HAL
open science

La fin d'un cycle ? Perspectives 2018-2019 pour l'économie mondiale et la zone euro

Eric Heyer, Xavier Timbeau

▶ **To cite this version:**

Eric Heyer, Xavier Timbeau. La fin d'un cycle ? Perspectives 2018-2019 pour l'économie mondiale et la zone euro. Revue de l'OFCE, 155, pp.165, 2018. hal-03387603

HAL Id: hal-03387603

https://sciencespo.hal.science/hal-03387603v1

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.

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 resteront 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 Rifflart 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 ? 15

Parties thématiques

2. Un sentier de reprise de faible ampleur 42

3. Une reprise avec peu d'inflation 53

4. Cycle de productivité et emploi : retour sur les ajustements depuis la crise 62

5. Politique monétaire : les banques centrales face à l'absence d'inflation 72

6. Politiques budgétaires : accélération sans crise 80

7. Quel taux de change d'équilibre pour l'euro-dollar ?. 92

8. Les crédits au secteur non financier : des taux d'endettement qui restent élevés 99

9. Tour du monde de la situation conjoncturelle 113

Les États-Unis à la relance 113

Royaume-Uni : navigation à vue 117

Allemagne : croissance sans limite ? 127

Italie : l'incertitude politique de retour. 130

Espagne : la reprise est finie, vive la croissance ! 137

Pays émergents : vers la fin du ralentissement 142

Pétrole : stabilité des cours 148

ANNEXE (tableaux)

A1. Principales hypothèses 156

A2. Équilibre marché pétrole 157

A3. États-Unis 158

A4. Zone euro 159

A5. Allemagne 160

A6. France 161

A7. Italie 162

A8. Espagne 163

A9. Royaume-Uni 164

A10. Asie 165

A11. Amérique latine 166

A12. Nouveaux États membres de l'Union 167

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 Etats-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

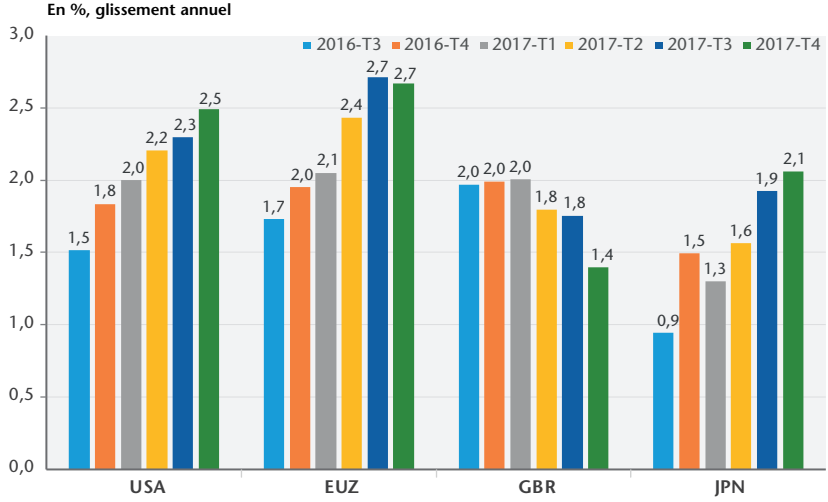
crise. Ensuite, les ratios de dette publique sur PIB sont aussi plus élevés reflétant le soutien apporté par les gouvernements au début de la récession et plus encore les pertes importantes d'activité enregistrées pendant la crise, ce qui a conduit à une dégradation du déficit public conjoncturel sur 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-refermés 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)[1]. 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

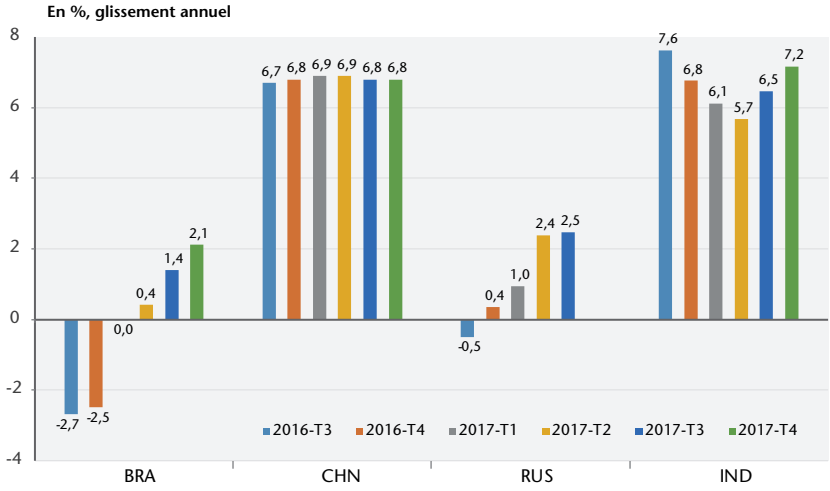
Graphique 1. PIB des pays industrialisés



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 entrainé 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[2]. 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[3].

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

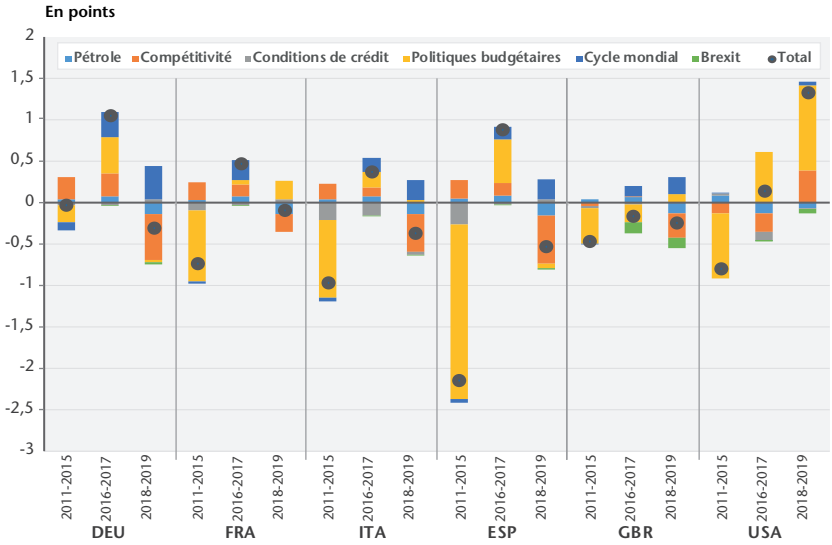
3. Voir Altavilla, Giannone et Lenza (2014), De Santis (2016) ou Szczerbowicz (2015).

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[4].

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[5] 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[6]. 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.

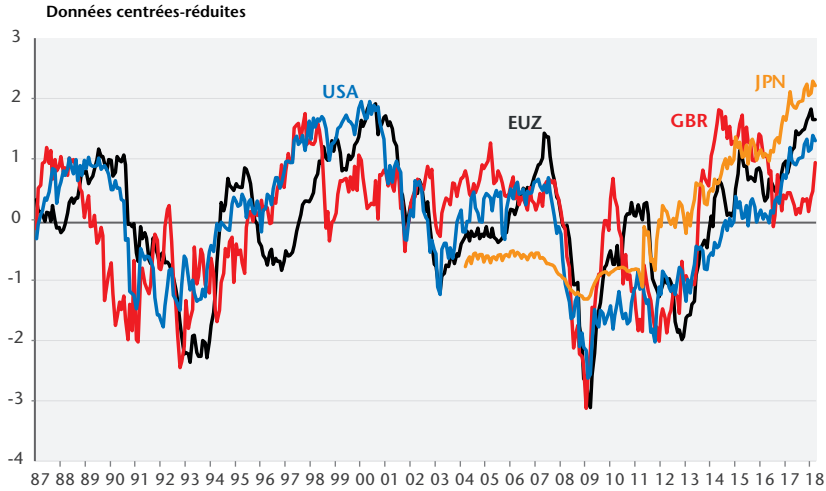
À court terme, les enquêtes de conjoncture envoient des signaux contrastés sur la poursuite de la croissance. D'un côté, on observe le retour de la confiance des ménages vers des niveaux records depuis le début de la Grande Récession en 2008 (graphique 4). À nouveau, le Royaume-Uni n'est pas au diapason 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[7]. Dans la zone euro, nous anticipons une croissance de 0,5 % lors des deux premiers trimestres[8], 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



Sources : Commission européenne, Conference Board.

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[9]. 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 profitabilité. 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[1] 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[2]	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[3]	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[4]	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*

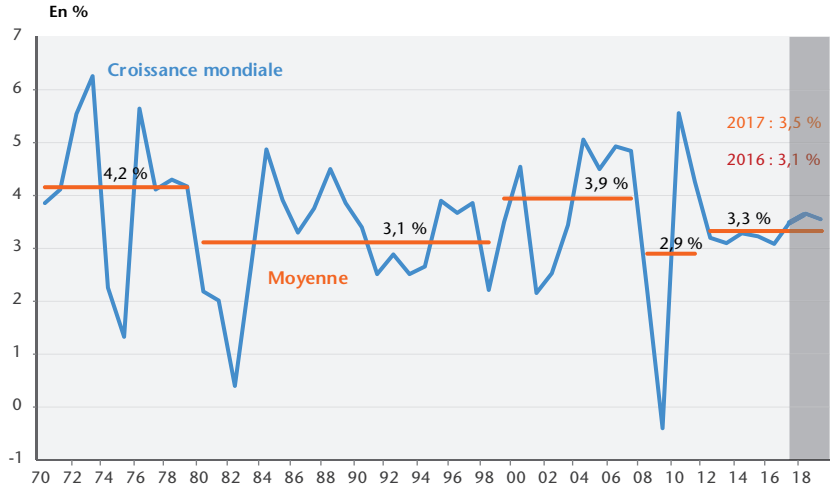
1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2014 estimés par le FMI.
2. Pologne, République tchèque, Hongrie, Bulgarie, Roumanie et Croatie.
3. Turquie, ancienne République yougoslave de Macédoine, Monténégro, Serbie et Albanie.
4. Communauté des États indépendants.

Le calcul des revisions 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[10] 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 Rifflart (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[11] ? 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.

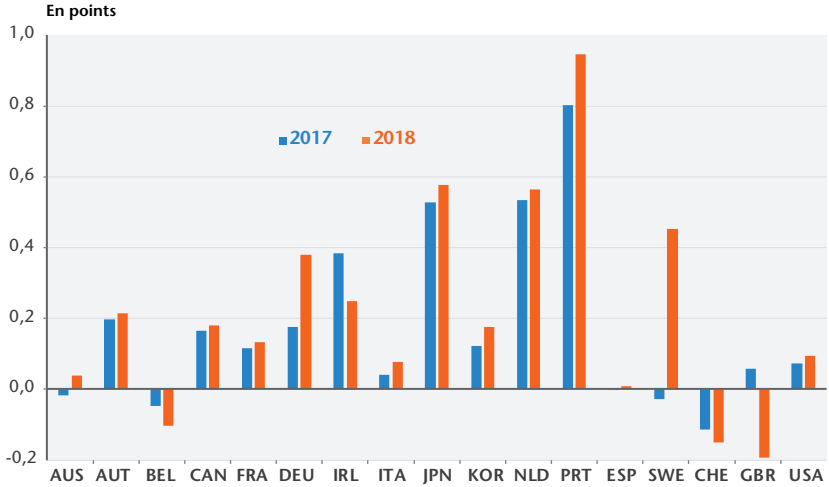
Passé le seuil d'un écart de croissance nul, la trajectoire hors choc se stabiliserait alors autour de la croissance potentielle qui dépend de la quantité disponible des facteurs de production ainsi que de leur productivité. À cet égard, les évolutions récentes de la population active et les estimations 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



Sources : OCDE – *Economic Outlook*, n° 102 et n° 100.

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[12] et les banques ont assaini leur bilan[13], 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.

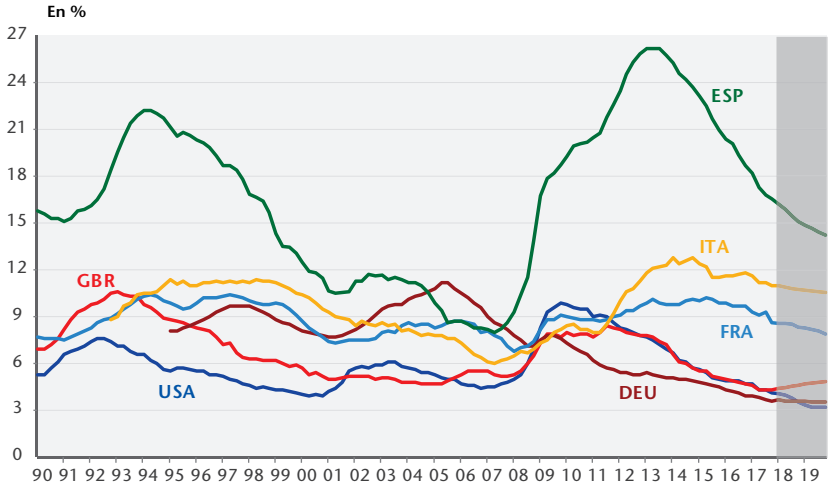
Une reprise sans tensions inflationnistes

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[14]. 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



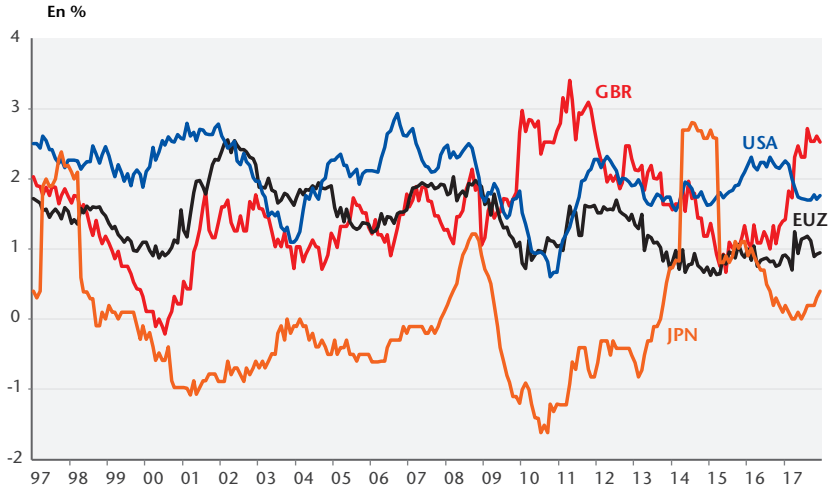
Sources : Comptes nationaux, prévision OFCE avril 2018.

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[15]. 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.

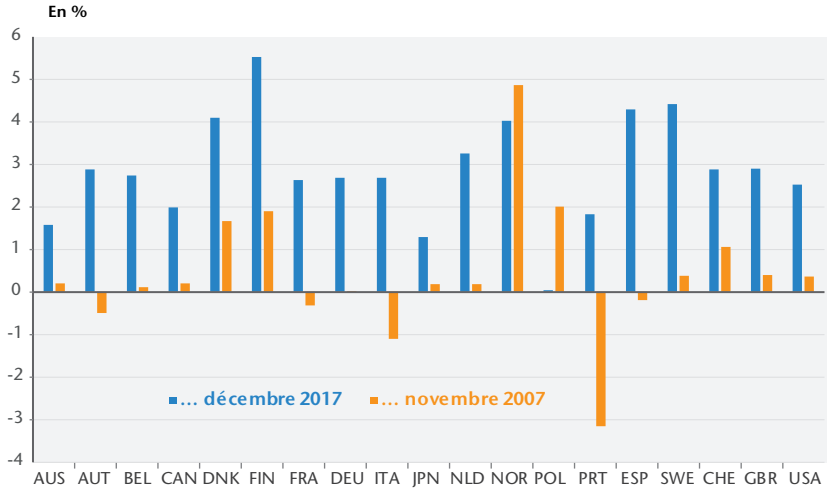
La faible inflation au regard de l'évolution de l'activité renvoie à la pertinence de la courbe de Phillips pour expliquer et prévoir les évolutions de l'inflation[16]. Une analyse de Berson *et al.* (2018) pose la question de la stabilité des paramètres de la courbe de Phillips évoquant la possibilité 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.

