



HAL
open science

Perspectives économiques 2016-2018

Eric Heyer, Xavier Timbeau

► **To cite this version:**

Eric Heyer, Xavier Timbeau. Perspectives économiques 2016-2018. Xavier Timbeau; Eric Heyer. Revue de l'OFCE, 2016/4 (148), pp.270, 2016, 9782312044088. hal-03459051

HAL Id: hal-03459051

<https://sciencespo.hal.science/hal-03459051>

Submitted on 30 Nov 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.



Distributed under a Creative Commons Attribution - NonCommercial - NoDerivatives 4.0 International License

Revue de l'OFCE

DOSSIER

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2016-2018

Présentation générale

Éric Heyer et Xavier Timbeau

Exit la croissance ?

Perspectives 2016-2018 pour l'économie mondiale et la zone euro

Département analyse et prévision

France : croissance malmenée

Perspectives 2016-2018 pour l'économie française

Département analyse et prévision

Causes et conséquences des taux d'intérêt négatifs

Christophe Blot, Paul Hubert

Débat sur les perspectives économiques

OFCE

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

Président

Xavier Ragot.

Direction

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

Comité de rédaction

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

Publication

Xavier Ragot, *directeur de la publication.*

Sandrine Levasseur, *rédactrice en chef*

Laurence Duboys Fresney, *secrétaire de rédaction*

Claudine Houdin, *adjointe à la fabrication*

Najette Moumami, *responsable de la fabrication.*

Contact

OFCE, 69 quai d'Orsay 75340 Paris cedex 07

Tel. : +33(0)1 44 18 54 87

mail : revue.ofce@sciencespo.fr

web : www.ofce.sciences-po.fr

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2016-2018

Sous la direction d'Éric Heyer et de Xavier Timbeau

Présentation générale	5
Éric Heyer et Xavier Timbeau	

PRÉVISIONS

Exit la croissance ?	13
<i>Perspectives 2016-2018 pour l'économie mondiale et la zone euro</i>	
Département analyse et prévision	

France : croissance malmenée	131
<i>Perspectives 2016-2018 pour l'économie française</i>	
Département analyse et prévision	

ÉTUDE SPÉCIALE

Causes et conséquences des taux d'intérêt négatifs	219
Christophe Blot et Paul Hubert	

Débat sur les perspectives économiques	247
---	------------

<i>Index des tableaux, graphiques et encadrés</i>	<i>261</i>
---	------------

<i>Liste des abréviations de pays</i>	<i>266</i>
---	------------

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

Présentation générale

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2016-2018

Éric Heyer et Xavier Timbeau

OFCE, Sciences Po

Ce numéro de la *Revue de l'OFCE* consacré aux prévisions économiques pour les années 2016 et 2018 est composé de plusieurs articles qui peuvent être lus indépendamment.

Le premier article, intitulé « **Exit la croissance** » présente le scénario de prévision pour l'économie mondiale et la zone euro. Comme le rappellent les économistes du département Analyse et prévision de l'OFCE, huit ans après le début de la Grande Récession, l'économie mondiale est toujours en rémission. Même s'il subsiste des pays pour lesquels la croissance est faible (Italie, Portugal) ou en recul (Grèce, Brésil, Russie), une reprise est enclenchée dans l'ensemble des zones géographiques. Mais, les stigmates de la crise ne sont pas encore effacés et le chômage décroît mais reste élevé en zone euro.

De nombreux facteurs alimentent la fragilité de la croissance. Il y a un an, les inquiétudes émanaient de la croissance chinoise et plus généralement de la situation des économies émergentes, ce qui a entraîné une forte correction des places boursières, non seulement des pays émergents mais aussi des pays industrialisés. Si le modèle de croissance chinois est toujours en mutation, les craintes d'un atterrissage brutal de l'économie chinoise se sont dissipées, au moins temporairement. D'autres facteurs d'incertitude fragilisent aujourd'hui l'économie mondiale et en particulier l'Europe avec le vote en faveur du *Brexit*. L'économie britannique sera logiquement la plus touchée par ce choix qui s'est immédiatement traduit par une baisse de la livre. Ailleurs qu'au Royaume-Uni, l'impact à court terme sera modéré. Après le risque de *Grexit*, cette nouvelle crise vient une nouvelle fois alimenter les doutes sur la pérennité de la construction européenne et de la monnaie unique et pourrait déclencher de

nouvelles tensions sur les marchés financiers. Au-delà de son impact direct, le *Brexit* induit une nouvelle source d'incertitude, notamment en Europe, à un moment charnière où les facteurs (prix du pétrole, baisse de l'euro) qui avaient largement soutenu l'activité en 2014-2016 s'estompent progressivement.

La croissance reculerait nettement au Royaume-Uni sous l'effet du *Brexit* (tableau 1) et plus modérément dans le reste de l'Europe. L'impact du *Brexit* sur les partenaires du Royaume-Uni serait relativement faible. Les États-Unis ne seraient pas touchés par le choc mais la croissance du PIB passerait ainsi de 2,4 % en 2015 à 1,6 % en 2016, notamment du fait d'un premier semestre en demi-teinte.

Tableau 1. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	PIB en volume			
	2015	2016	2017	2018
DEU	1,4	2,0	1,5	1,1
FRA	1,2	1,4	1,5	1,5
ITA	0,6	0,8	0,8	0,5
ESP	3,2	3,1	2,1	1,8
EUZ	1,9	1,6	1,5	1,3
GBR	2,2	2,0	1,0	1,4
NPM ¹	3,8	3,2	3,1	3,0
UE 28	1,9	1,9	1,6	1,5
USA	2,4	1,4	1,6	1,8
JPN	0,6	0,6	0,7	1,0
Pays développés	2,0	1,5	1,5	1,5
RUS	-3,7	-0,8	1,1	1,1
CHN	6,9	6,3	6,1	6,1
BRA	-3,9	-3,3	1,2	2,0
IND	7,6	7,5	7,6	7,6
PVS	3,7	3,7	4,2	4,4
Monde	2,9	2,7	3,0	3,1

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

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2016.

Du côté de la zone euro, la croissance passerait de 2 % en 2015 à 1,6 % en 2016 puis 1,3 % en 2018. Ce ralentissement de la croissance montre qu'une dynamique interne vertueuse peine à prendre le relais des facteurs favorables qui avaient permis d'enclencher la reprise. Les sources d'incertitude sont multiples : la transition de l'économie chinoise, le *Brexit* et l'avenir de l'Union européenne, la situation des finances publiques en Espagne et l'absence de gouvernement, la crise migratoire sont autant de facteurs à la fois politiques et économiques qui favorisent l'attentisme, le repli sur soi et freinent la prise de risque. Il en résulte une situation où les ménages comme les entreprises privilégient l'épargne à l'investissement, ce qui réduit la croissance et confirme les craintes d'une économie mondiale qui serait enfermée dans une trappe à faible croissance et inflation basse, validant *ex-post* les analyses pointant la baisse de la productivité et de la croissance potentielle.

Dans ces conditions, le processus de réduction des déséquilibres n'en sera que plus long. Le chômage se résorberait lentement et resterait bien au-dessus de son niveau d'avant-crise en fin d'année 2018 tandis que l'inflation peinerait à rejoindre la cible de 2 %. Du côté des pays émergents, le ralentissement de l'économie chinoise se confirmerait et se poursuivrait. Mais le Brésil et la Russie sortiraient de la récession en 2017 et la croissance serait stable dans l'Asie hors Chine, si bien que le ralentissement de la croissance dans les pays industrialisés serait compensé par une accélération dans les pays émergents et en voie de développement. Le creux de la croissance mondiale serait atteint en 2016 avec une progression du PIB de 2,7 %. Elle retrouverait ensuite des niveaux proches de 3 % en 2017 et 2018.

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

	2015				2016				2017				2015	2016	2017	2018
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Taux de change ¹																
1 €=...dollars	1,15	1,11	1,11	1,09	1,09	1,14	1,12	1,09	1,07	1,05	1,05	1,05	1,12	1,11	1,06	1,05
1 \$=...yens	119,2	120,9	122,5	121,5	117,9	108,9	102,4	100	100	100	100	100	121	107	100	100
1 £=...euros	1,33	1,37	1,40	1,39	1,33	1,27	1,19	1,13	1,10	1,10	1,10	1,10	1,37	1,23	1,10	1,10
Taux d'intérêt directeurs des banques centrales¹																
USA	0,25	0,25	0,25	0,29	0,50	0,50	0,50	0,58	0,75	0,92	1,10	1,25	0,26	0,52	1,01	1,86
JPN	0,10	0,10	0,10	0,10	0,00	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,10	-0,07	-0,10	-0,10
EUZ	0,05	0,05	0,05	0,05	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05	0,01	0,00	0,00
GBR	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,34	0,18	0,15	0,15	0,15	0,15	0,50	0,38	0,15	0,15
Prix du pétrole Brent, en \$ ¹	54,1	61,9	50,3	43,7	34,1	45,6	45,9	50,0	51,0	52,0	53,0	54,0	52,5	43,9	52,5	55,0
Prix du pétrole Brent, en € ¹	46,9	56,0	45,3	40,0	31,2	40,1	41,0	45,9	47,7	49,5	50,5	51,4	47,0	39,6	49,8	52,4

1. Moyenne sur la période.

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

Sources : Taux de change et pétrole : relevés 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 octobre 2016.

Le deuxième article détaille l'analyse conjoncturelle de l'économie française. Il s'intitule « **France : croissance malmenée** ». Après trois années de croissance faible (0,5 % en moyenne sur la période 2012-2014), un modeste rebond de l'activité s'est dessiné en France en 2015 (1,2 %), tiré par la baisse des prix du pétrole, la dépréciation de l'euro et une consolidation budgétaire moins forte que par le passé.

Pour la première fois depuis 2011, l'économie française a renoué avec les créations d'emplois salariés dans le secteur marchand (98 000 sur l'ensemble de l'année), favorisées par les dispositifs fiscaux réduisant le coût du travail. Cumulé à une hausse des effectifs dans le secteur non marchand (+49 000) et des créations d'emplois non-salariés (+56 000), le nombre de chômeurs au sens du BIT a diminué en 2015 (-63 000, soit -0,2 point de la population active). De son côté, dynamisé par le suramortissement fiscal sur les équipements industriels, l'investissement des entreprises a connu un redémarrage en 2015 (+3,9 % en glissement annuel). La moins bonne performance de la croissance française par rapport à celle de la zone euro depuis 2014 s'explique, outre le fait qu'elle ait aussi mieux résisté sur la période 2008-2013, par deux éléments majeurs : d'une part, par un ajustement budgétaire plus conséquent que ses voisins européens sur la période 2014-2016, et d'autre part, par la maigre contribution de ses exportations à la croissance alors même que les orientations fiscales de la politique de l'offre visaient à redresser la compétitivité des entreprises françaises. Or, il semblerait que les exportateurs français aient fait le choix, à partir de 2015, de redresser leurs marges plutôt que de réduire leurs prix à l'exportation, sans effet sur les volumes exportés. Si ce comportement se traduit par des pertes de parts de marché depuis plusieurs trimestres, il peut en revanche, à travers le rétablissement des situations financières des exportateurs hexagonaux, devenir un atout à plus long terme, notamment si ces marges étaient réinvesties dans la compétitivité hors-coût pour favoriser la montée en gamme des produits fabriqués en France.

En 2016, malgré un premier trimestre dynamique (+0,7 %) tiré par la demande intérieure hors stocks exceptionnellement soutenue (+0,9 %), la croissance du PIB ne dépasserait pas 1,4 % en moyenne sur l'année. Le trou d'air du milieu d'année, marqué par les grèves autour du conflit sur la Loi travail, les inondations, les attentats ou la fin initialement annoncée du suramortissement fiscal, expliquent en partie la faiblesse de la reprise en 2016. Sous l'effet du redressement du taux de marge, d'un coût du capital historiquement bas et du prolongement du suramortissement fiscal, l'investissement continuerait cependant à croître

Tableau 3. Résumé de la prévision France

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2016				2017				2015	2016	2017	2018
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,7	-0,1	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	1,2	1,4	1,5	1,5
PIB / habitant	0,6	-0,2	0,2	0,4	0,3	0,3	0,2	0,3	0,8	0,9	1,0	1,0
Consommation des ménages	1,1	-0,1	0,2	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	1,5	1,5	1,3	1,3
Consommation publique	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	1,4	1,5	1,0	1,2
FBCF totale dont :	1,3	-0,2	0,4	0,6	0,7	0,4	0,4	0,4	0,9	2,7	1,9	1,4
<i>Productive privée</i>	2,1	-0,4	0,4	0,6	0,8	0,4	0,4	0,4	2,7	3,7	1,9	1,4
<i>Logement</i>	0,1	-0,3	0,3	0,6	0,6	0,7	0,5	0,4	-0,8	0,4	2,0	1,5
<i>Publique</i>	0,1	0,7	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	-3,9	2,5	1,9	1,2
Exportations de biens et services	-0,4	0,2	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	6,0	0,8	2,2	2,5
Importations de biens et services	0,2	-1,8	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	6,4	1,8	1,3	2,0
Contributions :												
Demande intérieure hors stocks	0,9	0,0	0,2	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	1,4	1,8	1,4	1,3
Variations de stocks	-0,1	-0,8	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,1
Commerce extérieur	-0,2	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,3	0,2	0,1
Prix à la consommation (IPCH), t/t-4	0,0	0,1	0,4	0,9	1,8	1,1	1,5	1,6	0,1	0,4	1,5	1,6
Taux de chômage	9,9	9,6	9,5	9,4	9,4	9,4	9,4	9,3	10,1	9,6	9,4	9,3
Taux d'épargne des ménages, en % du RDB	14,5	14,8	14,9	14,7	14,6	14,5	14,6	14,7	14,5	14,7	14,6	14,6
Taux de marge des SNF, en % de la VA	32,2	31,7	31,8	31,8	31,9	31,8	31,8	31,7	31,4	31,9	31,8	31,8
Solde public, en % du PIB									-3,5	-3,3	-2,9	-2,4
Dette publique, en % du PIB									95,8	96,1	95,8	95,3

Sources : INSEE, prévisions OFCE 2016-2018, octobre 2016.

en 2016 (+2,7 % en glissement annuel). Les créations d'emplois salariés marchands seraient relativement dynamiques (+149 000), soutenues par le CICE, le Pacte de responsabilité ou la prime à l'embauche. Au total, en tenant compte des non-salariés et des effectifs non marchands, 219 000 emplois seraient créés en 2016. Le taux de chômage baisserait de 0,5 point sur l'année, dont 0,1 serait lié à la mise en place du dispositif « 500 000 formations », et s'établirait à 9,4 % de la population active en fin d'année. Le déficit public, quant à lui, baisserait à 3,3 % du PIB en 2016, après 3,5 % en 2015 et 4 % en 2014.

En 2017, avec un taux de croissance de 1,5 %, l'économie française continuerait à croître à un rythme légèrement supérieur à son potentiel (1,3 %), la politique budgétaire nationale ne pesant plus sur le PIB pour la première fois depuis sept ans. Par contre, la France doit faire face, par rapport à notre prévision de printemps, à deux nouveaux chocs, l'impact négatif du *Brexit* sur le commerce extérieur et celui des attentats sur la fréquentation touristique. Ces deux chocs amputeraient de 0,2 point de PIB la croissance en 2017 (après 0,1 en 2016). L'économie française créerait 180 000 emplois, dont 145 000 dans le secteur marchand, et le taux de chômage se réduirait de « seulement » 0,1 point, en raison du rebond de la population active avec le retour progressif sur le marché du travail des personnes ayant bénéficié du plan formation. Sous l'effet de la remontée du prix du pétrole et de la baisse de l'euro, l'inflation serait de 1,5 % en 2017 (après 0,4 % en 2016). Enfin, le déficit public atteindrait 2,9 % du PIB en 2017, repassant sous la barre des 3 % pour la première fois depuis dix ans. Après s'être stabilisée à 96,1 % du PIB en 2015 et en 2016, la dette publique baisserait très légèrement, pour revenir à 95,8 % en 2017.

L'économie française, bien que malmenée par de nouveaux chocs et loin d'avoir effacé tous les stigmates de la crise, se redresse peu à peu, comme en témoigne l'amélioration graduelle de la situation financière des agents économiques : hausse du taux de marge des entreprises, rebond du pouvoir d'achat des ménages, baisse du déficit et stabilisation de la dette publique.

Un article complète et enrichit l'analyse conjoncturelle « **Causes et conséquences des taux d'intérêt négatifs** ». Celui-ci résume les objectifs et les conséquences sur l'économie des taux négatifs fixés par les banques centrales sur les facilités de dépôts et les réserves excédentaires. Les auteurs, Christophe Blot et Paul Hubert, rappellent que depuis 2014, la BCE applique un taux négatif sur les réserves excédentaires (et facilités de dépôts) des banques commerciales. Cette politique vise à amplifier le caractère expansionniste de la politique monétaire. Elle est complémentaire du *Quantitative Easing* (QE),

programme par lequel la BCE achète des titres sur les marchés. En effet, le *QE* fournit des liquidités aux banques et les incite à réallouer ces liquidités. Le taux négatif sur les réserves renforce l'incitation des banques à opérer des arbitrages sur leur portefeuille d'actifs et amplifie la baisse des taux de court terme. Alors que le coût brut de cette rémunération négative pour les banques est d'environ 3,5 milliards d'euros par an, il convient de rappeler que les réserves excédentaires représentent seulement 2,5 % des actifs des banques (800 milliards sur 31 000 milliards d'euros), que les banques font des gains en capital sur les titres qu'elles revendent à la BCE dans le cadre du *QE*, et que la BCE leur offre la possibilité de se financer elles-mêmes à des taux négatifs auprès de la BCE dans le cadre du programme TLTRO II.

Enfin, ce numéro se termine par la retranscription du **débat** réalisé autour des perspectives économiques et qui permet de confronter les analyses de l'OFCE à celles de de Jesus Castillo de Natixis et de Denis Ferrand de COE-Rexecode.

EXIT LA CROISSANCE ?

PERSPECTIVES 2016-2018 POUR L'ÉCONOMIE MONDIALE ET LA ZONE EURO

Département analyse et prévision*

* Sous la direction d'Éric Heyer et Xavier Timbeau, ce texte synthétise l'analyse de la conjoncture menée par le Département analyse et prévision de l'OFCE à l'automne 2016. Ces analyses s'appuient sur le travail de l'équipe internationale animée par Christophe Blot composée de Céline Antonin, Amel Falah, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Christine Riffart et Sébastien Villemot et de l'équipe France animée par Mathieu Plane composée de Bruno Ducoudré, Pierre Madec, Hervé Péléraux et Raul Sampognaro. Cette prévision intègre les informations disponibles au 1^{er} octobre 2016. Sandrine Levasseur et Vincent Touzé ont également participé à la rédaction de la partie sur le risque bancaire.

En juin 2016, les électeurs britanniques ont fait le choix du Brexit, ouvrant ainsi une nouvelle crise au sein de l'Union européenne. Contrairement à ce qui avait pu être craint, force est de constater qu'il y a pas eu pour l'instant de choc financier de grande ampleur. Les bourses mondiales ont bien résisté. Le vote s'est cependant traduit par une baisse de la livre vis-à-vis des autres monnaies. La croissance au Royaume-Uni devrait néanmoins fortement ralentir à partir de 2017 mais la zone euro et le reste de l'économie mondiale ne serait que modérément affectée à court terme. La croissance des pays industrialisés marquerait le pas en 2016 et se stabiliserait à 1,5 % jusqu'en 2018. La baisse du pétrole avait soutenu le pouvoir d'achat des ménages en 2015, mais ce soutien s'arrêterait avec la remontée du prix. La politique monétaire aux États-Unis resterait expansionniste, mais la normalisation graduelle des taux d'intérêt atténuerait le soutien. En revanche, l'économie américaine serait moins pénalisée par l'appréciation du dollar. Inversement, la baisse de l'euro qui avait soutenu la croissance des pays de la zone en 2015 jouerait également de façon moins favorable. Dans ces conditions, le chômage continuerait certes à baisser mais à un rythme beaucoup moins rapide, si bien que fin 2018 le chômage dans la zone euro serait toujours supérieur à celui de l'année 2007. L'inflation n'atteindrait pas la cible de 2 %. Ainsi, bien que le mouvement de reprise ne serait pas interrompu, sauf pour le Royaume-Uni, il resterait trop lent et insuffisant pour effacer les stigmates laissés par la Grande Récession et la crise des dettes souveraines. Malgré le ralentissement des pays industrialisés, l'économie mondiale retrouverait un rythme de croissance proche de 3 % à partir de 2017. Le ralentissement de l'économie chinoise se poursuivrait mais serait compensé par la forte croissance de l'Inde et la sortie anticipée de récession en Russie et au Brésil.

Perspectives 2016-2018 pour l'économie mondiale et la zone euro

1. Synthèse du scénario mondial	15
2. Zone euro : à la recherche d'un nouveau souffle.....	41
3. Royaume-Uni : l'appel du large	49
4. États-Unis : retour à la normale	63
5. Émergents : la croissance résiste	71
6. Politiques monétaires : prudence.....	78
7. Politiques budgétaires : convergence vers un ajustement plus modéré	84
8. Les pays avancés inégaux face au risque déflationniste	89
9. Quelles évolutions du marché du travail ?	98
10. Coup de frein sur le commerce mondial	106
11. Les banques de la zone euro : une menace latente ?	109
ANNEXE.....	120

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

1. Synthèse du scénario mondial

Huit ans après le début de la Grande Récession, l'économie mondiale est toujours en convalescence. La reprise est enclenchée dans l'ensemble des zones géographiques y compris en zone euro. Mais il subsiste des pays pour lesquels la croissance est faible (Italie, Portugal) ou en recul (Grèce, Brésil, Russie). Surtout, les stigmates de la crise ne sont pas effacés : le chômage en zone euro est toujours largement supérieur à son niveau d'avant-crise. Aux États-Unis, malgré une croissance plus dynamique, le taux d'emploi ne s'est que très peu amélioré. De plus, de nombreux facteurs alimentent la fragilité de la croissance. Il y a un an, les inquiétudes émanaient de la croissance chinoise et plus généralement de la situation des économies émergentes, ce qui a entraîné une forte correction des indices boursiers, non seulement dans les pays émergents mais aussi dans les pays industrialisés. L'économie chinoise est toujours en mutation vers un modèle de croissance s'appuyant sur la demande intérieure plutôt que sur le commerce extérieur mais les craintes d'un atterrissage forcé de l'économie chinoise sont dissipées, au moins temporairement. Pourtant la transition vers une économie tournée vers le marché intérieur se traduit par une baisse de l'activité industrielle en Chine¹ et par un ralentissement des importations contribuant au ralentissement du commerce mondial. Ce ralentissement a débuté en 2012 ; il s'est accentué en 2015 et au premier trimestre 2016 où les importations mondiales ont baissé de 2 %.

D'autres facteurs d'incertitude fragilisent aujourd'hui l'économie mondiale et en particulier l'Europe avec le vote britannique en faveur du Brexit en juin dernier. L'économie britannique sera logiquement la plus touchée par ce choc. Dès l'annonce des résultats du vote, la livre a perdu respectivement 6 et 8 % de sa valeur vis-à-vis de l'euro et du dollar. Ailleurs, l'impact à court terme sera modéré et

1. Voir Heyer (2015).

dépendra essentiellement des liens commerciaux tissés avec le Royaume-Uni. Cette nouvelle crise vient une nouvelle fois alimenter les doutes sur la pérennité de la construction européenne et de la monnaie unique. Alors que la zone euro a empêché de justesse le Grexit, le Brexit pourrait déclencher de nouvelles tensions sur les marchés financiers et sur les taux d'intérêt souverains. Le choc financier redouté est pour l'instant de faible intensité et bien moindre qu'en octobre 2008 après la faillite de la banque Lehman Brothers. Une hausse des écarts de taux souverains est certes observée en zone euro mais elle tient probablement davantage aux fragilités de certains pays – le Portugal – ou aux menaces qui pèsent sur le secteur bancaire en lien avec les créances douteuses – l'Italie et le Portugal – ou le risque d'amende (Deutsche Bank). Il reste que le Brexit a créé une nouvelle source d'incertitude en Europe, à un moment charnière où les facteurs (prix du pétrole, baisse de l'euro) qui avaient largement soutenu l'activité en 2014-2016 s'estompent progressivement. La croissance reculerait l'an prochain nettement au Royaume-Uni sous l'effet du Brexit (tableau 1) et plus modérément dans le reste de l'Europe.

L'impact du Brexit sur les partenaires du Royaume-Uni serait relativement faible et le ralentissement de la croissance résulterait plutôt du tarissement des éléments qui avaient soutenu l'activité en 2015. Dès lors, le mouvement de reprise mondiale ne sera pas interrompu malgré le ralentissement de la croissance dans les pays industrialisés dès 2016. Bien que modérément affectés par le Brexit, les États-Unis verraient la croissance du PIB passer de 2,4 % en 2015 à 1,6 % en 2016, notamment du fait d'un premier semestre en demi-teinte.

Dans la zone euro, la croissance ralentirait, passant de 1,8 % en 2015 à 1,6 % en 2016 puis 1,3 % en 2018. Le coup de frein serait plus fort au Royaume-Uni avec une croissance qui serait de 1 % en 2017 après 2 % en 2016. Ce ralentissement de la croissance en zone euro montre qu'une dynamique interne vertueuse peine à prendre le relais des facteurs favorables qui avaient permis d'enclencher la reprise. Les sources d'incertitude sont multiples : la transition de l'économie chinoise, le Brexit et l'avenir de l'Union européenne, la situation des finances publiques en Espagne et l'absence de gouvernement, la crise migratoire qui sont autant de facteurs à la fois politiques et économiques qui favorisent l'attentisme, le repli sur soi et freinent la prise de risque. Il en résulte une situation où les

Tableau 1. Scénario de croissance mondiale annuelle (avec les révisions)

Taux de croissance annuels, en %

	Poids ¹ dans le total	PIB en volume				Révision 2016 (écart avec la prévision d'avril 2016)	Révision 2017 (écart avec la prévision d'avril 2016)
		2015	2016	2017	2018		
DEU	3,7	1,4	2,0	1,5	1,1	0,1	-0,1
FRA	2,6	1,2	1,4	1,5	1,5	-0,3	-0,1
ITA	2,3	0,6	0,8	0,8	0,5	-0,4	-0,2
ESP	1,6	3,2	3,1	2,1	1,8	-0,3	-0,3
NLD	0,8	2,0	1,7	1,7	1,6	-0,1	-0,3
BEL	0,5	1,4	1,3	1,4	1,1	-0,2	-0,1
FIN	0,4	0,2	0,8	1,2	1,8	0,2	0,0
AUT	0,3	0,8	1,5	1,4	1,5	-0,1	-0,1
PRT	0,3	1,6	0,9	1,1	1,4	-0,6	-0,8
GRC	0,2	-0,3	-0,4	0,7	1,2	0,3	-1,0
IRL	0,2	26,3	2,3	2,9	2,4	-3,1	-0,2
EUZ	13,4	1,8	1,6	1,5	1,3	-0,2	-0,2
GBR	2,4	2,2	2,0	1,0	1,4	-0,1	-0,7
SWE	0,4	4,2	3,5	2,6	2,2	0,1	0,0
DNK	0,3	1,0	1,0	1,4	1,7	-0,7	-0,4
Union européenne à 15	16,2	1,9	1,7	1,4	1,3	-0,2	-0,3
13 nouveaux pays membres	2,4	3,8	3,2	3,1	3,0	0,1	0,0
Union européenne à 28	18,6	1,9	1,9	1,6	1,5	-0,1	-0,2
CHE	0,4	0,8	1,0	1,3	1,5	-0,1	-0,2
NOR	0,3	1,6	0,8	1,2	1,8	-0,5	-0,7
Europe	19,4	2,1	1,9	1,6	1,5	-0,2	-0,2
USA	17,2	2,4	1,4	1,6	1,8	-0,5	-0,1
JPN	4,8	0,6	0,6	0,7	1,0	-0,1	0,3
CAN	1,6	1,1	1,2	1,6	1,7	-0,1	0,1
Pays développés	44,5	2,0	1,5	1,5	1,5	-0,3	-0,1
Pays candidats à l'UE²	1,6	3,5	3,2	3,4	3,4	0,0	0,0
RUS	3,6	-3,7	-0,8	1,1	1,1	0,2	0,1
Autres CEI³	0,8	-0,5	0,9	2,3	2,3	-1,4	-0,9
CHN	14,9	6,9	6,3	6,1	6,1	0,0	0,0
Autres pays d'Asie	16,6	5,3	5,3	5,4	5,4	0,1	0,0
Amérique latine	8,8	-0,3	-0,9	1,5	2,5	0,0	0,0
Afrique subsaharienne	2,3	3,4	1,4	2,9	2,9	-2,6	-1,8
M-O et Afrique du nord	6,8	2,3	3,4	3,4	3,4	-0,2	-0,2
Monde	100	2,9	2,7	3,0	3,1	-0,2	-0,1

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

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

3. Communauté des États indépendants.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévisions OFCE octobre 2016.

ménages privilégient l'épargne à l'investissement, ce qui réduit la croissance et confirme les craintes d'une économie mondiale enfermée dans une trappe à faible croissance et inflation basse, validant *ex post* les analyses pointant la baisse de la croissance de la productivité et de la production potentielle. Dans ces conditions, le processus de réduction des déséquilibres n'en sera que plus long. Le chômage se résorbe lentement et resterait bien au-dessus de son niveau d'avant-crise en fin d'année 2018. L'inflation peine à retourner vers la cible de 2 %. Du côté des pays émergents, le ralentissement de l'économie chinoise se confirme et se poursuit. Mais le Brésil et la Russie sortiraient de la récession en 2017 et la croissance serait stable dans le reste de l'Asie hors Chine, si bien que le ralentissement de la croissance dans les pays industrialisés serait compensé par une accélération dans les pays émergents et en voie de développement. Le creux de la croissance mondiale serait atteint en 2016 avec une progression du PIB de 2,7 %. Elle retrouverait ensuite des niveaux proches de 3 % en 2017 et 2018.

Le Brexit : la catastrophe financière n'a pas eu lieu mais les incertitudes demeurent

Le vote des électeurs britanniques le 23 juin 2016 en faveur d'une sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne ouvre une période de fortes incertitudes politique² et économique. À la suite de la démission de David Cameron au lendemain du vote, Theresa May a pris la tête d'un nouveau gouvernement. Elle n'a pas encore notifié à l'UE la mise en œuvre de l'article 50 du TUE et ne le ferait qu'en mars 2017, date à partir de laquelle débiteront les négociations qui devront aboutir dans un délai de 2 ans. L'accord redéfinira non seulement les relations commerciales³ entre l'UE et le Royaume-Uni mais également les conditions de circulation des personnes. Il aura de fait des répercussions sur le Royaume-Uni et sur le reste de l'Europe, bien au-delà de l'horizon de prévision, répercussions qui dépendront des termes de l'accord⁴. À court

2. Voir Mathieu (2016a).

3. Soit l'accès aux marchés mais aussi la question du « passeport européen » pour les établissements financiers, l'application de la régulation financière et plus généralement l'ensemble des contrats qui régissent les relations entre acteurs européens.

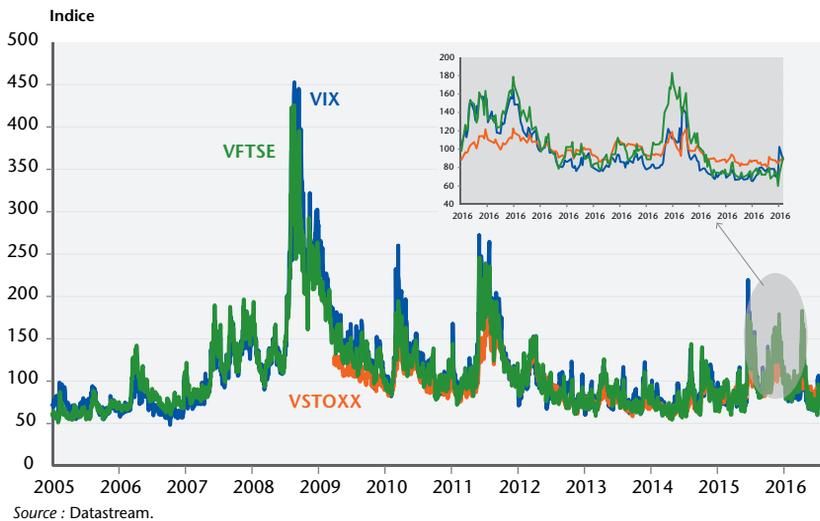
4. Kierzenkowski *et al.* (2016).

terme, l'effet du Brexit résulte d'un choc de taux de change et d'incertitude accru.

