	Côte d'Ivoire	GRD	Grenade
CMR	Cameroun	GTM	Guatemala
COD	République démocratique du Congo	GUY	Guyana
COG	République du Congo	HKG	Hong Kong
COL	Colombie	HND	Honduras

HRV	Croatie	MLI	Mali
HTI	Haïti	MLT	Malte
HUN	Hongrie	MMR	Birmanie
IDN	Indonésie	MNG	Mongolie
IND	Inde	MNP	Îles Mariannes du Nord
IRL	Irlande	MOZ	Mozambique
IRN	Iran	MRT	Mauritanie
IRQ	Irak	MUS	Maurice
ISL	Islande	MWI	Malawi
ISR	Israël	MYS	Malaisie
ITA	Italie	NAM	Namibie
JAM	Jamaïque	NER	Niger
JOR	Jordanie	NGA	Nigeria
JPN	Japon	NIC	Nicaragua
KAZ	Kazakhstan	NLD	Pays-Bas
KEN	Kenya	NOR	Norvège
KGZ	Kirghizistan	NPL	Népal
KHM	Cambodge	NRU	Nauru
KIR	Kiribati	NZL	Nouvelle-Zélande
KNA	Saint-Christophe-et-Niévès	OMN	Oman
KOR	Corée du Sud	PAK	Pakistan
KWT	Koweït	PAN	Panama
LAO	Laos	PER	Pérou
LBN	Liban	PHL	Philippines
LBR	Liberia	PLW	Palaos
LBY	Libye	PNG	Papouasie-Nouvelle-Guinée
LCA	Sainte-Lucie	POL	Pologne
LIE	Liechtenstein	PRI	Porto Rico
LKA	Sri Lanka	PRK	Corée du Nord
LSO	Lesotho	PRT	Portugal
LTU	Lituanie	PRY	Paraguay
LUX	Luxembourg	QAT	Qatar
LVA	Lettonie	ROU	Roumanie
MAR	Maroc	RUS	Russie
MCO	Monaco	RWA	Rwanda
MDA	Moldavie	SAU	Arabie saoudite
MDG	Madagascar	SCG	Serbie-et-Monténégro
MDV	Maldives	SDN	Soudan
MEX	Mexique	SEN	Sénégal
MHL	Marshall	SGP	Singapour

SLB	Salomon	VCT	Saint-Vincent-et-les-Grenadines
SLE	Sierra Leone	VEN	Venezuela
SLV	Salvador	VNM	Viêt Nam
SMR	Saint-Marin	VUT	Vanuatu
SOM	Somalie	WSM	Samoa
STP	Sao Tomé-et-Principe	YEM	Yémen
SUR	Suriname	ZAF	Afrique du Sud
SVK	Slovaquie	ZMB	Zambie
SVN	Slovénie	ZWE	Zimbabwe
SWE	Suède		
SWZ	Swaziland		
SYC	Seychelles		
SYR	Syrie		
TCD	Tchad		
TGO	Togo		
THA	Thaïlande		
TJK	Tadjikistan		
TKM	Turkménistan		
TLS	Timor oriental		
TON	Tonga		
TTO	Trinité-et-Tobago		
TUN	Tunisie		
TUR	Turquie		
TUV	Tuvalu		
TWN	Taiwan		
TZN	Tanzanie		
UGA	Ouganda		
UKR	Ukraine		
URY	Uruguay		
USA	États-Unis		
UZB	Ouzbékistan		
VAT	Vatican		

Achevé de rédiger en France

Dépôt légal : juin 2018

Directeur de la Publication : Xavier Ragot

Publié par les Éditions du Net SAS 93400 Saint-Ouen