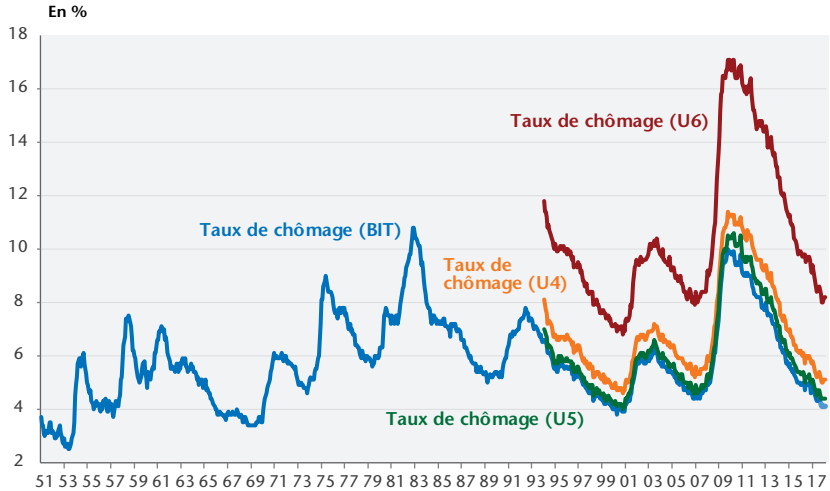
de chômage plus élevé relativement au concept standard – au sens du BIT – du taux de chômage. Néanmoins, dans le cas des États-Unis, ces différentes mesures du chômage ont toutes significativement baissé et sont proches, voire inférieures aux niveaux observés lors des derniers

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



Source : OCDE – *Economic Outlook*, n° 82 & n° 102.

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 U5. 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[17]. 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[18]. 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.

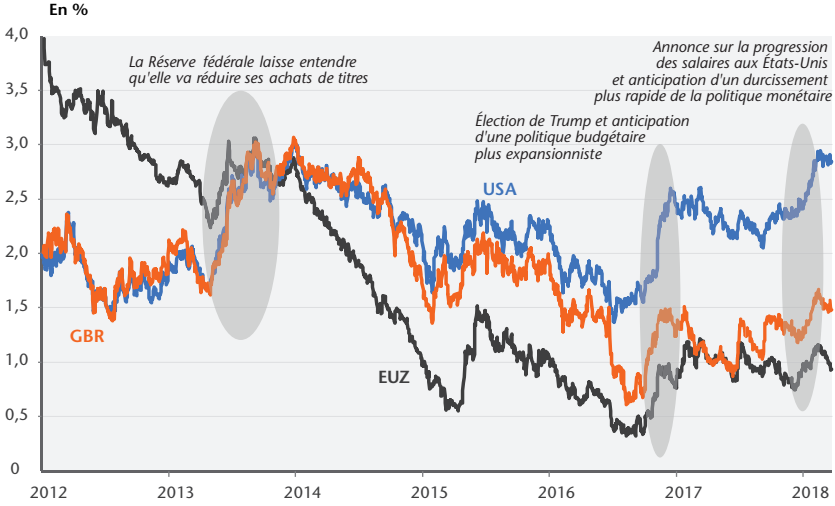
17. Voir Blot et Hubert (2017).
18. Voir « Politique monétaire : les banques centrales face à l'absence d'inflation ».

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[19]. 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.

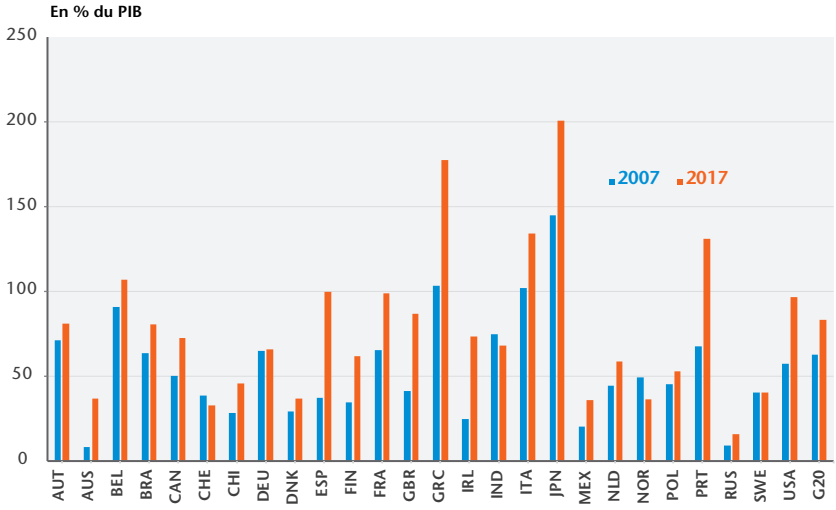
Graphique 11. Taux d'intérêt publics à long terme



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[20]. 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.

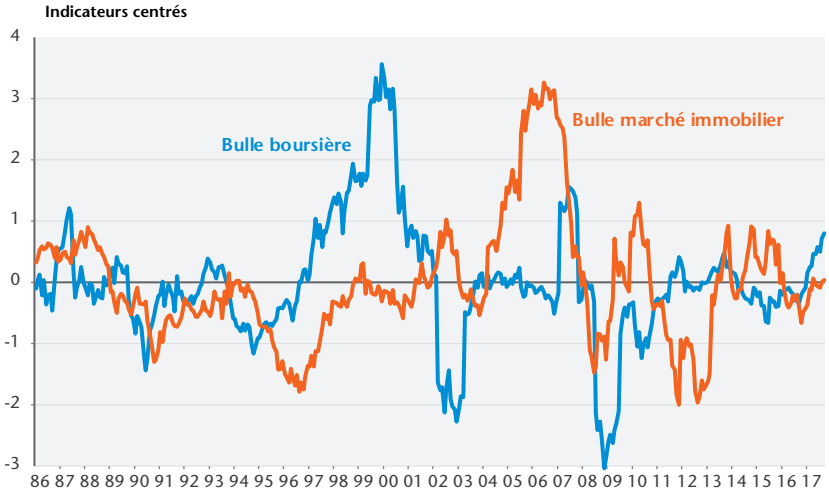
Les risques pour la croissance

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 Etats-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



Source : Calculs OFCE sur la base de l'indicateur de bulle développé par Blot, Hubert et Labondance (2018).

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[21]. 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[22] 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[23]. 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 affaissés. 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 de 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 & Mourougane (2012) et Reinhart & 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[24] » correspondant à la seconde révolution industrielle du début du XXe 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[25]. 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[26] 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[27] 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 XIXe 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.

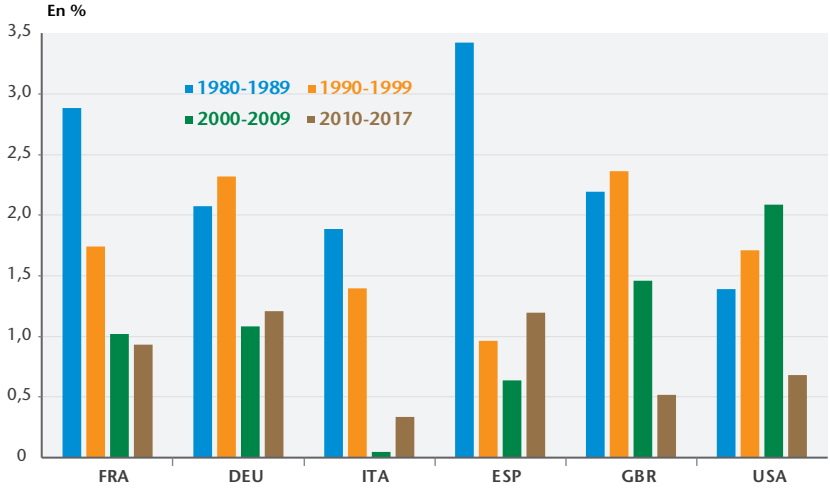
25. Voir par exemple Basu, Fernald & Shapiro (2001), Bergeaud, Cette & Lecat (2016), Crafts & O'Rourke (2013) et Lecat (2004).

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



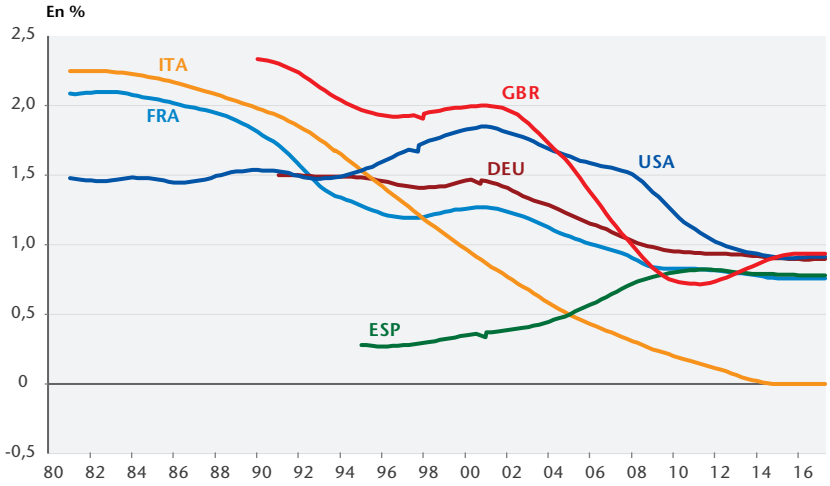
Source : OCDE.

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[28] 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'interrompe 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[29]. 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.

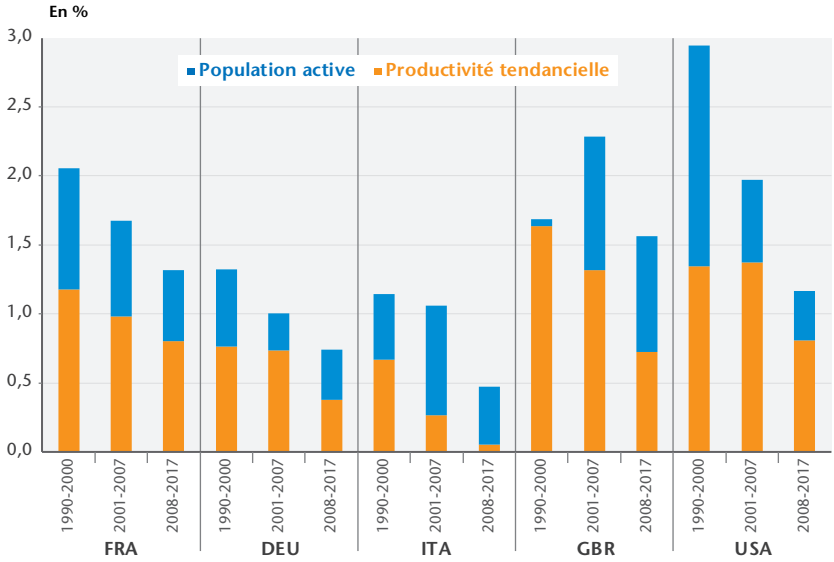
En contrepoint, les réformes des systèmes de retraite allongeant la durée des carrières et le report de l'âge minimum de départ en retraite ont contribué à soutenir le taux d'activité et à contrebalancer le ralentissement de la croissance de la population active. Pour la France, la croissance de la population 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[30].

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



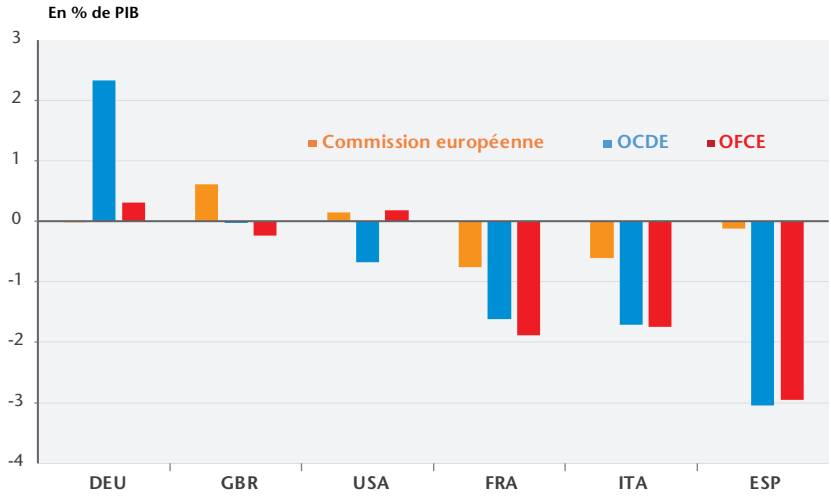
Note : La population active est égale à la somme du nombre d'emplois total au sens de la comptabilité nationale et du nombre de chômeurs au sens du BIT. La productivité tendancielle est estimée par le filtre de Kalman.
Source : calculs OFCE.

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

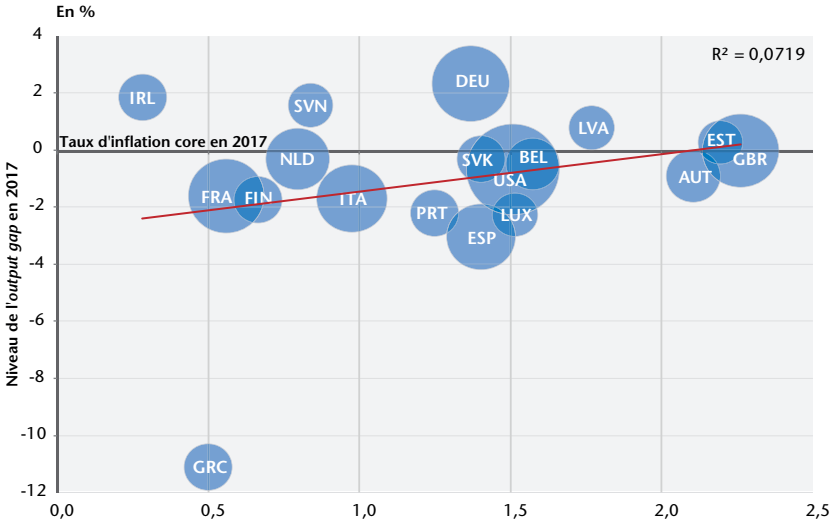


Sources : Commission européenne, OCDE, OFCE.

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

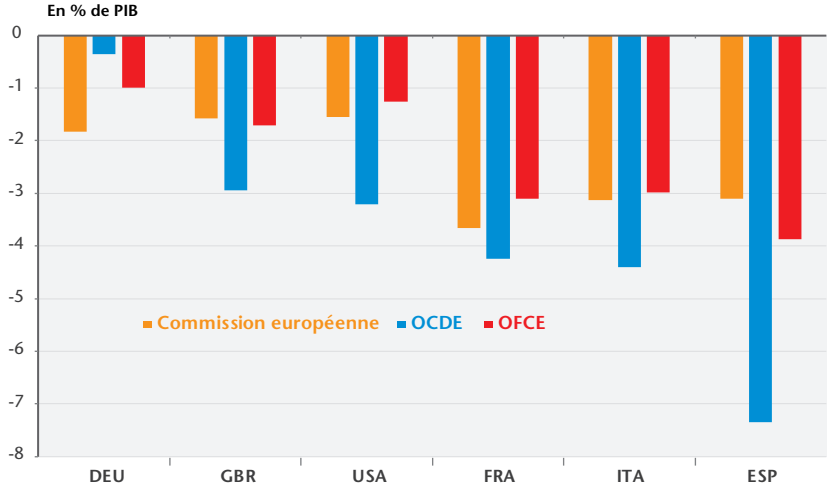


Source : OCDE.