Un choc de taux de change et d'incertitude

À court terme, la perspective du Brexit se traduit par un choc de taux de change et d'incertitude, les termes de l'accord encore inconnus modifiant la nature des relations entre l'UE et le Royaume-Uni et restreignant potentiellement la libre circulation des biens, des capitaux et des personnes. L'incertitude n'est pas directement observable. Elle ne peut être appréhendée qu'au travers d'indicateurs⁵ tels que la volatilité implicite des indices boursiers qui, généralement, s'accroît fortement pendant les périodes de récession et qui, de fait, a augmenté au Royaume-Uni en juin 2016 (graphique 1).

Graphique 1. Incertitude mesurée par la volatilité implicite des principaux indices boursiers



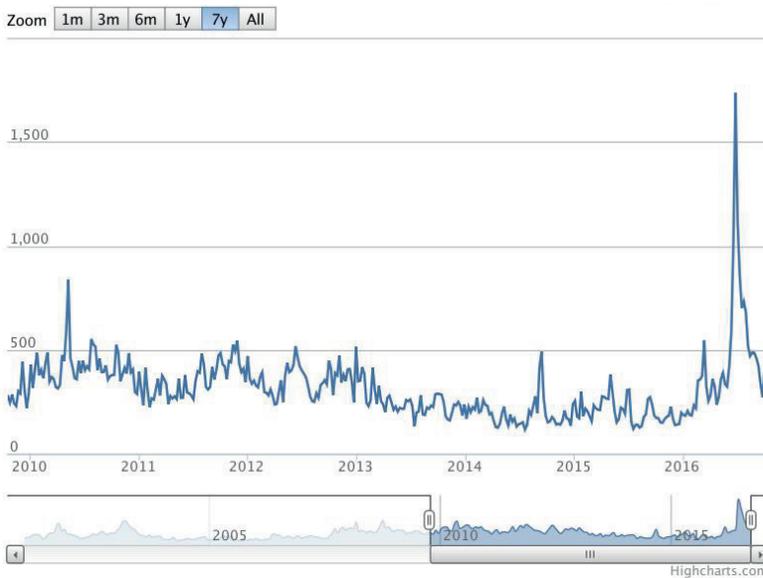
L'incertitude porte également sur la nature des politiques économiques qui seront mises en œuvre par le gouvernement britannique à la fois pour accompagner l'accord mais aussi pour atténuer les effets potentiellement négatifs du Brexit. Scott Baker, Nicholas Bloom et Steven Davis⁶ proposent également des indica-

5. Voir Bloom (2015).

6. Voir Baker *et al.* (2016) pour plus de détails sur la construction des différents indicateurs.

teurs pour l'évaluer qui s'appuient sur la récurrence de certains termes associés à l'incertitude des politiques économiques dans la presse (graphique 2). L'indicateur ainsi calculé témoigne sans ambiguïté d'un niveau d'incertitude record depuis 1998 au Royaume-Uni. Ces indicateurs d'incertitude contrastent néanmoins avec l'information issue de la volatilité du marché qui a certes connu un pic au moment du vote mais dont le niveau fut bien moins élevé qu'en septembre 2008 lors de la faillite de Lehman Brothers. De même, la confiance des ménages ou des entreprises ne semble pas significativement altérée par les résultats du vote. Les indicateurs de confiance dans l'industrie sont en léger retrait depuis juillet 2016 mais ils sont stables dans les services, le secteur de la construction ou dans les enquêtes auprès des ménages.

Graphique 2. Indicateur d'incertitude sur la politique économique au Royaume-Uni



Source : <http://www.policyuncertainty.com/index.html>.

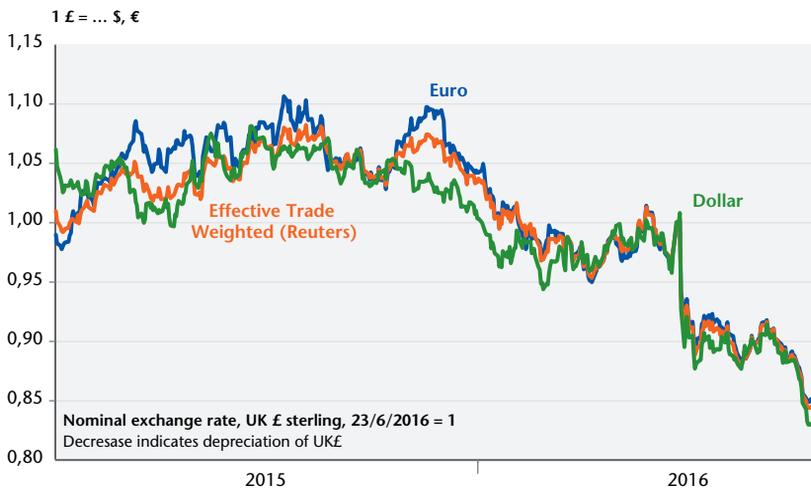
L'effet immédiat du Brexit se traduit par la chute de la livre qui perdu 15 % vis-à-vis de l'euro et 17,6 % vis-à-vis du dollar depuis le 23 juin (graphique 3). Cette chute du taux de change⁷ est le premier vecteur par lequel le Brexit aura un impact sur l'activité et

7. Voir partie Royaume-Uni : l'appel du large.

l'inflation. La dépréciation fera une part favorable au commerce extérieur mais se traduira d'autre part par un surcroît d'inflation importée réduisant le pouvoir d'achat des ménages britanniques et donc leur consommation. Quant au choc d'incertitude, il pourrait freiner l'investissement au Royaume-Uni, les entreprises préférant adopter une position attentiste et reporter leurs décisions d'investissement, ce qui freinerait la production et l'emploi. La quantification précise des effets de l'incertitude est cependant fragile dans la mesure où l'analyse empirique est limitée et qu'elle ne s'appuie pas sur des indicateurs observés mais sur des variables *proxy*⁸ comme celles décrites par les graphiques 1 et 2.

Le coût global estimé du Brexit sur l'économie britannique à l'horizon 2018 pourrait atteindre 0,8 point de PIB. En 2017, la croissance serait de 1 %, en ralentissement par rapport à 2016 (+2 %) et 2015 (+2,2 %), et de 1,4 % en 2018. Ce ralentissement de la croissance inverserait la dynamique de la baisse du chômage au Royaume-Uni, même si celui-ci restait plus bas que dans la zone euro. Par ailleurs, la dépréciation sera également suivie d'une accélération de l'inflation qui dépasserait 4 % mi-2017 avant de revenir d'ici la fin de l'année 2018 vers la cible d'inflation de la Banque d'Angleterre, fixée à 2 %.

Graphique 3. Taux de change de la livre sterling



8. Voir par exemple Bloom (2009 et 2016).

Contrairement à ce qui avait pu être craint, il n'y a pas eu, pour l'instant, de choc financier de grande ampleur. La bourse de Londres a bien résisté puisqu'après une baisse initiale, elle s'est rapidement reprise, l'indice FTSE progressant de 11,4 % entre fin juin et fin septembre 2016⁹. Dans la zone euro et aux États-Unis, l'Eurostoxx et le S&P 500 gagnaient respectivement 7,7 et 6,1 % sur la même période. Néanmoins, la période de négociations qui va s'ouvrir s'accompagnera probablement de déclarations qui accroîtront la volatilité des indices boursiers et pourront entraîner des vagues de pessimisme sur les marchés quant à l'issue du Brexit.

Des effets de contagion limités

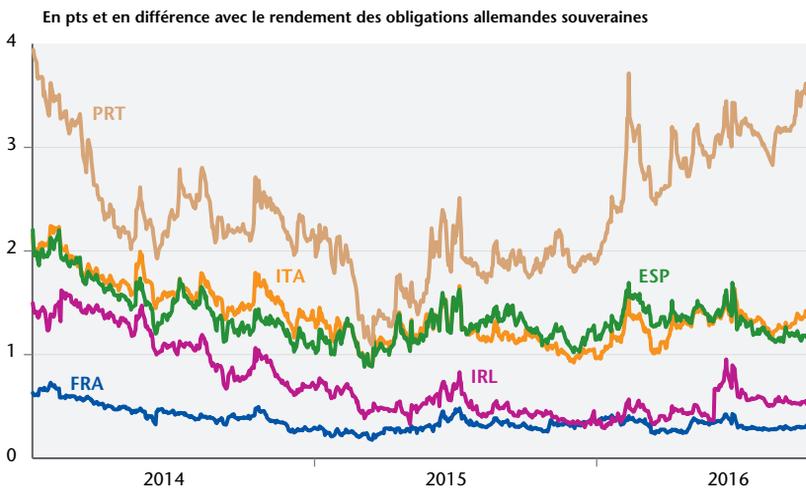
Après les fortes tensions de l'été 2015 autour de la situation de la Grèce, la décision du Royaume-Uni de sortir de l'Union européenne est un nouveau défi pour le projet européen. Cette fois, un référendum réalisé par la troisième économie européenne a clairement signifié l'hostilité d'une partie de la population à la construction européenne remettant en cause la solidité de l'édifice. Si les conséquences de la décision britannique sont d'une toute autre nature que celles qu'aurait eues une sortie de la Grèce de la zone euro, elles représentent néanmoins un choc politique dans un contexte marqué par un euroscepticisme rampant dans de nombreux pays. Cette remise en cause du projet européen pourrait rejaillir sur la zone euro et raviver la défiance des investisseurs à l'égard de certains pays toujours fragilisés par la faiblesse de leur croissance, leur niveau de dette publique ou la santé de leur système bancaire. Dans une étude d'impact du Brexit, l'OCDE (Kierzenkowski *et al.*, 2016) anticipait d'ailleurs une remontée des primes de risque sur les taux souverains non seulement au Royaume-Uni mais aussi dans la zone euro. Fin septembre 2016, ces craintes ne s'étaient pas (encore) matérialisées. Le taux souverain au Royaume-Uni a même fortement baissé à la suite du vote.

Du côté des autres pays de la zone euro, on observe cependant une hausse des écarts de taux à long terme dans les pays dits périphériques vis-à-vis du taux public allemand (graphique 4). Au Portugal, cette hausse n'est pas liée au Brexit et reflète les inquié-

9. Les non-résidents ayant investi au Royaume-Uni subissent néanmoins un choc de richesse négatif du fait de la dépréciation de la livre.

tudes sur la situation de l'économie portugaise et l'éventualité d'une nouvelle demande d'assistance du gouvernement d'Antonio Costa. Le gouvernement portugais est sous la menace d'une dégradation de sa note par l'agence de notation canadienne DBRS, la dernière agence reconnue par la BCE à ne pas classer la dette portugaise en investissement spéculatif. L'annonce d'une telle dégradation conduirait à exclure les titres de dette portugaise du programme d'achats de titres de la BCE restreignant sérieusement l'accès au marché pour le gouvernement. En Irlande, l'écart de taux a également augmenté tout au long du mois de juin 2016 avant de reculer depuis, s'établissant le 27 septembre 2016 à 0,55 point. De fait, l'Irlande serait potentiellement l'économie de la zone euro la plus touchée par le Brexit en raison d'une forte interdépendance commerciale avec le Royaume-Uni. L'Espagne et l'Italie ont également subi une augmentation modérée des écarts de taux à la veille du scrutin mais les hausses sont restées contenues, bien plus faibles que pendant la période 2011-2012.

Graphique 4. Écarts de taux dans la zone euro



Au-delà de l'effet financier et d'un éventuel risque de contagion, la transmission des effets du Brexit sur les autres économies européennes se fera principalement par le canal du commerce extérieur. D'une part le ralentissement de l'activité au Royaume-Uni se traduira par une baisse des importations et donc de la

demande adressée aux autres pays. Cet effet sera d'autant plus fort que l'économie britannique représente une part élevée des échanges extérieurs et que le taux d'ouverture de l'économie est élevé. Au sein de la zone euro, l'Irlande est le pays le plus exposé puisque 13,8 % des exportations irlandaises sont destinés au marché britannique en 2015. Ces parts atteignent respectivement 7,5 et 7 % pour l'Allemagne et la France et 5,4 et 7,4 % pour l'Italie et l'Espagne. En dehors de l'Union européenne, la part des exportations à destination du Royaume-Uni est généralement plus faible : 3,7 % pour les États-Unis et 1,7 % pour le Japon. Par ailleurs, l'appréciation de l'ensemble des monnaies vis-à-vis de la livre freinera (respectivement favorisera) également les exportations (respectivement les importations) à destination (respectivement en provenance) du Royaume-Uni, effet d'autant plus fort que les élasticités-prix du commerce sont élevées.

Ces effets seraient finalement assez limités et ne contribueraient que marginalement au ralentissement de la croissance dans le reste de l'Europe et aux États-Unis. Au sein des grands pays de la zone euro, l'économie allemande serait la plus touchée avec une baisse d'activité de l'ordre de 0,12 point à l'horizon 2018 (tableau 2). L'effet serait moindre en France, en Espagne et en Italie en raison notamment d'un plus faible taux d'ouverture. Il reste que cette évaluation ne tient compte que des effets de court terme du Brexit. À long terme, l'impact sur le commerce et l'investissement dépendra de l'accord négocié entre le Royaume-Uni et l'Union européenne.

Tableau 2. L'impact du Brexit sur l'activité

En points			
	2016	2017	2018
DEU	-0,01	-0,08	-0,12
FRA	-0,01	-0,07	-0,10
ITA	-0,01	-0,07	-0,10
ESP	-0,01	-0,08	-0,11
GBR	0,0	-0,8	-0,8
USA	-0,01	-0,08	-0,14

Sources : Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE octobre 2016.

Des facteurs moins favorables à la croissance

Bien que l'impact du Brexit soit modéré, il faut s'attendre à un ralentissement de la croissance dans les pays industrialisés. Dans la zone euro, certains facteurs qui avaient soutenu la croissance vont progressivement s'estomper. C'est le cas notamment du prix du pétrole qui remontera. Si l'euro se dépréciait davantage relativement au dollar, la baisse serait moindre qu'en 2014-2015 et serait en partie compensée par une appréciation vis-à-vis de la livre.

Le rééquilibrage de l'offre et de la demande de pétrole pousse le prix à la hausse

Le soutien à la croissance apporté par le pétrole en 2015 se réduira progressivement. Dans les quatre grands pays européens l'impact positif sur le PIB de l'ordre de 0,5 point en 2015 passerait à 0,3 en 2016, 0 en 2017 et serait légèrement négatif en 2018 (tableau 3). La remontée du prix du pétrole se traduira par une hausse de l'inflation et donc, en l'absence d'indexation des revenus et des prix, par une baisse du pouvoir d'achat des ménages ou des marges pour les entreprises. Aux États-Unis, la contribution du pétrole à la croissance sera négative dès 2016. La sensibilité de l'économie américaine au prix du pétrole diffère de celle des autres pays industrialisés dans la mesure où les États-Unis sont producteurs de pétrole. Or, la baisse du prix a également des effets d'offre. Le niveau élevé du prix entre 2010 et 2014 avait permis de rentabiliser la production de pétrole de schiste entraînant une hausse des investissements et de la production. Avec la baisse enregistrée depuis 2015, les ménages américains ont certes gagné en pouvoir d'achat mais cet effet a été atténué par la réduction de la rentabilité des investissements dans le secteur de la production d'énergie. De fait, le nombre de puits actifs est en fort déclin et l'activité ne pourrait repartir qu'à partir d'un seuil estimé autour de 55 à 60 dollars le baril, niveau de prix qui serait tout juste atteint dans notre scénario. Nous anticipons en effet une hausse du prix du pétrole qui passerait d'un point bas à 31,2 dollars au premier trimestre 2016 à 55 dollars au début de l'année 2018, en raison d'un rééquilibrage progressif entre l'offre et la demande qui interviendrait en 2017. Le niveau record des stocks limiterait cependant le risque d'une hausse plus forte du prix.

Tableau 3. L'impact du prix du pétrole sur l'activité

En points					
	2014	2015	2016	2017	2018
DEU	0,1	0,5	0,3	0,0	-0,1
FRA	0,1	0,5	0,3	0,0	-0,1
ITA	0,1	0,6	0,3	0,0	-0,1
ESP	0,2	0,6	0,3	0,0	-0,1
GBR	0,1	0,5	0,3	0,0	-0,1
USA	0,2	0,4	-0,1	-0,2	-0,1

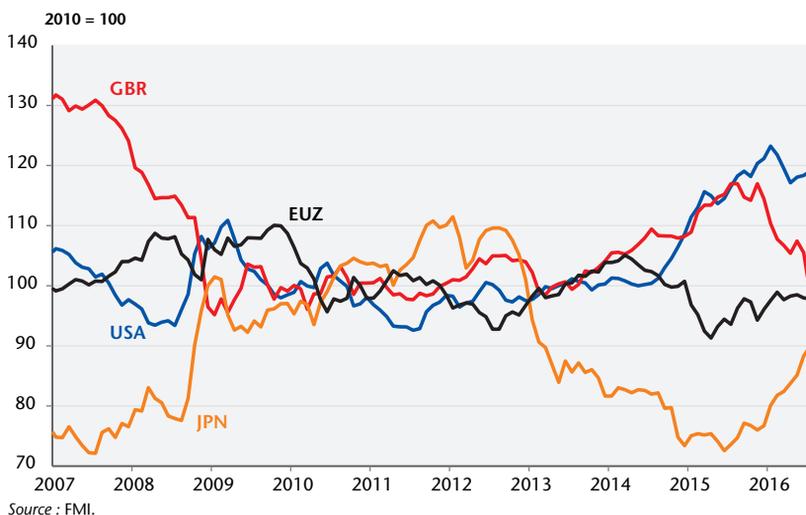
Source : Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE octobre 2016.

Taux de change : baisse de l'euro mais surtout de la livre

La divergence anticipée des politiques monétaires de la Réserve fédérale et de la BCE avait provoqué une dépréciation de l'euro et une appréciation du dollar non seulement vis-à-vis de l'euro mais aussi relativement aux autres devises (graphique 5). Ces mouvements de change ont permis d'améliorer la compétitivité des économies européennes mais ont inversement détérioré celle des États-Unis, d'où un effet opposé de la compétitivité sur la croissance (tableau 4). Aux États-Unis, sur 2015 et 2016, la croissance aurait été amputée de 0,5 point en moyenne chaque année par cette appréciation relative du dollar. De la même façon, l'appréciation de la livre depuis 2013 aurait freiné l'activité au Royaume-Uni. L'effet positif pour les pays de la zone euro serait hétérogène dépendant à la fois des élasticités-prix des exportations et des importations ainsi que des taux d'ouverture respectifs. Le gain d'activité aurait été plus élevé en Espagne (0,6 point de croissance annuelle en moyenne sur la période 2015-2016) et autour de 0,3 point en moyenne par an pour les trois autres grands pays de la zone euro. La BCE ne devrait pas augmenter ses taux avant la fin de l'année 2018, mais l'effet « taux de change » serait néanmoins largement atténué. Nous anticipons une légère baisse de l'euro vis-à-vis du dollar en lien avec la divergence accrue des politiques monétaires de la Réserve fédérale et de la BCE mais l'essentiel de la dépréciation et de ses effets positifs sur la croissance serait passé. La contribution de la compétitivité à la croissance serait encore positive, notamment parce que les dynamiques de prix internes dans la zone euro influenceront encore favorablement le taux de change effectif réel, mais moins qu'au cours des années 2015-2016. De plus, ces effets seraient atténués par l'appréciation relative de l'euro

vis-à-vis de la livre tandis que le gain de compétitivité de l'économie britannique contribuerait au contraire à amortir l'effet du Brexit¹⁰. Ce gain pourrait cependant être limité par une baisse des élasticités-prix à l'exportation observée sur la période récente.

Graphique 5. Taux de change effectifs nominaux



Indépendamment du canal du taux de change, les politiques monétaires soutiendront encore l'activité dans la zone euro, au Japon mais également au Royaume-Uni et aux États-Unis *via* leur action sur les conditions de financement. Les taux d'intérêt directeurs sont toujours très bas même si la Réserve fédérale poursuit la normalisation progressive de sa politique monétaire en décidant de nouvelles hausses de taux qui atteindraient 1,25 % fin 2017 et 2,25 % fin 2018¹¹. En trois ans – de décembre 2015 à décembre 2018 – la hausse du taux directeur serait de 2 points alors qu'elle a été de 4,25 points lors du précédent cycle de hausse de taux qui s'était étalé sur 25 mois. En outre, la Réserve fédérale maintiendrait la taille de son bilan à 4 500 milliards de dollars, c'est-à-dire qu'elle continuerait à acheter des titres sur le marché pour compenser la

10. L'ampleur du gain dépend de la valeur des élasticités-prix des exportations et des importations. L'effet bénéfique de la compétitivité est alors d'autant plus limité que ces élasticités sont faibles.

11. Voir la partie « Politiques monétaires : prudence » pour plus de détails.

réduction de la taille de son actif due au fait que certains titres arrivent à échéance.

Tableau 4. L'impact de la compétitivité sur l'activité

En points

	2014	2015	2016	2017	2018
DEU	-0,4	0,2	0,3	0,2	0,1
FRA	-0,1	0,4	0,2	0,2	0,1
ITA	-0,3	0,5	0,1	0,3	-0,1
ESP	-0,1	0,6	0,6	0,2	0,1
GBR	-0,1	-0,1	0,3	0,1	-0,3
USA	-0,1	-0,5	-0,5	0,0	0,3

Source : Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE octobre 2016.

Du côté de la Banque d'Angleterre, la situation macroéconomique précédant le référendum du 23 juin laissait anticiper une hausse des taux à l'horizon 2017 reflétant, comme aux États-Unis, une normalisation de la politique monétaire. L'incertitude et le ralentissement anticipé de la croissance conduisent à remettre en cause ce scénario. La banque d'Angleterre a baissé son taux directeur de 0,25 point début août et envisage de le baisser une nouvelle fois d'ici la fin de l'année 2016. De plus, la Banque d'Angleterre a également annoncé une nouvelle phase d'assouplissement quantitatif avec des achats de titres publics à hauteur de 60 milliards de livres et de titres privés à hauteur de 10 milliards. Jusqu'ici, la Banque d'Angleterre a agi dans le but de limiter le risque de ralentissement brutal de l'économie britannique. Toutefois, la dépréciation de la livre se traduira par une inflation plus élevée qui pourrait placer la Banque d'Angleterre face à un dilemme puisque son mandat est de maintenir l'inflation autour d'une cible de 2 %, cible qui serait dépassée dès la fin 2016. La Banque d'Angleterre choisirait néanmoins de soutenir prioritairement la croissance expliquant que le dépassement de la cible d'inflation est temporaire. Dans l'éventualité où le Brexit aurait un impact limité sur la croissance mais entraînerait une hausse de l'inflation durablement au-delà de la cible, la banque centrale pourrait de nouveau envisager une normalisation de la politique monétaire.

La BCE et la Banque du Japon continuent leur action de soutien avec la mise en place de taux négatifs¹² et la poursuite des achats de titres à hauteur de 80 milliards d'euros et de 80 trillions de yens.

Pour autant, le taux de change euro-dollar ne baisserait que modérément passant de 1,12 début octobre 2016 à 1,05 au deuxième trimestre 2017, soit une dépréciation de l'euro de 6,25 % alors qu'entre mars 2014 et octobre 2016, la dépréciation dépassait 19 %. D'une part, l'incidence de la divergence des politiques monétaires entre la zone euro et les États-Unis serait déjà largement intégrée dans le niveau du taux de change. D'autre part, l'excédent courant de la zone euro et par opposition le déficit courant des États-Unis sont des forces qui poussent plutôt à l'appréciation de l'euro.

Enfin, le Brexit a déjà une incidence sur les taux de change qui se traduira par une perte de compétitivité des économies de la zone euro¹³ réduisant encore un peu plus le soutien par l'effet de taux de change. Ce scénario est toutefois soumis à quelques aléas qui pourraient avoir une forte incidence sur le taux de change. Notamment, une vision plus dure du Brexit¹⁴ se traduirait par une baisse nominale plus prononcée de la livre et donc une appréciation de l'euro. Le scénario de politique monétaire aux États-Unis repose sur un ajustement très graduel. Une remontée plus rapide des taux entraînerait alors une nouvelle dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar. De même, de nouvelles mesures d'assouplissement en zone euro iraient de pair avec une baisse de l'euro.

Politiques budgétaires : quelques foyers de résistance à la fin de l'austérité

L'orientation des politiques budgétaires est désormais hétérogène¹⁵ après la phase de consolidation synchronisée qui avait largement pesé sur la dynamique de croissance des pays industrialisés et plus particulièrement des pays européens entre 2012 et 2014. C'est surtout en France et au Royaume-Uni que l'ajustement budgétaire a été poursuivi en 2015 et en 2016 (tableau 5). Cela serait encore le cas en 2017 et 2018 même s'il faut noter que la politique budgétaire serait moins restrictive au Royaume-Uni que ce que nous prévoyions dans notre dernière prévision. Le gouvernement ferait le choix de ne pas pénaliser une croissance fragilisée

12. Voir dans ce numéro Blot et Hubert (2016) : « Causes et conséquences des taux négatifs ».

13. Mais également des États-Unis.

14. Entraînant des restrictions significatives sur la libre circulation des biens, des services, des capitaux et des personnes

15. Voir la partie « Politiques budgétaires : convergence vers un ajustement modéré ».

par le Brexit. Le gouvernement ne renonce cependant pas pour l'instant à la réduction du déficit structurel mais revoit ses objectifs à la baisse. En Allemagne, en Italie et aux États-Unis, l'orientation de la politique budgétaire devient plus favorable à la croissance avec des impulsions qui sont positives en 2016. Avec un excédent budgétaire depuis 2014 et une dette publique qui baisse rapidement (71,2 % du PIB en 2015 contre 80,4 % en 2010), le gouvernement allemand dispose d'importantes marges de manœuvre en matière budgétaire. Cette situation lui permet notamment de prendre des mesures de soutien *via* des baisses d'impôts ou des hausses de dépenses pour l'accueil des migrants. Malgré un déficit budgétaire inférieur à 3 %, l'Italie est toujours contrainte par son niveau de dette (133 % du PIB en 2015).

Tableau 5. L'impact de la politique budgétaire sur l'activité

En points					
	2014	2015	2016	2017	2018
DEU	-0,1	-0,3	0,5	0,0	0,0
FRA	-1,0	-0,4	-0,2	-0,2	-0,4
ITA	-0,1	-0,6	0,2	0,0	-0,2
ESP	-1,3	0,1	-0,2	-0,2	-0,1
GBR	-0,1	-0,6	-0,5	-0,2	-0,2
USA	-0,5	-0,2	0,5	-0,1	0,0

Source : Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE octobre 2016.

L'objectif selon les règles budgétaires en vigueur dans l'UE est d'atteindre 60 % et l'ajustement annuel – calculé en moyenne sur une période de 3 ans – devrait être d'1/20e par an. Néanmoins, les marges de manœuvre pour un pays dans cette situation sont plus importantes et ont été largement exploitées par le gouvernement Renzi en 2016 : il a pu invoquer une réduction de l'effort au titre de la clause de réformes structurelles, de la clause d'investissement et en raison de la crise migratoire. Le soutien de la politique budgétaire à la croissance italienne atteindrait 0,2 point en 2016. Aux États-Unis, le gouvernement Obama fait le choix de desserrer la contrainte budgétaire pour sa dernière année de mandat. Enfin, en l'absence de gouvernement, l'Espagne ne peut pas voter de lois de finances et se voit accorder de fait un sursis malgré un déficit supérieur à 3 %. L'impulsion budgétaire serait néanmoins légèrement négative en 2016 et les années suivantes. Enfin, l'ajustement se

poursuit en France en 2016 et 2017, même s'il est de moindre ampleur que les années précédentes. La fin du quinquennat est marquée par certaines mesures qui conduisent à revoir légèrement à la hausse la trajectoire de dépenses publiques alors que dans le même temps, la montée en charge du CICE et du Pacte de responsabilité conduit à une baisse des prélèvements obligatoires. En 2016 et 2017, l'impact de cette politique sur la croissance serait de -0,2 point.

Le ralentissement du commerce mondial se poursuit

Les derniers trimestres ont confirmé le ralentissement de l'économie chinoise constaté depuis 2014. Au deuxième trimestre 2016, la croissance du PIB s'est élevée à 6,7 % en glissement annuel, soit le plus bas niveau enregistré depuis 1992 à l'exception de la période de Grande Récession où le PIB avait cru de 6,2 % au premier trimestre 2009. Ce ralentissement de la croissance chinoise est la conséquence de la transition vers un modèle plus orienté vers le marché domestique. Étant donné le rôle croissant joué par la Chine dans l'économie mondiale, cette transition est facteur de turbulences, comme on l'a vu pendant l'été 2015 où les craintes d'un atterrissage brutal ont provoqué une forte baisse des indices boursiers dans les pays émergents mais également industrialisés. Le ralentissement de la croissance et de la production industrielle chinoise a pesé sur la demande de matières premières et sur le commerce mondial. La structure des importations chinoises témoigne également de la transition en cours en Chine. Lemoine et Ünal (2015) soulignent que les importations de biens destinés à des opérations d'assemblage ont été dépassées depuis 2007 par les importations de biens « ordinaires », c'est-à-dire destinées à servir la demande intérieure. Or, la Chine a été un acteur majeur du processus de fragmentation des chaînes de valeur qui a contribué à l'accélération des échanges internationaux. L'essoufflement de cette dynamique pourrait dès lors entraîner un ralentissement du commerce mondial plus global.

En 2015, l'ajustement du commerce extérieur de la Chine semble s'amplifier. En volume, les importations ont baissé de 2,1 % et les exportations de 1,25 %. Malgré une reprise de la croissance en 2016 et 2017, la contribution de la Chine à la demande adressée des autres pays serait significativement réduite relativement à ce qui

était observée sur la période 2000-2007 ou 2011-2013 (tableau 6). En 2014-2015, la contribution serait réduite de près de 0,5 point pour l'Allemagne et de 0,25 point pour la France. L'effet serait plus fort pour les États-Unis (réduction proche de 0,7 point) et encore davantage pour les pays d'Asie hors Inde (Corée et pays d'Asie rapide). Du côté des autres pays émergents, l'Inde accuserait une baisse de la demande adressée à peine supérieure à celle des États-Unis. L'impact du ralentissement des importations chinoises serait de fait plus important pour le Brésil et même la Russie, sans doute en raison de leurs exportations de matières premières et de pétrole.

Tableau 6. Demande adressée (DA) et contribution de la Chine à la demande adressée

Pays		2000-2007	2011-2013	2014-2015	2016-2018
DEU	Chine (en pts)	0,55	0,46	-0,01	0,19
	DA (en %)	7,12	3,69	3,62	1,89
FRA	Chine (en pts)	0,29	0,25	0,0	0,1
	DA (en %)	6,80	2,95	3,62	2,08
ITA	Chine (en pts)	0,23	0,19	0,00	0,08
	DA (en %)	7,23	3,96	3,71	2,06
ESP	Chine (en pts)	0,15	0,13	0,00	0,05
	DA (en %)	6,32	2,73	3,80	2,23
GBR	Chine (en pts)	0,30	0,25	0,00	0,10
	DA (en %)	6,88	3,66	3,61	1,86
USA	Chine (en pts)	0,87	0,67	-0,01	0,28
	DA (en %)	7,03	4,97	1,64	1,81
JPN	Chine (en pts)	2,18	1,56	-0,02	0,65
	DA (en %)	8,63	5,33	1,52	1,34
Corée du Sud	Chine (en pts)	3,37	2,22	-0,03	0,92
	DA (en %)	9,64	6,23	1,14	1,33
Asie rapide	Chine (en pts)	3,34	2,30	-0,03	0,93
	DA (en %)	9,29	5,98	2,18	1,61
Autres Asie	Chine (en pts)	1,03	0,77	-0,01	0,32
	DA (en %)	7,77	4,27	2,05	2,12
BRA	Chine (en pts)	2,20	1,53	-0,02	0,64
	DA (en %)	8,59	5,94	0,76	1,64
RUS	Chine (en pts)	1,09	0,89	-0,01	0,36
	DA (en %)	7,87	3,53	3,62	2,41

Note : l'Asie rapide inclut Hong-Kong, Singapour, l'Indonésie, Taïwan, les Philippines, la Thaïlande et la Malaisie. Pour les autres pays d'Asie, il s'agit principalement de l'Inde.

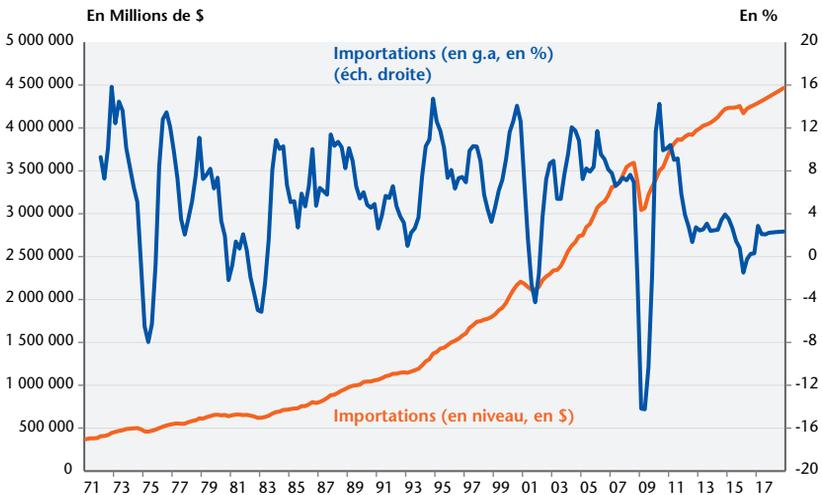
Sources : FMI, comptes nationaux, calculs OFCE, octobre 2016.

Si le ralentissement des importations chinoises est indéniable et exerce un effet négatif sur la croissance *via* une moindre contribution à la demande adressée, les informations statistiques récentes et la dynamique du commerce mondial depuis 2012¹⁶ indiquent un ralentissement généralisé du commerce mondial (graphique 6). Sur la période 1991-2007, les importations mondiales augmentaient à un rythme moyen de 7 %. Depuis 2012, la croissance moyenne ne dépasse pas 3 %. Jean (2016) observe que les prévisions de commerce mondial ont été systématiquement surestimées ces dernières années, ce qui pourrait refléter un changement de régime. Depuis 2012, l'élasticité du commerce au PIB mondial a fortement baissé et serait désormais proche voire inférieure à l'unité. Pour l'ensemble des pays, le tableau 6 indique que la croissance de la demande adressée sur les périodes 2011-2013 et 2014-2015 a été bien inférieure à celle observée sur la période 2000-2007. Ce ralentissement s'accroît en 2016 selon les premiers indicateurs. Au premier trimestre les importations mondiales ont baissé de 2 % avec un recul très net dans les pays en voie de développement (-4,9 %) et une stabilisation des échanges dans les pays industrialisés. Sur l'ensemble de l'année 2016, le recul des importations mondiales atteindrait -0,3 %. Bien que les explications de cette dynamique fassent encore débat, il nous semble cependant qu'il y a bien un changement de régime du commerce mondial qui se traduira par une croissance des échanges bien moindre que par le passé. Notre scénario s'appuie sur une progression des importations mondiales de 2,3 % en 2017 et 2018 contre une moyenne de 7 % entre 1991 et 2008.

À court terme, ce choc de commerce mondial aura des effets incertains sur la croissance puisqu'on aurait simultanément une baisse des importations dans chaque pays ou zone géographique et une baisse des exportations liées à la moindre demande adressée. L'effet sur la croissance de chaque pays ou zone géographique dépendra donc de l'ampleur de ces deux chocs relatifs : baisse des importations et baisse de la demande adressée.

16. Voir FMI (2016).

Graphique 6. Évolution du commerce mondial



Sources : FMI, comptabilités nationales, calculs et prévisions OFCE octobre 2016.

Faible décreue du chômage et persistance d'une faible inflation

La conjugaison de la hausse du prix du pétrole, d'une moindre dépréciation de l'euro, du ralentissement du commerce mondial et du Brexit vont entraîner un ralentissement de la croissance dans les pays industrialisés. Au Royaume-Uni, l'effet du Brexit dominera les perspectives économiques à partir de 2017. La croissance tomberait à 1 % (après 2 % en 2016) avant de remonter en 2018 pour s'établir à 1,4 %. Aux États-Unis, le ralentissement est déjà amorcé au premier semestre 2016 avec un rythme annuel de croissance du PIB qui est tombé à 1,3 % contre 3 % un an auparavant. Sur l'ensemble de l'année 2016, la croissance serait de 1,4 %, soit un point de moins que les deux années précédentes. L'économie américaine retrouverait ensuite un peu de vigueur, notamment grâce à l'arrêt de la détérioration de sa compétitivité et croîtrait à 1,6 et 1,8 % en 2017 et 2018. La croissance serait stable au Japon : 0,6 % en 2016 comme en 2015. L'appréciation du yen et le coup de frein sur le commerce des pays d'Asie pèseront sur la dynamique de reprise à l'œuvre après la récession de 2014. Enfin, dans la zone euro, la reprise perdrait de son souffle. Le pic de croissance aurait été déjà atteint. En 2015, le PIB progressait de 1,9 %. Cette année, la croissance est attendue à 1,6 % puis continuerait à ralentir pour s'établir à 1,3 % en 2018. Cette dynamique s'explique notamment par une

croissance plus faible en Allemagne et en Espagne. Ces deux pays ne sont cependant pas dans la même situation. En Allemagne, l'économie est au plein-emploi et l'écart de croissance est refermé alors qu'en Espagne la dynamique de rattrapage qui avait permis de porter la croissance à plus 3 % en 2015 se poursuit également en 2016, toutes les composantes de la demande étant bien orientées. Le moindre soutien *via* le pétrole et la compétitivité vont réduire la croissance qui baisserait à 2,1 puis 1,8 % en 2017 et 2018. En France et en Italie, il n'y aurait pas de recul de la croissance mais une stabilisation. Entre 2016 et 2018, la progression du PIB de la France ne dépasserait pas 1,5 % tandis qu'en Italie elle serait de 0,8 % en 2016 et 2017 et 0,5 % en 2018. Sur l'ensemble des pays industrialisés, un pic de croissance aurait été enregistré en 2015 avec une augmentation du PIB de 2 %. La baisse de croissance serait ensuite de 0,5 point en 2016 et les années suivantes.

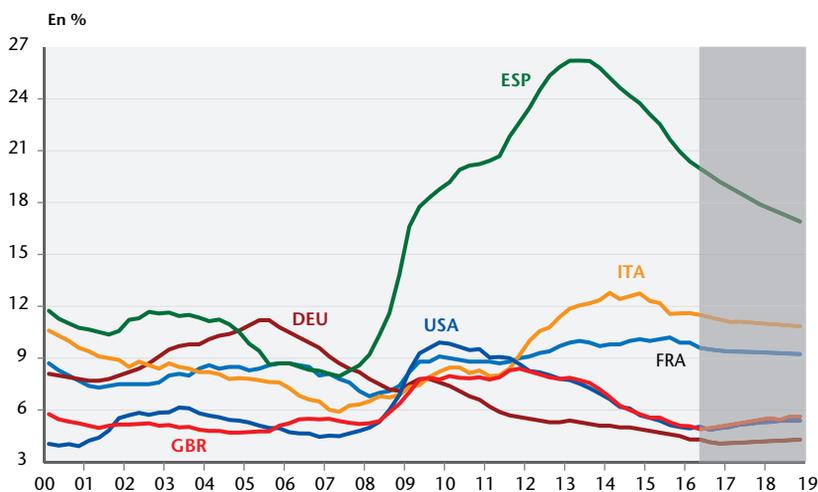
Toutefois, ce ralentissement de la croissance dans les pays industrialisés n'aurait pas d'incidence sur la croissance mondiale dans la mesure où il serait compensé par une accélération des pays émergents. Certes, le ralentissement de la croissance chinoise se poursuivrait avec une croissance attendue à 6,1 % en 2018 contre 6,9 % en 2015. Mais le Brésil et la Russie sortiraient progressivement de leur profonde récession et retrouveraient une croissance positive en 2017 tandis que l'Inde maintiendrait une bonne dynamique avec une progression du PIB à 7,6 % en 2017-2018. Entre 2015 et 2018, la croissance des pays en voie de développement passerait ainsi de 3,7 % en 2015 et 2016 à 4,2 % en 2017 et 4,4 % en 2018.

Il reste que l'essoufflement de la croissance dans les pays industrialisés se répercutera sur la réduction du taux de chômage¹⁷. Dans les pays où celui-ci avait atteint ou était repassé sous le niveau d'avant-crise, il repartirait à la hausse. Cette hausse du chômage résulterait d'une moindre croissance conjuguée à une plus forte progression de la population active en lien avec l'accueil des réfugiés comme en Allemagne. Ailleurs, la baisse du taux de chômage ne serait pas interrompue (Espagne, France et Italie) mais se ferait à un rythme plus lent. Alors que le taux de chômage a baissé de 2,4 points en Espagne en 2015, la baisse ne serait que de 1,1 point en 2018. Le taux de chômage s'établirait alors à plus de 17 % sur

17. Voir la partie « Quelles évolutions du marché du travail » pour plus de détails.

l'ensemble de l'année, un niveau bien plus élevé qu'en 2007 qui avait atteint un point bas à 8 % au début de l'année 2007, proche du niveau du chômage français à la même époque. En Italie, on passerait d'un rythme de réduction du chômage de 0,7 point en 2015 à 0,2 point en 2018. Quant à la France, sur la période 2016-2018, la baisse cumulée du taux de chômage ne serait que de 0,6 point et retrouverait son niveau du début de l'année 2012 (graphique 7).

Graphique 7. Taux de chômage dans les grands pays industrialisés

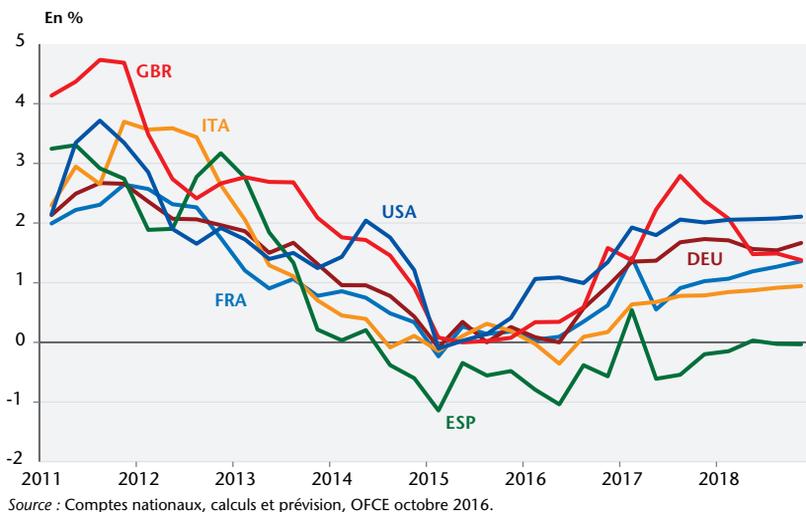


Sources : Comptes nationaux, calculs et prévisions OFCE octobre 2016.

Dans ces conditions, le sous-emploi resterait important, surtout dans la zone euro, et constituerait un frein à l'inflation. Aux États-Unis, la dynamique plus favorable sur le marché du travail permettrait à l'indice des prix de renouer avec la cible de 2 % fixée par la Réserve fédérale dès le début de l'année 2017 dans un contexte d'augmentation du prix du pétrole et des produits énergétiques. Toutefois, même en dehors de cet effet pétrole, l'inflation repasserait au-dessus de 2 % aux États-Unis (graphique 8). Au Royaume-Uni, l'effet change serait également un facteur réduisant le risque déflationniste et l'inflation dépasserait 2 % dès la fin de l'année 2017. Seule la zone euro et le Japon ne parviendraient pas à enclencher une dynamique plus inflationniste. Dans la zone euro, l'indice des prix accélérerait dès la fin de l'année 2016 et atteindrait 1,5 % au premier trimestre 2017. Mais, l'inflation se stabiliserait ensuite autour de ce niveau et resterait donc significativement éloignée de

la cible fixée par la BCE. Si la situation de quasi-plein emploi et l'instauration d'un salaire minimum en Allemagne stimulent la croissance des salaires, le niveau de chômage dans l'ensemble de la zone euro (10,1 % au deuxième trimestre 2016 et 9,1 % en fin d'année 2018) ne débouche pas sur une boucle prix-salaire permettant de sortir de la zone de risque déflationniste. De fait, hors effets pétrole et taux de change, l'inflation dans les quatre principaux pays de la zone euro serait toujours inférieure à 2 %.

Graphique 8. Taux d'inflation hors effets du pétrole et du taux de change

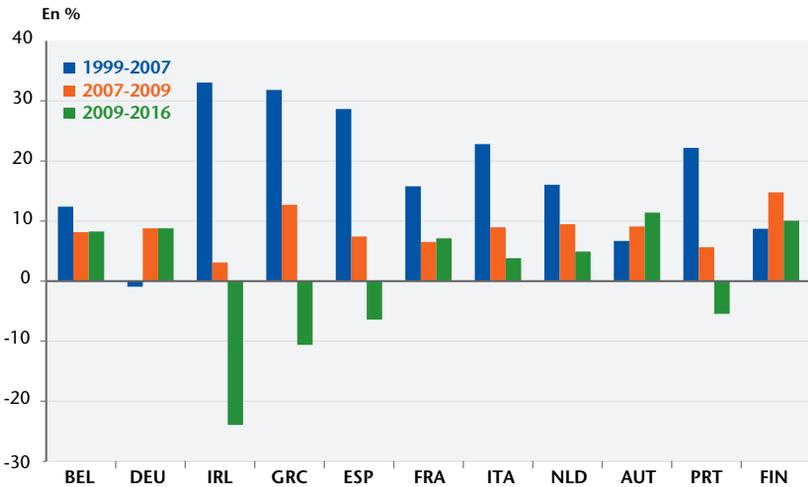


En outre, depuis 2010, de nombreux pays ont mis en œuvre des réformes sur le marché du travail qui ont pour effet direct ou indirect de réduire le coût du travail. Dans un contexte de forte augmentation du chômage et de réformes de la gouvernance européenne, les pays de la zone euro et notamment les pays fragilisés par la crise des dettes souveraines ont été incités à mener des réformes structurelles sur le marché du travail (France, Italie, Espagne, Portugal, Grèce ou Irlande)¹⁸. Ces réformes ont eu pour but de flexibiliser le fonctionnement du marché du travail en réduisant la protection apportée par le contrat de travail ou en incitant à une plus grande décentralisation des négociations salariales. Dans un contexte de chômage de masse, ces mesures ont accentué la pression sur les salariés réduisant leur pouvoir de négociation et les

18. Voir Conseil d'orientation pour l'emploi (2015).

incitant à accepter une plus grande modération salariale à l'instar de la situation allemande dans les années 2000. Dans certains cas (Irlande, Portugal ou Grèce), les mesures de gel ou de baisse du salaire minimum ont eu un effet plus direct sur le coût du travail, de même que les mesures d'allègement des charges sociales ou fiscales comme le Crédit impôt compétitivité emploi (CICE) en France. Il en a résulté une baisse des coûts salariaux unitaires depuis 2009 en Irlande, Grèce, Espagne ou au Portugal (graphique 9). Si ces ajustements peuvent contribuer à résorber les déséquilibres de compte courant qui s'étaient créés dans les années 2000, ils ont aussi pesé sur les prix par les pressions à la baisse sur le coût du travail qui en a résulté, ce qui explique sans doute en partie la difficulté de la zone euro à renouer avec une inflation proche de 2 %. La faiblesse des anticipations d'inflation à long terme, malgré l'ensemble des mesures prises par les banques centrales, traduit sans doute en partie l'impact de la dynamique désinflationniste¹⁹.

Graphique 9. Évolution des coûts salariaux unitaires dans la zone euro



Source : Eurostat.

Croissance affaiblie et à risque

Si les perspectives de croissance dans la zone euro sont revues à la baisse, cela pourrait potentiellement relancer une nouvelle crise de confiance dans un contexte déjà fragilisé par le Brexit. Deux

19. Voir la partie « Inflation : les pays industrialisés inégaux face au risque déflationniste ».

pays concentrent les inquiétudes : l'Italie et le Portugal. La situation des banques italiennes est une menace qui pèse sur les finances publiques italiennes et sur la croissance depuis plusieurs années. Les derniers tests de résistance aux chocs menés en 2016 par l'Autorité bancaire européenne (EBA) et la Banque centrale européenne (BCE) sur un échantillon de 51 banques européennes suggèrent un besoin de recapitalisation significatif pour la banque italienne Monte dei Paschi di Siena.

Au-delà du cas particulier de cette banque, c'est l'ensemble du système bancaire italien qui détient un stock de créances douteuses supérieur à 16 % du total de l'encours de crédit²⁰, ce qui représenterait près de 360 milliards d'euros, soit près de 22 % du PIB. Cette situation est un risque pour les finances publiques, si le système bancaire devait être recapitalisé, et pour la croissance. Les créances douteuses pèsent sur la rentabilité des banques, ce qui peut se répercuter sur les taux bancaires appliqués aux agents non financiers – les banques souhaitant redresser leur rentabilité – ou contraindre les banques à freiner l'offre de crédit afin d'ajuster le risque de leur bilan. La situation de certains pays de la zone euro, caractérisée par un système bancaire peu performant, une dette publique élevée et un niveau d'inflation très faible, n'est pas sans rappeler celle du Japon dans les années 1990²¹.

L'Italie n'est pas le seul pays concerné par le problème des créances douteuses. La part des créances douteuses dans l'encours de crédit dépasse 38 % en Grèce et à Chypre ; elle atteint 14,7 % en Irlande et 15,4 % au Portugal. Plus qu'un problème italien, ces chiffres rappellent que la zone euro n'a jamais vraiment complètement absorbé le choc de la crise financière qui a éclaté en 2007. Aux pertes liées à la détention des produits structurés a succédé une forte récession qui a dégradé la profitabilité des agents non financiers et la crise des dettes souveraines. La mauvaise santé du système bancaire est non seulement un frein à la croissance mais pèse aussi sur les finances publiques. Une évaluation récente de la banque centrale espagnole estime que le coût net du sauvetage du système bancaire espagnol s'élèverait à 38,1 milliards d'euros, soit 4,2 % du PIB espagnol. Le cas de la Deutsche Bank en est une autre

20. Voir la partie « Les banques de la zone euro : une menace latente ? ».

21. Voir Ueda (2012).

illustration puisque cette banque systémique est aujourd'hui menacée d'une sanction financière de 5 milliards de dollars par la justice américaine pour avoir induit en erreur des investisseurs en leur vendant des produits structurés, adossés à des crédits immobiliers toxiques aux États-Unis. La négociation en cours pourrait permettre de réduire le montant de la sanction, néanmoins les marchés craignent que le géant de l'industrie bancaire allemand ne soit pas en mesure de faire face à ses engagements et soit contraint de demander un sauvetage au gouvernement allemand.

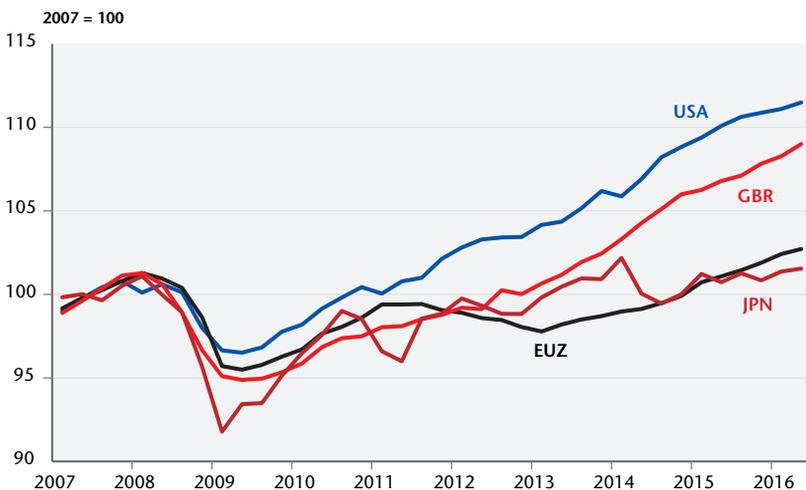
Ce risque bancaire est aussi un risque pour les finances publiques. L'Union bancaire européenne (UBE) a certes permis la mise en place d'une autorité de surveillance unique pour les principales banques de la zone euro. Mais, aujourd'hui, la résolution de problèmes bancaires importants ne peut être prise en charge par le fonds de résolution unique. On ne peut donc exclure que ce soit finalement les finances publiques qui prennent en charge un éventuel sauvetage bancaire, malgré ce que stipule l'UBE et la forte opposition, notamment en Allemagne, à un renflouement par l'État. Or avec une dette proche de 133 % du PIB pour l'Italie, un tel coût pourrait menacer la soutenabilité des finances publiques et relancer la crise des dettes souveraines. Le Portugal est un autre pays à risque de ce point de vue. Avec une dette à peine inférieure à celle de l'Italie (129 % du PIB en 2015), la hausse récente des taux d'intérêt pourrait rapidement peser sur la capacité du gouvernement portugais à refinancer sa dette surtout en cas de dégradation de sa note. Le gouvernement pourrait alors être contraint de solliciter un nouveau plan d'aide qui se traduirait par une nouvelle vague de consolidation budgétaire.

Par ailleurs, si notre scénario est basé sur l'hypothèse d'une impulsion budgétaire proche de la neutralité ou faiblement négative, les différents éléments mentionnés ici suggèrent que les politiques budgétaires pourraient être plus restrictives. C'est en particulier le cas de l'Espagne, pays toujours en situation de déficit excessif et qui ne devrait pas atteindre sa cible nominale de déficit en 2016. En l'absence de gouvernement, la Commission a choisi de reporter l'application d'éventuelles sanctions mais dès qu'un gouvernement sera formé, la pression pour la mise en place de nouvelles mesures d'économies budgétaires devrait se renforcer.

2. Zone euro : à la recherche d'un nouveau souffle

La zone euro est longtemps restée à la traîne de la reprise mondiale qui s'était enclenchée en 2009 (graphique 10). Après la période de rebond d'activité de mi-2009 à début 2011, l'envolée des primes de risque sur les obligations souveraines de certains pays (Grèce, Portugal, Irlande, Espagne et Italie) et une consolidation budgétaire prématurée et synchronisée à l'ensemble des pays de la zone plongeait la zone dans une nouvelle récession. Celle-ci fut certes moins forte que la Grande Récession de 2008-2009 mais fut plus longue avec 8 trimestres consécutifs de stagnation ou de recul du PIB. Cette seconde phase récessive s'est achevée au deuxième trimestre 2013. La reprise s'est amorcée en 2014 (1,1 %) puis renforcée en 2015 (1,9 %) sous l'effet de facteurs favorables. La baisse du prix du pétrole a soutenu le pouvoir d'achat des ménages et les marges des entreprises. La dépréciation de l'euro a permis d'améliorer la compétitivité des entreprises de la zone euro et la politique monétaire très expansionniste de la BCE a amélioré les conditions financières, notamment dans les pays où elles s'étaient

Graphique 10. PIB en niveau



Sources : Comptes nationaux.

fortement dégradées pendant la crise des dettes souveraines. Au premier semestre 2016, la reprise était toujours en cours avec une croissance trimestrielle du PIB de 0,5 puis 0,3 %. Pour autant, la baisse du taux de chômage est toujours très lente, contrairement à ce qu'on observe aux États-Unis. En outre, les facteurs qui ont alimenté la croissance en 2015 et au début de l'année 2016 – baisse du prix du pétrole et dépréciation de l'euro – vont progressivement s'estomper conduisant à ralentir les perspectives de croissance en 2017 et 2018.

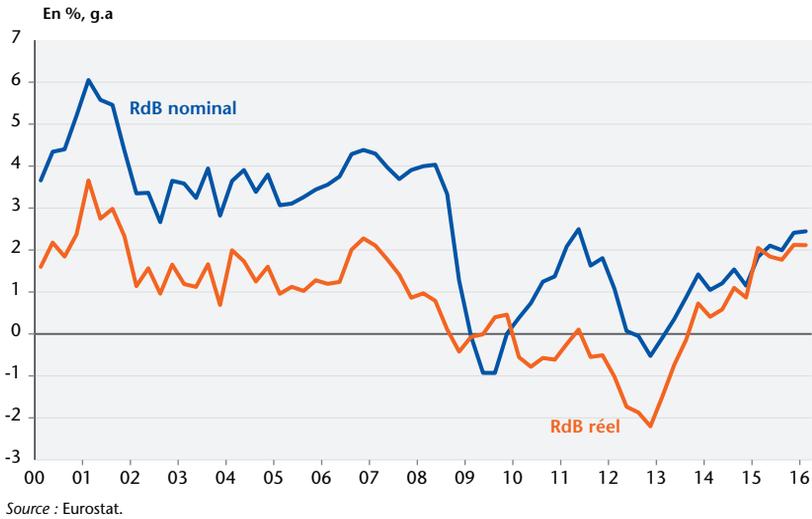
La reprise, initiée grâce à des facteurs favorables, aurait dû déclencher une dynamique vertueuse et auto-entretenu. Le soutien à la consommation et aux exportations devait créer des perspectives de débouchés et stimuler l'investissement puis, par un effet d'accélérateur, la production et l'emploi qui aurait à son tour alimenté le revenu des ménages. Si certains éléments valident aujourd'hui ce scénario, il est néanmoins d'une ampleur trop faible pour résorber les déséquilibres qui se sont créés dans la zone euro du fait de la double récession. Le niveau d'investissement a certes augmenté depuis 2013 mais il reste globalement toujours inférieur à son niveau d'avant-crise. 8 ans après le début de la Grande Récession, le taux de chômage dans la zone euro reste à un niveau élevé dans de nombreux pays. Alors que les vents favorables qui ont initié la reprise vont s'essouffler, la zone euro aurait besoin d'un nouveau souffle pour entretenir la reprise et réduire le chômage à un rythme plus rapide.

Dans le sillage de l'accélération du PIB en 2014 et 2015, l'activité a été relativement soutenue au premier semestre 2016, même si la croissance au second trimestre a légèrement marqué le pas (0,3 % après 0,5 %). La demande intérieure a été moins dynamique – notamment la consommation des ménages –, mais le commerce extérieur a en partie compensé ce fléchissement. Dans un contexte de taux de chômage élevé (10,1 % mi-2016), l'inflation sous-jacente reste faible (0,8 % en 2014, comme en 2015), soit le niveau le plus bas depuis la création de la zone euro, et le risque déflationniste perdure. Nous prévoyons une croissance modérée durant les trimestres suivants (0,4 %), puis un ralentissement essentiellement imputable à une décélération de la consommation qui bénéficierait moins des gains de pouvoir d'achat permis par la baisse du pétrole. L'investissement des entreprises serait également moins dyna-

mique *via* un moindre effet d'accélérateur et la progression du commerce extérieur ne serait pas suffisante pour prendre le relais si bien que la croissance atteindrait 1,5% en 2017 et 1,3 % en 2018.

Depuis 2014, la consommation des ménages a bénéficié d'une accélération nette et progressive du revenu disponible nominal des ménages, principalement du fait de la rémunération des salariés (1,9 % en 2014, 3 % en glissement annuel au premier trimestre 2016). Il y a eu de nouveau des créations d'emplois à partir de 2014 qui se sont intensifiées en 2015 et début 2016. En revanche, les salaires par tête sont restés modérés dans la zone euro agrégée (à 1,2 % en 2015). Ils ont néanmoins renoué avec la croissance en Espagne (à 0,6 % en 2015) et un peu accéléré en Italie (autour de 1 %). Ils ont crû fortement en Allemagne (2,7 % en 2015). À l'effet positif du revenu nominal s'est ajoutée la faible inflation, qui a porté le rythme de croissance du revenu réel à des niveaux jamais atteints depuis 2006 (graphique 11). Le début de l'année 2016 est resté bien orienté, avec une croissance de 0,6 % puis de 0,2 % durant les deux premiers trimestres. Le surcroît de pouvoir d'achat lié à la baisse du prix du pétrole n'a pas été utilisé pleinement par les ménages, conduisant à une légère remontée du taux d'épargne fin 2015-début 2016 (12,8 % du revenu), qui s'explique surtout par le comportement des ménages français. Le second semestre continuerait de bénéficier de cette faible inflation et de créations d'emplois toujours relativement dynamiques. En 2017, il n'y aurait plus d'effet positif du prix du pétrole à attendre, ce qui pèserait sur le pouvoir d'achat des ménages, malgré une accélération des salaires nominaux dans la plupart des pays. Par ailleurs, les créations d'emplois progresseraient de seulement 0,6 % en 2018, en lien avec l'essoufflement de la croissance et l'accélération de la productivité, ce qui se répercuterait sur la consommation des ménages qui ralentirait dans la plupart des pays. L'investissement en logement resterait en revanche assez dynamique (proche de 2 %), bénéficiant toujours de conditions de financement favorables. Cela permettrait au taux d'investissement en logement de se stabiliser, grâce à la poursuite de la construction en Allemagne et à la reprise qui s'amorce en Espagne. Dans ce dernier pays, les permis de construire et les transactions augmentent rapidement, même s'ils restent à de bas niveaux. Les prix de l'immobilier accélèrent mais demeurent encore inférieurs de près d'un tiers à leur niveau

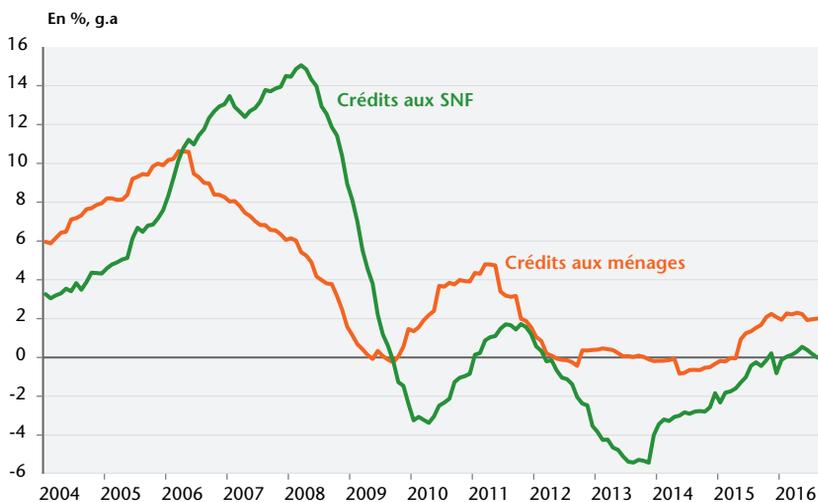
Graphique 11. Croissance du revenu disponible brut



de 2007. Les ménages de la zone euro ont profité de la faiblesse des taux pour renégocier leur prêt immobilier auprès des banques, ce qui a eu pour effet de stimuler la production de nouveaux crédits et de réduire la charge d'intérêts payés par les ménages. Néanmoins, la part des intérêts nets est restée quasi-stable dans la zone euro agrégée ces dernières années, les intérêts reçus ayant dans le même temps diminué du même ordre de grandeur. Côté encours de crédit, la dynamique reste modérée et bien moindre que pendant les années 2000 ou même pendant la première phase de reprise en 2010-2011 (graphique 12).

Dans un environnement international incertain, les inquiétudes sur les perspectives de croissance de la zone euro ne sont pas favorables à la prise de risque par les entreprises. C'est sans doute ce qui explique la reprise molle de l'investissement productif et le fait que le taux d'investissement productif dans la zone euro reste encore légèrement inférieur à son pic d'avant-crise. Malgré la baisse des taux d'intérêt et les mesures prises par la BCE pour stimuler l'octroi de crédit – notamment *via* le TLTRO (*Targeted long term refinancing operation*) mis en place en 2014 –, l'encours de crédit aux entreprises s'est tout juste stabilisé depuis fin 2015, après plus de trois ans de contraction. Ce canal semble donc peu efficace pour le moment pour relancer l'investissement dans la zone euro.