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).

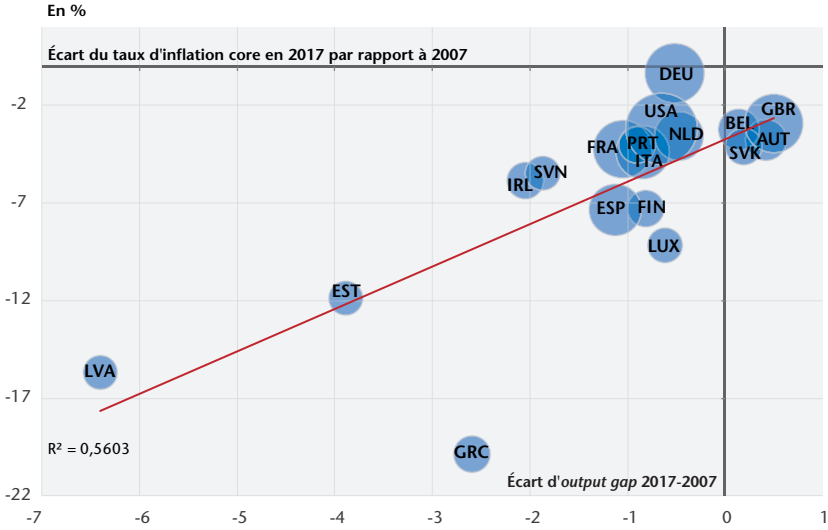
Cette analyse est davantage en ligne avec le diagnostic de reprise d'inflation basée sur le concept du sous-jacent : les économies des pays développés n'ayant pas retrouvé en 2017 leur niveau cyclique de 2007 expliquent des taux d'inflation inférieurs à ceux observés au cours de la période pré-crise (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



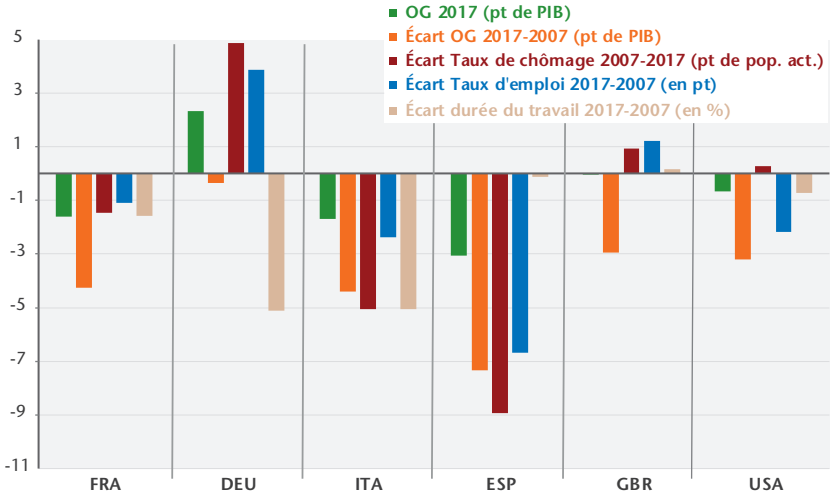
Sources : Commission européenne, OCDE, OFCE.

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



Source : OCDE.

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



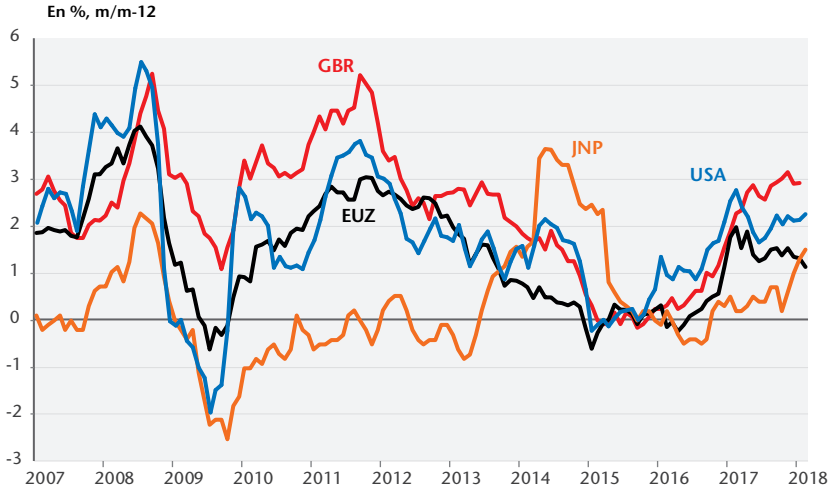
Sources : OCDE, *Perspectives Économiques,* n° 101, septembre 2017, calculs OFCE.

3. Reprise avec peu d'inflation

En 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.

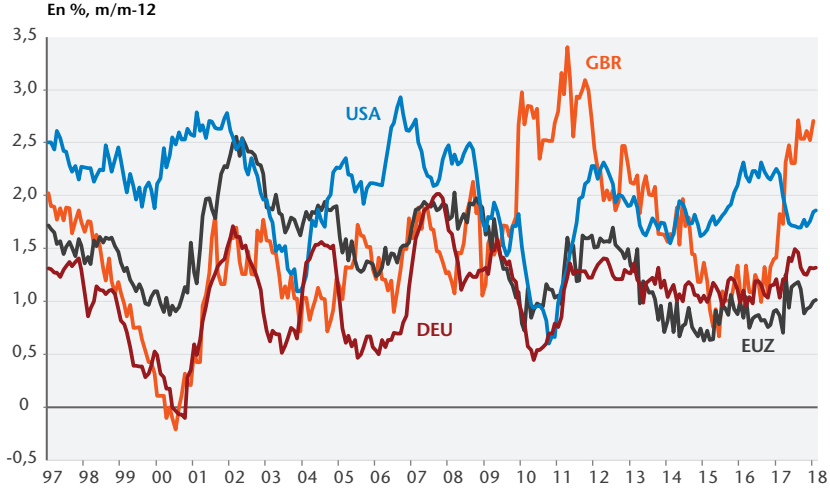
Le risque déflationniste, que nous avons souligné à de nombreuses reprises depuis le début de la crise, et qui a paru se matérialiser entre 2015 et 2016, s'éloigne, mais les tendances de fond de l'inflation, illustrées par l'évolution des indices de prix sous-jacents excluant l'énergie, l'alimentation 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



Sources : Eurostat, BLS, ONS, ministère des Affaires intérieures du Japon.

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

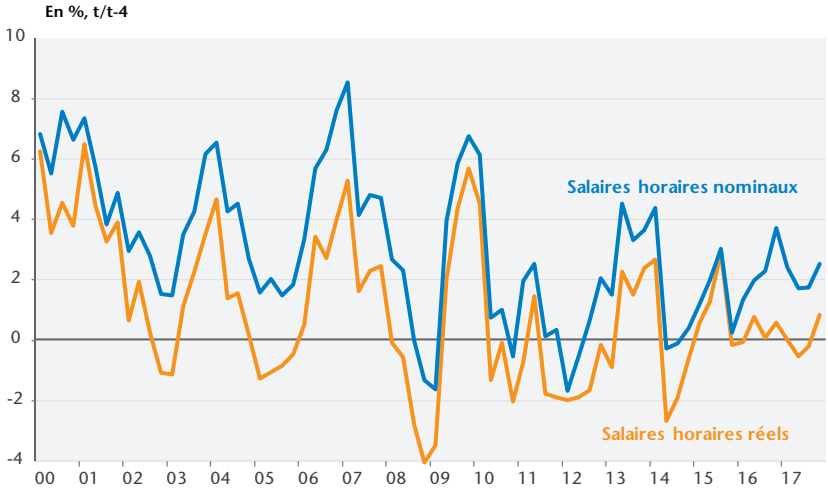


* : les évolutions présentées dans les graphiques 22 et 23 ne sont pas corrigées de l'effet des modulations de TVA au Royaume-Uni en 2010-2011, qui appliquent un choc positif ponctuel à la trajectoire des prix.
Sources : Eurostat, BLS, ONS.

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



Source : ONS.

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

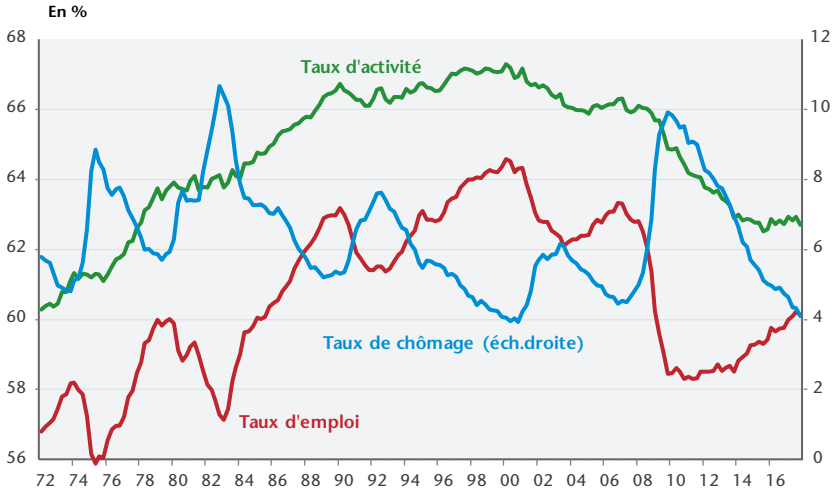
corrélativement une hausse des salaires. Nos estimations montrent toutefois que la courbe de Phillips reste valide, c'est-à-dire que le taux de chômage demeure un facteur explicatif de l'évolution des salaires, mais que la relation s'est modifiée depuis la crise, avec une diminution de la sensibilité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

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



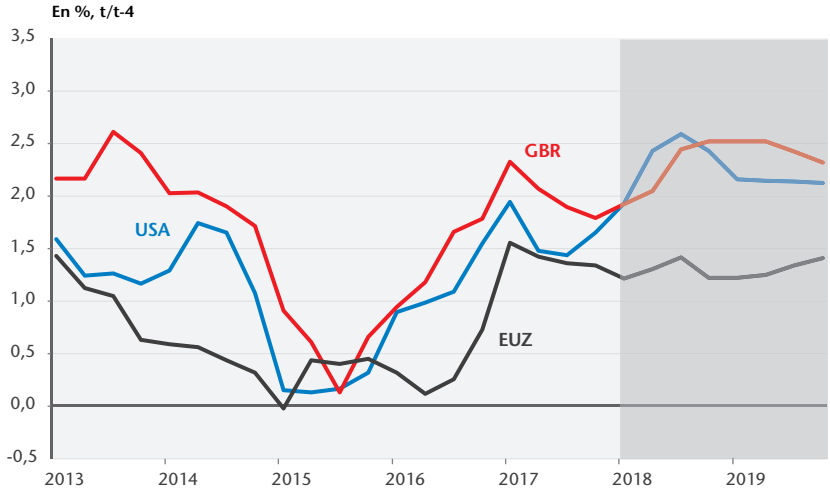
Source : BLS.

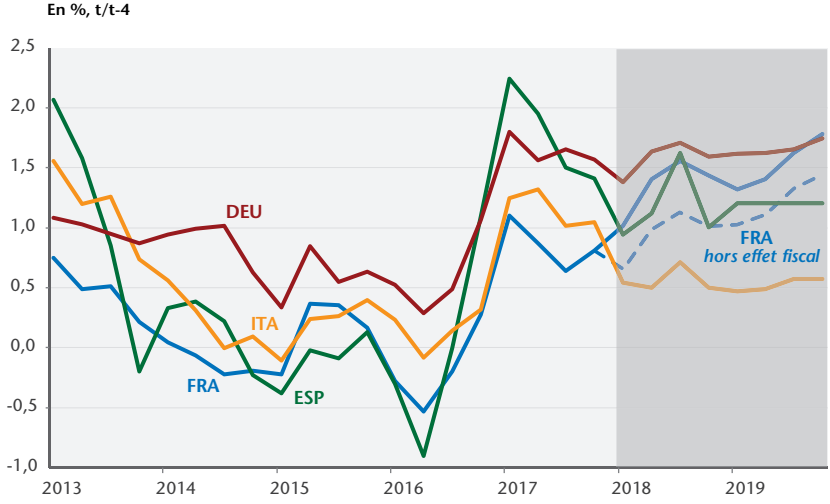
Finalement les craintes exprimées par certains observateurs d'une fin de cycle proche du fait de la raréfaction des ressources en main-d'œuvre paraissent prématurées. Les ressources en facteur travail, tant en nombre qu'en intensité d'utilisation, laissent subsister des marges de croissance sans dérapage 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

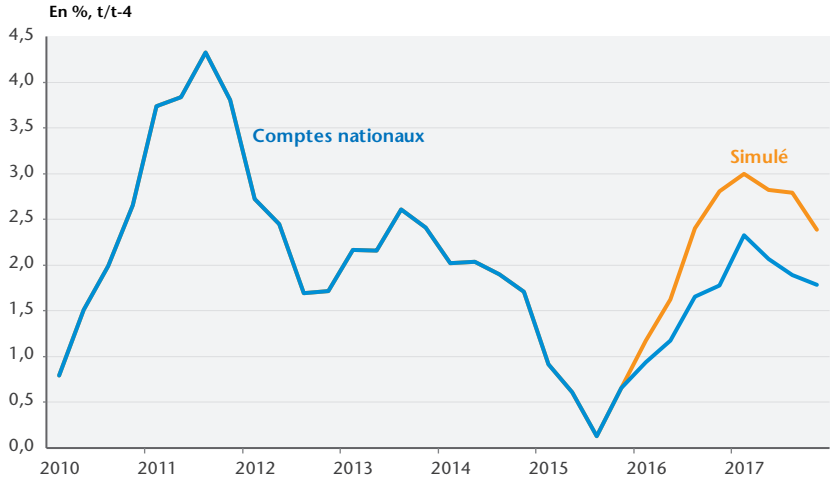
et les hydrocarbures) qui majorera le taux d'inflation de 0,4 et 0,3 point en 2018 et en 2019 (pour plus de détails, voir la partie sur la France dans ce numéro). Corrigé de cet effet, le taux d'inflation français demeurera inférieur au taux allemand. Au final, les taux d'inflation dans la zone euro 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 *



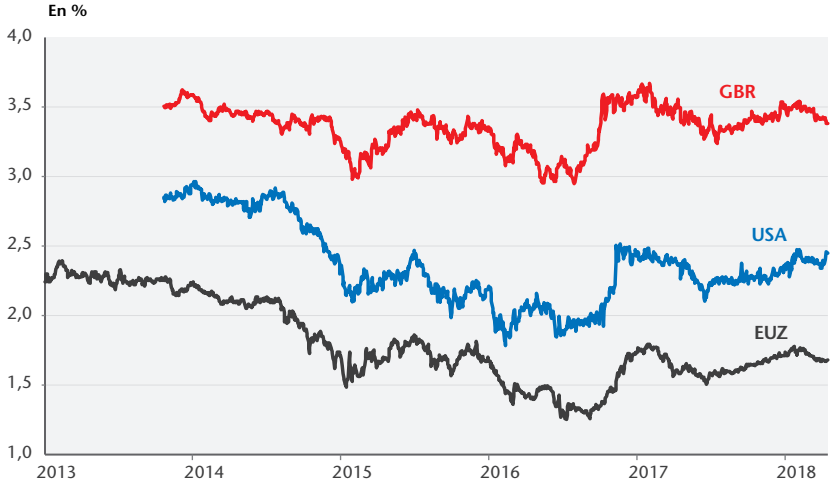
* Le déflateur de la consommation des ménages issu des comptes nationaux (+1,8 % au quatrième trimestre 2017) fournit une évaluation différente de la mesure de l'inflation par l'indice des prix harmonisé mensuel (+3 %)
Sources : ONS, calculs OFCE.

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 Eikem.

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 ?