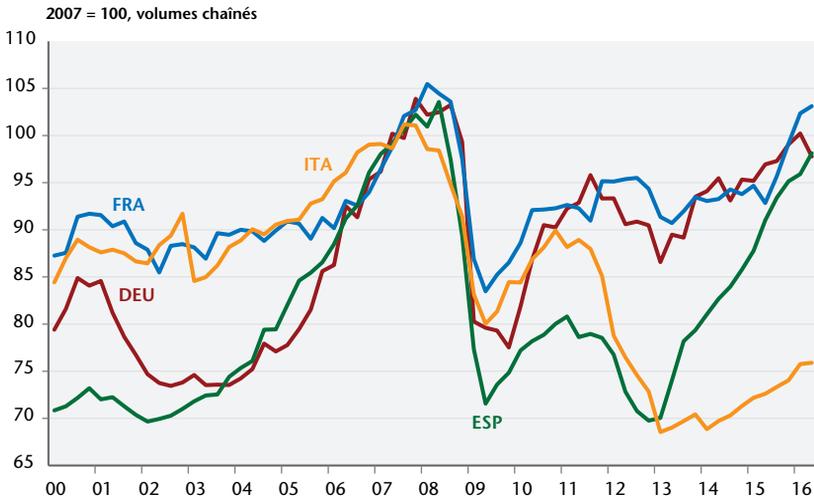
Graphique 12. Croissance de l'encours de crédits



Source : BCE.

Si l'on se concentre sur les dépenses d'investissement en volume en machines et équipements, aucun pays n'a retrouvé le niveau d'avant-crise (graphique 13). Les situations sont cependant assez hétérogènes, avec notamment une situation italienne très critique. Le niveau de l'investissement reste très bas en lien avec la situation dégradée des marges des entreprises. Il faut cependant noter que des mesures fiscales récentes de suramortissement ont permis d'améliorer la rentabilité des investissements italiens et favorisé les dépenses d'investissement sur la période récente. En Espagne, le redressement est spectaculaire, en lien avec la reprise de la demande interne et le dynamisme des exportations, dans un contexte de forte amélioration des marges des entreprises. En Allemagne et en France la baisse avait été moins marquée et la reprise est restée timorée. Elle a cependant été plus importante en France sur les derniers trimestres, bénéficiant de l'amélioration des marges des entreprises (avec notamment le soutien du CICE et du Pacte de responsabilité) et de mesures de suramortissement, comme en Italie. Les mesures fiscales de suramortissement vont continuer de soutenir l'investissement en France et en Italie, mais globalement les dépenses d'investissement resteront en-deçà des attentes du fait de la mollesse de la reprise.

Graphique 13. Dépenses d'investissement (machines, équipements et systèmes d'armes)



Après avoir été neutre en 2014, le commerce extérieur a soutenu la croissance en 2015, avec une contribution de 0,2 point de pourcentage. Il a aussi joué positivement début 2016, mais le rythme de croissance des exportations a ralenti depuis mi-2015. Les performances des pays européens sur la période récente ont été disparates : les entreprises espagnoles, qui avaient limité les pertes de parts de marché pendant la crise (2007-2009), en ont beaucoup gagnées depuis lors (tableau 7), notamment au sein de la zone euro. Ceci s'explique par la stratégie de désinflation compétitive, avec des coûts salariaux unitaires qui se sont contractés de 6 % en Espagne depuis 2009, alors qu'ils continuaient de progresser en France, en Italie et en Allemagne. La France et l'Italie ont connu de légers gains depuis 2009, après une baisse limitée en France pendant la crise (-5 %), et plus prononcée en Italie (-15,5%). Enfin, le cas allemand est atypique, puisque les gains de parts de marché ont été importants entre 2009 et 2016 (après il est vrai une chute de 9,5% entre 2007 et 2009), alors que les coûts salariaux unitaires progressaient de 8 % (contre un recul de 1 % sur la période 1999-2007). Les gains hors zone euro depuis 2014 s'expliquent par le taux de change mais l'Allemagne bénéficie incontestablement d'un avantage hors-coût qui lui permet de conserver ses positions à l'exportation.

Tableau 7. Parts de marché des principaux pays de la zone euro

En %

	FRA	DEU	ITA	ESP
2007-2009	-5	-9,5	-15,5	-5,7
2009 – 2016 (S1)	0,5	12,3	1,4	13,2

Sources : FMI, comptes nationaux, calculs et prévision OFCE, octobre 2016.

Dans la zone euro dans son ensemble, le commerce apporterait un léger soutien en 2017 puis 2018 (0,1 point chaque année). Le rythme de croissance des importations comme des exportations sera globalement faible (un peu supérieur à 2 %). La faible demande intérieure justifie des importations peu dynamiques et un taux de pénétration qui n'augmenterait que légèrement. Ce ralentissement du commerce tient autant au ralentissement de plusieurs émergents et donc des commerces intra et extra-zones correspondants qu'à la fin d'un processus de fractionnement des chaînes de valeur, expliquant la baisse de l'élasticité des importations au PIB mondial. La demande adressée à la zone euro en provenance de ses partenaires croîtrait d'un peu moins de 3 % en 2017 et 2018, bien loin des rythmes de croissance du milieu des années 2000. La plupart des pays de la zone euro stabiliseraient leurs parts de marché, dans le sillage de la stabilisation de l'euro. L'Espagne parviendrait à les maintenir à un haut niveau, du fait du maintien d'un avantage de compétitivité sur les autres pays européens, ce qui soutiendrait d'ailleurs plus fermement sa croissance, avec une contribution du commerce extérieur de 0,2 puis 0,4 point respectivement en 2017 et 2018. En Allemagne, les entreprises perdraient des parts de marché du fait d'un écart d'inflation avec ses partenaires européens (et notamment de négociations salariales bien plus favorables) et, selon nos prévisions, le commerce extérieur amputerait la croissance.

Dans la zone euro, la croissance ralentirait à l'horizon de 2018 : le soutien du taux de change et du prix du pétrole va disparaître et la politique budgétaire serait légèrement restrictive, freinant la demande intérieure. Le commerce international ne serait pas en mesure de prendre le relais. Nous prévoyons un impact très modéré du Brexit sur la croissance de la zone euro, essentiellement *via* le canal du commerce. La croissance modérée ne permettrait pas de refermer l'écart de production et de réduire significativement le

taux de chômage. Ce dernier serait de 9,1% fin 2018, en baisse de 1 point par rapport au niveau actuel, mais encore supérieur de près de deux points au niveau de 2008. Dans certains pays, comme l'Espagne, l'écart serait même de l'ordre de 9 points. Seule l'Allemagne resterait dans une position extrêmement favorable, malgré une légère remontée attendue du taux de chômage (à 4,2 %).

3. Royaume-Uni : l'appel du large

Le 23 juin 2016, les Britanniques ont choisi le « saut dans l'inconnu » (voir Mathieu, 2016a). Plus de trois mois après le référendum, les modalités de la sortie du Royaume-Uni de l'UE sont encore loin d'être définies. Theresa May, devenue Premier ministre le 13 juillet, à la suite de la démission de David Cameron, s'est longtemps limitée à répéter qu'il y aurait bien « Brexit » (« Brexit means Brexit »), alors que du côté des pro-européens britanniques, de nombreuses voix demandaient un nouveau referendum. Ce n'est que le 2 octobre que Theresa May a annoncé, lors du congrès annuel des conservateurs, qu'elle notifierait officiellement aux autres pays de l'UE la décision du Royaume-Uni de quitter l'UE, en déclenchant au plus tard en mars 2017, l'article 50 du Traité sur l'Union européenne. C'est alors que débiteront officiellement les négociations entre le gouvernement britannique et le Conseil européen à 27, sur les conditions de la sortie du Royaume-Uni et la mise en place de nouveaux accords. Selon le Traité, ces négociations pourront durer jusqu'à deux ans, au bout desquels la sortie du Royaume-Uni sera effective, sauf si les négociations sont prolongées à la demande du Royaume-Uni et sur accord unanime du Conseil européen. Dans l'UE, plusieurs pays entrent en période électorale (la France au printemps 2017, l'Allemagne à l'automne, les Pays-Bas,...), ce qui peut retarder et tendre les négociations.

Si l'on ne sait rien aujourd'hui des négociations qui seront menées, une chose est sûre : elles seront difficiles. Car le vote pour une sortie de l'UE s'est joué outre-Manche sur un point principal : la possibilité de restreindre l'arrivée de travailleurs en provenance de l'UE (ce qui concerne surtout les travailleurs des nouveaux pays membres). Or les pays de l'UE ne sont pas prêts à accorder cela aux Britanniques, tout en leur laissant en même temps l'accès au libre marché des biens et des services, et des capitaux dont ils bénéficient en étant membres de l'UE. C'est avant tout la position ferme de François Hollande, pour lequel les quatre libertés de circulation

dans l'UE ne peuvent pas être dissociées. Angela Merkel a longtemps été moins catégorique, mais elle s'est ralliée à cette position début octobre. Le risque pour les pays de l'UE, notamment pour l'Allemagne et la France, est politique : éviter que d'autres pays de l'UE soient tentés de suivre l'exemple britannique, et que s'ensuive la dislocation de l'UE ; par ailleurs, pour les nouveaux pays membres, la liberté de circulation des travailleurs est un point crucial. Les Britanniques vont donc devoir mener des négociations difficiles avec leurs partenaires européens. Si les pays de l'UE restent intransigeants sur la liberté de circulation des travailleurs, les Britanniques perdraient l'accès au marché unique et devraient négocier des accords bilatéraux, en suivant par exemple le cas de l'accord de libre-échange en cours de négociation avec le Canada. Ces accords seraient probablement longs à mettre en place, en tout cas ils pourraient prendre plus de deux ans ; la mise en place de barrières douanières commerciales est possible, mais cela ne nous semble pas le plus probable, car ce sont les pays de l'UE qui auraient le plus à y perdre, étant donné l'excédent commercial de l'UE vis-à-vis du Royaume-Uni (68 milliards de livres en 2015, pour l'ensemble des biens et services). Pour la City, la question du maintien des passeports financiers sera cruciale. C'est sur ce point que les Britanniques ont le plus à perdre à court terme, car l'excédent des échanges de services financiers vers l'UE s'élevait à 19 milliards de livres en 2015. Theresa May souhaite que le Royaume-Uni ne choisisse ni le modèle suisse, ni le modèle norvégien de l'EEE (Espace économique européen) – qui d'ailleurs ne permettraient pas de restreindre la circulation des travailleurs –, mais développe son propre modèle, celui d'un Royaume-Uni champion du libre-marché mondialisé. C'est un pari risqué de miser sur le redéploiement des relations commerciales avec le monde hors UE, mais il faut rappeler que le Royaume-Uni a un déficit commercial avec l'UE et un excédent avec le reste du monde, conserve des liens historiques avec les pays du Commonwealth, et porte une vision favorable au libre-échange depuis longtemps.

Nous supposons qu'en tout état de cause le Royaume-Uni ne sortira pas de l'UE avant mars 2019, et que l'avancée des négociations aura nécessairement des répercussions sur l'économie britannique, dans un contexte politique lui-même très incertain, au Royaume-Uni comme ailleurs dans l'UE. Au Royaume-Uni,

Theresa May doit en effet faire face aux partisans du maintien dans l'UE qui font maintenant pression pour que le Brexit soit le plus « soft » possible (maintien de l'accès au marché unique, dans un modèle de type EEE (Espace économique européen), avec libre circulation des travailleurs) ; les parlementaires britanniques souhaitent être informés de l'avancée des négociations et certains demandent un vote du Parlement sur le Brexit (ce qu'a refusé Theresa May) ; les indépendantistes écossais brandissent la menace d'un nouveau référendum sur l'Écosse ; les partisans du Brexit eux-mêmes ne sont pas unanimes sur la forme que celui-ci doit prendre. Theresa May semble avoir choisi le « hard Brexit » : pas de concession sur le droit des Britanniques à restreindre la liberté de circulation des travailleurs européens même si cela doit se traduire par la perte du libre accès au Marché européen.

La chute de la livre sterling au lendemain du référendum (8 % en termes de taux de change effectif nominal), puis sa stabilisation, et une nouvelle chute (5 %) après le discours de Theresa May le 2 octobre, sont les premières manifestations visibles de ces incertitudes. Ces incertitudes ne seront pas entièrement levées d'ici mars 2017, et se poursuivront au moins jusqu'en mars 2019, laissant augurer de fortes zones de turbulences pour l'économie britannique. Notre scénario est marqué par les effets de la chute de la livre jusqu'à son niveau de début octobre, suivi de fluctuations autour de ce niveau en 2017, par un coup d'arrêt des investissements pendant la phase de négociations entre le Royaume-Uni et l'UE, en partie atténué par des réactions fortes des politiques budgétaire et monétaire. Nous expliquons les raisons de ce choix, mais de nombreux autres scénarios sont envisageables : d'un scénario beaucoup plus noir, si les négociations se passent mal et qui pourrait plonger l'économie britannique dans la récession en 2017, à un scénario plus rose où les incertitudes se lèveraient avec la mise en place d'accords sans barrières commerciales et non-tarifaires.

Nous rappellerons d'abord la situation de l'économie britannique à la veille du référendum, la sur-réaction des marchés et les indicateurs au lendemain du vote, le rétablissement de ces indicateurs en août et septembre, avant de présenter notre scénario et ses risques.

Phase 1) Avant le vote du 23 juin

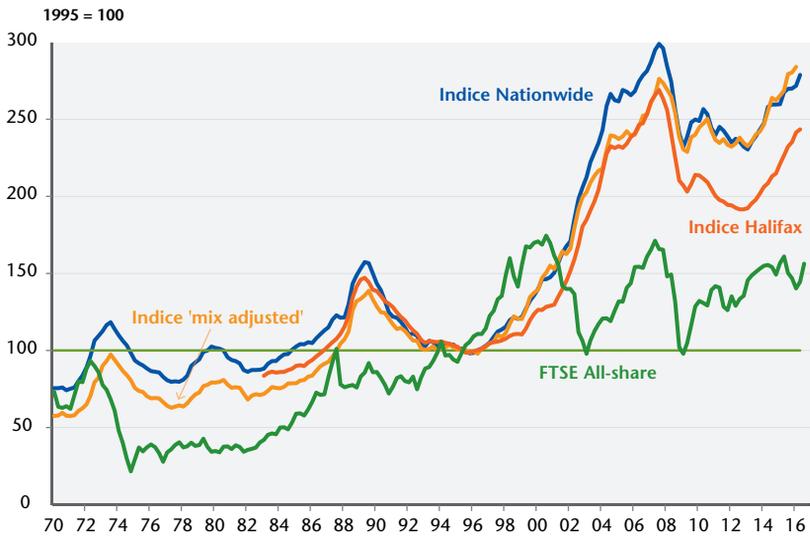
Jusqu'au 23 juin, l'économie britannique continuait d'afficher de bonnes performances macro-économiques, en termes de croissance, de taux de chômage et d'inflation. Au deuxième trimestre 2016, la croissance britannique s'est établie à 2,2 % en glissement sur un an, contre 1,9 % un an plus tôt. La hausse du PIB a accéléré de 0,4 % au premier trimestre à 0,7 % au deuxième trimestre. Les activités de services (80 % de la valeur ajoutée) continuaient de tirer la croissance britannique, alors que la production industrielle et celle du bâtiment progressaient à peine. Au deuxième trimestre 2016, la production industrielle restait inférieure de 5 points à son niveau d'avant la crise de 2007, tandis que celle dans le bâtiment rattrapait son niveau d'avant-crise et que la valeur ajoutée dans les activités de services était plus de 10 points au-dessus de son niveau d'avant-crise (à l'exception notable de celles des services financiers). Le PIB britannique était supérieur de 6,7 points à son niveau d'avant-crise.

Le taux de chômage britannique (au sens du BIT) continuait de baisser légèrement et n'était plus que de 4,9 % au deuxième trimestre, contre 5,6 % un an plus tôt, et un niveau légèrement inférieur à celui d'avant-crise (5,2 %). Les salaires nominaux n'accéléraient pas, continuant de progresser à un rythme annuel de 2,4 %. L'inflation, bien qu'en augmentation, restait faible : l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) était en hausse de 0,5 % sur un an en juin (0 % un an plus tôt), tandis que l'inflation sous-jacente était de 1,4 % sur un an (0,8 % un an plus tôt).

En juin 2016, le Royaume-Uni pouvait se flatter d'être dans le peloton de tête de la croissance des pays industrialisés, mais le bilan de la sortie de crise n'était pas entièrement positif. Ainsi, le déficit des échanges de biens et services s'est creusé depuis 2007, particulièrement celui des marchandises, de 5,9 % du PIB en 2007 à 7 % du PIB au premier semestre 2016. Certes, le déficit commercial s'est légèrement réduit sur la période de 2,6 % à 2,3 % du PIB, grâce à l'accroissement de l'excédent des services (passé de 3,4 % du PIB à 4,7 % du PIB), mais le déficit du solde courant s'est creusé, de 2,5 % du PIB en 2007 à 5,7 % du PIB. Les ménages conservaient un taux d'endettement élevé, de 135 % du revenu annuel, contre 145 % au début de la crise. Par ailleurs, les prix des actifs immobiliers et financiers ont retrouvé des niveaux élevés, parfois proches ou supé-

rieurs à leurs niveaux de 2007, ce qui accroît la richesse des ménages, mais fait planer sur l'économie britannique le risque d'une chute (graphique 14). Les prix de l'immobilier, soutenus par l'insuffisance structurelle de l'offre de logements, atteignent des niveaux particulièrement élevés.

Graphique 14. Cours boursiers et prix de l'immobilier en termes réels



Avant le referendum, le gouvernement britannique avait un objectif ambitieux de réduction des déficits et de la dette publics, devant ramener le déficit public de 4,3 % du PIB en 2015 à l'équilibre en 2019-2020 et commencer à faire baisser la dette publique, proche de 90 % du PIB (au sens de Maastricht), à partir de 2017. Pour atteindre ces objectifs de réduction des déficits et de la dette publics, et sous des hypothèses de poursuite d'une croissance moyenne du PIB de 2,1 % par an d'ici 2020, le gouvernement inscrivait de fortes baisses de dépenses publiques relativement au PIB. Le gouvernement menait une politique d'austérité budgétaire, laissant à la Banque d'Angleterre le soin de soutenir la croissance.

Phase 2) Après le 23 juin : stupeur et tremblements

La publication des résultats du vote s'est immédiatement traduite par une chute du taux de change de la livre et des cours boursiers, suivie de la dégradation des indicateurs de confiance

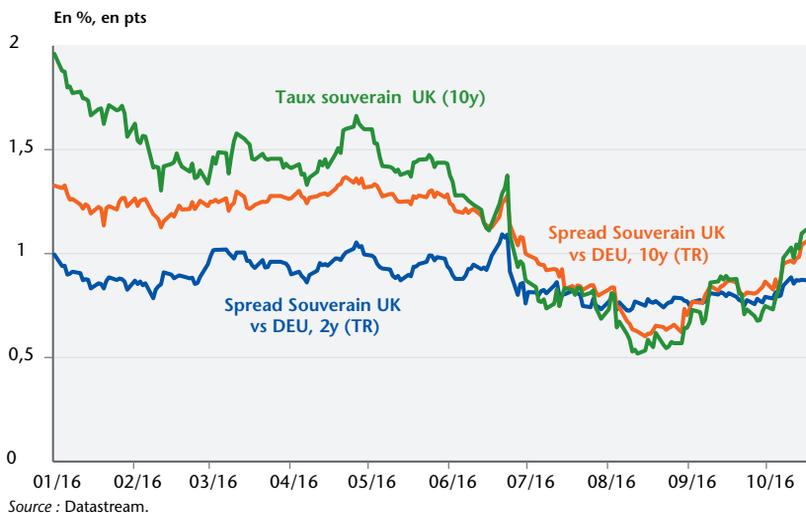
publiés en juillet, et d'annonces médiatisées telles que d'importantes baisses de prix de programmes d'immobilier commercial à Londres. La chute de la livre a été brutale : le 7 juillet, elle avait perdu 10 % par rapport à l'euro et 12 % par rapport au dollar (graphique 3). La livre s'est stabilisée dans le courant du mois de juillet, et réappréciée de la mi-août à début septembre. La livre semblait alors stabilisée autour de 1,17 euros et 1,30 dollar, ce qui ramenait la livre à un niveau plus soutenable compte-tenu du déficit extérieur (*cf. infra*). Mais, depuis la fin septembre et le discours de Theresa May du 2 octobre en faveur d'un Brexit dur, la livre a de nouveau perdu près de 6 % par rapport à l'euro et de 7 % par rapport au dollar. C'est une nouvelle illustration des effets sur les taux de change de l'incertitude qui entoure les conditions de la sortie du Royaume-Uni de l'UE.

La Bourse de Londres, qui avait connu une forte volatilité les jours précédant le referendum, a elle aussi chuté à l'annonce des résultats du vote, de 7 % en deux jours pour l'indice FTSE-All Share, mais elle s'est ensuite rapidement ressaisie en retrouvant début juillet son niveau du 23 juin, et regagnant 10 % depuis lors²².

Les taux d'intérêt sur la dette publique britannique ont baissé après le 23 juin, de 1,5 point à 0,7 point fin septembre pour les titres à 10 ans. Ceci s'est fait en deux temps : un premier mouvement de baisse après le vote, qui a montré que, contrairement à ce que craignaient ceux (dont les institutions internationales) qui avaient mis en garde contre les effets immédiats d'un Brexit sur les primes de risque sur la dette publique britannique, celles-ci n'augmenteraient pas, elles ont même baissé. L'écart de taux avec les obligations allemandes a baissé de 1,3 point à 1 point fin juillet (graphique 15). Puis, fin juillet, l'annonce d'une politique monétaire plus expansionniste de la Banque d'Angleterre, marquant sa volonté de tout faire pour soutenir la croissance, a contribué à faire de nouveau baisser les taux sur les titres publics britanniques. Cet effet s'est progressivement érodé et à la fin septembre, les taux britanniques à 10 ans étaient revenus à 1 %, un point au-dessus des taux allemands (soit un écart de taux plus proche de celui qui prévalait avant le 23 juin).

22. Notons que pour les investisseurs étrangers, les titres ne sont pas nécessairement revenus à leur niveau d'avant le 23 juin, du fait de la dépréciation de la livre.

Graphique 15. Taux d'intérêt publics à 10 ans et écart de taux avec l'Allemagne



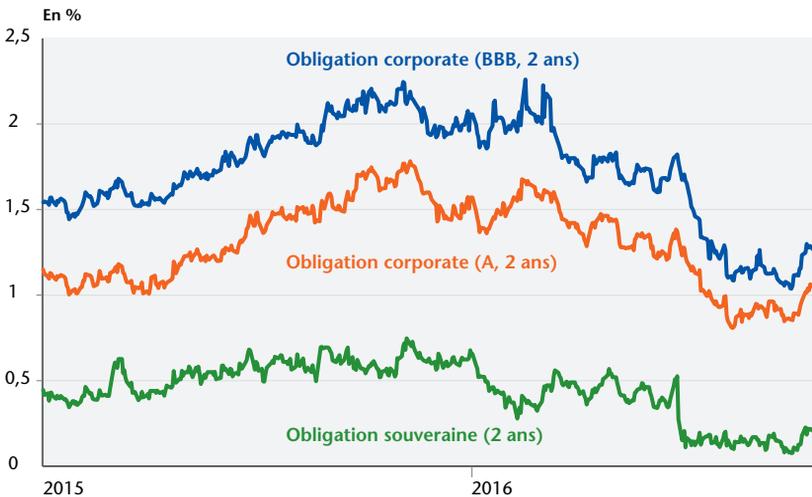
Politique monétaire : réactivité assurée

La Banque d'Angleterre est intervenue début août en baissant son taux de base de 0,5 % à 0,25 % ; en augmentant son programme d'achats d'actifs (de 375 milliards de livres à 435 milliards), et en annonçant qu'elle pourrait acheter des titres obligataires privés à partir de la fin septembre (à hauteur de 10 milliards de livres). L'objectif était avant tout de rassurer les marchés et les acteurs économiques, notamment de soutenir l'investissement des entreprises en évitant tout risque de resserrement du coût du crédit pour les entreprises. De juin à août, les nouveaux taux sur les crédits aux entreprises ont effectivement baissé de 0,2 point et n'étaient que de 2,6 %. Ils se sont même un peu assouplis si l'on tient compte de la légère accélération de l'inflation, qui fait diminuer les taux d'intérêt réels de 0,2 point supplémentaire entre juin et août. C'est aussi le cas pour les taux de marché « corporate » (graphique 16). Les conditions de financement des entreprises ne se sont donc pas durcies après le Brexit, même si on observe une remontée des taux de marché depuis début octobre.

De façon générale, les enquêtes qualitatives réalisées auprès des entreprises se sont dégradées en juillet (perspectives de production, investissement, ...) et redressées à partir d'août. C'est particulièrement vrai pour les enquêtes dans l'industrie, mais c'est aussi le

secteur qui bénéficiera le plus de la baisse de la livre sur les marchés à l'exportation. Du côté des ménages, les indicateurs de ventes de détail sont restés très dynamiques, ce qui peut aussi en partie refléter des achats anticipés par les ménages craignant une hausse des prix de leur consommation de biens importés. La production industrielle a continué à croître à son rythme d'avant-Brexit en juillet et août (autour de 1,5 % en rythme annuel). Les indicateurs conjoncturels disponibles au début octobre suggèrent que le PIB britannique augmentera de 0,4 % au troisième trimestre.

Graphique 16. Taux souverains et taux d'intérêt sur les titres émis par les entreprises



Source : Datastream.

Phase 3) À partir de début octobre : zones de turbulences annoncées

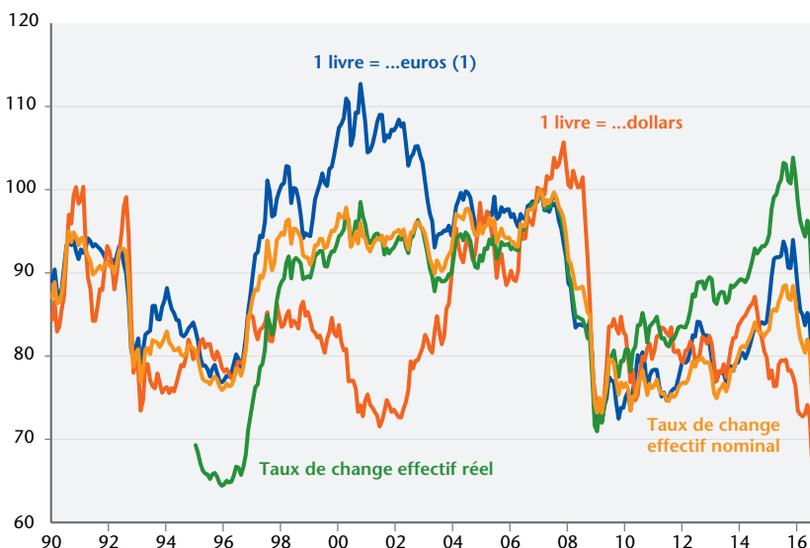
Une des difficultés de cette prévision, réalisée trois mois après le référendum, est que la plupart des données 'dures' disponibles, telles que celles des comptes nationaux, ne portent que jusqu'au deuxième trimestre 2016, donc avant le référendum, et font état d'une économie sur un rythme de croissance de 2 % ; les indicateurs conjoncturels publiés depuis août suggèrent que la croissance ne sera pas fortement affectée par le référendum au troisième trimestre. Mais ensuite ?

Premiers effets du Brexit : la baisse du taux de change aura un effet favorable sur les exportations...

À la date du 11 octobre, la livre a atteint le niveau que nous avons fixé pour l'ensemble de l'année 2017, soit une baisse cumulée de 15 % en termes effectifs depuis juin. Nous maintenons l'hypothèse dans notre scénario central que la livre reste bien à ce niveau, mais cette hypothèse est fragile.

Le taux de change de la livre avait retrouvé en juillet 2016 un niveau plus soutenable pour les exportateurs britanniques (graphique 17). Le taux de change effectif de la livre, nominal, et plus encore réel, s'était en effet apprécié depuis 2014, et le taux de change effectif réel avait retrouvé un niveau supérieur à celui de 2007. Début 2007, les exportateurs britanniques perdaient des parts de marché ; la baisse de la livre de 25 % avait alors permis aux exportateurs britanniques de stabiliser leurs parts de marché à l'exportation, puis d'en regagner. Mais la livre s'était de nouveau appréciée à partir de 2013, le taux de change effectif réel était en 2015 plus élevé qu'en 2007 ; la baisse de la livre depuis juillet dernier ramène la compétitivité des exportateurs britanniques à un niveau où ils peuvent gagner des parts de marché. C'est ce que nous avons retenu dans notre prévision.

Graphique 17. Taux de change de la livre

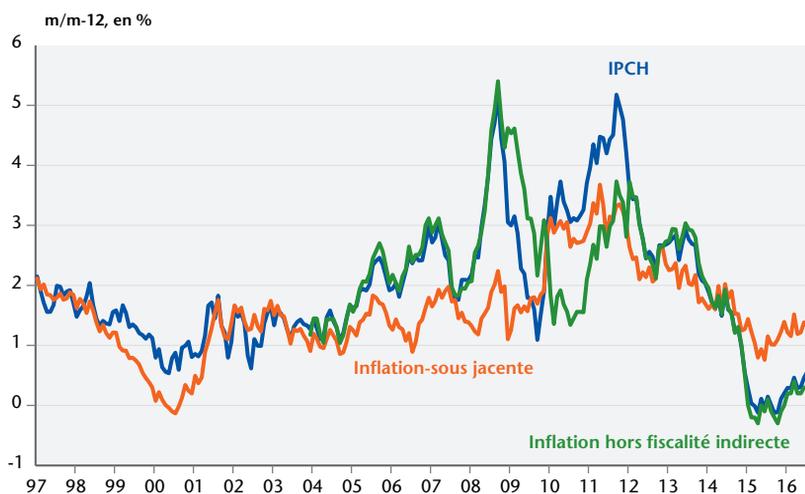


Source : Datastream.

...mais augmentera l'inflation importée, ce qui réduira le pouvoir d'achat des ménages

La consommation des ménages est restée, jusqu'au deuxième trimestre 2016, dynamique ; les ventes de détail suggèrent que cela sera aussi le cas au troisième trimestre. L'inflation, dont le dernier point connu est celui d'août, n'a pas encore franchement accéléré, en n'étant que de 0,6 % (graphique 18). Mais la baisse de la livre va se traduire par de l'inflation importée. Cette baisse du taux de change se produit cependant à un moment où l'inflation est quasiment nulle, les prix des matières premières sont faibles et devraient le rester à l'horizon 2018. La baisse de 15 % du taux de change effectif de la livre depuis juin dernier conduirait l'inflation à accélérer autour de 4 % à la mi-2017, puis revenir vers 2 % fin 2018. Cela se traduira par des pertes de pouvoir d'achat des ménages²³. Au vu des évolutions des salaires nominaux, restés plutôt stables depuis le début de la crise, nous avons supposé que ceux-ci n'accéléraient

Graphique 18. Évolution de l'inflation



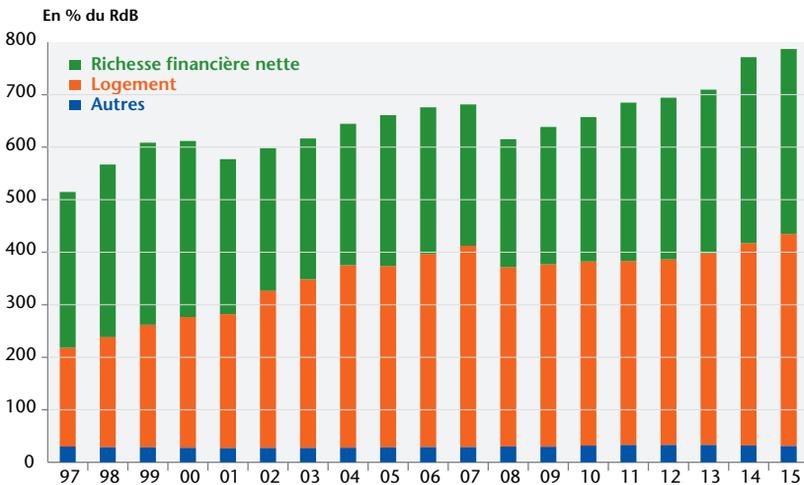
Source : ONS.

23. Les pertes de pouvoir d'achat résultant de la hausse des prix seront cependant en partie atténuées par la revalorisation des prestations sociales et des crédits d'impôts, qui sont pour la plupart indexés sur les prix et représentent au total environ 17 % du revenu des ménages. Le gouvernement précédent avait prévu de geler une partie de ces prestations (à l'exception notable des retraites) à l'horizon 2020, mais ceci est susceptible d'être atténué lors de la présentation du budget en novembre 2016.

que peu (ils passeraient de 2,5 à 3 %) ²⁴, ce qui pourrait être facilement absorbé par les entreprises, dont les marges se sont redressées depuis le début de la crise. Les ménages supporteraient l'essentiel de la hausse des coûts des produits importés, ce qui freinerait la consommation.

Notre scénario ne retient pas l'hypothèse d'une chute des cours boursiers et immobiliers, qui, si elle se produisait, renforcerait la baisse de la consommation des ménages. Les prix de l'immobilier ont continué à progresser, depuis le 23 juin, à des rythmes de l'ordre de 5 % par an. Selon les indices, les prix s'approchent, voire dépassent, leur précédent pic historique de 2007 (graphique 14). Nous supposons qu'ils resteront élevés à l'horizon 2018, du fait d'une insuffisance structurelle de logements. Le gouvernement a annoncé qu'il prendrait des mesures en faveur de la construction de logements, mais elles ne seraient que d'ampleur limitée. La hausse des prix de l'immobilier a conduit à une hausse régulière de la richesse immobilière, qui approchait 400 % du revenu annuel des ménages, à la fin 2015, ce qui était aussi le cas pour la richesse financière (graphique 19). Ces hausses du patrimoine net des

Graphique 19. Richesse des ménages britanniques



Source : ONS.

24. La revalorisation du salaire minimum d'avril dernier aurait un impact marginal sur les salaires, de l'ordre de 0,1 point en année pleine. Pour une analyse détaillée voir : Mathieu, 2016b : « Le salaire national de subsistance : un nouveau dispositif de revalorisation des bas salaires au Royaume-Uni », *Blog de l'OFCE*, avril 2016.

ménages ont jusqu'à présent contribué, par le canal des effets richesse, à soutenir la consommation. En l'absence de forte variation des prix des actifs financiers et immobiliers, le taux d'épargne resterait quasiment stable à l'horizon 2018, autour de 5 %.

Investissement des entreprises : grandes incertitudes

L'avancée des négociations entre l'UE et le Royaume-Uni aura un rôle fondamental sur les décisions d'investissement des entreprises. Nous avons fait l'hypothèse que l'investissement des entreprises baisserait de 10 %, ce qui correspond, en termes de taux d'investissement rapporté au PIB, à la moitié de la chute qui avait eu lieu au début de la crise de 2008. Cette hypothèse qui, là aussi, est tout à fait discutable, dans la mesure où le choc qui affecte l'économie britannique *via* le Brexit n'a pas d'équivalent sur lequel on pourrait s'appuyer. En situation d'incertitude, ici sur l'évolution de l'économie britannique comme des possibilités d'exportation à partir du Royaume-Uni, les entreprises hésitent à prendre des décisions coûteuses sur lesquelles il peut être difficile de revenir (comme investir ou embaucher) et sont donc amenées à les reculer. Nous avons fait l'hypothèse que les entreprises freineraient dès le troisième trimestre leurs investissements, mais que le mouvement s'atténuerait progressivement en 2018, du fait des réactions de politique économique et principalement budgétaire.

Politiques monétaire et budgétaire en soutien

La Banque d'Angleterre a déjà agi, début août, pour soutenir la croissance. Elle a aussi annoncé qu'elle envisageait de baisser son taux directeur à 0,15 lors de la réunion du Comité de politique monétaire début novembre. À ce moment, la Banque disposera de la première estimation du PIB du troisième trimestre. Elle devra probablement écrire plusieurs lettres au Chancelier de l'Échiquier en 2017 pour expliquer pourquoi elle ne respecte pas son mandat en termes d'inflation (maintenir l'inflation autour de 2 % dans une fourchette de +/-1 %). Mais la Banque d'Angleterre, comme elle l'avait fait lors de la crise de 2008, soutiendra prioritairement la croissance, en expliquant que le dépassement de la cible d'inflation sera temporaire (l'effet de la dévaluation s'estompant progressivement et le ralentissement de l'activité atténuant les pressions

inflationnistes) et fera tout pour éviter une déstabilisation des marchés financiers et bancaires.

L'arme budgétaire sera aussi très probablement utilisée pour soutenir la croissance. Philip Hammond, le nouveau chancelier de l'Échiquier, présentera un nouveau budget lors de la publication de l'*Autumn Statement*, le 23 novembre 2016. Le gouvernement a annoncé qu'il renonçait à l'objectif du précédent gouvernement, de ramener le déficit à l'équilibre à l'horizon 2020. Des mesures de relance de l'investissement public sont attendues (mais non connues à ce jour). Nous avons supposé qu'elles représenteraient une hausse de l'investissement public de 10 % sur un an, qui se ferait progressivement à partir d'avril 2017 (début de l'exercice budgétaire). Nous avons aussi fait l'hypothèse que la contrainte sur les dépenses de consommation publique serait aussi un peu relâchée (les dépenses de consommation augmenteraient de près de 1 % en volume par an, au lieu de 0,5 %). Le gouvernement garde la stratégie de concurrence fiscale du précédent gouvernement, visant à inciter les entreprises étrangères à s'implanter au Royaume-Uni, dont la plus emblématique des mesures est la baisse l'impôt sur les sociétés : celui-ci serait abaissé de 20 % (taux en vigueur depuis avril 2015), à 19 % en 2019 et 17 % en 2020. L'objectif est que le Royaume-Uni ait le taux d'imposition des sociétés le plus bas du G20 en 2020. Au total, l'effort budgétaire représenterait environ 0,6 point cette année, 0,2 point de PIB en 2017 et 2018. Le déficit public se creuserait de 3,7 % du PIB cette année, à 4,3 % du PIB l'an prochain et 4,1 en 2018²⁵.

La croissance britannique serait de 2% cette année, en tête parmi les grands pays industrialisés. Elle ralentirait à 1 % l'an prochain et serait de 1,4 % en 2018. Cette prévision est « prudente » en ce qui concerne l'impact des négociations avec l'UE sur la sortie du Royaume-Uni, sur les évolutions des taux de change et des marchés financiers et leurs répercussions sur l'inves-

25. La baisse de la livre va contribuer à creuser le déficit public en renchérissant les coûts des consommations intermédiaires importées, ce à quoi s'ajoutera l'augmentation des prestations indexées sur l'inflation. Les dépenses publiques représentent près de 20 points de PIB, et l'ensemble des prestations sociales et des crédits d'impôt, dont la plupart sont indexés sur les prix, représentait 17 % du revenu des ménages en 2014, soit 11 points de PIB. Sous l'hypothèse d'une baisse cumulée de 15 % de la livre depuis juin dernier, et d'une accélération des prix à près de 4 %, ces deux effets pourraient creuser le déficit public de près d'un point de PIB en deux ans. Ils seraient pour moitié compensés par la baisse des charges d'intérêt.

tissement. Dans notre scénario, la Banque d'Angleterre continue de rassurer les marchés et la politique budgétaire soutient la demande. Au total, le PIB britannique est inférieur de 0,8 point en 2017 à ce qu'il aurait été en l'absence de Brexit et aurait un impact nul sur le PIB en 2018.

On pourrait construire un scénario plus noir, dans lequel les négociations avec l'UE n'aboutiraient pas, des barrières douanières seraient établies. Le taux de change de la livre baisserait alors plus fortement, ce qui accroîtrait encore l'inflation, réduisant le pouvoir d'achat des ménages ; la Bourse dévisserait et les investisseurs étrangers fuiraient le Royaume-Uni. Le secteur exportateur ne pourrait pas à court terme compenser la baisse de l'investissement et de la demande intérieure... Les scénarios les plus noirs effectués avant le vote du 23 juin par le Trésor britannique envisageaient une baisse du PIB allant de 3,6 % à 6 % du PIB. Les pays de l'UE prendraient-ils le risque d'entrer dans ce genre de scénario pour punir les Britanniques et donner l'exemple ? C'est possible, mais cela ne nous semble pas le plus probable.

4. États-Unis : retour à la normale

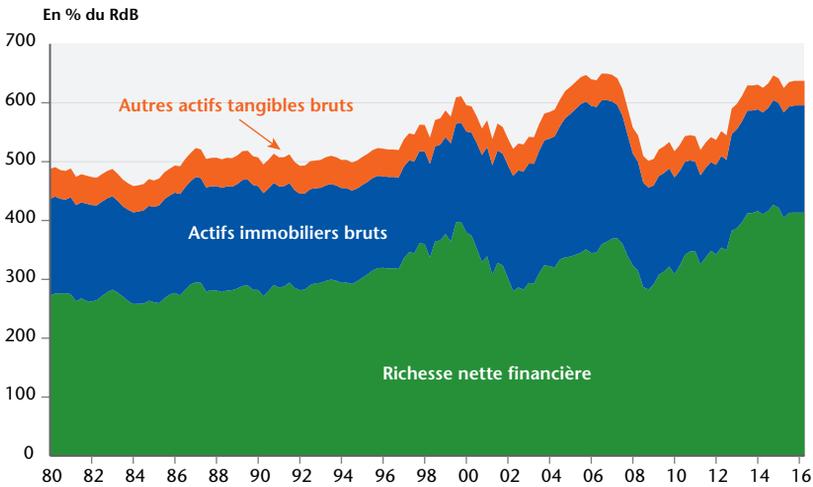
En 2014 et 2015, la croissance américaine a progressé autour de 2,5 % par an, soit plus vite que le rythme moyen de 2,2 % observé depuis la reprise de 2010. Mais en 2016, l'économie a amorcé un retournement marqué. Compte tenu des faibles performances du premier semestre, et même avec une légère amélioration dans les prochains trimestres, la croissance ne devrait pas dépasser 1,5 %. Le ralentissement devrait se poursuivre en 2017 pour des raisons différentes. Au-delà, la croissance pourrait repartir sur un rythme un peu supérieur (1,6 % en 2017 et 1,8 % en 2018) à celui de la croissance potentielle que nous supposons proche de 1,6 %. Cette estimation est basée sur l'évolution moyenne de la productivité du travail de 0,7 % par an (taux moyen de 2011-2015) et de la population active de 0,9 % par an. Cette hypothèse est proche de celle retenue par l'OCDE (1,5 % en 2017) et du CBO (1,7 % sur la période 2016-2020, après 1,5 % sur la période 2008-2015). L'écart de production, proche de 2 % en 2016 et 2017, se réduirait légèrement en 2018.

Plusieurs facteurs expliquent ce ralentissement en 2016 : la remontée des prix du pétrole, une compétitivité-prix dégradée par le renchérissement du dollar face aux autres monnaies et la hausse des coûts salariaux plus élevée qu'ailleurs, la baisse du commerce international, des conditions monétaires et financières un peu moins souples qu'auparavant. Pour autant, l'année 2016 aura bénéficié d'un large soutien de la politique budgétaire, année électorale oblige, mais insuffisant toutefois pour compenser intégralement tous ces freins à la croissance.

Après 0,5 % en moyenne pendant un an, la croissance trimestrielle du PIB a ralenti à 0,2 % au quatrième trimestre 2015 et au premier de 2016, et à 0,3 % au suivant. Sur un an, la croissance a progressé de seulement 1,2 % mi 2016, contre 3 % un an plus tôt. Cette inflexion n'est pas due à la consommation des ménages qui reste un soutien fort à la croissance (avec notamment une contribution de 0,7 point à la croissance du PIB au deuxième trimestre

2016). Les ménages continuent de bénéficier des derniers effets positifs de la baisse des prix du pétrole sur leur pouvoir d'achat jusqu'au début de l'année. Par ailleurs, le taux de chômage a continué de baisser jusqu'en fin 2015 pour s'établir au niveau plancher de 4,9 %. Enfin, la richesse des ménages poursuit sa hausse, soutenue par la valorisation des actifs immobiliers et financiers, déjà élevés (graphique 20).

Graphique 20. Patrimoine des ménages américains



Cette situation n'a pourtant pas empêché une baisse de l'investissement résidentiel au premier semestre 2016 (-2 % au deuxième trimestre par rapport au précédent), en phase avec la stabilisation des mises en chantiers et des permis de construire observée depuis un an, à un niveau qui reste encore très faible par rapport à une moyenne de long terme. Pourtant, l'indicateur d'activité dans la construction NAHB reste élevé et les conditions sont réunies pour que la dynamique d'investissement se poursuive. Les taux d'intérêt hypothécaires ne cessent de baisser depuis trois ans (3,4 % en août 2016 contre 4,5 % en septembre 2013). Les conditions d'accessibilité à la propriété restent favorables, malgré la hausse des prix dans l'ancien et surtout dans le neuf. Sur un an, les prix ont augmenté de plus de 5 % au deuxième trimestre 2016 et la hausse ne montre aucun signe de ralentissement. Et si l'indice des prix S&P-Case et Shiller sur les 20 grandes villes américaines est encore légèrement

inférieur au pic de 2006, l'indice OFHEO, corrigé de l'effet qualité, le dépasse de presque 3 %. Néanmoins, à la mi-2016, le prix médian d'une maison était dans l'ancien 3,6 fois plus élevé que le revenu médian d'une famille, ce qui marque le retour à la situation de 2004, avant l'entrée dans la course des *subprimes*. Début 2016, le patrimoine des ménages américains retrouvait son niveau de 2007. Parallèlement, les ménages continuent à se désendetter. Sous l'effet de la baisse de la dette hypothécaire, la dette totale des ménages a baissé de plus de 30 points depuis son pic de l'été 2007 pour retrouver mi-2016, son niveau de fin 2001 (68,5 % du RDB). La reprise des nouveaux crédits est due principalement aux refinancements de prêts, les ménages cherchant à profiter des dernières baisses de taux d'intérêt longs avant la remontée prochaine attendue pour l'année prochaine.

Du côté des entreprises, si les débouchés en interne restent dynamiques, les ventes à l'exportation se contractent depuis début 2015. Reflétant le recul enregistré dans les carnets de commandes entre mi-2014 et le début de 2016, les exportations ont baissé en volume jusqu'au début d'année (-2,3 % depuis la fin 2014). Cette baisse des exportations est liée à une quasi-stagnation de la demande adressée (0,6 % de croissance au premier semestre 2016, après plus de 2,8 % en 2013 et 2,6 % en 2014) et à des pertes de parts de marché dues à une forte détérioration de la compétitivité-prix des produits américains. La récession économique au Brésil (-3,8 % en 2015 et -3,2 % attendu pour 2016), l'atonie de la croissance dans plusieurs autres pays en développement d'Amérique latine et d'Asie combinées à la réorientation du modèle chinois vers son marché domestique pèsent sur la dynamique de la demande étrangère adressée aux États-Unis. Mais aussi depuis 2014, le raffermissement du dollar face aux autres monnaies renchérit le prix des exportations américaines. En un an et demi (de mi-2014 au début de 2016), le dollar s'est apprécié de 22 % par rapport à la monnaie de ses principaux partenaires commerciaux. En déduisant les différentiels d'inflation des différents pays, le dollar s'est apprécié en termes réels de plus de 11 % sur la même période et reste à un niveau élevé jusqu'en septembre. Dans ces conditions, les entreprises américaines perdent des parts de marché depuis l'année dernière et le mouvement devrait se poursuivre pendant encore plusieurs trimestres. Face au ralentissement de la

demande et un niveau d'inventures très élevé, les entreprises ajustent leurs stocks et réduisent leurs dépenses d'investissements. Depuis l'été 2014, le taux d'investissement qui avait dépassé les points hauts de ses précédents cycles a cessé d'augmenter et baisse depuis la fin 2015. Néanmoins, cet ajustement est clairement concentré dans le secteur non manufacturier. En effet, sans être très dynamique, la production manufacturière n'en reste pas moins plutôt stable, tout comme le taux d'utilisation des équipements. La baisse de l'investissement s'explique essentiellement par la chute de l'investissement dans le secteur d'extraction minière et pétrolier (encadré 1). En excluant les entreprises de ce secteur, l'investissement est resté dynamique jusqu'au troisième trimestre 2015 (4,9 % sur un an contre 1,4 % tout confondu) avant de baisser les deux trimestres suivants (-0,2 et -0,5) et d'accélérer à nouveau au printemps 2016 de 1 %.

Simultanément, la situation financière des entreprises se dégrade avec la montée des coûts salariaux depuis fin 2014 (3 % sur un an au deuxième trimestre 2016, contre 1,7 % un an plus tôt). Si la progression des salaires s'accélère modérément en dépit du bas taux de chômage, la productivité progresse encore plus modérément. Et même si la productivité horaire s'est moins dégradée que la productivité par tête au cours des trois derniers trimestres en raison de la baisse de la durée du travail, les entreprises ont relativement peu ajusté l'emploi. La productivité par tête a baissé de 0,3 % au quatrième trimestre 2015 et au premier de 2016 et est restée stable au deuxième trimestre 2016. En niveau, elle se situe en-deçà de sa tendance des dernières années. Cette situation a permis de soutenir les créations nettes d'emplois jusqu'alors. Mais il est probable que la recherche de gains de productivité dans les prochains trimestres pèsera dans les décisions futures d'embauches et sur le chômage qui devrait alors remonter.

Une partie de cette hausse des coûts salariaux unitaires a été répercutée dans les prix finals. L'inflation sous-jacente a augmenté de 2,2 % en moyenne au premier semestre 2016 (2,3 % en août) après 1,8 % en moyenne 2015. L'inflation globale a bénéficié de la baisse des prix du pétrole jusqu'au début de l'année. De 0,1 % en 2015, elle est passée à 1% au premier semestre 2016 (1,1 % en août).

Si la croissance américaine a faibli en 2016, elle a pourtant bénéficié d'un soutien important de la politique budgétaire, qu'elle ne

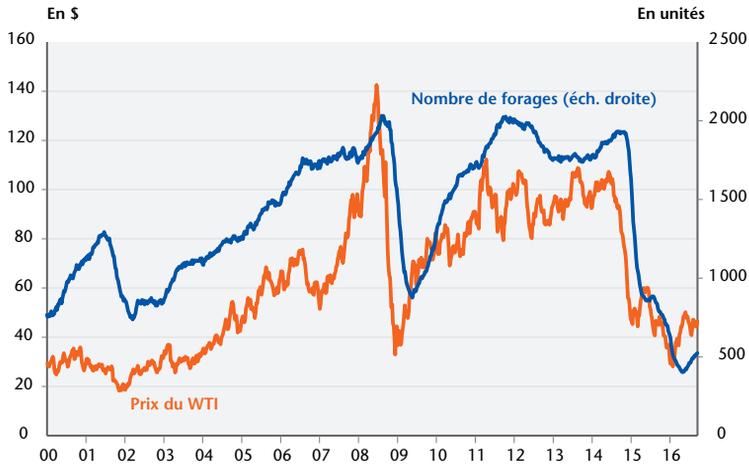
retrouvera ni en 2017, ni en 2018. Selon les données du CBO, le solde structurel primaire hors charges d'intérêts devrait se dégrader de 0,7 point de PIB en 2016. Cette impulsion budgétaire devrait soutenir l'activité à hauteur de 0,5 point de PIB. Mais avec une croissance plutôt modeste (1,4 %) par rapport à la croissance potentielle de 1,6 %, le solde conjoncturel devrait se dégrader en 2016. Résultat, le solde budgétaire atteindrait 5,1 % du PIB en 2016, après 4,3% en 2015. La dette publique dépasserait 104 % en 2016. En 2017 et 2018, la croissance ne pourrait plus profiter de cet effet et devrait connaître au contraire deux années d'ajustement budgétaire. Le déficit reviendrait à 5 % en 2017 et 4,9 % en 2018.

En 2017 et 2018, la croissance américaine s'accélérait légèrement à respectivement 1,6 % et 1,8 %, sans retrouver son rythme antérieur. La légère remontée des prix du pétrole pèsera sur les prix et le pouvoir d'achat des ménages. Elle mettra aussi un terme à la crise dans le secteur des hydrocarbures. Le taux de change du dollar devrait cesser de s'apprécier par rapport à l'euro vers le milieu de l'année prochaine. Mais la compétitivité-prix resterait dégradée en 2017, moins en 2018. Les conditions de crédit devraient continuer à se resserrer. Pour le moment, ce sont surtout les taux courts qui se tendent, les taux longs eux poursuivant leur mouvement baissier, en phase avec les taux européens. Néanmoins, d'après les enquêtes du *Senior Loan Officer* sur leurs pratiques de prêts, les banques commencent à resserrer leurs conditions de crédits aux entreprises depuis fin 2015. Peu de soutien donc à la croissance, hormis une légère dynamique de rattrapage liée à une sous-utilisation des facteurs de production qui persiste – malgré les facteurs structurels liés au vieillissement de la population, le taux d'activité ne devrait pas rester à des niveaux aussi faibles dans les prochaines années –, et des contraintes de résorption des déséquilibres qui sont maintenant levées (à l'exception toutefois de l'endettement public). Les entreprises devraient accélérer le rythme de productivité pour compenser au moins partiellement la hausse des salaires. Mais le taux de marge, malgré le retournement observé depuis 2014 reste élevé et les entreprises peuvent supporter une détérioration plus marquée de leur taux de marge. Il n'empêche qu'une partie de la hausse des coûts passera dans les prix. L'inflation pourrait atteindre 2% fin 2017. Le taux de chômage augmenterait légèrement dès la fin de 2016 pour atteindre 5,4 % en 2018.

Encadré 1. L'impact macroéconomique de la crise dans le secteur des hydrocarbures sur les comptes nationaux

La baisse de 70 % des prix du pétrole entre août 2014 et février 2016 a atteint de plein fouet l'industrie des hydrocarbures aux États-Unis, remettant en question la rentabilité des nouveaux forages nécessaires au maintien de la production. Quelques mois après que les prix ont commencé à baisser, les entreprises ont réduit leurs investissements pour se recentrer sur les sites les plus productifs (« sweet spots ») et mettre en place les nouvelles technologies. Or dans un secteur où il est nécessaire de forer en permanence pour compenser la chute de la production des puits plus anciens²⁶, l'impact est quasiment immédiat. Pendant plusieurs mois, la hausse de la productivité a permis de compenser le déclin des nouveaux investissements. Mais depuis mi-2015, la production de pétrole ne cesse de baisser (-12 % entre juillet 2015 et septembre 2016). Le redressement des prix du pétrole amorcé en mars dernier a mis un terme à la baisse des investissements. Le nombre de forages a repris depuis le mois de juin, mais reste à un niveau encore très faible (graphique 21). Compte tenu de la légère progression des prix du pétrole que nous prévoyons à l'horizon 2018, ce mouvement devrait se poursuivre et précéder de peu la reprise de la production.

Graphique 21. Prix du pétrole (WTI) et nouveaux forages de pétrole et gaz



Source : Datastream, North America Rotary Rig Court.

26. Le pic de production d'un puits est atteint habituellement au cours du premier mois d'exploitation puis décline à un taux compris entre 60 et 90 % dès la première année. La production est généralement épuisée au bout de trois ans.

Entre l'été 2014 et le premier trimestre 2016, l'industrie d'extraction minière et d'hydrocarbures est passée en valeur de 2,7 % à 1,2 % du PIB (tableau 8). Cette contraction est due en grande partie à un effet prix puisque en volume, la part ne se contracte que 0,4 point de PIB, de 2,5 % à 2,1 % sur la même période. De fait, si la contribution à la croissance trimestrielle du PIB est fortement négative en valeur, elle joue très faiblement en volume (le maximum étant de 0,12 point au deuxième trimestre 2015). En dehors de ce secteur d'extraction, le PIB a progressé de 2,4 % sur un an au lieu de 2,1 % observé au deuxième trimestre 2016.

Tableau 8. Contribution du secteur minier à la croissance du PIB

Variation en t/t-1, en %	VA prix courants				VA prix constants			
	total	mining	contribution	hors mining	total	mining	contribution	hors mining
01/07/2014	1,5	-1,2	0,0	1,5	1,1	4,7	0,1	1,0
01/10/2014	0,5	-8,6	-0,2	0,8	0,5	5,5	0,1	0,4
01/01/2015	0,2	-21,9	-0,6	0,7	0,2	3,6	0,1	0,1
01/04/2015	1,5	1,1	0,0	1,5	1,0	-4,8	-0,1	1,1
01/07/2015	0,8	-12,6	-0,3	1,1	0,5	-2,1	0,0	0,6
01/10/2015	0,6	-11,2	-0,2	0,8	0,3	-2,8	-0,1	0,4
01/01/2016	0,4	-17,2	-0,3	0,6	0,3	-2,9	-0,1	0,3

Sources : BEA, calculs OFCE.

L'effet est par contre beaucoup plus important sur l'investissement des entreprises, en volume (tableau 9). La baisse du nombre de forages s'est traduite par une baisse des dépenses de structures et d'équipement du secteur minier visible dès le troisième trimestre 2014 dans les comptes nationaux. Entre le printemps 2014 et le printemps 2016, l'investissement a baissé de 65 % dans le secteur (dont 21,3 % entre le premier et le deuxième trimestre 2016). Même si ce secteur ne représente que 7,7 % de l'investissement total des entreprises privées, la baisse est telle que la contribution à la croissance des dépenses totales d'investissement devient très fortement négative (-1,4 point au deuxième trimestre 2015). Hors secteur minier, l'investissement reste très dynamique jusqu'à la fin de l'année 2015. Ce n'est qu'à partir de la fin 2015 que l'investissement des entreprises hors secteur minier se réduit, en phase avec le ralentissement de la demande. La reprise des nouveaux forages depuis mai dernier, en phase avec la remontée des prix que nous maintenons jusqu'à 55 dollars le baril fin 2018, devrait désormais soutenir l'investissement total au cours des prochains trimestres.

Sur le marché du travail, les destructions d'emploi dans le secteur minier ont été colossales : - 225 000 emplois en deux ans sur un total de 800 000 mi 2014, ce qui ramène l'emploi à son niveau de 2005, bien avant le boom des hydrocarbures de schiste. Mais l'impact reste marginal au niveau global compte tenu du faible poids de cette industrie

dans l'emploi total (le secteur couvre 0,8 % de l'emploi total) et des 4,9 millions d'emplois nets créés dans les autres secteurs entre septembre 2014 et août 2016.

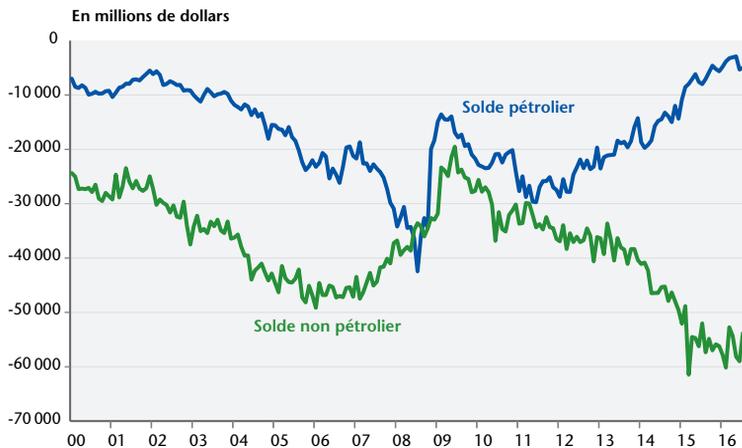
Tableau 9. Contribution du secteur minier à la croissance de l'investissement

Variation en t/t-1, en %	FBCF prix constants			
	total	mining	contribution	hors mining
01/07/2014	2,0	-0,6	0,0	2,2
01/10/2014	-0,3	-2,7	-0,2	-0,1
01/01/2015	0,3	-9,1	-0,7	1,1
01/04/2015	0,4	-21,1	-1,4	1,9
01/07/2015	1,0	-15,8	-0,8	1,9
01/10/2015	-0,8	-15,9	-0,7	-0,2
01/01/2016	-0,9	-10,1	-0,4	-0,5
01/04/2016	0,2	-20,6	-0,7	1,0

Sources : BEA, calculs OFCE.

Du côté du commerce extérieur, la facture énergétique a continué de baisser jusqu'en mai, pour être presque à l'équilibre (graphique 22). La hausse très rapide de la production domestique a permis de réduire la dépendance énergétique vis-à-vis de l'étranger (selon l'EIA, les importations de pétrole représentaient 24 % de la consommation de pétrole en 2015, contre 49 % en 2010). En volume, on observe cependant une stabilisation du solde énergétique depuis un an autour de 0,5 % du PIB (contre plus du double en 2010).

Graphique 22. Solde commercial



Source : Bureau of economic analysis.

5. Émergents : La croissance résiste

Les perspectives de croissance s'améliorent dans les pays émergents malgré la confirmation du ralentissement chinois. L'Asie hors Chine parvient à résister tandis que le Brésil et la Russie renouent progressivement avec une croissance positive. Enfin, dans les pays d'Europe de l'Est, la situation économique reste favorable avec une croissance soutenue par la demande intérieure et la reprise dans la zone euro.

Asie : le risque chinois se dissipe

Malgré la décélération de la croissance en Chine qui entraîne d'autres pays de la région dans son sillage, l'Asie reste un pôle important pour la croissance mondiale qui ne devrait pas connaître d'à-coups d'ici 2018. L'agitation autour du Brexit sur les marchés européens affecte peu les pays asiatiques, plus préoccupés par la Chine et la faiblesse de la croissance mondiale. Sur l'année 2016, la croissance de l'ensemble de l'Asie devrait s'établir à 5,8 %, soit un ralentissement de 0,3 point par rapport à 2015. La croissance chinoise poursuit son ralentissement et serait de 6,3 % en 2016 après 6,9% en 2015. Pour 2017-2018, nous anticipons une croissance de +5,7 % pour l'ensemble de la région, et de +5,4 % pour l'ensemble de la zone hors Chine. Par ailleurs, après un recul des échanges commerciaux en 2015 et 2016, les exportations et importations de l'Asie repartiraient à la hausse (tableau 10).

La croissance chinoise est tombée en 2015 à 6,9 %, sa plus faible performance depuis un quart de siècle, alors que le pays engage une transition vers un modèle économique plus orienté vers le marché domestique, la consommation et les services. Portée par une solide consommation des ménages, la croissance chinoise profite aussi de la relance budgétaire opérée par le gouvernement et qui a permis de rassurer les marchés sur le risque d'une chute plus brutale de l'activité. Par ailleurs, la baisse du yuan face au dollar jusqu'au mois de juillet depuis l'assouplissement du régime de

change en août 2015 a permis, au moins partiellement, de redresser la compétitivité des exportations chinoises, fortement dégradée depuis 2008. Mais les pressions baissières se poursuivent et ont entraîné des interventions des autorités importantes pendant l'été. Les réserves ont baissé et le taux de change s'est stabilisé cet été. Malgré un assouplissement continu de la politique monétaire depuis novembre 2014 et des mesures de relance budgétaire, l'investissement reste contraint en 2016. En effet, les entreprises sont fortement endettées et de nombreux secteurs sont en surcapacité. Cette dynamique de transition se poursuivra avec une croissance surtout soutenue par la consommation et moins par l'investissement et les exportations. En 2017 et 2018, l'activité progresserait de 6,1 %.

Tableau 10. Zone Asie : Prévisions de commerce extérieur

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2015	2016	2017	2018
Importations	-1,6	-1,7	2,8	1,9
Exportations	-3,1	-1,3	2,2	2,4
Demande adressée	1,4	-0,8	2,4	2,4

Sources : FMI, prévision OFCE octobre 2016.

En Asie hors Chine, la croissance des pays en développement s'établit à 5,3 % en 2015 et 2016 ; elle devrait demeurer à 5,4 % en 2017 et 2018, tirée par la progression des grandes économies du Sud-Est asiatique. L'Asie émergente étant la région qui a le plus profité de l'expansion économique de la Chine, elle subit aujourd'hui son ralentissement. Toutefois, les perspectives diffèrent d'un pays à l'autre en fonction des relations commerciales et financières avec les économies à revenu élevé et avec la Chine, ainsi que de la dépendance aux exportations de matières premières. Les pays qui souffrent le plus du ralentissement chinois sont la Corée du Sud (qui exporte le quart de sa production en Chine), Hong Kong, Singapour et Taiwan. La croissance hongkongaise s'est pourtant montrée résiliente jusqu'ici avec un PIB en hausse de 2,5 % en 2015 soutenue par la demande interne (+5,3%). Mais le ralentissement serait net en 2016 (1,1 %) notamment du fait de la chute des importations chinoises qui se traduiront par une forte baisse des exportations. En outre, la politique monétaire de Hong-

Kong est contrainte en raison de l'ancrage du dollar hongkongais au dollar américain, ce qui empêche un regain de compétitivité.