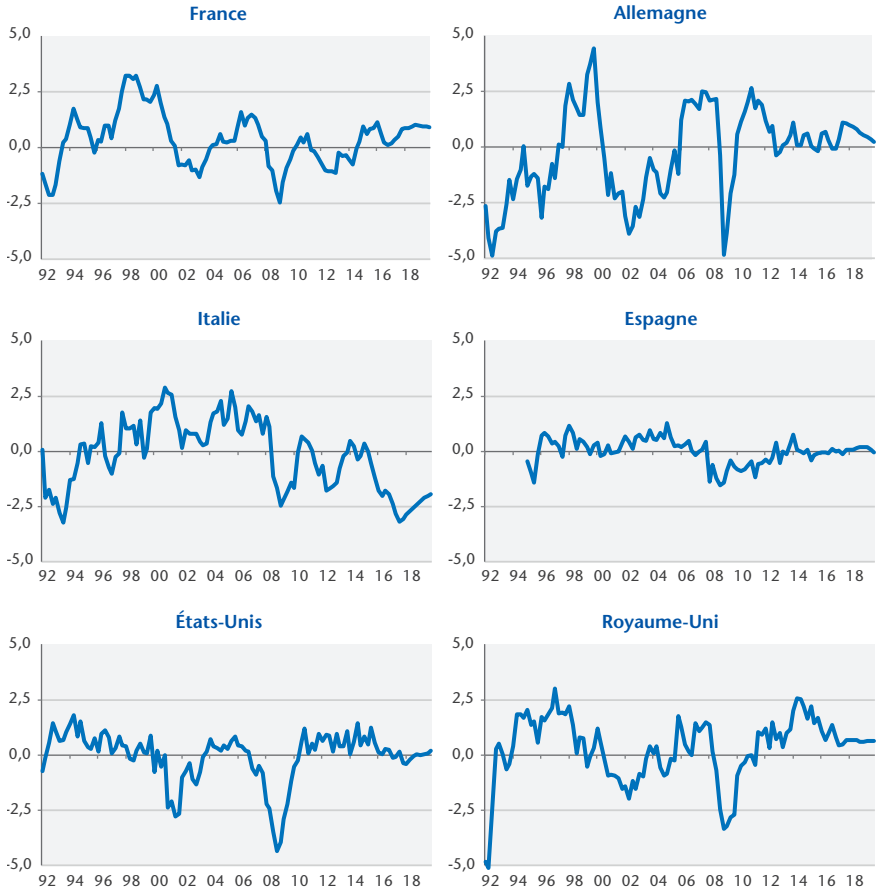
Notre analyse de l'emploi marchand pour la France, l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne, le Royaume-Uni et les États-Unis repose sur la notion de cycle de productivité. De fait, les dynamiques de l'emploi dépendent de celle de l'activité, mais aussi du coût relatif du travail et du capital et de la durée 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[32]. 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

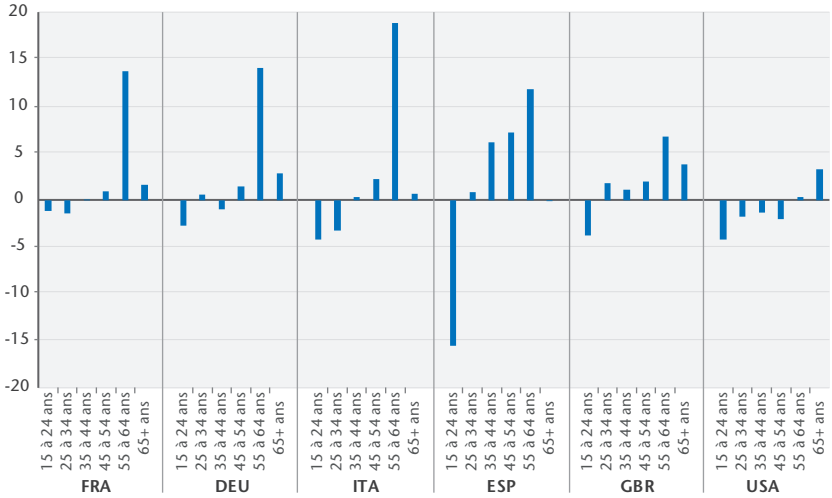
des mesures généralisées de baisse des cotisations sociales pour les entreprises. Au Royaume-Uni, les gains de productivité retrouveraient un rythme proche des gains de productivité tendanciels, évalués à 0,9 % par an[33], et le cycle de productivité ne se refermerait plus. En conséquence, l'emploi progresserait 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*
UE 28	2,6	1,3	2,0	-0,4	0,3	0,1
EUZ	2,0	-0,1	3,0	-0,8	0,2	0,2
DEU	2,3	5,7	1,3	-1,5	-1,1	-0,2
AUT	2,7	1,7	5,8	0,2	-0,5	-0,1
BEL	0,5	0,2	2,8	0,5	0,2	0,7
DNK	-0,1	-2,1	3,4	4,5	4,8	0,7
ESP	2,4	-6,3	3,7	-5,5	1,1	0,2
FIN	0,3	-1,2	1,5	-0,3	0,4	0,8
FRA	1,7	-0,2	1,1	1,0	1,1	0,0
GRC	1,7	-8,8	4,4	0,2	-0,6	0,3
IRL	-2,1	-4,3	4,5	-0,3	-2,0	0,0
ITA	2,5	-1,3	5,1	0,8	0,7	0,9
NLD	1,2	-1,1	3,4	2,7	2,8	0,1
PRT	-0,2	-2,4	0,6	0,0	0,3	2,1
SWE	3,0	2,0	-0,3	-1,1	-0,2	-1,1
GBR	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.

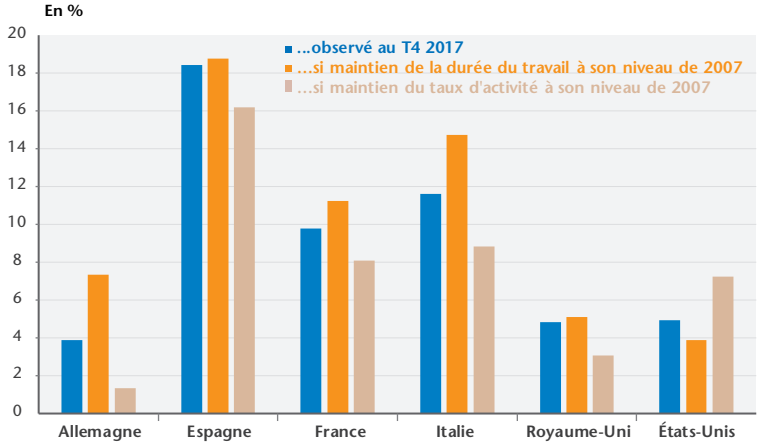
Tableau 4. Évolution du nombre d'heures travaillées avant et après la crise de 2007

En %

	DEU	ESP	FRA	ITA	GBR	USA
1997-2007	-5,3	-2,4	-4,0	-2,9	-3,5	-2,6
2007-2017	-5,4	-1,2	-1,6	-5,7	0,0	-0,6

Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

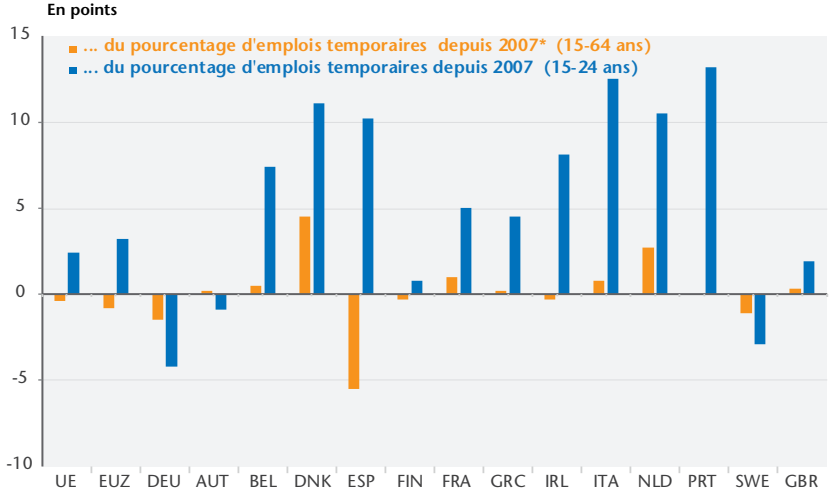
Graphique 31. Taux de chômage observé au T4 2017 et taux de chômage sous l'hypothèse ...



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).

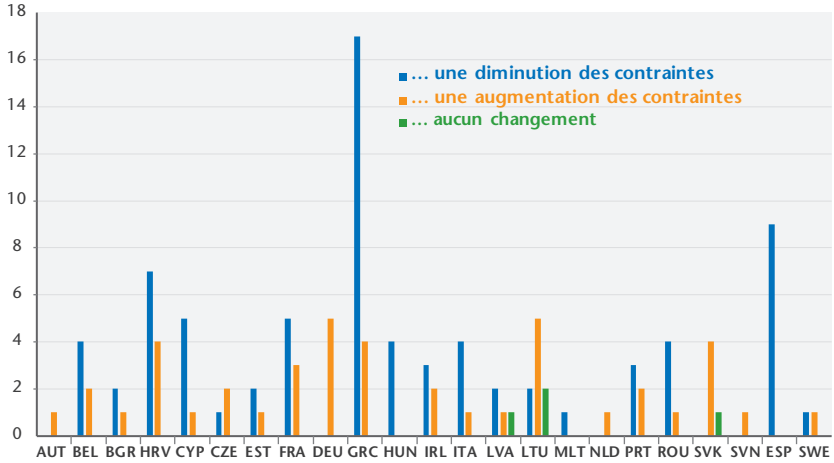
Graphique 32. Évolution de l'emploi temporaire depuis 2007



* 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.

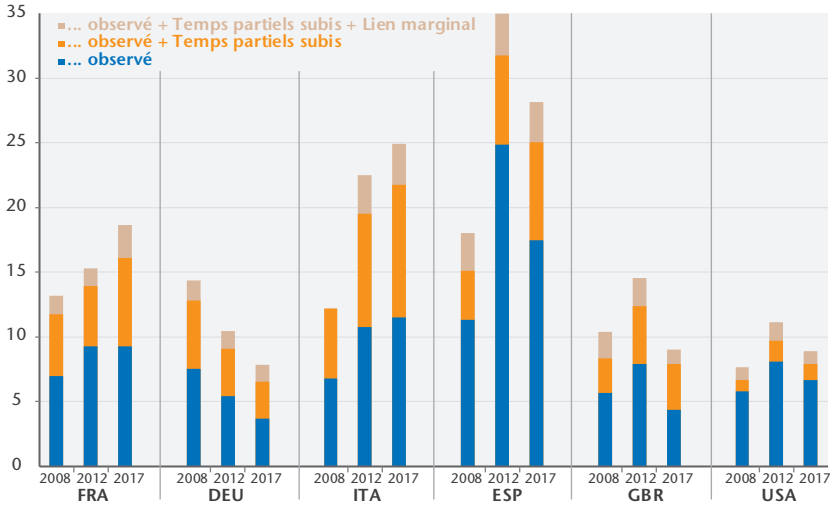
Au-delà du taux de chômage …

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

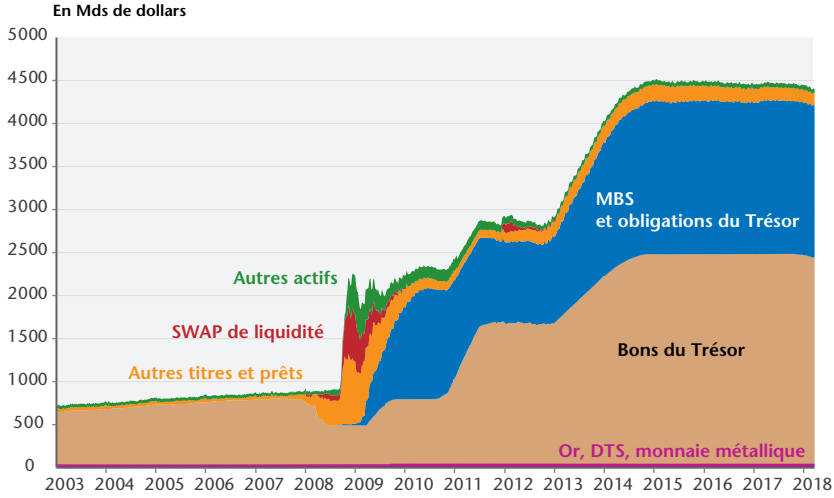
L'accélération de la croissance en zone euro et aux États-Unis en 2017 a confirmé le scénario envisagé par les banques centrales depuis de nombreux mois. La normalisation de la politique monétaire devrait donc se poursuivre. Le stimulus monétaire resterait toutefois bien plus prononcé en zone euro, la 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[34]. 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

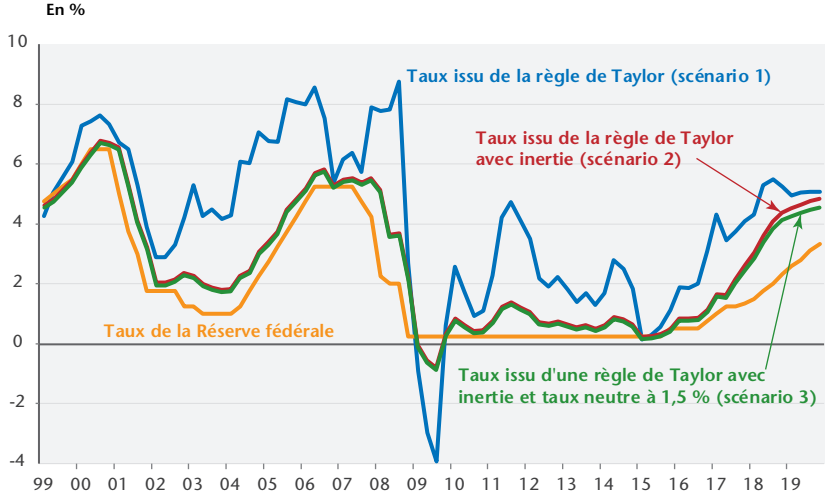


Source : Réserve fédérale.

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[35]. 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 $i_t = \rho . i_{t-1} + (1-\rho).(\bar{r} + \pi_t + \lambda_\pi.(\pi - \bar{\pi}) + \lambda_{og}.og_t)$ 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.

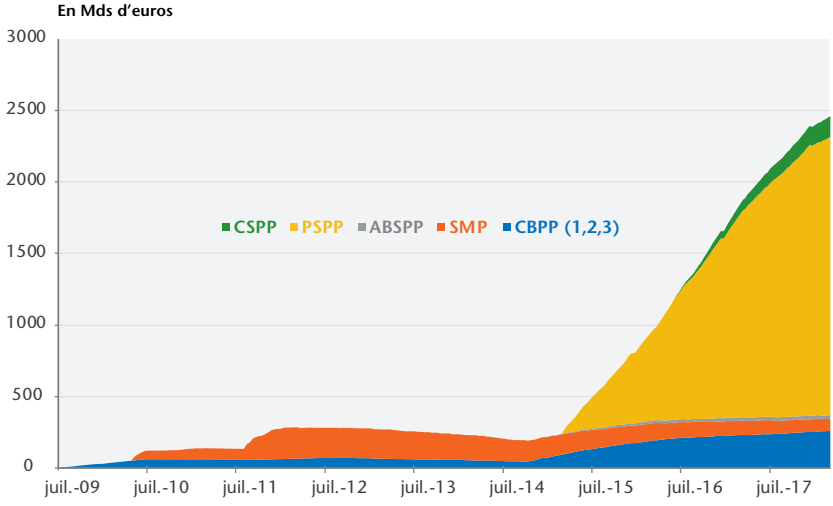
35. Il faut en fait remonter à 1960 pour retrouver un taux de chômage aussi faible, où, au plus bas, le taux de chômage était de 3,4 %.