Bien que les exportations de la Corée et de la Thaïlande soient fortement affectées par la baisse de la demande chinoise, leur croissance a résisté et devrait se maintenir entre 2016 et 2018. En juin 2016, la Corée du Sud a annoncé un plan de relance de 15 milliards d'euros pour faire face au ralentissement de la demande mondiale et aux éventuelles répercussions du Brexit. Cette recette adoptée par les autorités thaïlandaises en 2015 a porté ses fruits puisque la croissance a rebondi en 2015 à 2,8 % contre 0,8 % en 2014, malgré un recul de 5,7 % des exportations mais une consommation des ménages soutenue progressant de +2,1 %.

En revanche, l'Indonésie, l'Inde et les Philippines seraient plus résilientes à l'atterrissage en douceur de la Chine. Exportatrice nette de pétrole et de produits dérivés, la Malaisie est plus sensible à la conjoncture actuelle.

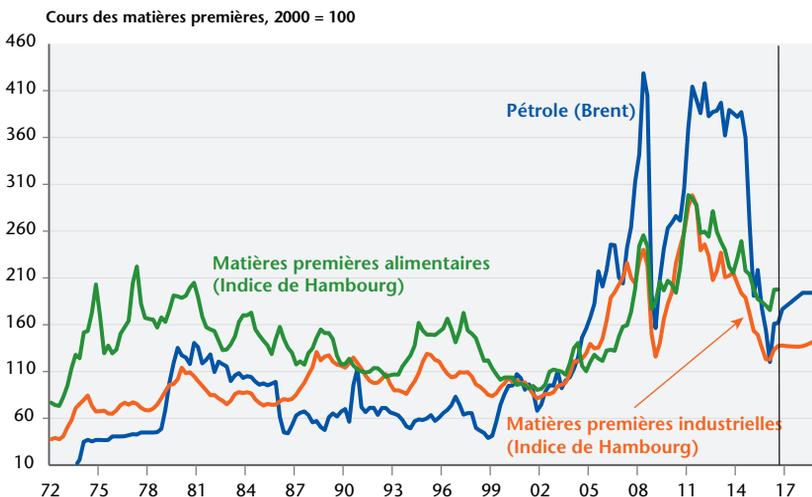
En Inde, la croissance a connu une progression en 2015 de +7,5 %. Cette dynamique pourrait se consolider en 2016-2017, avec des taux de croissance de 7,6 %, faisant de l'économie indienne la plus dynamique du monde. L'économie indienne a mieux résisté que les autres pays émergents au ralentissement économique mondial. L'Inde a profité en 2015 de la baisse des cours mondiaux du pétrole. L'inflation a été maîtrisée (autour de 5 %), de même que le déficit courant. La demande intérieure est restée robuste (7,0 % en 2015). Le gouvernement a diminué les subventions sur l'essence et a ramené le déficit budgétaire en dessous de 4 % du PIB. Les premières réformes entreprises par le gouvernement de Narendra Modi visent à promouvoir le secteur manufacturier indien, attirer les IDE et atténuer les contraintes qui pèsent sur l'économie. La revalorisation des salaires a contribué à maintenir une consommation forte (8,0 % en 2015), principal moteur de la croissance.

Amérique latine : virage à droite sur pente glissante

Depuis la récession de 2008, les années 2015 et 2016 devraient être les pires années qu'ait connues la zone d'Amérique latine. La récession est moins violente qu'alors puisque le PIB régional a baissé de 0,3 % en 2015 et autour de 0,9 % en 2016, contre 2,1 %

sur la seule année 2009. L'économie a atteint un point bas en 2016 et la croissance devrait repartir fin 2016-début 2017. Mais le processus de reprise sera aussi nettement moins rapide (à peine 4 % attendu en cumulé sur les deux prochaines années, contre 11 % entre 2009 et 2011) car largement lié à des conditions qui n'existent plus dans cette région exportatrice nette de matières premières (graphique 23). Aujourd'hui, l'environnement international reste déprimé : la demande étrangère en provenance des zones émergentes de l'Asie rapide et de la Chine, et d'Amérique latine, demeure très dégradée mais surtout le prix des matières premières, malgré un léger rebond au début 2016, reste orienté à la baisse en 2017, à des niveaux très bas au regard des années passées. Par ailleurs, plusieurs pays (Brésil, Argentine, Venezuela...) ont connu une grave crise politique qui a alimenté une forte instabilité financière. Aujourd'hui, le calme semble être revenu, notamment avec l'arrivée de nouveaux gouvernements en Argentine et au Brésil et l'engagement vers de nouvelles réformes. Les marchés ont réagi positivement à cette nouvelle situation, les *spreads* ont baissé et les taux de change ont cessé de se déprécier, voire se sont appréciés avec le retour des entrées de capitaux (Brésil). Cette amélioration du côté des marchés des changes devrait permettre de calmer les tensions inflationnistes et de redonner davantage de marges de manœuvre aux politiques monétaires pour soutenir la croissance.

Graphique 23. Cours des matières premières



Source : HWWD.

Le Brésil traverse une crise économique et politique profonde depuis deux ans. Le PIB a encore reculé de 0,4 % et 0,6 % sur chacun des deux premiers trimestres de 2016 et une baisse de 3,2 % est attendue pour cette année. Depuis fin 2014, l'activité a baissé de 6,9 %, la consommation des ménages de 8,7 % et l'investissement des entreprises de presque 20 %. Sur la période, la monnaie brésilienne a perdu presque 50 % de sa valeur face au dollar et l'inflation, contenue jusqu'à fin 2014 à l'intérieur de la bande de fluctuations autorisée par la banque centrale (4,5 % +/-2 points), a atteint 10,5 % en début d'année. Le raffermissement de la monnaie sur les marchés des changes au cours des derniers mois a permis un reflux lent de l'inflation à moins de 9 % durant l'été 2016. La situation reste néanmoins tendue et le point bas aurait été atteint pendant le deuxième semestre. Les Jeux Olympiques de Rio devraient permettre un soutien à l'activité au cours de l'été et les perspectives pour 2017 sont moins mauvaises que jusqu'alors. Surtout la décision du Sénat prise le 31 août dernier met fin à une période d'instabilité politique commencée au début du second mandat de l'ex-présidente Dilma Rousseff avec les scandales de corruption liés à Pétrobras et la suspicion sur les comptes publics. Le nouveau chef d'État, Michel Temer, ex-président du PMDB, a la majorité au Congrès et peut désormais entreprendre les réformes affichées, afin notamment de réduire le déficit public. De fait, le déficit public est passé de 3 % fin 2013 à 6 % fin 2014 et 10,4 % fin 2015. En août 2016, il atteignait déjà 9,6 % du PIB. L'excédent primaire s'est transformé en un déficit qui atteint aujourd'hui 2,8 % du PIB. Un vaste programme de privatisations (infrastructures, énergie, traitement de l'eau, ...) a été annoncé récemment pour un montant de 24 milliards de dollars (1,1 % du PIB sur 2017-2018). Pour l'heure, la situation budgétaire de certains États est dramatique. L'État de Rio a du mal à payer ses fonctionnaires et est en défaut de paiement sur le service de la dette auprès de la BID. Avec le retour de la confiance et l'appréciation du réal, l'inflation devrait continuer à baisser dans les prochains mois. Tant que les incertitudes ne seront pas toutes levées, la banque centrale restera vigilante et maintiendra des taux d'intérêt élevés. Jusqu'alors, les marchés ont bien réagi, la Bourse a repris et les *spreads* sur les taux souverains ont fortement baissé depuis le début de l'année.

En Argentine, la croissance oscille depuis 2012 entre des phases de reprise et de récession. Après une hausse de 2,4 % en 2015, le PIB devrait baisser de près de 2 % en 2016 (-3,5 % sur un an au deuxième trimestre et l'indicateur d'activité du mois de juillet poursuit sa baisse). Les réformes engagées par le gouvernement libéral de Mauricio Macri en place depuis décembre dernier montrent une volonté de changement forte mais le coût pour l'économie et la population est lourd (le taux de pauvreté selon un rapport officiel récent atteint 32,2 %). La levée du contrôle des changes en décembre dernier s'est traduite par une dépréciation du peso de 30 % face au dollar (et une convergence vers le taux de change parallèle) qui combinée à la libéralisation des prix et au retrait des subventions des prix du gaz et de l'électricité, a poussé les prix à la hausse. Après être revenue autour de 14 % fin 2015, l'inflation a accéléré jusqu'à 40 % en juin. Grâce au gel temporaire des augmentations du prix du gaz, les prix sont restés stables cet été (41,8 % au mois d'août) mais la hausse pourrait reprendre prochainement. Néanmoins, le taux de change s'est stabilisé au premier semestre et malgré la dynamique inflationniste qui s'est mise en place, les autorités monétaires prévoient une baisse de l'inflation à l'horizon 2017. Le taux directeur qui avait atteint un pic en avril-mai à 30 % a été réduit à 22,5 % en septembre. Simultanément, des réformes ont été entreprises sur le marché du travail, (avec notamment une forte baisse des effectifs dans le secteur public). Toutes ces réformes semblent avoir été bien accueillies par les marchés financiers qui voient là l'opportunité de revenir en Argentine dans un cadre plus favorable aux intérêts des investisseurs étrangers. Les perspectives pour 2017 et 2018 devraient s'améliorer, en phase avec la reprise de la croissance brésilienne.

Au Venezuela, une crise profonde s'est installée depuis plusieurs années. L'économie est en récession depuis 2013 et une baisse de 10 % du PIB est encore attendue en 2016. L'économie est entrée dans un processus d'hyperinflation. De 150 % fin 2015, l'inflation pourrait dépasser les 500 % en 2016. Le peso a été dévalué de 40 % en mars dernier. Les réserves de change sont à un niveau très faible depuis 2012. Les ressources extérieures dépendant à 95 % de la vente de pétrole, l'assèchement des devises provoque des pénuries de biens importés mais aussi une chute des recettes fiscales largement liées aux ventes d'hydrocarbures. Les caisses de l'État sont

vides et les infrastructures du pays ne sont plus entretenues. Les liens avec les marchés des capitaux étrangers sont rompus. Lors des élections législatives de décembre 2015, le gouvernement populiste de Nicolas Maduro a perdu la majorité à l'Assemblée, et doit aujourd'hui faire face à la colère de la rue qui demande l'organisation d'un référendum contre lui.

Dans les autres pays d'Amérique latine, la croissance continue de ralentir en 2016. Presque toutes les monnaies se sont dépréciées en 2015 face au dollar, ce qui a entraîné une poussée d'inflation et conduit les autorités monétaires à relever leur taux d'intérêt, comme en Colombie où le taux directeur est passé de 4,5 % à 8,5 % en 6 mois, ou au Mexique. Mais depuis le début de l'année, les pressions sur le change ont baissé et les monnaies se sont légèrement réappréciées. Un avantage de compétitivité demeure malgré tout dans la région, qui devrait permettre de légers gains de parts de marché.

6. Politiques monétaires : prudence

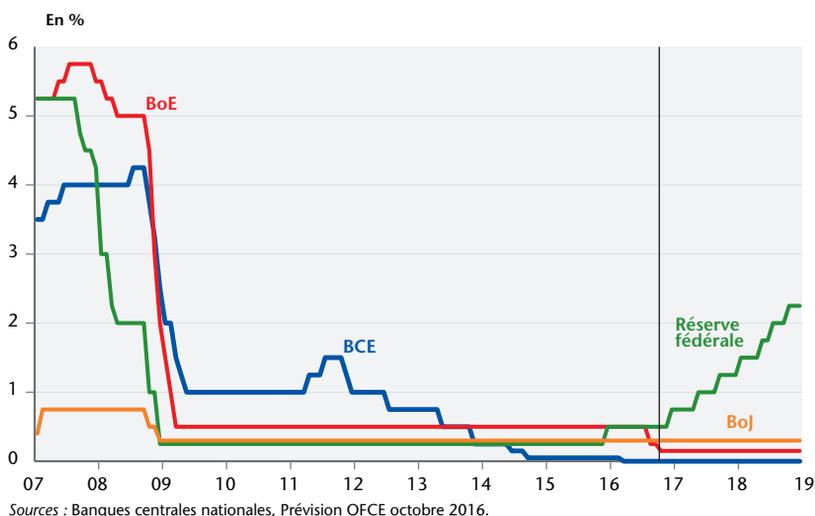
Depuis 2008, les banques centrales mènent des politiques monétaires fortement expansionnistes qui se sont traduites par une baisse des taux et par la mise en œuvre de mesures non conventionnelles. Malgré le retour de la croissance – d’abord aux États-Unis et au Royaume-Uni, un peu plus tardivement dans la zone euro –, le risque déflationniste est resté prégnant freinant le processus de normalisation de la politique monétaire ou incitant les banques centrales à renforcer leur soutien à l’activité par la mise en œuvre de nouvelles mesures exceptionnelles. En décembre 2012 et en août 2013, la Réserve fédérale et la Banque d’Angleterre avaient respectivement conditionné le relèvement des taux d’intérêt à la baisse du chômage sous un seuil fixé à 6,5 % et 7 %, à l’évolution de l’inflation et à l’ancrage des anticipations d’inflation à long terme. Le premier critère fut atteint dès le début de l’année 2014 mais la persistance d’une faible inflation, dans un contexte de baisse du prix du pétrole, a incité les banques centrales à retarder le resserrement monétaire. La première hausse de taux ne fut décidée qu’en décembre 2015 par la Réserve fédérale qui précisait toutefois que le rythme de hausse de taux serait bien plus lent que lors des précédentes phases de resserrement de la politique monétaire américaine. De fait, il n’y a pas eu de nouvelle hausse de taux aux États-Unis au cours du premier semestre 2016. La Réserve fédérale justifie ce gradualisme par l’incertitude sur la situation économique mondiale, la crainte qu’une remontée trop rapide des taux ne crée de l’instabilité financière, et une appréciation rapide du dollar et par un niveau d’inflation en août 2016 toujours inférieur à la cible de 2 %. Depuis le début de l’année 2016, la croissance américaine a ralenti, passant d’un glissement annuel du PIB de 3 % mi-2015 à 1,2 % au deuxième trimestre 2016. La croissance mondiale a également montré des signes de fragilité avec le fort ralentissement en Chine et dans l’ensemble des économies émergentes incitant la banque centrale américaine à se montrer prudente. Les anticipations sur la date de la deuxième hausse de

taux se sont progressivement décalées et convergent aujourd'hui vers une hausse de 25 points de base en décembre 2016. Selon le communiqué de la banque centrale à l'issue de la réunion du 21 septembre, le FOMC (*Federal open market committee*) estime que les raisons pouvant justifier une hausse des taux se sont renforcées. Le taux de chômage est bas, les créations d'emplois sont restées dynamiques début 2016 et l'inflation a progressé depuis la fin de l'année 2015 passant de 0 % en septembre 2015 à 1,1 % en août. L'accélération des prix devrait se poursuivre et l'inflation retrouverait un niveau proche de la cible de 2 % dès le début de l'année 2017, convergeant ainsi vers le niveau de l'inflation sous-jacente qui atteignait 2,3 % en août 2016. Par la suite, le rythme de hausse de taux d'intérêt serait légèrement plus soutenu puisque nous anticipons 2 hausses de 25 points de base en 2017 et 4 – toujours de 25 points de base – en 2018, ce qui porterait le taux directeur à 2,25 % en fin d'année 2018 (graphique 24).

Bien que toujours expansionniste, la politique monétaire américaine devrait donc diverger de celle des autres grandes banques centrales. Même s'il n'y a eu qu'une hausse de taux aux États-Unis, le signal envoyé par la Réserve fédérale sur l'orientation présente et future de la politique monétaire aux États-Unis contraste avec les décisions prises par la BCE lors de la réunion de mars 2016. En effet, non seulement la BCE décidait de baisser à nouveau ses taux mais annonçait également le renforcement du programme d'achats de titres. Le taux des opérations principales de refinancement est désormais à 0 % et le taux sur les facilités de dépôts s'enfonce un peu plus en territoire négatif à -0,4 %. Le montant mensuel d'achats de titres par la BCE atteint désormais 80 milliards d'euros par mois et est élargi aux titres émis par les entreprises. De même, la Banque du Japon a amplifié l'orientation expansionniste de sa politique monétaire, appliquant à son tour un taux négatif sur une fraction des réserves détenues par les banques et maintenant l'accroissement de son bilan par des achats de titres. Dans ces deux cas, les inquiétudes autour de l'évolution des prix dominent largement les préoccupations des banquiers centraux. Dans la zone euro, l'inflation reste proche de 0 % tandis qu'elle baisse à nouveau au Japon après une période où l'inflation avait dépassé la cible de 2 % entre avril 2014 et mars 2015 en lien avec la hausse de TVA appliquée par le gouvernement. De plus, dans la zone euro comme

au Japon, l'inflation sous-jacente indique que les pressions déflationnistes restent importantes avec des indices qui progressent à un rythme inférieur à 1 % en glissement annuel. En outre, l'inquiétude des banques centrales est aussi liée aux anticipations d'inflation à long terme qui peinent, dans la zone euro, à se ré-ancrer autour de la cible de 2 % malgré les différentes mesures prises par la BCE. Si l'annonce de l'assouplissement quantitatif avait bien entraîné début 2015 une hausse des anticipations d'inflation à 5 ans dans 5 ans, celles-ci ont ensuite de nouveau baissé depuis.

Graphique 24. Taux directeurs des banques centrales



Dans ces conditions, la BCE et la Banque du Japon vont poursuivre leur politique d'assouplissement quantitatif (QE) et devrait maintenir leur taux à leur niveau plancher actuel. Ces deux banques centrales pourraient même être tentées de baisser encore un peu plus le taux sur les réserves excédentaires. Si la limite à la baisse n'est probablement pas encore atteinte²⁷, les marges de manœuvre restent cependant assez limitées. Quant aux achats de titres, l'opportunité d'accroître le montant des achats mensuels ou celle de l'extension de la durée du programme sont débattues²⁸. De fait, les anticipations d'inflation pour 2018 annoncées en septembre 2016 sont toujours inférieures à 2 % (1,2 % en 2017 et

27. Voir Blot et Hubert (2016) dans ce numéro.

1,6 % en 2018 assez proches de nos prévisions²⁹) selon les prévisionnistes de l'Eurosystème. Néanmoins, toute éventuelle modification du *QE* risque de se heurter à des contraintes de disponibilité des titres éligibles.

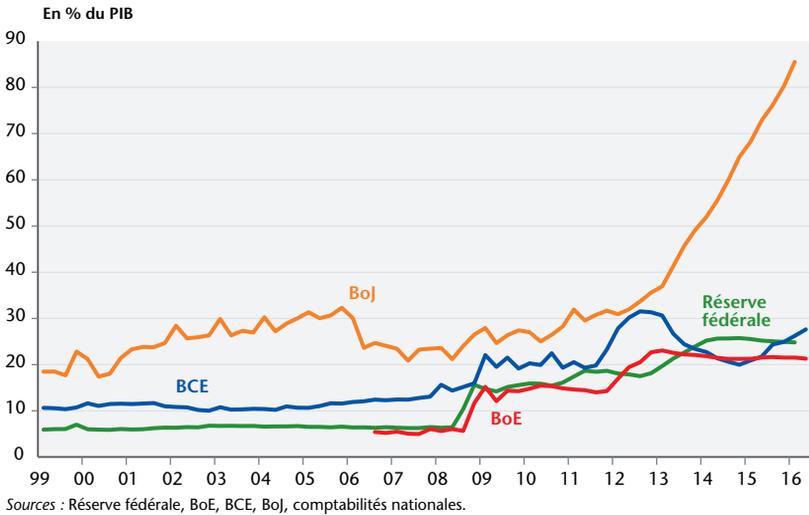
En effet, la BCE est désormais un acteur essentiel du marché des dettes souveraines détenant une part significative de la dette publique des États membres de la zone euro³⁰ si bien qu'elle pourrait avoir des difficultés à acquérir de nouveaux titres en cas d'extension du programme. Il faut cependant noter que ces difficultés sont très liées aux contraintes que s'est donnée la BCE. En effet, ne sont pas éligibles les titres dont le rendement est inférieur au taux d'intérêt des facilités de dépôts (-0,4 %), ce qui exclut une fraction significative de la dette allemande dont 60 %, selon BNP Paribas, serait cotée à un rendement inférieur à ce seuil. Des marges d'extension du *QE* sont donc disponibles à condition de modifier les critères d'éligibilité des titres achetés par la BCE (Blot *et al.*, 2016). Nous anticipons que la BCE privilégiera l'option selon laquelle les achats de titres se poursuivront au-delà de mars 2017. De fait, dès le lancement du programme, cette option était clairement avancée par Mario Draghi selon l'évolution des prix. La dynamique anticipée de l'inflation en 2018 plaide largement pour une telle décision, ce qui contribuera à accroître la taille du bilan de la BCE qui en approchant 30 % du PIB de la zone euro (graphique 25) dépasse celui de la Réserve fédérale, stable autour de 25 % du PIB depuis la fin du *QE* III début 2014. Si le programme d'achats d'actifs est bien arrivé à terme aux États-Unis, il n'en demeure pas moins que la Réserve fédérale continue à intervenir sur les marchés renouvelant les actifs arrivés à échéance, ce qui lui permet de maintenir la taille de son bilan à un peu plus de 4 500 milliards de dollars.

28. Certaines rumeurs évoquent au contraire une possible baisse des achats mensuels d'ici l'échéance du programme *Tapering* à l'instar de ce qu'avait fait la Réserve fédérale. Cette option ne nous semble cependant pas la plus probable étant donné la dynamique des prix et de chômage dans la zone euro.

29. Voir la partie sur l'inflation dans ce dossier.

30. Voir Blot *et al.* (2016) et également [ici](#).

Graphique 25. Taille du bilan des banques centrales



Enfin, alors que la dynamique des prix et de l'activité au premier semestre aurait pu plaider pour l'amorçage d'un resserrement monétaire au Royaume-Uni, le vote en juin en faveur du Brexit devrait profondément changer le contexte macroéconomique et la conduite de la politique économique. Les perspectives de croissance sont aujourd'hui revues à la baisse pour 2017 et 2018. Si les marchés boursiers n'ont pas subi une nouvelle vague de paniques, l'incertitude politique et économique s'est nettement accrue, ce qui a poussé la Banque d'Angleterre à baisser son taux directeur de 25 points de base dès le mois d'août – le taux est désormais de 0,25 % – et à effectuer de nouveaux achats d'actifs. L'objectif de la Banque d'Angleterre est d'accroître son programme d'achats d'obligations publiques de 60 milliards de livres – le portant à 435 milliards – et d'élargir, à l'instar de la BCE, la gamme de titres en achetant 10 milliards de titres privés. A terme, la taille du bilan de la Banque d'Angleterre croîtrait à nouveau et atteindrait 24 % du PIB une fois les nouveaux achats effectués. Autre conséquence du vote en faveur du Brexit : la livre s'est fortement dépréciée depuis juin 2016 reculant d'un peu moins (respectivement plus) de 15 % face à l'euro (respectivement dollar). Cette situation va fortement modifier le diagnostic conjoncturel et donc la conduite de la politique monétaire de la Banque d'Angleterre qui se retrouvera confrontée à un dilemme. D'une part, les perspectives

de croissance pour 2017, et dans une moindre mesure 2018, sont révisées à la baisse. D'autre part, l'inflation devrait rapidement augmenter en lien avec la dépréciation de la livre. Elle pourrait même repasser au-dessus de la cible de 2 % dès 2017. La Banque d'Angleterre pourrait accepter une déviation à sa cible, tolérant plus d'inflation, si le ralentissement de l'activité est brutal. Dans ce cas, le taux d'intérêt ne remonterait pas et pourrait même baisser dès la fin de l'année 2016. C'est le scénario qui ressort des anticipations de marché telles que publiées dans le rapport d'inflation du mois d'août de la Banque d'Angleterre³¹. Néanmoins, dans le cas d'un choc sur l'activité modéré et d'une inflation plus forte, la banque centrale réviserait son jugement sur l'orientation de la politique monétaire privilégiant une normalisation plus rapide des taux afin de satisfaire son objectif de stabilité des prix.

31. Voir « Inflation report », BoE, août 2016.

7. Politiques budgétaires : convergence vers un ajustement plus modéré

Les différentes politiques budgétaires mises en œuvre depuis 2011 expliquent une part de la fragilité et de l'hétérogénéité de la reprise de la croissance depuis le début de la Grande Récession dans les grandes économies avancées³². En 2015, les politiques budgétaires des grandes économies avancées ont eu un rôle quasiment neutre et ont été moins hétérogènes. Ainsi, l'impulsion budgétaire a été de -0,2 point de PIB aux États-Unis, de -0,3 au Japon, de +0,1 dans la zone euro (tableau 11). Seul, le Royaume-Uni s'est distingué en 2015 avec une impulsion budgétaire fortement négative (-0,6 point).

L'année 2016 est marquée par une nouvelle divergence des politiques budgétaires des grandes économies avancées. D'une part, les États-Unis – dans un contexte de campagne électorale – se distinguent par une forte impulsion budgétaire positive (+0,7 point de PIB) alors que d'autre part, le Royaume-Uni a poursuivi ses efforts budgétaires (-0,5 point) et que le Japon (-0,8 point) appuie sur le frein budgétaire. Enfin, la zone euro dans son ensemble devrait garder une politique budgétaire légèrement expansionniste (impulsion budgétaire de +0,2 point). Toutefois, de fortes hétérogénéités subsistent entre les pays membres. Ces différences s'expliquent en partie par la divergence de situation des pays membres par rapport aux règles de la gouvernance budgétaire européenne.

Ainsi, avec un excédent budgétaire de 0,7 % de PIB en 2015, l'Allemagne dispose de marges de manœuvre pour mener une politique budgétaire expansionniste (+0,5 point de PIB) en 2016. Ces marges budgétaires lui permettent à la fois de réduire les prélèvements obligatoires (-0,2 point), *via* une hausse des abattements d'impôts sur les revenus liés à la politique familiale – et de

32. Pour plus de détails voir Heyer et Sampognaro, 2015, « L'impact des chocs économiques sur la croissance dans les pays développés depuis 2011 », *Revue de l'OFCE*, 138 : 143-168, avril.

relancer la dépense publique, en particulier pour faire face à l'afflux de migrants³³.

En Italie, l'impulsion budgétaire de 2016 serait elle aussi positive (+0,3 point de PIB). Si l'Italie est sortie de la procédure de déficit excessif depuis 2013, elle reste sous surveillance du fait de sa dette (133 % de PIB en 2015) et soumise à une obligation de réduction du déficit structurel. La flexibilité du Pacte budgétaire en la matière est cependant plus large que dans le cas d'un déficit excessif, ce qui permet au gouvernement de mener une politique de relance. La Commission a donc autorisé le gouvernement italien à utiliser ces flexibilités et à appliquer les clauses d'investissement et de réformes structurelles, ce dont peut se prévaloir le gouvernement de Matteo Renzi grâce à sa réforme du marché du travail³⁴. Dans ce contexte, le gouvernement a procédé à une forte baisse de la fiscalité (-0,7 point de PIB) partiellement compensée par des économies en dépenses pour un montant de 0,4 point de PIB.

Si l'Espagne reste dans le volet correctif du Pacte, la crise politique qui se traduit par l'absence de formation d'un nouveau gouvernement empêche le vote de mesures correctives. Dans ce contexte, l'impulsion budgétaire resterait positive en Espagne en 2016 (+0,2 point). A contrario, la France se distingue en 2016 des autres grandes économies de la zone euro : la politique budgétaire y sera restrictive (-0,2 point de PIB), la France restant soumise à une procédure de déficit excessif avec un déficit qui s'élevait à 3,5 % du PIB en 2015.

Si l'impulsion budgétaire est légèrement positive dans la zone euro en 2016, son impact sur le PIB reste légèrement récessif. Ce paradoxe s'explique à la fois par la localisation de l'impulsion, concentrée en Allemagne où les multiplicateurs sont faibles car l'écart de production est fermé, et par la composition de l'impulsion budgétaire en Italie, réalisée essentiellement par la baisse de la fiscalité, dont les effets positifs se matérialiseront à moyen terme.

33. Voir OFCE (2016, p. 53-54). OFCE, 2016, « Petite reprise après grande crise : perspectives 2016-2017 pour l'économie mondiale et la zone euro », *Revue de l'OFCE*, 147 : 15-115.

34. Voir Antonin C. (2016a) : « Le Jobs Act de Matteo Renzi : un optimisme très mesuré », *Blog de l'OFCE* du 9 mars 2016 et Antonin C. (2016b) : « Italie et marché du travail : une embellie à nuancer », *Blog de l'OFCE* du 8 septembre 2016.

En 2017 et 2018 une nouvelle phase de convergence des politiques budgétaires est attendue pour les grandes économies avancées. Hormis le cas japonais, où la consolidation budgétaire restera forte (-1,2 point en 2017 et -0,5 point en 2018), la politique budgétaire sera légèrement restrictive aux États-Unis (-0,1 point en 2017 et -0,1 point en 2018), dans la zone euro (-0,1 point en 2017 et -0,2 point en 2018) et au Royaume-Uni (-0,2 point en 2017 et en 2018) où le vote en faveur du Brexit conduirait le gouvernement à réduire son objectif de réduction du déficit dans un contexte d'incertitude accrue et dans la perspective d'un ralentissement de la croissance.

Pour les pays de la zone euro, l'hétérogénéité observée en 2016 persistera en 2017 et 2018. Ainsi, la politique budgétaire restera expansionniste en Allemagne même si l'impulsion serait un peu plus faible qu'en 2016 (+0,2 point en 2017 et en 2018). Nous intégrons dans nos prévisions les baisses d'impôts sur le revenu de l'ordre de 0,1 point de PIB en 2017 puis 2018, annoncées début octobre 2016. Il faut cependant noter que les échéances électorales de la fin de l'année en Allemagne pourraient modifier l'impulsion budgétaire pour 2018, la CDU ayant déjà annoncé des mesures d'allègement de la fiscalité en cas de victoire à l'automne 2017 (pour un montant de 0,3 à 0,5 point de PIB). En Italie, l'impulsion budgétaire serait quasiment nulle en 2017 et redeviendra négative en 2018 (-0,4 point) en lien avec la maîtrise prévue de la dépense publique. L'absence de consolidation budgétaire en Italie en 2017 pourrait être remise en cause lors de l'analyse du projet de Loi de finances par la Commission européenne. Celle-ci pourrait estimer que la déviation italienne vis-à-vis du Pacte ne se justifie plus au regard des exceptions concédées par le passé. Toutefois, l'Italie garderait, selon nos prévisions, une marge confortable vis-à-vis de la barre des 3 % en 2016, notamment grâce à l'amélioration du solde conjoncturel, ce qui pourrait donner un répit temporaire au gouvernement italien.

Malgré la tenue des élections présidentielles et législatives, la France gardera une politique budgétaire restrictive en 2017 mais à un rythme plus modéré qu'au cours des quatre premières années du quinquennat Hollande (-0,1 point contre -0,5 en moyenne annuelle sur la période 2013-2016). En effet, en année électorale, la dépense publique en volume serait légèrement plus dynamique

qu'au cours des trois dernières années. Pour rappel, depuis 2014, en volume, la dépense publique, hors crédit d'impôt, a augmenté à un rythme moyen annuel de 0,5 % alors qu'elle a progressé de +2,1 % en moyenne par an entre 2000 et 2013. En 2017, la hausse attendue est de +1,0 %, chiffre qui reste sensiblement inférieur à la moyenne historique, signe que le relâchement sur la dépense publique prévue resterait modéré. Pour 2018, le Programme de stabilité 2016-2019 table sur le redémarrage d'une politique d'ajustement structurel plus fort (-0,4 point de PIB) en lien avec le passage dans le volet préventif avec une dette publique supérieure de 60 % du PIB et un déficit sous les 3 % du PIB. Cet ajustement serait réalisé exclusivement par la dépense car le Programme de stabilité prévoit des baisses de prélèvements obligatoires de 0,2 point de PIB (passage du taux de CICE à 7 %, baisse progressive du taux d'IS à 28 % et crédit d'impôt sur les services à la personne). On peut toutefois anticiper que le nouveau gouvernement issu des prochaines élections s'écartera de cet ajustement soit par l'ampleur, soit dans sa composition, voire sur les deux dimensions.

Enfin, l'ampleur de l'ajustement structurel espagnol reste soumise à des fortes incertitudes en l'absence de constitution d'un nouveau gouvernement. Pour l'instant, la politique budgétaire retenue en prévision est globalement neutre dans la mesure où la constitution stipule qu'aucune loi de finance ne peut être votée en l'absence de gouvernement. En effet, en 2015 l'Espagne a divergé significativement par rapport à ses objectifs fixés dans le cadre de la procédure de déficit excessif (en 2015 le solde nominal a été de 5,1 % de PIB alors que la cible était de 4,2 %) mais en absence de nouvelle majorité il a été impossible de corriger la trajectoire en 2016. Dans ce contexte, le Conseil a décidé de fixer une pénalité nulle mais exige la mise en œuvre de nouvelles mesures d'ajustement à hauteur de 0,5 point de PIB pour 2017 avant le 15 octobre. En l'absence de nouvelles mesures, la Commission pourrait geler le paiement de certains fonds structurels dont l'Espagne bénéficie. L'absence de perspective claire sur la formation d'un nouveau gouvernement rend incertaines la temporalité et la concrétisation de l'ajustement. Ainsi, à l'horizon de la prévision le risque, d'une consolidation budgétaire plus soutenue en Espagne est fort.

Tableau 11. Impulsion budgétaire et comptes publics

	Impulsion budgétaire				Solde public <i>en % du PIB</i>				Dettes publiques <i>En % du PIB</i>			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
DEU	-0,2	0,5	0,2	0,2	0,7	0,5	0,3	-0,1	71,1	68,3	65,9	64,0
ESP	0,7	0,2	-0,1	0,0	-5,1	-4,6	-4,0	-3,6	99,7	101,0	103,5	103,8
FRA	-0,3	-0,2	-0,1	-0,4	-3,5	-3,3	-2,9	-2,4	95,8	95,8	95,8	95,8
ITA	-0,6	0,3	0,1	-0,4	-2,6	-2,6	-2,5	-2,1	132,9	133,1	132,9	133,1
EUZ	0,1	0,2	0,0	-0,2	-2,1	-1,8	-1,6	-1,4	90,7	90,1	89,4	88,5
USA	-0,2	0,7	-0,1	-0,1	-4,3	-5,1	-5,0	-4,9	101,7	104,4	106,1	107,1
GBR	-0,6	-0,5	-0,2	-0,2	-4,3	-3,7	-4,3	-4,2	89,0	89,3	89,5	90,0

Sources : Ameco, OCDE, FMI et comptabilités nationales. Prévision OFCE.

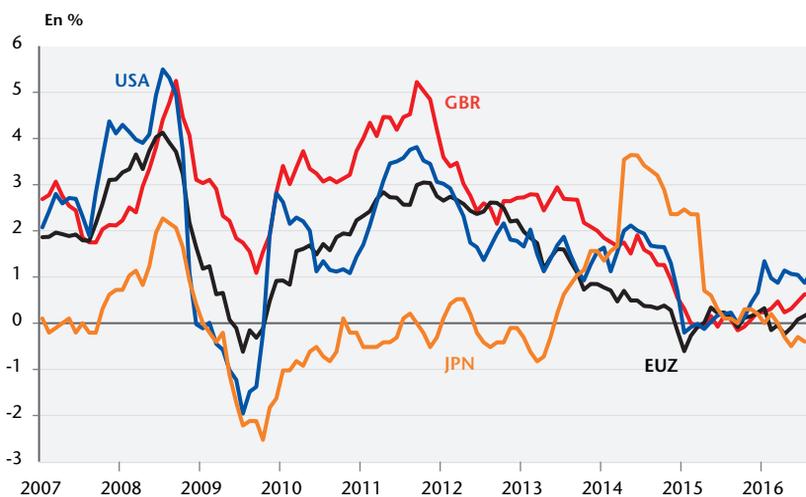
8. Les pays avancés inégaux face au risque déflationniste

L'inflation reste faible

En septembre 2016, l'inflation dans les principaux pays avancés restait toujours à un faible niveau au regard des moyennes historiques (graphique 26). Ainsi, en glissement annuel, elle s'établissait à 1,1 % aux États-Unis, à 0,6 % au Royaume-Uni, à 0,2 % dans la zone euro et à -0,4 % au Japon. On observe que 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 relativement dynamiques, et de l'autre la zone euro et le Japon qui peinent à redémarrer et dont les prix sont stables, voire en légère baisse.

Les politiques monétaires extrêmement accommodantes mises en place par toutes les banques centrales n'ont donc pour le moment pas permis de faire remonter l'inflation au niveau de la cible de long terme de 2 %.

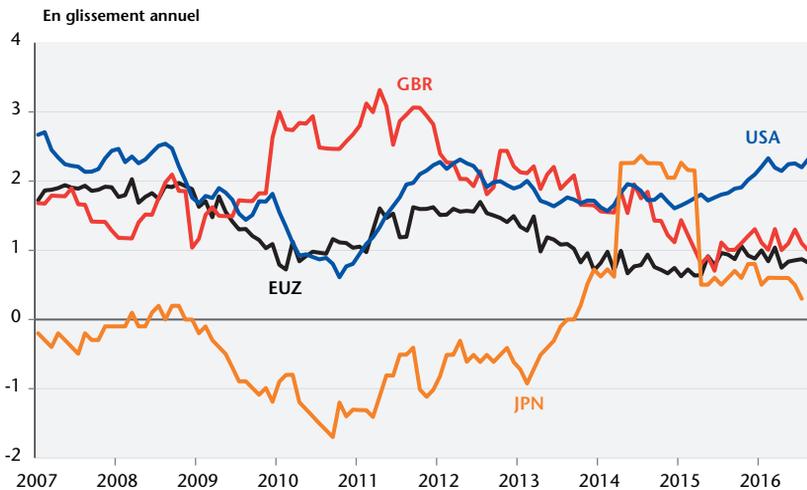
Graphique 26. Taux d'inflation



Sources : Eurostat, BLS, ONS, Statistics Bureau Japan.

Toutefois, il convient de rappeler que la faiblesse actuelle de l'inflation continue de s'expliquer en partie par la forte baisse des prix du pétrole intervenue au second semestre 2014, et dont les effets n'ont pas entièrement fini de se diffuser. Ainsi, l'inflation sous-jacente (graphique 27), qui exclut prix alimentaires et énergétiques, s'établissait en août 2016 entre 0,5 et 1 point au-dessus de l'inflation d'ensemble selon les zones. Mais cet effet tend à s'estomper, car la baisse du prix du pétrole est maintenant derrière nous : au cours des derniers mois, on observe ainsi une remontée progressive de l'inflation d'ensemble et une réduction de l'écart avec l'inflation sous-jacente. Du fait des effets de base, et sauf nouveau choc, cette tendance devrait se poursuivre dans les mois qui viennent.

Graphique 27. Évolution de l'inflation sous-jacente (hors prix énergétiques et alimentaires)



Note : évolutions non corrigées des variations de taxation ; en particulier, l'inflation sous-jacente au Royaume-Uni est surévaluée en 2010-2011 sur le graphique du fait des hausses de taxes ; de même au Japon en 2014-2015.

Sources : Eurostat, Bureau of Labor Statistics, ministère des Affaires intérieures du Japon.

Toutefois, la relative faiblesse des taux d'inflation sous-jacente montre que, même en tenant compte de cet effet pétrole, l'économie mondiale reste dans une situation de prix peu dynamiques. Seuls les États-Unis semblent revenus à la situation d'avant-crise, puisque leur inflation sous-jacente s'établissait à 2,3 % en août 2016 ; la récente hausse des taux directeurs de la Réserve fédérale ainsi que les perspectives de hausses futures témoignent de la normalisation en cours du point de vue des prix.

En zone euro, en revanche, l'inflation sous-jacente ne parvient pas à dépasser le plafond de 1 %, sur lequel elle bute depuis environ 3 ans, et ce malgré le programme d'assouplissement quantitatif de la BCE et la baisse significative de l'euro. Cette situation s'explique par plusieurs facteurs : les politiques de désinflation compétitive des États membres, l'absence d'utilisation des marges de manœuvre budgétaire par les pays en surplus et le taux de chômage qui reste élevé et continue à peser sur la dynamique des salaires nominaux et donc des prix.

Au Royaume-Uni, l'inflation sous-jacente reste encore faible (à 1 % en août 2016), ce qui est surprenant compte tenu du taux de chômage particulièrement bas ; cette relative déconnexion entre chômage et inflation s'explique probablement par les changements structurels intervenus sur le marché du travail. Quoi qu'il en soit, la faiblesse de l'inflation ne devrait pas durer, du fait de la baisse de la livre sterling.

C'est au Japon que la situation est la plus préoccupante : alors que la politique économique de relance menée par le Premier ministre Shinzo Abe ainsi que les hausses de TVA avaient permis d'interrompre la franche dynamique déflationniste à l'œuvre depuis la crise financière de 2007-2008, il semble que cet effet soit en passe de s'estomper. L'inflation sous-jacente est dorénavant orientée à la baisse et s'établissait à seulement 0,3 % en juillet 2016.

À l'horizon de la prévision, les prix devraient accélérer

À l'horizon de la prévision, les tendances au redémarrage de l'inflation devraient se manifester dans l'ensemble des pays avancés : tous les pays bénéficieront de la stabilisation des prix du pétrole, tandis que d'autres facteurs plus spécifiques joueront à la hausse dans certaines zones géographiques.

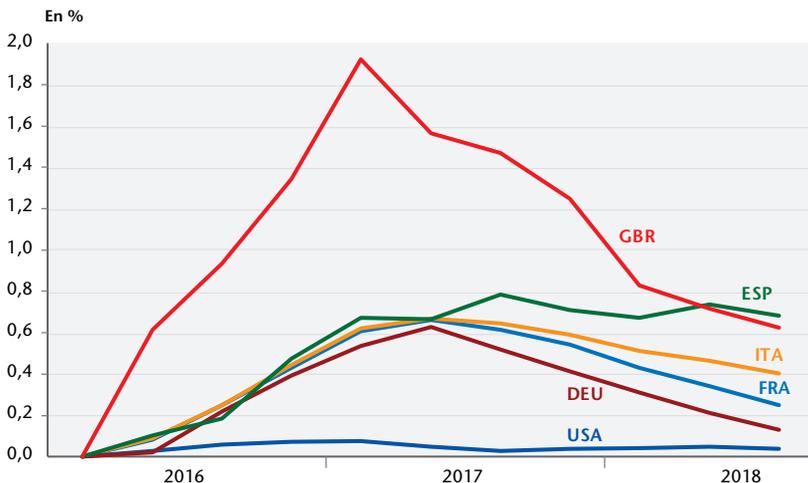
Ainsi, nous prévoyons que l'inflation en glissement annuel aux États-Unis atteigne les 2 % dès le premier trimestre 2017, et se stabilise à ce niveau à l'horizon de la prévision. La situation serait donc en voie de se normaliser rapidement, sans pour autant que se manifestent des pressions inflationnistes excessives : malgré le faible niveau de chômage, les salaires réels devraient augmenter à un rythme proche de celui de la productivité. Ce scénario est cohérent avec la remontée graduelle des taux directeurs de la Fed que nous anticipons.

Au Royaume-Uni, la livre sterling a nettement baissé à la suite du vote en faveur du Brexit, et nous anticipons que cette baisse devrait se poursuivre jusqu'à la mi-2017. Cela devrait engendrer des pressions inflationnistes significatives, compte tenu des probables effets de second tour et du faible niveau de chômage. Nous prévoyons ainsi que l'inflation en glissement annuel va rapidement augmenter jusqu'à atteindre 3,5 % au troisième trimestre 2017, pour ensuite redescendre et se stabiliser autour de 2 % à l'horizon de la prévision.

La situation est plus contrastée en zone euro. L'inflation devrait également s'y redresser pour atteindre 1,5 % en 2017 puis 1,7 % en 2018. La cible de la BCE ne devrait donc toutefois pas être atteinte à l'horizon de notre prévision, et ce malgré des taux directeurs qui resteraient nuls. Même si la situation s'améliore, des motifs d'inquiétude subsistent donc. En particulier, le fait que l'inflation soit restée aussi longtemps en dessous de sa cible de long terme pourrait conduire à un désancrage des anticipations de long terme des agents économiques, ce qui pourrait remettre en cause notre scénario central relativement optimiste.

Le graphique 28 indique la contribution des prix du pétrole et des variations de change à notre scénario. Dans les pays de la zone euro, ces deux facteurs vont se conjuguer (nous prévoyons une

Graphique 28. Impact des prix du pétrole et des taux de change sur l'inflation en prévision



Source : calculs OFCE.

légère baisse de l'euro par rapport au dollar) pour contribuer positivement à l'inflation, à hauteur d'environ 0,6 point de pourcentage en 2017. Cet effet de court terme va donc masquer les tendances sous-jacentes à la déflation qui persistent en zone euro (voir ci-dessous). Au Royaume-Uni, l'effet de la dépréciation de la livre sterling domine et est très important : il contribuera jusqu'à 1,9 point au deuxième trimestre 2017. À l'inverse, aux États-Unis, pétrole et change n'ont que peu d'impact sur l'inflation.

Des risques déflationnistes subsistent en zone euro

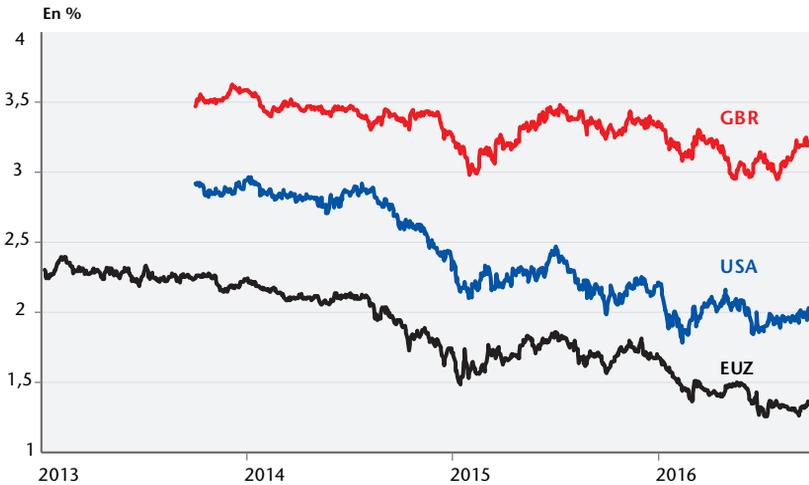
Nos prévisions d'inflation sont formées à partir d'équations estimées de boucles prix-salaires pour les grands pays avancés (voir Blot *et al*, 2015³⁵). Or, la structure choisie pour la courbe de Phillips repose implicitement sur l'hypothèse que les inflations de long terme sont ancrées. Autrement dit, si les anticipations devaient décrocher, les prix pourraient être bien moins dynamiques que ce qu'indique notre scénario central.

Dans quelle mesure les agents économiques continuent-ils à croire en la capacité des banques centrales à ramener le taux d'inflation à la cible de long terme ? Pour répondre à cette question, les enquêtes menées directement auprès des consommateurs peuvent être utiles, mais elles ont l'inconvénient de livrer des résultats difficilement exploitables quantitativement, car soumis à des aléas d'interprétation. Nous préférons fonder notre analyse sur des indicateurs de marché, en particulier l'inflation anticipée dans 5 ans pour les 5 années qui suivent (graphique 29). Autrement dit, en 2016, cet indicateur donne l'inflation moyenne anticipée par les acteurs de marché durant les années 2021 à 2026.

Au Royaume-Uni, les anticipations à long terme s'établissent à un niveau relativement élevé, entre 3 et 3,5 %. Le risque déflationniste est donc clairement écarté, d'autant plus que les anticipations sont nettement remontées au cours de l'été 2016, dans la foulée du vote en faveur du Brexit. Notre prévision de redémarrage net de l'inflation se trouve ainsi confortée.

35. Blot C., H. Péleraux, R. Sampognaro et S. Villemot, 2015, « Comprendre la dynamique salariale par temps de crise », *Revue de l'OFCE*, 144 : 219-256.

Graphique 29. Anticipations d'inflation à 5 ans dans 5 ans



Source : Thomson Reuters.

Aux États-Unis, après la tendance à la baisse des anticipations observées en 2014 et 2015, l'année 2016 a jusqu'ici été marquée par une stabilisation aux alentours de 2 %, c'est-à-dire au niveau de la cible de la Réserve fédérale. Le risque déflationniste semble également écarté dans ce pays.

La situation est en revanche plus préoccupante en zone euro. Les anticipations de long terme suivent une tendance à la baisse depuis la mi-2013 : après une relative stabilisation durant l'année 2015, le début de l'année 2016 a été marqué par un nouvel accès de faiblesse. Les anticipations de long terme sont aujourd'hui proches d'un plus bas historique, aux alentours de 1,3 %. Ce niveau est certes nettement au-dessus de zéro, mais l'écart à la cible de 2 % se creuse significativement, malgré la politique monétaire très expansionniste. En outre, plusieurs études économétriques récentes montrent que les anticipations de long terme sont de plus en plus sensibles à l'inflation effectivement observée, ce qui est un signe supplémentaire de perte graduelle de crédibilité de la banque centrale (Łyziak et Paloviita, 2016³⁶ ; IMF, 2016³⁷). La BCE semble donc peiner à convaincre les marchés qu'elle est capable

36. Voir Łyziak, T., Paloviita, M. (2016).

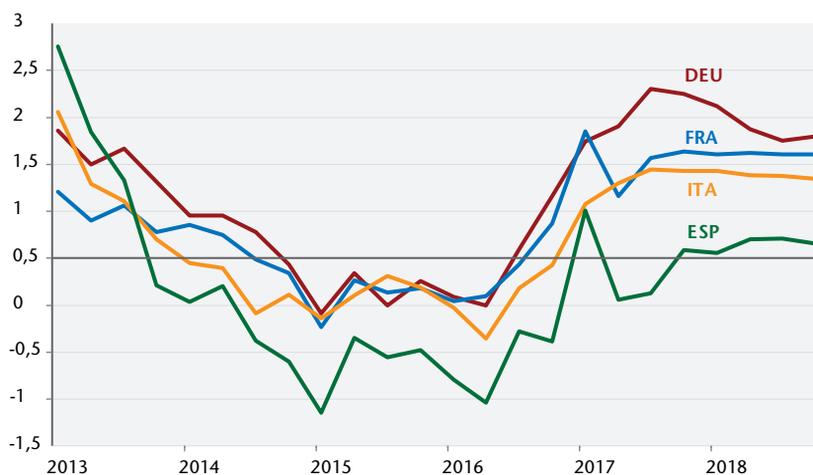
37. Voir FMI (2016a).

d'atteindre les objectifs qu'elle s'est fixés. Le découplage est de plus en plus manifeste avec les États-Unis, qui sont eux en voie de normalisation monétaire.

La reconvergence nominale se poursuit en zone euro, mais à un rythme trop lent

Le graphique 30 donne l'évolution passée et prévue de l'indice des prix à la consommation dans les quatre principaux pays de la zone euro. Il apparaît que sur les deux dernières années écoulées, l'Allemagne, la France et l'Italie ont connu des dynamiques de prix assez similaires, avec des évolutions faiblement positives ; en Espagne, l'inflation est en revanche franchement négative depuis deux ans, du fait d'un chômage particulièrement élevé et d'une plus grande transmission des prix pétroliers dans l'inflation d'ensemble (Blot *et al.*, 2015³⁸).

Graphique 30. Inflation d'ensemble (IPCH) en zone euro, réalisations et prévisions



Note : les pics d'inflation prévus en France et en Espagne au premier trimestre 2017 sont dus à des effets de base, à la suite d'une variation trimestrielle nettement négative au premier trimestre 2016.

Sources : Eurostat, calculs OFCE.

En prévision, l'inflation devrait rapidement se redresser pour les raisons évoquées plus haut, et la divergence entre pays européens devrait légèrement s'accroître. L'Allemagne aurait le taux d'infla-

38. *Op. cit.*

tion le plus élevé, dépassant même les 2 % au cours de l'année 2017 ; le quasi plein emploi et la mise en place du salaire minimum soutiendraient la dynamique des salaires. À l'opposé, l'Espagne dépasserait péniblement le rythme de 0,5 % à l'horizon de la prévision, la baisse du chômage n'étant pas assez rapide pour susciter une poussée inflationniste. La France et l'Italie se situeraient dans une zone intermédiaire, avec une inflation aux alentours de 1,5 %.

Il faut ici rappeler que, même si une forte hétérogénéité des taux d'inflation n'est pas souhaitable pour une zone en union monétaire, un certain degré d'hétérogénéité est néanmoins nécessaire en zone euro. En effet, d'importants déséquilibres nominaux se sont constitués entre la création de l'euro et la crise financière, et ceux-ci ne se sont que très partiellement résorbés depuis lors. Autrement dit, à l'heure actuelle, l'euro est encore nettement sous-évalué pour l'Allemagne, tandis qu'il est sur-évalué pour l'Espagne, l'Italie et la France (voir iAGS, 2015)³⁹. Cela signifie qu'une inflation plus forte en Allemagne que dans les pays du Sud est nécessaire afin de permettre un certain rééquilibrage des balances commerciales au sein de la zone.

Le graphique 31 donne, pour les dix principaux pays de la zone euro, l'évolution récente des prix de valeur ajoutée, qui est l'indicateur pertinent pour mesurer la reconvergence nominale (car il reflète plus fidèlement la compétitivité du secteur productif).

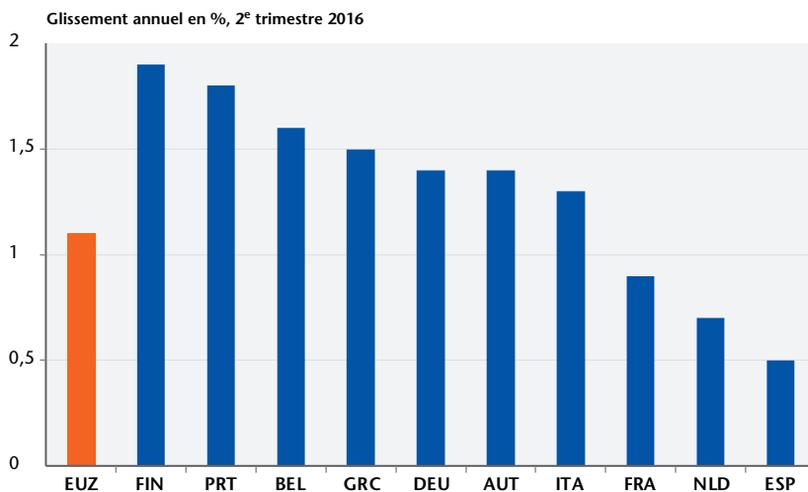
Dans l'ensemble, on observe une certaine tendance à la reconvergence, puisque les prix sont globalement plus dynamiques dans les pays du Nord (Allemagne, Autriche) que dans les pays du Sud (Espagne, Italie, France). Mais il y a des exceptions importantes : le Portugal et la Grèce, pourtant très déficitaires, ont eu une inflation supérieure à celle de l'Allemagne ; à l'inverse, les Pays-Bas, qui ont un surplus commercial très important, ont des prix de valeur ajoutée très peu dynamiques.

En prévision, les évolutions de prix de valeur ajoutée que nous anticipons sont proches de celles de l'indice des prix à la consommation. Les évolutions devraient qualitativement se situer dans le sens de la reconvergence nominale, puisque c'est l'Allemagne qui a la plus forte inflation et l'Espagne qui a la plus faible. Cependant,

39. iAGS (2015), Third report.

du point de vue quantitatif, le différentiel entre les deux pays n'est que d'un point de pourcentage : à ce rythme-là, si l'ajustement ne se fait que par les prix relatifs, il faudrait une vingtaine d'années pour combler le déficit de compétitivité entre les deux pays, ce qui est certainement trop lent étant donnée les tensions internes à la zone que ces déséquilibres engendrent. Des politiques structurelles restent donc plus que jamais nécessaires pour mettre fin à la divergence européenne.

Graphique 31. Évolution des prix de valeur ajoutée en zone euro



Source : Eurostat.

9. Quelles évolutions du marché du travail ?

Une bonne compréhension des évolutions récentes de l'emploi et du chômage nécessite de les mettre en regard des gains de productivité du travail tendanciels ainsi que de la croissance de la population active. Pour espérer une baisse du chômage, le taux de croissance de l'économie doit en effet être supérieur à la somme des gains tendanciels de productivité du travail et du taux de croissance de la population active.

Où en est-on des gains de productivité ?

Si la tendance de fond est au ralentissement des gains de productivité depuis la décennie 1990, le taux de croissance moyen de la productivité horaire dans le secteur marchand a connu toutefois des évolutions contrastées selon les pays (tableau 12).

Tableau 12. Taux de croissance annuel moyen de la productivité horaire des salariés (secteur marchand)

En %

Période	FRA	DEU	ITA	ESP	USA	GBR
1990-2000	1,7	3,0	1,8	0,5	2,2	2,5
2000-2007	1,5	2,3	-0,3	-0,4	2,8	2,8
2007-2015	0,8	0,3	-0,2	2,3	1,1	0,2
2007-2011	0,6	0,3	-0,3	2,3	1,6	0,4
2011-2015	1,1	0,4	-0,1	2,0	0,6	0,0

Sources : comptabilités nationales.

Entre les années 1990 et la première moitié des années 2000, la productivité a accéléré au Royaume-Uni et aux États-Unis, tandis qu'elle ralentissait modestement en France, fortement en Allemagne et s'écroulait en Italie et en Espagne. Entre 2007 et 2015, 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 entre 2008 et 2011 sous l'effet de la Grande Récession et de comportements d'ajustement différents selon les pays : certains pays (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).

À partir de 2011, les gains de productivité accélèrent en France et en Allemagne, tandis qu'ils ralentissent en Espagne, aux États-Unis et au Royaume-Uni. Ils restent globalement stables et faibles en Italie (-0,1 %), au Royaume-Uni (0,0 %), en Allemagne (0,4 %) et aux États-Unis (0,6 %) entre 2011 et 2015. Par contre, les gains de productivité horaire ont mieux résisté au ralentissement et sont désormais plus élevés en France qu'en Allemagne, en Italie, au Royaume-Uni et aux États-Unis, contrairement à ce qui était observé entre 1990 et 2007 (tableau 13).

Tableau 13. Taux de croissance annuel moyen de la productivité par salarié (secteur marchand)

En %

Période	FRA	DEU	ITA	ESP	USA	GBR
1990-2000	0,8	1,8	2,2	0,3	2,2	2,4
2000-2007	1,2	2,2	-0,7	-0,8	2,4	2,6
2007-2015	0,6	-0,2	-0,9	2,0	1,1	0,3
2007-2011	0,4	-0,4	-1,0	2,5	1,6	0,0
2011-2015	0,8	0,0	-0,8	1,4	0,6	0,3

Sources : comptabilités nationales.

Évolution de la population active

L'évolution de la population active indique un ralentissement de sa croissance entre 2000 et 2015 dans les 6 pays et il est particulièrement marqué en Espagne (tableau 14). Les raisons structurelles de ce ralentissement sont à chercher du côté de la baisse du taux de fécondité dans les pays développés et de la fin de la montée de la participation des femmes au marché du travail. Plus conjoncturellement, on observe un effet de flexion de la population active au moment de la crise de 2008, la hausse du chômage décourageant une partie des chômeurs, qui sont devenus 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 0,3 % entre 2007 et 2015, avec une faible augmentation entre 2007 et 2011 (0,1 %) et une accélération plus franche entre 2011 et 2015 (+0,5 %). Sur l'ensemble de la période 2007-2015, 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 (+0,5 % entre 2011 et 2015), sous l'effet de l'immigration, en provenance principalement de l'Europe de l'Est⁴⁰.

Tableau 14. Taux de croissance annuel moyen de la population active

En %

Période	FRA	DEU	ITA	ESP	USA	GBR
1990-2000	0,9	0,6	0,5	1,5	1,6	0,1
2000-2007	0,7	0,3	0,8	3,3	0,6	1,0
2007-2015	0,5	0,3	0,3	0,2	0,2	0,8
2007-2011	0,4	0,1	0,1	1,1	-0,2	0,8
2011-2015	0,7	0,6	0,5	-0,6	0,7	0,9

Note : la population active est calculée comme la somme de l'emploi total (source comptabilité nationale) et du nombre de chômeurs au sens du BIT.

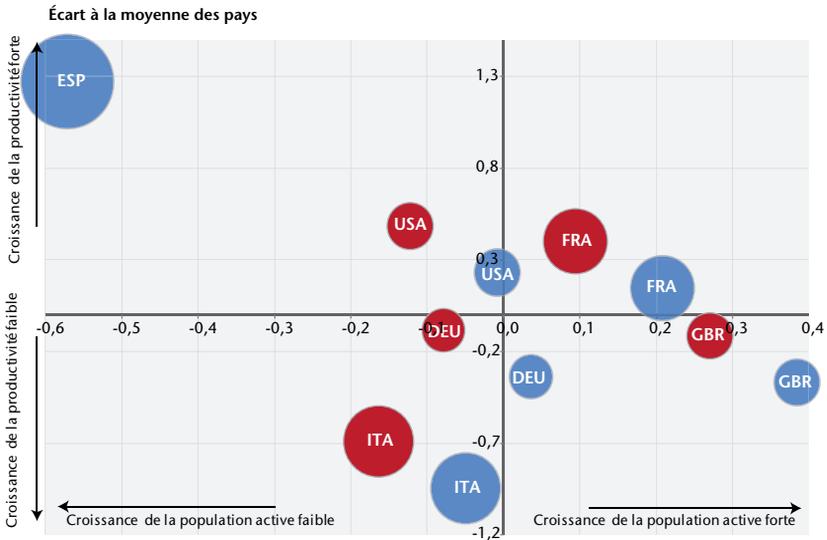
Sources : comptabilités nationales, calculs et prévisions OFCE octobre 2016.

Ces deux éléments structurels nous permettent d'établir une classification des pays en quatre catégories selon le dynamisme de la population active et de celle de la productivité des salariés (graphique 32), classification utile à la compréhension de l'évolution des marchés du travail pendant la crise.

La première catégorie est celle des pays connaissant une plus faible progression de la productivité du travail ainsi que de la population active (cadran en bas à gauche du graphique 32) : toutes choses égales par ailleurs, c'est dans ces pays que l'évolution du taux de chômage devrait être la plus favorable. Dans cette catégorie figure l'Italie et dans un degré moindre l'Allemagne.

40. Pour plus de détails voir le chapitre sur le marché du travail et la démographie du *Repères sur l'économie européenne 2017*.

Graphique 32. Évolution comparée de la productivité et de la population active depuis la crise



Note de lecture : ce graphique montre l'évolution de la productivité par salarié du secteur marchand et de la population active entre le premier trimestre 2008 et le deuxième trimestre 2016, relativement à la moyenne des pays de l'échantillon. En bleu, cet échantillon comprend l'Espagne ; en rouge, l'Espagne est exclue de l'analyse. La taille de la bulle est fonction du taux de chômage en fin de période.
Sources : comptabilités nationales.

À l'opposé de la première, la deuxième catégorie regroupe les pays connaissant la plus forte progression de la productivité du travail et de la population active, et donc les pays connaissant les plus grandes difficultés à réduire leur taux de chômage pour ces raisons structurelles et notamment un moindre dynamisme des créations d'emploi. La France est dans cette catégorie-là.

La troisième catégorie est celle des pays ayant connu une forte progression de la productivité du travail mais une faible progression de la population active (cadran en haut à gauche). Dans les pays figurant dans cette catégorie, la dégradation de l'emploi devrait être forte tandis que celle sur le front du chômage serait atténuée. On y retrouve l'Espagne et, à un degré moindre, les États-Unis.

Enfin, la quatrième catégorie est celle de pays connaissant une faible progression de la productivité du travail – favorisant ainsi l'emploi – mais une forte augmentation de la population active (cadran en bas à droite). Le Royaume-Uni fait partie de cette catégorie.