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 débuterait 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[36]. 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[37].

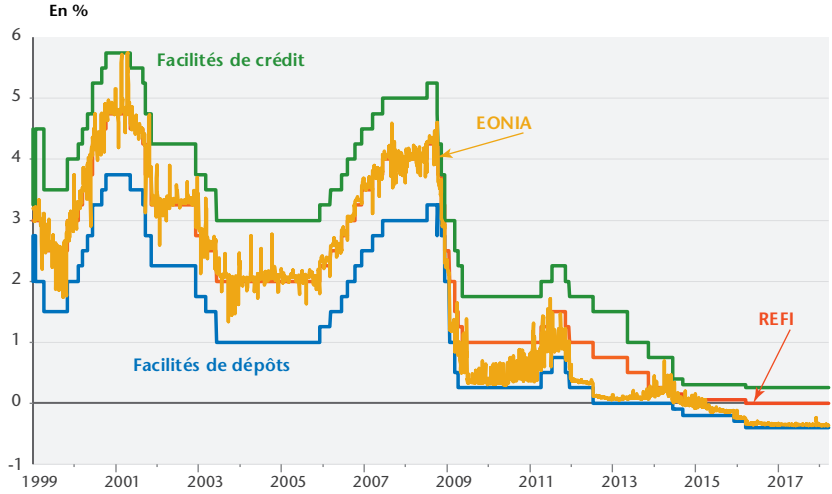
Avec la fin des achats de titres, prévue en fin d'année 2018, les apports de liquidités se réduiront mécaniquement, ce qui réduirait le montant de liquidités excessives et pourrait alors entraîner une hausse du taux Eonia indépendamment des décisions de la BCE sur sa politique de taux. Le taux Eonia 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[38].

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[39]. 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



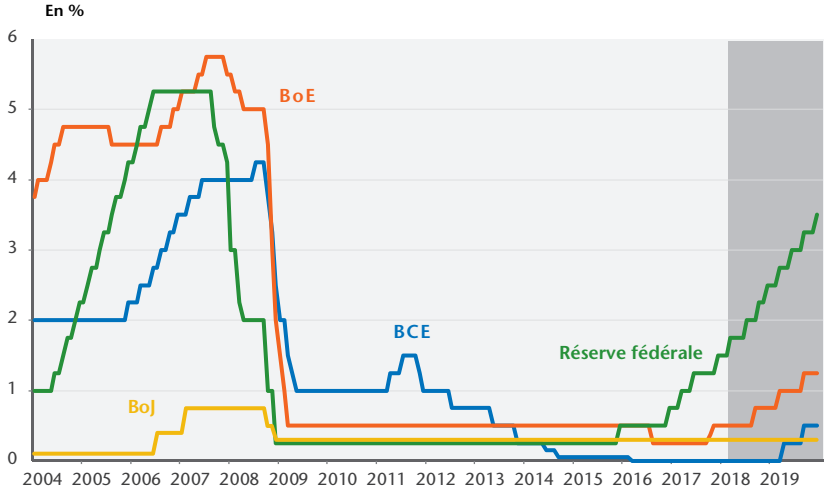
Source : BCE.

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. Prévision des taux directeurs des banques centrales

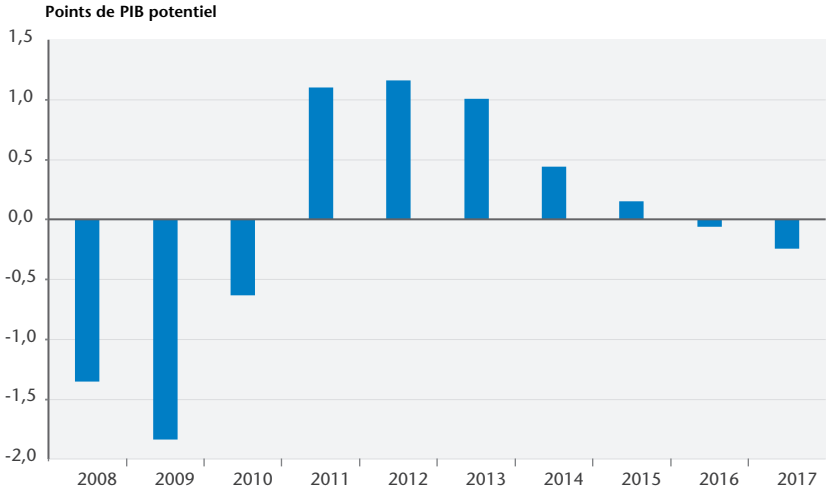


Sources : Banques centrales, prévision OFCE avril 2018.

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[40]. 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 a 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[41]. 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 différent 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[42]

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[43]. 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[44]. 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.

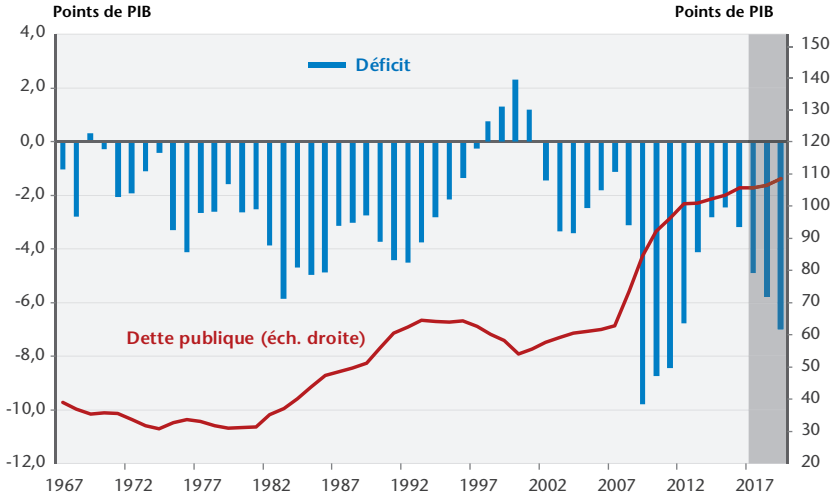
Du côté des dépenses, l'accord négocié au Congrès prévoit une hausse du plafond des dépenses discrétionnaires de 290 milliards (1,5 % du PIB) sur 2018-2019 dont 165 milliards (0,9 % du PIB) pour les dépenses militaires. En tenant des autres augmentations[45] et de certaines coupes budgétaires, l'augmentation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

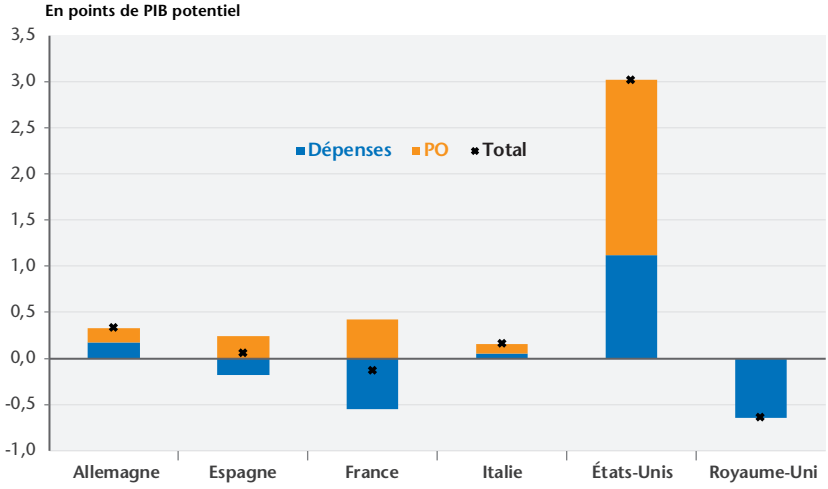
L'heure n'est plus à l'austérité généralisée. Au contraire, la politique budgétaire sera franchement expansionniste dans la plus grande économie mondiale et, dans une moindre mesure, dans la plus grande économie de l'Union européenne. Toutefois, le soutien à la croissance mondiale serait bien moindre. 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[46]. 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
			2018			
Impact sur le PIB…	0,0	0,4	0,1	0,2	0,1	1,3
…des mesures contemporaines	*0,1 [0.5]*	*0,2 [0.7]*	*-0,2 [*]*	*0,0 [1.5]*	*-0,1 [0.8]*	*0,8 [0.5]*
…des mesures passées	*-0,1*	*0,2*	*0,3*	*0,2*	*0,3*	*0,5*
			2019			
Impact sur le PIB…	0,0	-0,3	0,2	-0,1	0,1	0,8
…des mesures contemporaines	*0,1 [0.7]*	*-0,2 [1.2]*	*0,1 [0.2]*	*0,1 [0.5]*	*-0,2 [0.8]*	*0,7 [0.5]*
…des mesures passées	*-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 :

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

Où i représente l'outil mobilisé (offre, demande ou investissement public), $m_{i,t\text{-}k}$ 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 ?

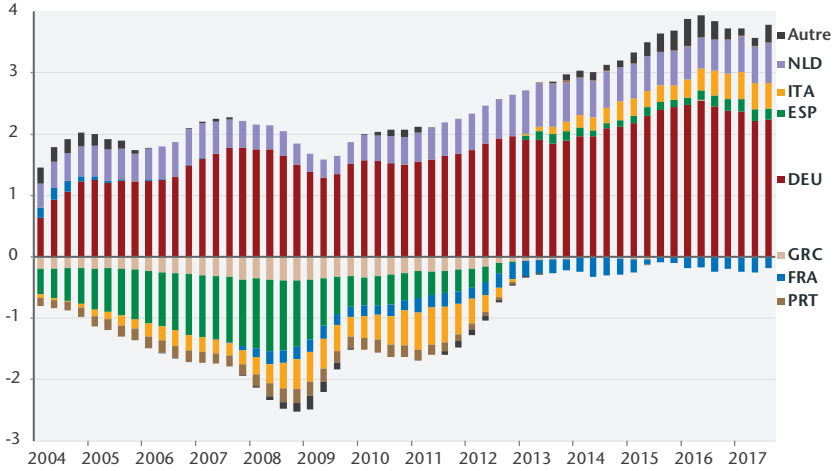
Les déséquilibres de balance courante sont au cœur du processus qui a entraîné la crise de la zone euro à partir de 2009. Les premières années d'existence de l'euro jusqu'à la crise de 2007-2008 ont ainsi été celles du creusement des déséquilibres entre pays dits du nord (ou du cœur) et ceux dits du 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

En % du PIB de la zone euro, moyenne mobile sur quatre trimestres



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[47]. 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[48]. 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)	
Autriche	8
Belgique	-12
Allemagne	15
Espagne	-6
Finlande	-23
France	-10
Grèce	-32
Irlande	4
Italie	-1
Pays-Bas	9
Portugal	-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.

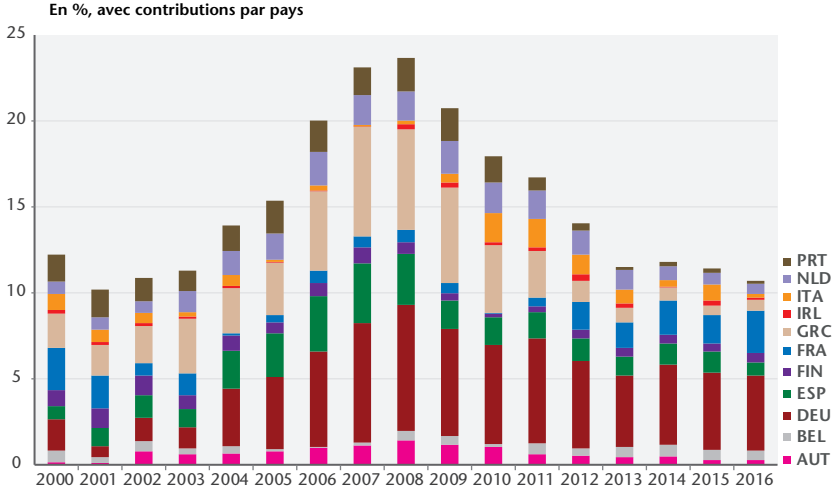
Afin de replacer ces écarts dans une perspective historique, le graphique 44 donne une mesure synthétique du niveau des désajustements internes à la zone euro, en mettant en évidence la contribution de chaque pays à cet indicateur[49].

Il ressort de cet exercice que les désajustements nominaux au sein de la zone ont d'abord décru 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



Source : calculs OFCE.

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[50], 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[51]. 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 coté 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 allégér la charge de la dette des agents privés. Mais la réorientation des politiques monétaires amorcée fin 2016 aux États-Unis et qui pourrait débuter au Royaume-Uni et dans la zone euro en 2018 et 2019[52] 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 a 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

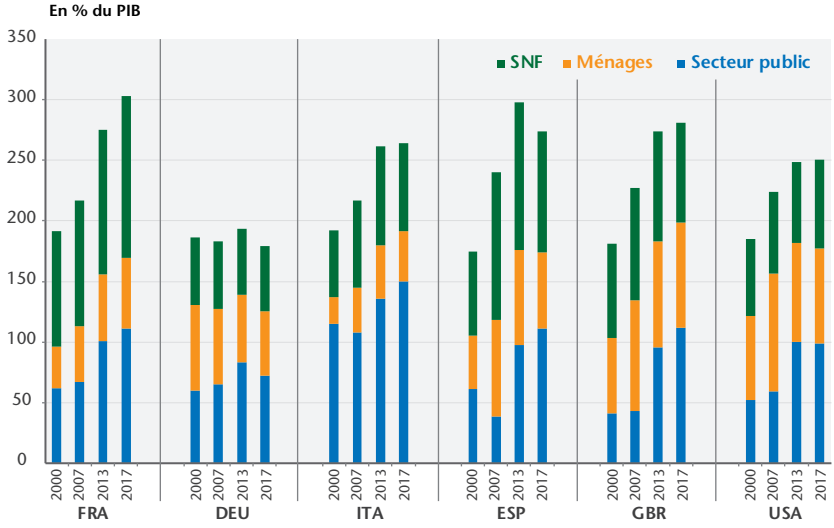
Les données sont issues de la BRI. Elles couvrent toutes les sources de financement destiné au secteur non financier public et privé, y compris les banques domestiques et autres sociétés financières domestiques, les sociétés non financières et les non-résidents. Les instruments de dette sont les monnaies 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.

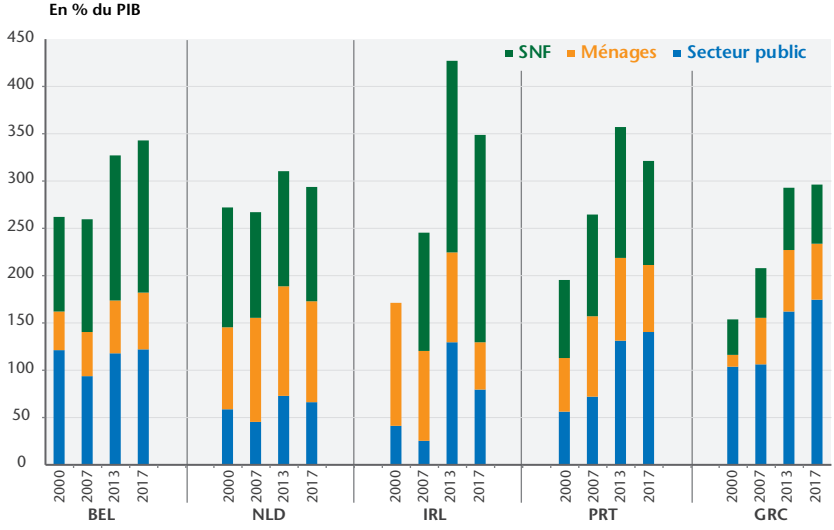
Une dette qui reste globalement très élevée

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'endettement. 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

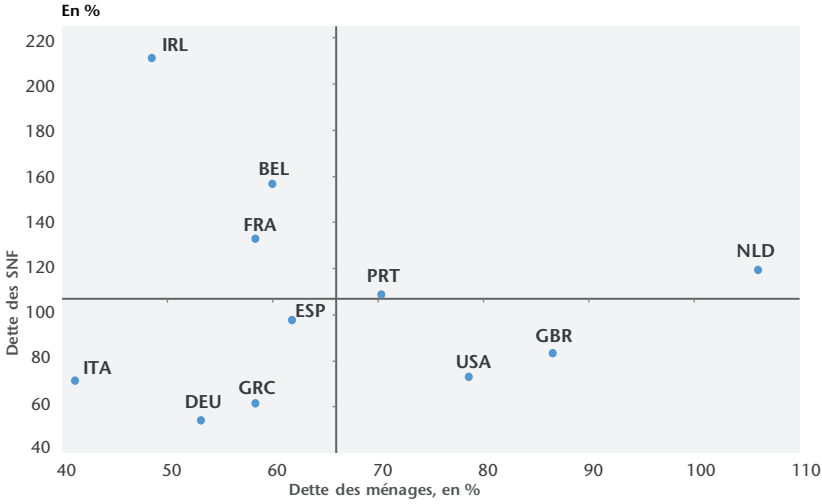
faible qu'ailleurs. Leur dette totale ne fait pas partie des dettes les plus élevées. Dans les autres pays, la dette publique est relativement moindre. On n'observe pas de lien entre le niveau de dette publique et celui de la dette privée : la dette privée peut être très élevée comme en Irlande, aux 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)[53]. 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

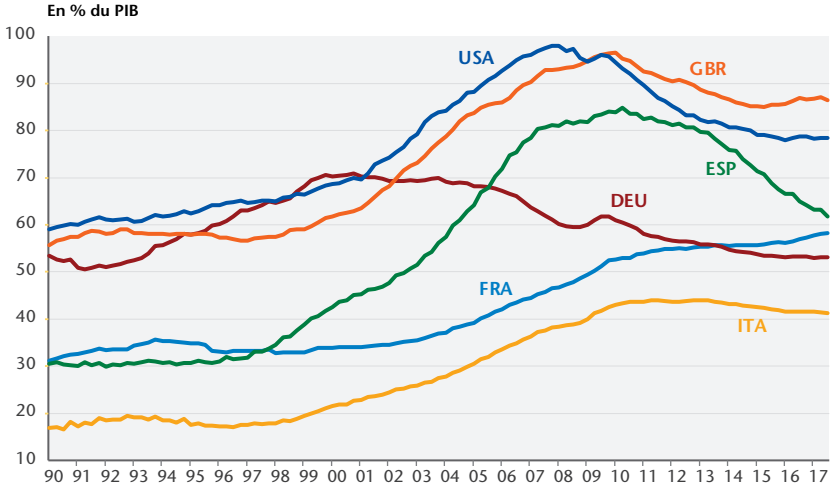
53. Dans une note de décembre 2017, l'INSEE modère l'inquiétude qui peut apparaître face à l'endettement des entreprises françaises. Voir https://www.insee.fr/fr/statistiques/3292331?sommaire=3292415.

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 Etats-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

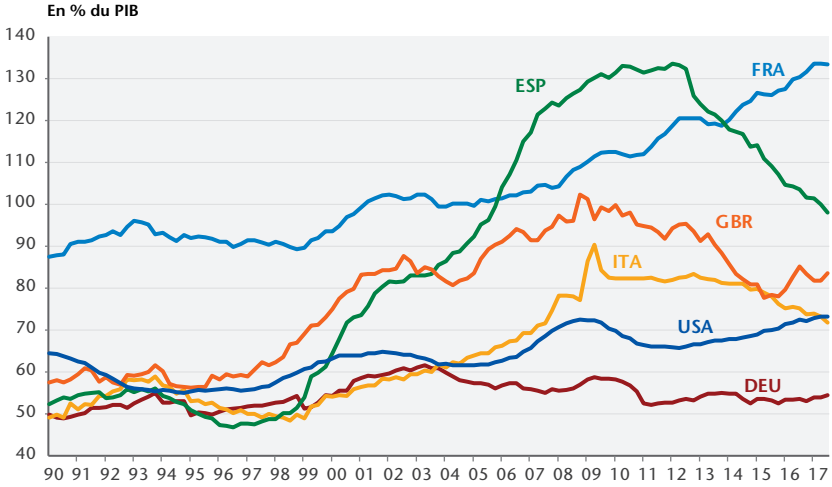
des actifs – et ne crée pas de risque macroéconomique. En revanche, si c'est l'endettement des ménages pauvres qui s'accroît, alors le risque d'insolvabilité s'accroît. Tout changement de situation (retournement de prix immobiliers ou financiers, hausse du chômage) peut entraîner une hausse brutale des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

Graphique 47. Crédits aux ménages



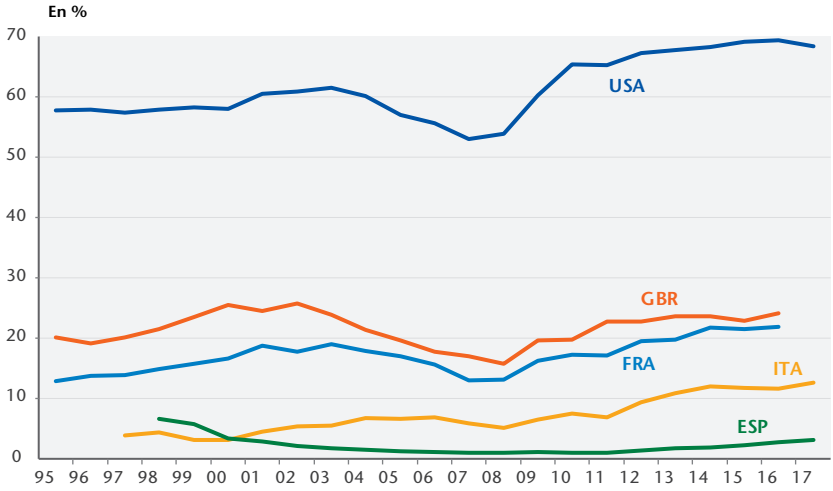
Source : BRI.

Graphique 48. Crédits aux sociétés non financières



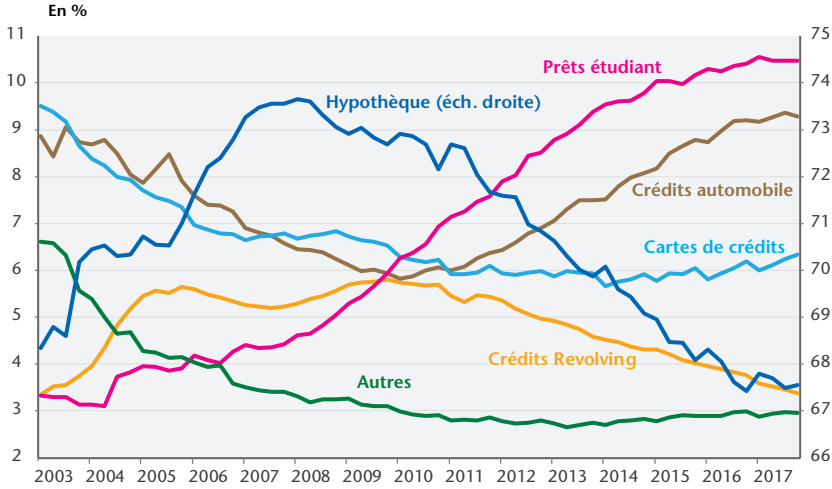
Source : BRI.

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



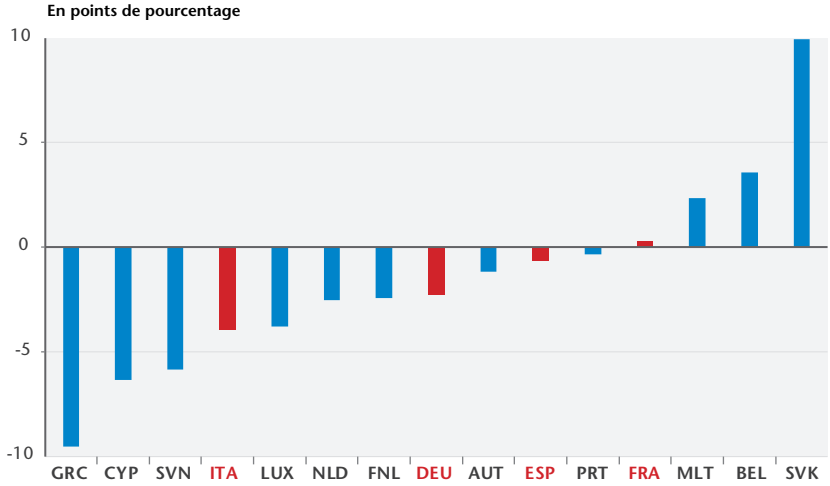
Source : Federal reserve bank of New York.

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[54], la proportion de ménages endettés en zone euro a décru entre 2010 et 2014[55], 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*



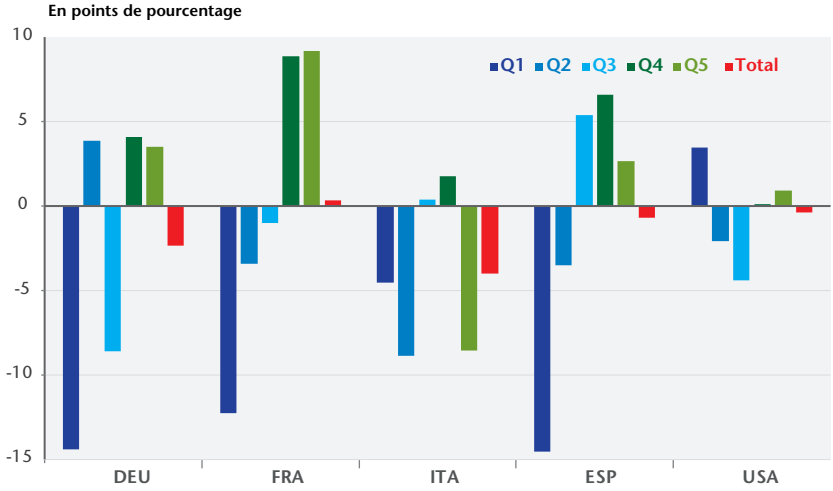
* Sauf l'Espagne, pour laquelle on mesure l'évolution sur la période 2008-2011.
Source : Enquêtes HFCS vague 1 et vague 2.

54. Household Finance and Consumption Network (HFCN) (2016), « The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey – Results from the Second Wave », E*CB 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

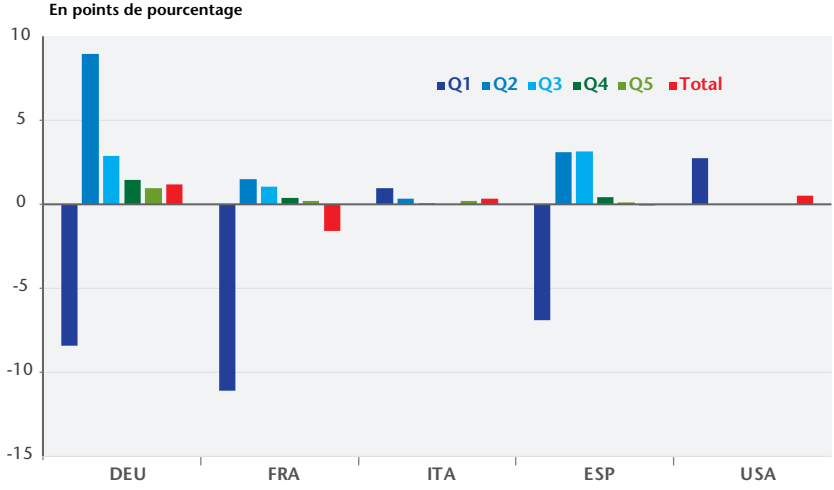
	Dette totale		Dette hypothécaire		Dette non hypothécaire	
	Évolution	Montant en 2014	Évolution	Montant en 2014	Évolution	Montant en 2014
DEU	9,7 %	15 000	-11,4 %	76 000	5,3 %	3 500
FRA	38,5 %	27 000	46,3 %	87 000	3,0 %	5 690
ITA	17,4 %	19 000	0,4 %	65 000	-18,7 %	5 000
ESP	13,9 %	43 000	11,2 %	70 000	-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.

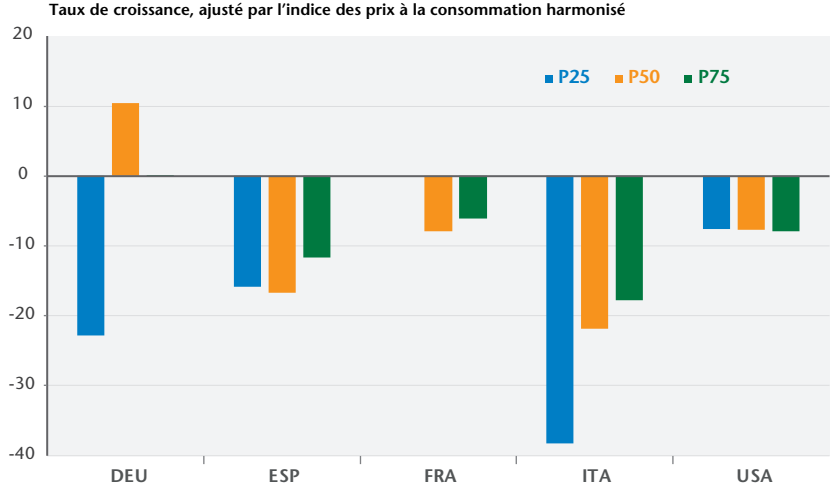
À côté de l'endettement des ménages, il est utile d'étudier leur vulnérabilité financière. En effet, un scénario dans lequel l'actif des ménages augmente au même rythme que l'endettement ne sera pas comparable à une situation dans laquelle l'endettement augmente sans contrepartie à l'actif. Pour mesurer 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.

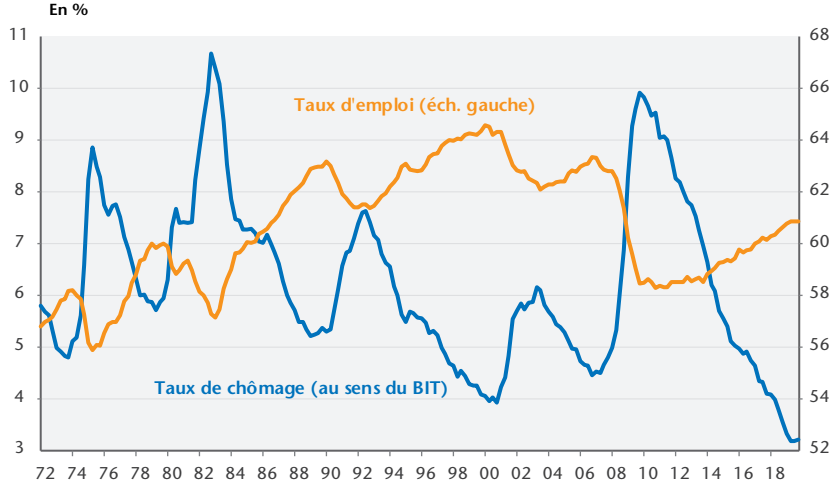
L'écart de croissance se referme

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[56] 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

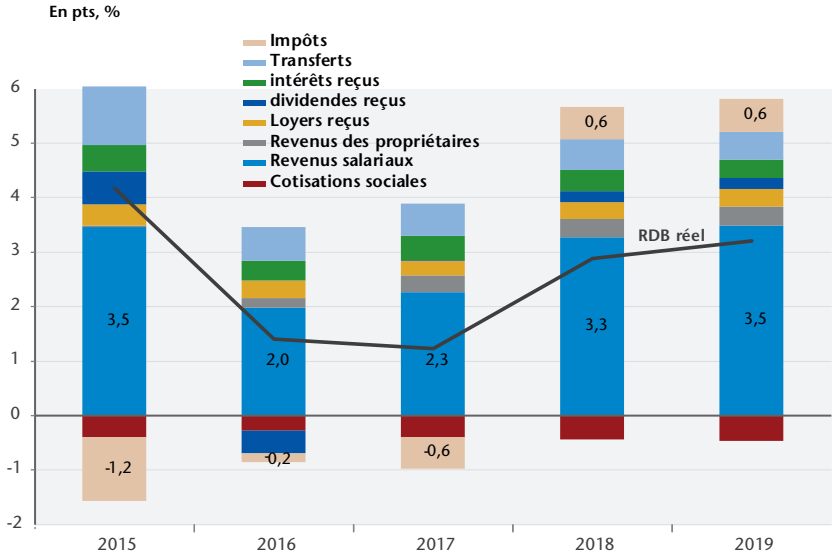
C'est dans ce contexte plutôt favorable que la nouvelle administration Trump, arrivée au pouvoir en janvier 2017, a mis en œuvre une politique budgétaire résolument expansionniste. Initialement, l'objectif du gouvernement était de créer un choc fiscal *via* une baisse de l'impôt sur le revenu des ménages – en réduisant notamment le taux marginal d'imposition maximum – et sur les sociétés[57] 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



Sources : BEA, prévision OFCE avril 2018.

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 %[58]. 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[59]. 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 accélérait 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

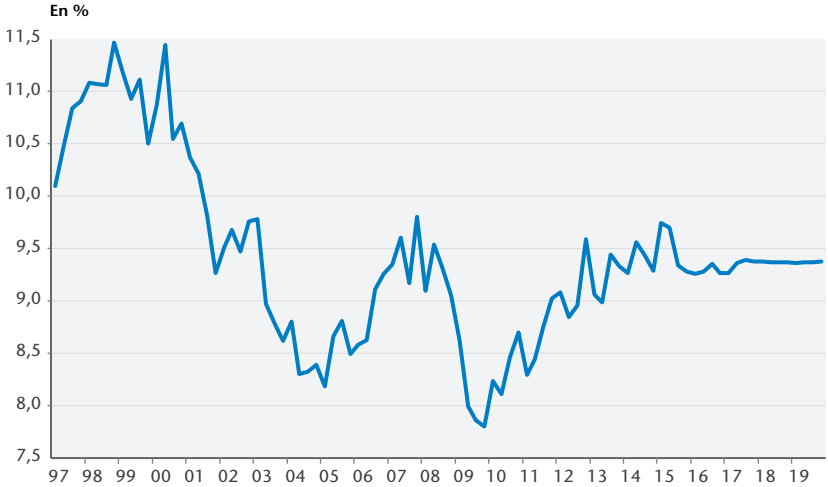
d'avant-crise, deux ans avant la zone euro prise dans son ensemble, et le taux de chômage britannique (au sens du BIT) était revenu en 2015 à 5,4 %, son niveau d'avant-crise. La reprise avait été tirée par la demande intérieure, avant tout la consommation des ménages. Ensuite, depuis 2015, la politique 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[60]. 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 ?[61].

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).

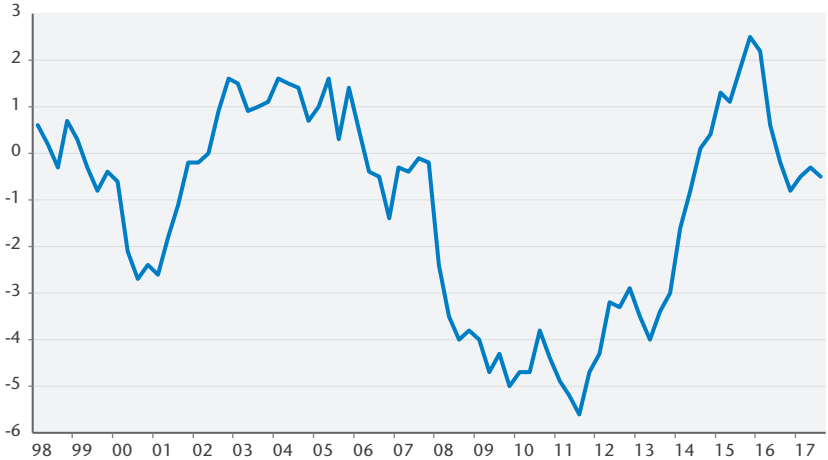
L'inflation mesurée selon l'indice des prix à la consommation (IPCH) a accéléré de 0,5 % en juin 2016 (en glissement sur un an) à 3,1 % en novembre 2017, sous l'effet de la hausse des prix des produits importés, pour ralentir ensuite jusqu'à 2,7 % en février 2018. Dans le même temps l'indice des prix 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)

En % de déviation vis-à-vis de la moyenne 1998-2007

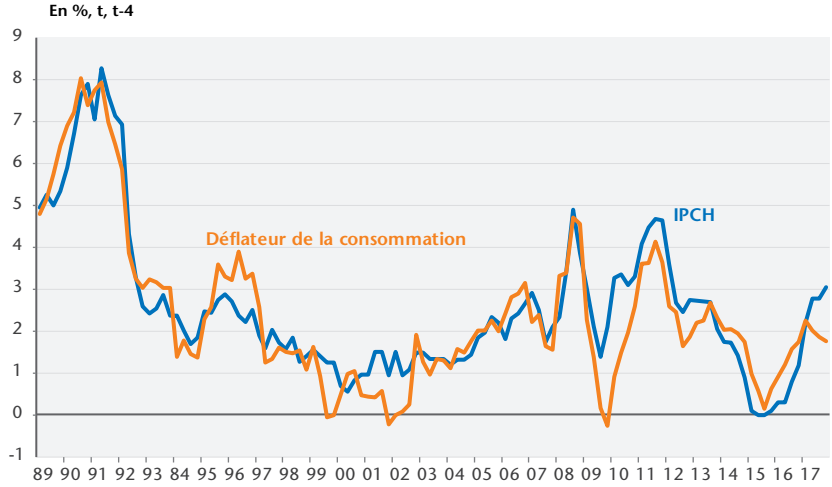


Note : (a) Calculées comme les variations du ratio de l'IPCH, désaisonnalisé par la Banque d'Angleterre, rapporté aux coûts estimés de production et de distribution des biens et services à la consommation, en écart à la moyenne 1998-2007. Les coûts comprennent ceux du travail, des importations, de l'énergie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

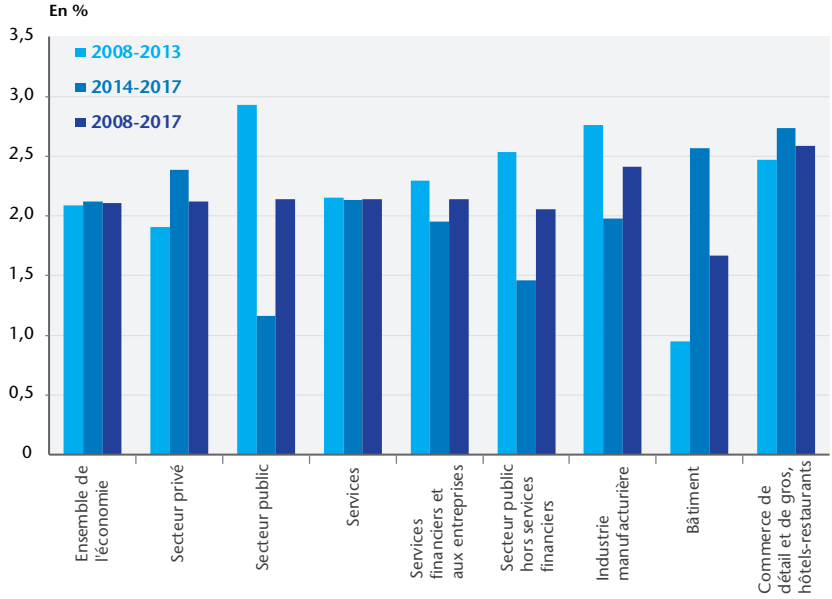
faible initialement dans le secteur privé (83 % de l'emploi), au plus fort de la crise, que dans le secteur public (17 % de l'emploi), ce qui s'est inversé dans la deuxième sous-période. Le gouvernement avait en fait commencé à geler une partie des salaires du secteur public à partir de 2011, avant de 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).

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 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

Graphique 60. Inflation au Royaume-Uni, selon l'IPCH et le déflateur de la consommation



Source : ONS.

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 consom-mation 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.

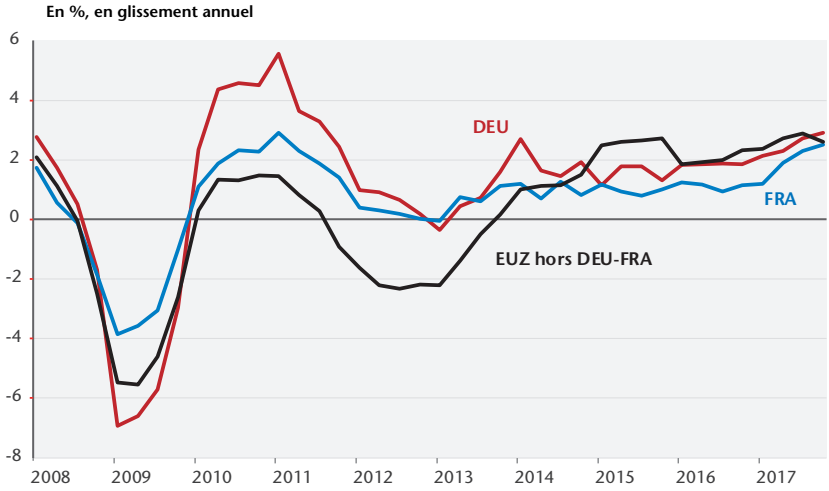
Le boom se poursuit

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



Source : Eurostat.

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

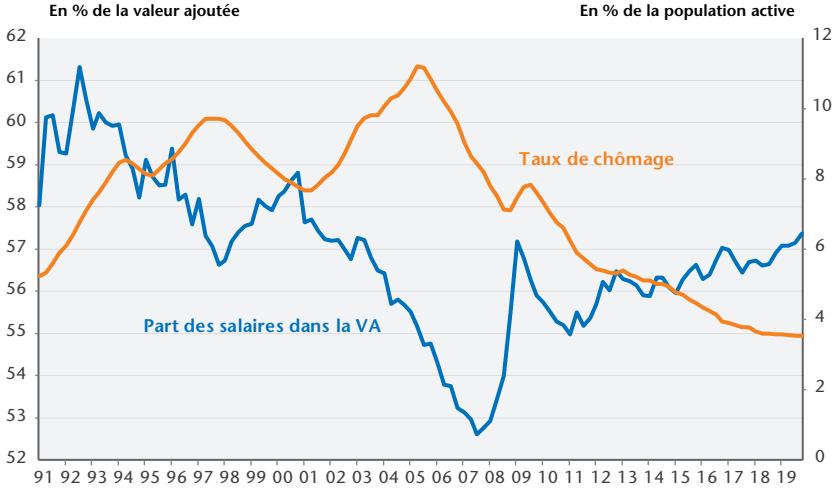
En 2018, certains facteurs qui avaient porté la croissance vont toutefois s'estomper. L'effet de l'appréciation de l'euro et d'une augmentation des prix – bien que modérée – supérieure à celle des autres pays de la zone euro réduiraient la compétitivité. La hausse du prix du pétrole pénaliserait le pouvoir 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[62]. 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-accélération 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[63]. 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[64] : 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.

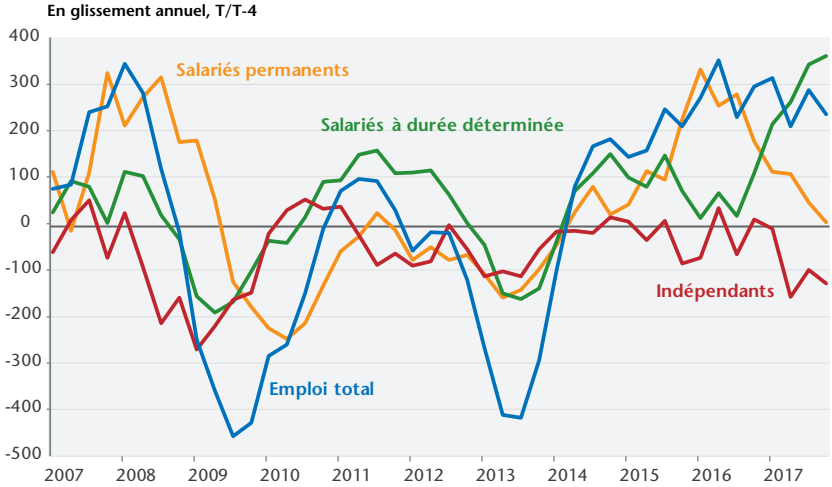
Deuxième semestre 2017 : une reprise générale

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[65].

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



Sources : Istat, calculs OFCE.

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 scenarii 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[66]. 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).

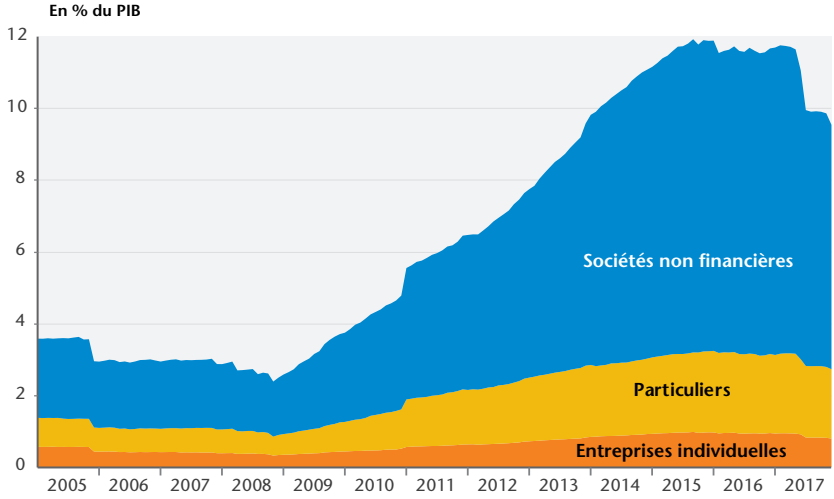
Zoom sur l'emploi et la productivité

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)[67]. 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.

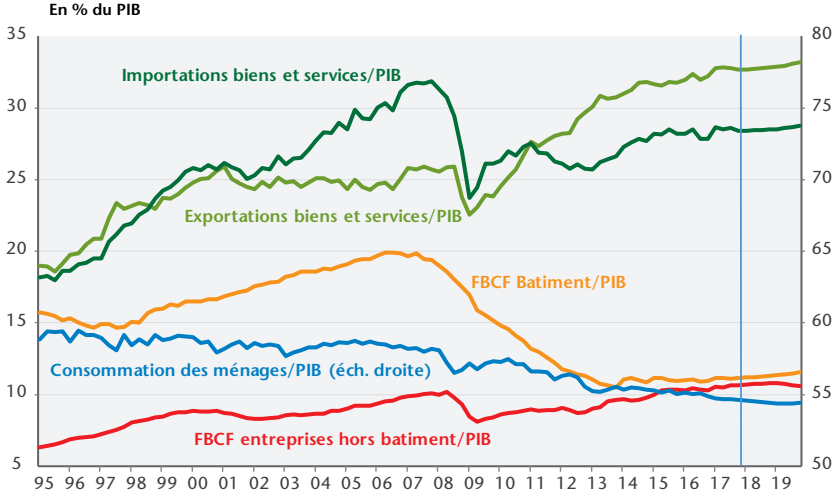
La vigueur de la croissance ne saurait masquer la profonde transformation de l'économie espagnole depuis la crise de 2008 et l'éclatement de la bulle immobilière (graphique 65). Entre 2007 et 2017, l'investissement en bâtiment a chuté de 8,4 points de PIB (4,8 points pour l'investissement résidentiel 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[68]. 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 décrue 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

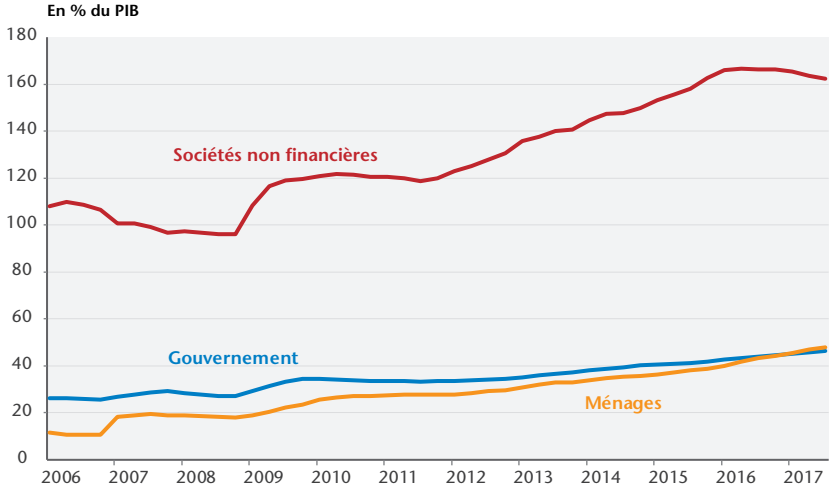
En Asie, la croissance reste favorable

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 bénéfices 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

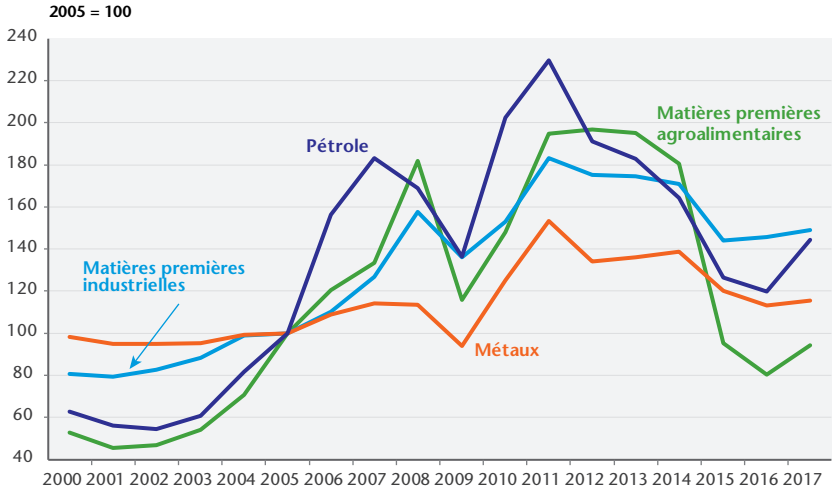
secteur d'activité, ont quasiment stagné (+ 0,2 %). La légère remontée des prix de l'énergie, l'accélération de la consommation des ménages (+3,1 en 2017 contre +1,7 % en 2016) et la politique budgétaire expansive du gouvernement ont provoqué un redémarrage de l'inflation, qui est passée de -0,5 % en 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



Source : FMI.

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[69]. 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[70], 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 engage-ments
Pays de l'OPEP					
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 %
Koweit	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 %
Total OPEP 12	29,68	31,07	-1,18	-1,39	118 %
Libye	0,98	0,55			
Nigéria	1,72	1,47			
Total OPEP 14	32,38	33,09			
Pays hors OPEP*					
Azerbaidjan	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 %
Total hors OPEP	17,18	17,51	-0,50	-0,33	65 %

* 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'Energie (*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

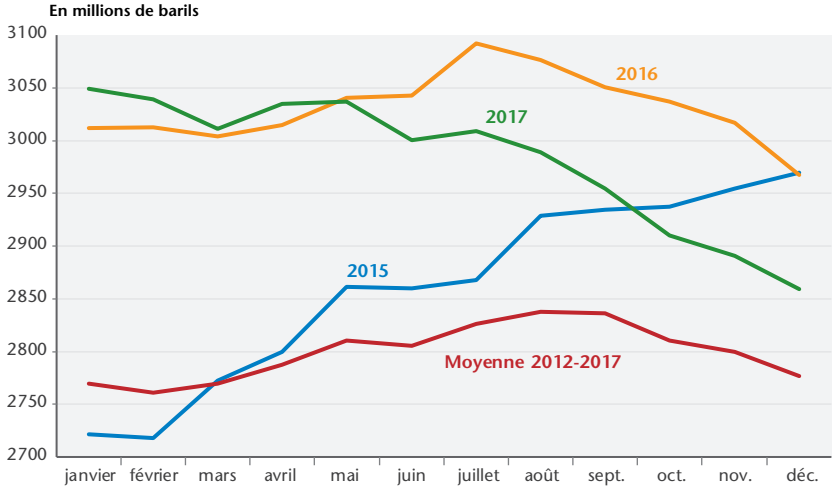
En 2018 et 2019, nous anticipons une croissance soutenue de la demande mondiale (+1,4 % en 2018 et +1,5 % en 2019), sous l'effet des pays émergents (Chine et Inde notamment), même si la hausse récente des prix devrait freiner la hausse de la consommation *via* une baisse de l'intensité pétrolière plus 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[71]. 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[72], 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.

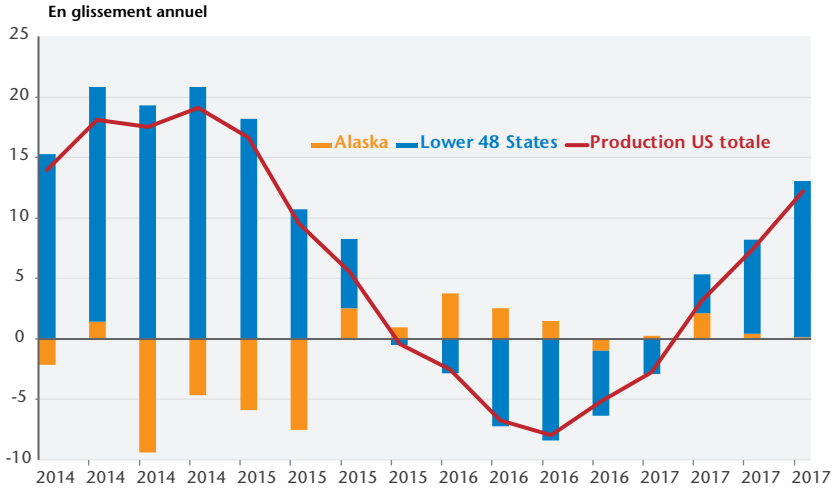
Après un important déstockage en 2017 (graphique 68), nous inscrivons une poursuite du déstockage de 110 millions de barils au premier semestre 2018, puis une stabilisation des stocks au niveau de la moyenne des cinq dernières années (moyenne 2012-2017). Notons par ailleurs que, en sus des stocks commerciaux, 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 Rifflart 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.

Furcieri D. et Zdzienicka A., 2011, « How costly are debt crises? », *IMF Working paper,* n° 11/280.

Furceri 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.

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				
Taux de change [1]																
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
Taux d'intérêt directeurs des banques centrales[1]																
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
Taux d'intérêt à 10 ans[1]																
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
Matières premières																
Prix du pétrole Brent, en $[1]	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 €[1]	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[2]	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				
Demande mondiale	**97,8**	**98,8**	**98,4**	**99,0**	**99,3**	**99,8**	**100,0**	**100,4**	**100,8**	**101,2**	**101,6**	**102,1**	**96,9**	**98,5**	**99,9**	**101,4**
En taux de croissance[1]													1,6	1,7	1,4	1,5
PIB mondial[1]													3,1	3,5	3,6	3,5
Intensité pétrolière[1]													-1,5	-1,7	-2,2	-2,0
Production mondiale	**97,4**	**97,9**	**98,2**	**98,3**	**99,2**	**99,5**	**99,9**	**100,4**	**100,7**	**101,2**	**101,6**	**102,2**	**97,2**	**97,9**	**99,8**	**101,4**
Dont 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
Non 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
Variation de Stock	-0,4	-0,9	-0,2	-0,8	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	-0,6	-0,1	0,0
Dont 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
Prix du pétrole Brent en $[2]	**54,8**	**51,0**	**52,2**	**61,5**	**66,8**	**70,0**	**68,0**	**68,0**	**71,0**	**71,0**	**71,0**	**71,0**	**43,8**	**54,9**	**68,2**	**71,0**
Prix des matières premières industrielles[1]	5,8	-7,5	2,5	13,1	7,8	-3,9	-4,1	-2,1	0,0	0,0	2,2	0,0	-12,7	20,5	10,9	-3,6
Taux de change 1 € = …$	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					
PIB	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
PIB par habitant	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
Consommation des ménages	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
Consommation publique	-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
FBCF totale *dont :*	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
Production privée	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
Logement	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
Administrations publiques	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
Exportations de biens et services	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
Importations de biens et services	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
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	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
Variations de stocks	-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
Commerce extérieur	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
Prix à la consommation (IPCH) *	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
Taux de chômage	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
Solde courant, en % du PIB													-2,4	-2,4	-2,4	-2,8	-2,8
Solde public, en % du PIB													-4,3	-5,0	-4,9	-5,8	-7,0
Dette publique, en % du PIB													104,4	107,3	105,7	106,4	108,6
Impulsion budgétaire, en points de PIB													0,1	0,5	0,2	1,5	1,5
PIB zone euro	**0,6**	**0,7**	**0,7**	**0,6**	**0,5**	**0,5**	**0,4**	**0,5**	**0,5**	**0,4**	**0,4**	**0,4**	**2,0**	**1,8**	**2,5**	**2,2**	**1,8**

* 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					
PIB	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
PIB par habitant	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
Consommation des ménages	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
Consommation publique	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
FBCF totale *dont :*	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
Productive hors bâtiment	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
Logement	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
Construction	-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
Exportations de biens et services	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
Importations de biens et services	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
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	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
Variations de stocks	-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
Commerce extérieur	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
Prix à la consommation (IPCH)*	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
Taux de chômage	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
Solde courant, en % du PIB																	
Solde public, en % du PIB													-2,1	-1,5	-1,0	-0,5	-0,4
Dette publique, en % du PIB													89,9	88,9	86,9	84,6	82,3
Impulsion budgétaire, en points de PIB													-0,1	0,0	0,2	0,2	0,1
PIB États-Unis	**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					
PIB	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
PIB par habitant																	
Consommation des ménages	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
Consommation publique	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
FBCF totale *dont :*	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
Productive privée	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
Logement	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
Administrations publiques	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
Exportations de biens et services	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
Importations de biens et services	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
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	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
Variations de stocks	-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
Commerce extérieur	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
Prix à la consommation (IPCH)*	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
Taux de chômage	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
Solde courant, en % du PIB													8,5	8,3	7,9	7,7	7,8
Solde public, en % du PIB													0,6	0,8	1,1	1,4	1,3
Dette publique, en % du PIB													70,9	68,1	64,3	60,5	57,2
Impulsion publique, en points de PIB													-0,1	0,8	0,3	0,2	0,1
PIB zone euro	**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**

* 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				
PIB	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
PIB par habitant	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
Consommation des ménages	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
Consommation publique	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
FBCF totale *dont :*	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
SNFEI	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
Ménages	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
Administrations publiques	-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
Exportations de biens et services	-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
Importations de biens et services	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
Contributions :																
Demande intérieure hors stocks	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
Variations de stocks	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
Commerce extérieur	-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
Prix à la consommation (IPCH)*	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
Taux de chômage	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
Solde public, en % du PIB													-3,4	-2,6	-2,4	-2,5
Dette publique, en % du PIB													96,6	97,0	96,6	95,4
Impulsion budgétaire, en points de PIB**													0,0	0,2	0,0	-0,2
PIB zone euro	**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					
PIB	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
PIB par habitant	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
Consommation des ménages	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
Consommation publique	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
FBCF totale *dont :*	-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
productive	-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
logement	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
Exportations de biens et services	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
Importations de biens et services	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
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	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
Variations de stocks	-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
Commerce extérieur	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
Prix à la consommation (IPCH)[1]	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
Taux de chômage	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
Solde courant, en % de PIB													1,9	2,2	2,4	3,1	3,4
Solde public, en % de PIB													-2,6	-2,5	-1,9	-1,4	-1,1
Dette publique, en % du PIB													132,7	132,8	132,0	130,4	129,3
Impulsion budgétaire, en points de PIB													0,1	0,2	0,3	0,0	0,1
PIB zone euro	**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**

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					
PIB	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
PIB par habitant	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
Consommation des ménages	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
Consommation publique	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
FBCF totale[1] ***dont :***	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
Exportations de biens et services	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
Importations de biens et services	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
Contributions :																	
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
Prix à la consommation (IPCH)[2]	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
Taux de chômage	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
Solde courant, en % de PIB													1,1	1,9	1,7	1,4	1,8
Solde public, en % de PIB													-5,3	-4,5	-3,1	-2,3	-1,5
Dette publique, en % de PIB													100,0	100,6	99,7	99,0	98,9
Impulsion budgétaire, en points de PIB													-0,4	-0,2	-0,1	0,0	-0,1
PIB zone euro	**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**

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					
PIB	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
PIB par habitant	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
Consommation des ménages [1]	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
Consommation publique	-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
FBCF totale [2] ***dont :***	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
Productive privée	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
Logement	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
Administrations publiques	-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
Exportations de biens et services	-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
Importations de biens et services	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
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	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
Variations de stocks	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
Commerce extérieur	-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
Prix à la consommation (IPCH) [3]	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
Taux de chômage [4]	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
Solde courant, en % du PIB	-4,5		-3,7		-3,6		-3,5		-3,5		-3,5		-5,2	-5,8	-4,1	-3,5	-3,5
Solde public [5]**, en % du PIB**													-4,3	-3,0	-1,9	-1,7	-1,6
Dette publique, en % du PIB													88,2	88,2	87,6	87,5	87,9
Impulsion budgétaire, en points de PIB													-0,4	-1,1	-1,0	-0,3	-0,3
PIB zone euro	**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**

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
PIB	0,3	-0,3	1,8	2,3	2,8
Argentine	2,7	-1,8	2,9	3,4	3,2
Brésil	-3,5	-3,5	1,0	1,8	3,1
Mexique	3,3	2,7	2,3	2,1	2,0
Importations	-4,8	-5,1	6,3	5,3	3,9
Exportations	-1,1	0,8	4,9	1,6	3,0
Demande adressée	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
Corée du Sud	6,8	2,8	3,1	2,9	2,8
Asie en développement rapide	20,3	3,9	4,5	4,4	4,2
Taïwan	3,9	1,4	2,9	2,5	2,1
Hong Kong	1,5	2,0	3,3	2,6	2,3
Singapour	0,9	2,4	3,6	3,2	2,8
Thaïlande	3,6	3,3	3,9	3,9	3,8
Indonésie	6,0	5,0	5,1	5,2	5,2
Malaisie	1,7	4,2	5,9	5,7	5,0
Philippines	2,6	6,9	6,7	6,4	6,4
Chine	48,5	6,7	6,9	6,7	6,5
Inde	24,4	7,9	6,4	7,2	7,5
Asie hors Chine	51,5	5,6	5,2	5,5	5,6
Total	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
Pologne	45	2,9	4,6	3,9	3,2
Roumanie	18	4,8	6,8	4,4	3,6
République Tchèque	15	2,5	4,5	3,3	3,2
Hongrie	12	2,1	4,2	3,7	3,1
Bulgarie	6	3,9	3,7	3,6	3,3
Croatie	4	2,9	3,1	2,7	2,7
NEM-6	**100,0**	**3,2**	**4,8**	**3,8**	**3,3**

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