Baisse tendancielle de la durée du travail en zone euro

Le ralentissement des gains de productivité par salarié (tableau 13) s'est accompagné d'une baisse généralisée de la durée du travail depuis 1990 en France, Allemagne et Espagne (depuis 2000 en Italie), tandis que la durée a peu baissé sur la période aux États-Unis et au Royaume-Uni (tableau 15). S'il a pu prendre diverses formes (réduction de la durée légale, développement du temps partiel, hausse du chômage partiel pendant la crise), ce mouvement tendanciel de diminution de la durée du travail est commun aux grands pays de la zone euro.

**Tableau 15. Taux de croissance annuel moyen
de la durée du travail des salariés – secteur marchand**

En %

Période	FRA	DEU	ITA	ESP	USA	GBR
1990-2000	-0,8	-1,0	0,4	-0,2	0,0	-0,1
2000-2007	-0,3	-0,1	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2
2007-2015	-0,2	-0,5	-0,7	-0,2	0,0	0,1
2007-2011	-0,2	-0,7	-0,7	0,1	0,0	-0,3
2011-2015	-0,2	-0,3	-0,7	-0,5	0,0	0,4

Sources : comptabilités nationales.

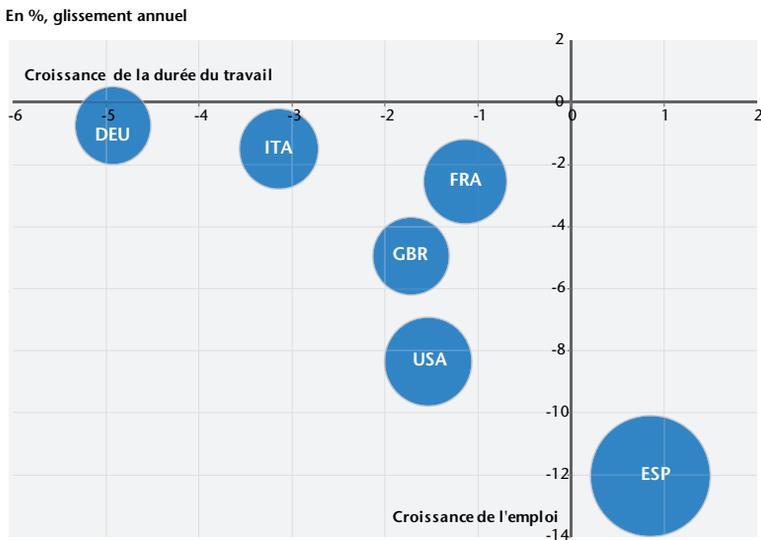
Au cours de la crise, le volume d'heures travaillées par employé a chuté dans presque tous les pays, dans des proportions diverses. Plus précisément, si l'ajustement du temps de travail a joué de manière assez traditionnelle et ponctuelle durant les premières années de la crise en France, au Royaume-Uni ou aux États-Unis, la réduction du temps de travail a été en revanche tout à fait exceptionnelle en Italie et surtout en Allemagne, en grande partie en raison de l'extension des dispositifs de chômage partiel. Aux États-Unis, le temps de travail a, comme à l'accoutumée, servi d'amortisseur à la crise dans la première phase du retournement conjoncturel, de manière transitoire. Le nombre d'heures travaillées par salarié a chuté de 1,3 % entre le premier trimestre 2008 et le quatrième trimestre 2009. Le temps de travail par personne s'est ensuite accru pour retrouver fin 2010 son niveau d'avant-crise. L'ajustement du temps de travail aux États-Unis a donc été transitoire, en ligne avec le comportement habituel des entreprises américaines en période de retournement conjoncturel. En Italie et en Allemagne, en revanche, la chute du temps de travail ordinaire a été exceptionnelle, à la fois par son

ampleur et par sa durée. Contrairement aux États-Unis, ces deux pays ont fait le choix d'une baisse durable du temps de travail afin de préserver l'emploi. Les deux pays ont étendu leurs dispositifs de chômage partiel et fait appel à des mécanismes plus habituels (compte épargne-temps, heures supplémentaires, négociations de réduction du temps de travail par conventions de branches négociées au sein des entreprises, permettant la sauvegarde de l'emploi en contrepartie de réduction du temps de travail et de baisses salariales). Ils présentaient fin 2009 un temps de travail par salarié nettement inférieur à son niveau antérieur à la crise (-4,1 % pour l'Italie et -5,6 % pour l'Allemagne).

L'ajustement des volumes horaires au cours de cette période a été d'une ampleur moindre au Royaume-Uni et en France, lié à un développement du chômage partiel qui n'a pas atteint la même ampleur qu'en Allemagne ou en Italie.

Enfin, en étant le seul pays à avoir connu une augmentation du temps de travail de ses salariés, l'Espagne fait figure d'exception en matière de temps de travail : la flexibilité du marché du travail a conduit à un ajustement direct de la conjoncture sur le volume d'emploi (graphique 33).

Graphique 33. Emploi et durée du travail au cours des 2 premières années de la crise (2008-2009) – salariés secteur marchand



Note de lecture : la période d'analyse est du premier trimestre 2008 au quatrième trimestre 2009. La taille de la bulle est fonction du taux de chômage en fin de période.

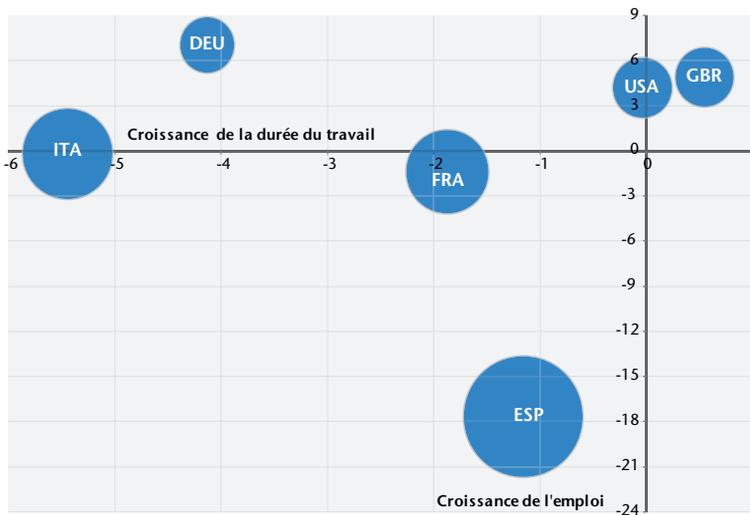
Sources : comptabilités nationales.

Depuis, l'Espagne a réduit significativement le temps de travail de ses salariés. Au deuxième trimestre de 2016 – dernier point connu –, le volume horaire par salarié dans le secteur marchand a retrouvé son niveau d'avant-crise, à l'instar des États-Unis et du Royaume-Uni (graphique 34).

Cela n'est en revanche pas le cas de la France et encore moins de l'Allemagne et de l'Italie. Ces trois pays en effet sont encore loin d'avoir retrouvé le volume horaire par salarié d'avant-crise : si le temps de travail augmente régulièrement depuis 6 ans en Allemagne, ces hausses cumulées ne compensent pas la forte baisse enregistrée au cours des deux premières années de la crise. Au total, la durée du travail outre-Rhin se situe aujourd'hui à un niveau 4 % inférieur à celui d'avant-crise. En France, et surtout en Italie, le temps de travail a continué de baisser pour s'établir respectivement à 2 % et 5,7 % en dessous de son niveau de 2008 (graphique 34).

Graphique 34. Emploi et durée du travail depuis 2008 – salariés secteur marchand

En %, glissement annuel



Note de lecture : La période d'analyse est du premier trimestre 2008 au deuxième trimestre 2016. La taille de la bulle est fonction du taux de chômage en fin de période.

Sources : comptabilités nationales.

La convergence très lente des taux de chômage

Après une forte contraction de leur activité en 2008-2009, les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Allemagne ont connu une crois-

sance du PIB plus élevée qui, conjuguée à de faibles gains de productivité et une croissance de la population active modérée, a permis une forte progression de l'emploi et une baisse du chômage plus prononcée, leur permettant de retrouver aujourd'hui un taux proche du plein-emploi. Les destructions d'emplois ont par contre été marquées en Italie et tout particulièrement en Espagne (tableau 16). Cela s'explique, notamment en Italie, par la rechute de l'activité, ce qui ne leur a pas permis de retrouver aujourd'hui leur niveau de PIB d'avant-crise⁴¹, et pour l'Espagne, par un accroissement des gains de productivité. La France se place dans une situation intermédiaire, avec des gains de productivité plus élevés et une croissance de la population active comparable à celles des États-Unis et du Royaume-Uni. En conséquence, la croissance de l'activité a été insuffisante pour absorber les gains de productivité et la hausse de la population active. Le taux de chômage a ainsi poursuivi sa lente montée entre 2011 et 2014, avant d'inverser la tendance mi-2015 (graphique 7).

Compte tenu des prévisions de productivité, de croissance et d'évolution de la population active pour 2016-2018, la baisse récente des taux de chômage en France, en Italie et en Espagne se poursuivrait, *via* une croissance plus dynamique que les années passées, et *via* les politiques d'enrichissement de la croissance en emplois (CICE, Pacte de responsabilité en France, réformes Renzi en Italie, baisses de cotisations sociales en Espagne). Par contre le taux de chômage remonterait en Allemagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis sous le coup du ralentissement de la croissance dans ces pays.

Tableau 16. Taux de croissance annuel moyen de l'emploi total

En %

Période	FRA	DEU	ITA	ESP	USA	GBR
1990-2000	0,8	0,3	0,0	1,8	1,9	0,2
2000-2007	0,8	0,1	1,4	3,9	0,5	1,0
2007-2015	0,2	0,8	-0,4	-1,6	0,1	0,8
2007-2011	0,1	0,8	-0,4	-2,6	-1,7	0,0
2011-2015	0,4	0,9	-0,4	-0,8	2,1	1,6
2016-2018	0,7	0,9	0,8	2,0	1,1	0,7

Sources : comptabilités nationales, calculs et prévisions OFCE octobre 2016.

41. Le PIB au deuxième trimestre 2016 est 8,4 % en dessous de son niveau observé au premier trimestre 2008 en Italie et de 2,2 % en Espagne. En revanche il se situe à 4,1% au-dessus pour la France, 7,1 % pour l'Allemagne, 7,7 % pour le Royaume-Uni et 11,3 % pour les États-Unis.

10. Coup de frein sur le commerce mondial

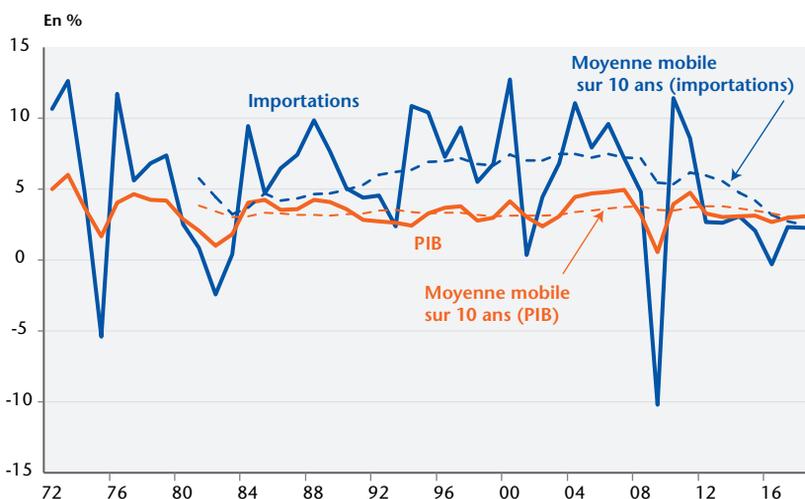
La récession de 2008-2009 avait entraîné un fort ralentissement du commerce mondial avec une chute des importations de plus de 10 % en 2009, suivie l'année d'après d'une reprise toute aussi spectaculaire laissant augurer que les échanges mondiaux reprendraient ensuite leur dynamique d'expansion. L'intégration commerciale d'un nombre toujours plus grand de pays, la croissance des émergents, la baisse des coûts de transport et de transaction avaient en effet nourri une croissance des échanges internationaux depuis le début des années 1990 bien plus forte que celle de l'activité. Pourtant, depuis 2012, on assiste à un ralentissement net des échanges (graphique 35) suivi d'un coup de frein brutal en 2015. Le taux de croissance des importations mondiales s'est élevé à 2,1 %, soit le plus bas niveau enregistré depuis 1984 à l'exception des années 2009 et 2001. Sur le premier trimestre 2016, le mouvement s'est accentué avec une baisse de 2 % des importations mondiales. Dans les pays en voie de développement ou émergents, le recul significatif des importations ne peut sans doute pas s'expliquer uniquement par la récession de certains pays comme la Brésil ou la Russie. De même, la baisse des importations chinoises de 2,1 % sur l'ensemble de l'année 2015 semble relativement au ralentissement de la croissance chinoise⁴². À l'échelle mondiale, cette dynamique n'est pas liée à l'évolution de l'activité. Si la croissance mondiale du PIB a certes diminué, le ralentissement des importations est encore plus marqué. Dit autrement, l'élasticité apparente des importations à la croissance mondiale a baissé. Cette évolution pourrait donc refléter un changement structurel du commerce mondial.

Les estimations récentes de l'élasticité du commerce international au PIB font état d'une baisse tendancielle illustrée également par le graphique 37 depuis 2011. Pour Constantinescu *et al.* (2015),

42. Heyer (2015) montre toutefois que ce ralentissement est plus en ligne avec la production industrielle.

la baisse serait même antérieure puisqu'ils estiment une élasticité de long terme passant de 2,2 entre 1986 et 2000 à 1,3 depuis 2001. Un consensus émerge aujourd'hui pour suggérer une élasticité proche voire inférieure à l'unité⁴³. Plusieurs hypothèses sont aujourd'hui avancées pour expliquer ce ralentissement du commerce mondial.

Graphique 35. Commerce mondial et croissance



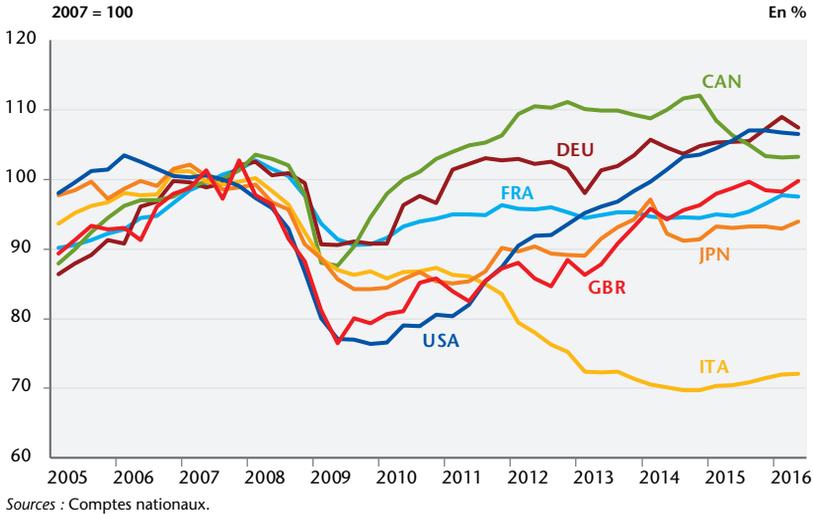
Sources : FMI, comptabilités nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2016.

La croissance des importations ne dépendrait pas tant du niveau de la croissance mais plutôt de sa composition. L'investissement ou les exportations entraîneraient une plus grande consommation de biens importés que la consommation privée ou publique. Or, la reprise récente de l'économie mondiale ne s'est pas accompagnée d'une forte croissance de l'investissement, ce qui pourrait contribuer à expliquer pourquoi l'élasticité baisse (FMI, 2016). Dans les pays européens, le niveau de l'investissement est inférieur à son niveau d'avant-crise (graphique 36). Si l'Allemagne semble faire exception, c'est notamment parce que l'investissement dans le secteur de la construction a augmenté. L'investissement en machines et équipements est quant à lui bien inférieur à son niveau de 2007. La situation semble moins défavorable aux États-Unis et au Canada. Mais, en Chine, la baisse du taux de croissance de l'investissement en valeur est spectaculaire. Elle correspond au

43. Voir Gaulier *et al.* (2016) ou FMI (2016).

ralentissement du processus de rattrapage économique. En tenant compte de cet effet de composition de la croissance mondiale, une étude récente du FMI suggère que l'on parviendrait à capter près de 75 % du ralentissement des échanges.

Graphique 36. Investissement dans les pays du G7



Le ralentissement des échanges pourrait être aussi lié à la fragmentation des chaînes de valeur. Le phénomène serait arrivé à maturité et ne contribuerait plus – ou moins qu’auparavant – au dynamisme des échanges. Ce processus alimenté par la baisse des coûts de transport et de communication a permis aux entreprises de fragmenter les différentes étapes de la production afin de les réaliser sur les sites les plus productifs. Il en a résulté une augmentation des flux de commerce à l’échelle internationale entre les différents sites de production et d’assemblage des biens. Ce ralentissement est aussi illustré par la baisse relative des importations chinoises de biens utilisés comme intrants pour des opérations d’assemblage.

Par ailleurs, la croissance des revenus dans les pays émergents ou en développement, mais aussi le vieillissement démographique, pourraient également entraîner une modification de la structure de la consommation avec une demande plus forte pour des biens non échangeables et pour des biens de consommation. Enfin, l’augmentation du protectionnisme est un dernier facteur susceptible de ralentir les échanges.

11. Les banques de la zone euro : une menace latente ?

La crise financière de 2008, puis la crise des dettes souveraines ont fortement fragilisé le système bancaire européen. Aux pertes sur les actifs toxiques se sont ajoutés les effets de la récession et, dans certains pays, l'éclatement de la bulle immobilière (Irlande et Espagne, notamment). Plusieurs faillites bancaires ont nécessité des recapitalisations par les États membres et fragilisé davantage les finances publiques. La crise des dettes souveraines a continué à dégrader les bilans des banques européennes, le tout dans un espace bancaire européen fortement imbriqué. Les crises bancaires et de l'endettement public se sont ainsi auto-alimentées.

Devant cette situation, l'Union européenne a cherché à casser le lien entre crise bancaire et crise des dettes souveraines, en passant d'une logique de « bail out » (renflouement des banques par l'État) à une logique de « bail-in » (renflouement des banques par ses créanciers), à améliorer et unifier la supervision des banques et à restaurer la confiance des acteurs vis-à-vis des banques. Ainsi est née l'Union bancaire, progressivement mise en place à partir de novembre 2014. L'Union bancaire repose sur trois piliers : le mécanisme de supervision unique (MSU), le mécanisme de résolution unique (MRU) en cas de faillite d'une banque et une garantie unique des dépôts.

Alors que l'Union bancaire a beaucoup de difficulté à mettre en place le troisième pilier et que le secteur bancaire européen doit gérer la modification de son environnement juridique, les banques de certains pays de la zone euro montrent toujours des signes de fragilité, comme l'ont révélé les tests de résistance (*stress tests*) menés dans le cadre du MSU en juillet 2016 et comme en témoigne également la situation de la *Deutsche Bank* (encadré 2). Cette situation s'explique par des montants importants de créances douteuses – notamment pour l'Italie – qui n'ont pas encore été apurées par les banques, tandis que la politique monétaire de la BCE, avec un taux

directeur à zéro, a un effet ambigu (voir l'étude spéciale sur la politique monétaire).

Encadré 2. La Deutsche Bank, une institution systémique à risque

À la suite de la crise financière de 2007-2008, le Fonds Monétaire International (FMI), le Conseil de Stabilité Financière (CSF) et la Banque des Règlements Internationaux (BRI) ont retenu une série de critères permettant d'identifier une SIFI (*Systemically Important Financial Institution*) opérant sur le marché national. Une institution dite systémique est un établissement financier dont une faillite aurait de lourdes conséquences sur le système financier et l'économie réelle, notamment en raison de sa taille, sa complexité et son interdépendance. Un établissement financier d'importance systémique mondiale est alors qualifié de « G-SIFI » (*Global - Systemically Important Financial Institution*).

Sur un total de 30 G-SIBs, 13 sont situées au sein de l'Union européenne et 8 dans la zone euro. Les huit banques suivantes sont surveillées dans le cadre de l'Union bancaire : BNP Paribas (France), Deutsche Bank (Allemagne), BPCE (France), Crédit Agricole (France), ING (Pays-Bas), Santander (Espagne), Société Générale (France) et Unicredit (Italie).

Acharya *et al.* (2016) estiment que l'insuffisance de fonds propres serait de 123 milliards d'euros si les banques testées devaient respecter les règles prudentielles américaines, là où l'EBA estime la sous-capitalisation seulement à 5,6 milliards d'euros. D'après leurs calculs, la Deutsche Bank afficherait le plus important déficit potentiel de fonds propres (19 milliards d'euros), devant deux banques françaises : la Société Générale (13 milliards) et BNP Paribas (10 milliards).

La situation financière de la Deutsche Bank a pesé lourdement sur les marchés financiers européens en septembre 2016. Cette banque systémique a certes réussi les tests de résistance de 2016 avec un ratio CET1 de 7,80 %, mais elle s'est, en parallèle, trouvée menacée de lourdes sanctions par la justice américaine pour avoir vendu, avant 2008, des crédits toxiques à des clients non solvables. Une amende initialement prévue de 14 milliards de dollars (12,45 milliards d'euros) sera probablement réduite à 5,4 milliards de dollars. La perspective de la faillite d'un géant bancaire européen s'estompe progressivement, mais la Deutsche Bank, à l'instar des autres banques européennes, ne pourra pas s'exonérer d'une adaptation de son modèle économique pour faire face à des taux nominaux nuls et pour s'adapter aux nouveaux défis posés par la dématérialisation des activités de réseaux.

Le verdict des tests de résistance 2016

Les tests de résistance (*stress tests*), conduits en 2016 par l'Autorité bancaire européenne (EBA) et la Banque centrale européenne (BCE), ont été menés sur un échantillon de banques de l'Espace Economique Européen couvrant au total plus de 70 % du secteur bancaire, soit 51 banques européennes parmi lesquelles figuraient notamment cinq établissements italiens. Les banques grecques et portugaises n'ont pas été testées, car aucune d'entre elles n'avait une taille suffisante pour faire partie de l'essai.

L'objectif de ces tests est de vérifier la capacité de résistance des institutions financières à des évolutions macroéconomiques défavorables. Il s'agit alors de voir dans quelle mesure les banques européennes continuent à respecter les exigences prudentielles en scénario de crise. L'exercice tient compte des risques propres à chaque institution, de son mode de gouvernance ainsi que de sa situation en termes de ratios prudentiels, tels qu'évalués dans le cadre du Processus de Surveillance et d'Évaluation Prudentielle (SREP). Les tests de résistance reposent sur un scénario défavorable⁴⁴ tablant, sur les trois prochaines années, notamment sur une baisse du PIB (-3,1 % en 2016, -6,3 % en 2017 et -7,1 % en 2018) par rapport au scénario de référence, une hausse des taux d'intérêt obligataire (en moyenne, +71 points de base en 2016, +80 pb en 2017 et +68 pb en 2018 dans l'UE, avec des disparités entre pays), une hausse du franc suisse et du chômage ainsi qu'à une forte chute des marchés boursiers (baisse de 25 %), des prix immobiliers (environ 22 %), des importations et des autres monnaies européennes par rapport à l'euro.

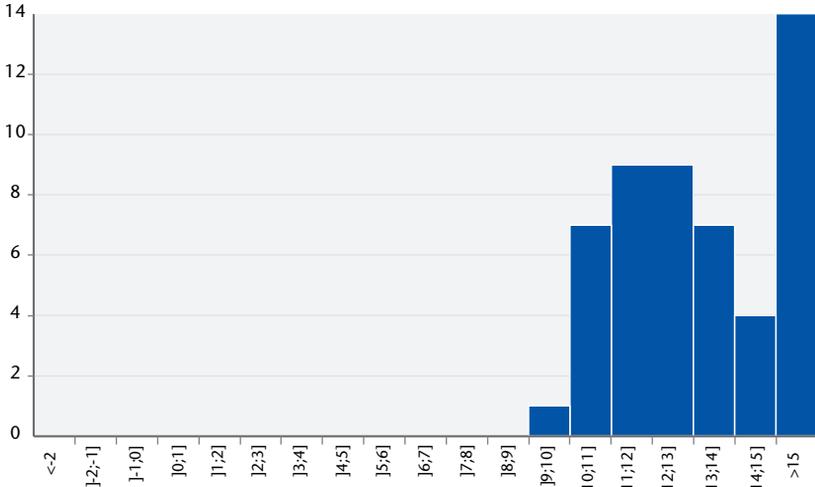
La solvabilité des banques s'apprécie au regard d'un ratio de fonds propres durs dit CET1⁴⁵ rapportés à l'actif pondéré du risque (graphique 37). A partir de 2019, la mesure harmonisée de ce ratio, qui est prévue dans le cadre de la régulation prudentielle, ne devra pas être inférieure à 7 % avec un seuil minimum de 4,5% de fonds propres durs et un coussin de sécurité de 2,5 %. Les graphiques 1a et 1b présentent la distribution des banques par tranche de ratio

44. Pour le détail du scénario défavorable, voir *Adverse macro-financial scenario for the EBA 2016 EU-wide bank stress testing exercise*, janvier 2016.

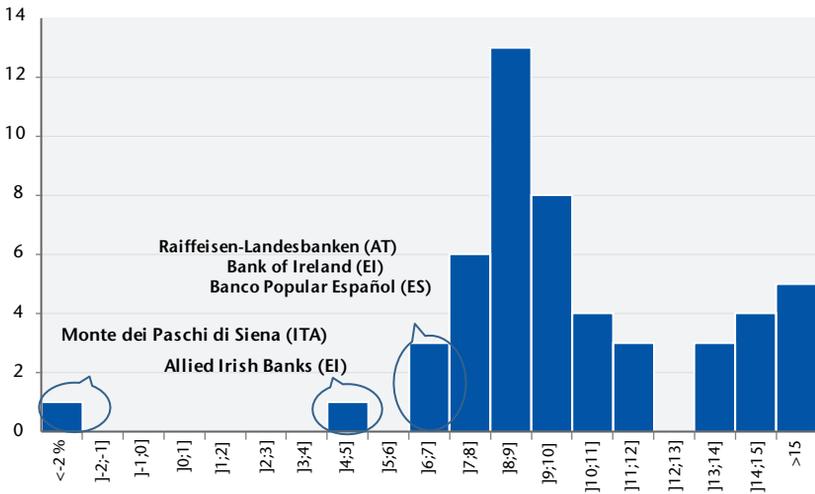
45. Les fonds propres au sens du CET1 sont constitués d'actions ordinaires, de bénéfices mis en réserves et d'une partie des intérêts minoritaires des filiales bancaires.

Graphique 37. Ratio CET1 : nombre de banques par tranche

a) 31 décembre 2015 : valeurs observées



b) 31 décembre 2018 (scénario adverse) : estimation



Source : EBA

avant choc (valeur calculée au 31 décembre 2015) et après scénario stressé (valeur estimée au 31 décembre 2018). La banque italienne Monte dei Paschi di Siena échoue au test et affiche un ratio négatif de -2,4 %. La banque irlandaise Allied Irish Banks affiche une fragilité importante avec un ratio de 4,3 % qui est inférieur au seuil

minimum de 4,5 %. Trois autres banques présentent également une certaine fragilité car leurs ratios ne respecteraient la réglementation prudentielle avec un ratio inférieur au seuil de 7 % : Raiffeisen-Landesbanken (6,12 %), Bank of Ireland (6,15 %) et Banco Popular Español (6,62 %). Si la Deutsche Bank a réussi les tests de résistance de l'EBA, elle est cependant soumise à un risque spécifique en raison de la menace d'une sanction financière aux États-Unis (voir encadré). Etant donné la taille systémique de cette banque, les marchés financiers témoignent d'une certaine fébrilité.

La politique monétaire expansionniste de la BCE a un effet ambigu sur la santé des banques. D'un côté, les taux directeurs proches de zéro garantissent un accès peu coûteux à la liquidité à court et aussi à moyen terme, ce qui augmente la rentabilité bancaire. Ces taux bas redonnent également de la solvabilité aux emprunteurs. Par contre, avec un taux de dépôt auprès de la BCE négatif et une renégociation massive des prêts de la part des emprunteurs, le rendement moyen des encours s'érode, ce qui affaiblit la marge d'intérêt des banques.

L'évolution des créances douteuses

La distribution des créances douteuses (*Non Performing Loans*) continue à être très disparate entre les pays européens (tableau 17). Ainsi, au premier trimestre 2016, la Grèce et Chypre, qui ont par ailleurs mis en place un contrôle des capitaux dans le passé, ont un ratio en hausse et proche de 40 %. En zone euro, l'Italie, l'Irlande et le Portugal ont un ratio autour de 15 %. Dans la zone euro, le ratio moyen de créances douteuses décroît de 6,4 % au premier trimestre 2015 à 5,7 % au premier trimestre 2016. En termes de secteurs, le ratio de créances douteuses est plus élevé pour les PME que pour les grandes entreprises et les ménages.

Selon une note du FMI de septembre 2015 (Aiyar *et al.*, 2015), les créances douteuses pèsent sur l'activité économique, en particulier dans les pays où l'intermédiation bancaire est importante, ce qui est le cas en zone euro. Ces prêts réduisent la rentabilité des banques et augmentent les coûts de financement, ce qui a un impact négatif sur l'offre de crédit et donc sur la croissance. La présence de prêts non performants dans les bilans bancaires pèse sur la capacité des banques à financer l'économie réelle à travers trois canaux (Mesnard *et al.*, 2016) :

- une moindre rentabilité : les NPL nécessitent d'accumuler plus de provisions, ce qui diminue l'excédent net d'exploitation. En outre, des moyens humains plus importants doivent être mobilisés pour gérer ces prêts, ce qui réduit les profits ;
- des besoins plus importants en capital : un montant élevé de NPL mobilise les ressources des banques et réduit le montant des nouveaux crédits ;
- des coûts de financement plus élevés : les investisseurs et les autres banques sont moins enclins à prêter aux banques ayant une part importante de NPL, ce qui entraîne des coûts de financement plus élevés, voire des problèmes de liquidité.

Tableau 17. Total des créances douteuses (NPL) en zone euro

En % des prêts totaux

	2010 t2	2015 t1	2016 t1
AUT	2,6	6,5	5,1
BEL	4,0	3,6	3,4
CYP	5,6	37,6	38,7
DEU	2,5	2,3	2,8
EST	36,3	11,5	10,8
ESP	3,8	6,4	5,3
FIN	1,0	1,1	1,1
FRA	4,7	3,8	3,6
GRC	5,3	31,7	38,1
IRL	—	18,1	14,7
ITA	7,4	16,3	16,1
LTU	17,5	9,7	8,4
LUX	—	1,9	1,6
LVA	17,7	7,2	4,8
MLT	5,3	6,4	5,0
NLD	2,3	2,7	2,3
PRT	3,2	14,7	15,4
SVN	—	18,7	13,9
SVK	3,8	7,4	5,6
EUZ	4,1	6,4	5,7

Source : BCE, Consolidated banking data, Gross non-performing debt instruments [% of total gross debt instruments].

Les banques italiennes particulièrement exposées

Le tableau 18 montre, pour les cinq plus grandes banques italiennes, le résultat en termes de ratio de fonds propres durs (CET 1) dans l'hypothèse d'un scénario défavorable. Dans ce cas, seule la banque Monte dei Paschi présenterait un ratio de fonds propres durs négatif. Toutes les autres banques auraient un ratio CET1 positif.

Tableau 18. Ratio Core Tier 1 en cas de scénario défavorable, banques italiennes

En %

Banque	Ratio CET1* après les tests
Monte dei Paschi	-2,44
Unicredit	7,10
Ubi Banca	8,85
Banco popolare	9,05
Intesa Sanpaolo	10,24

* Fonds propres de base constitués principalement du capital social et des réserves.
Source : BCE

Malgré ces résultats qui montrent une certaine résistance à des scénarios défavorables, les banques italiennes demeurent structurellement fragiles. Les créances douteuses ont été multipliées par deux depuis 2010, pour s'élever à environ 360 milliards d'euros en juillet 2016 (22 % du PIB italien). D'après la Banca d'Italia (2016), l'ensemble du secteur bancaire n'aurait provisionné que 45,4 % du montant des créances douteuses. Par ailleurs, le problème des créances douteuses touche aussi bien les grands groupes bancaires que les petites banques (tableau 19).

L'explosion des NPL en Italie s'explique par la conjonction de facteurs à la fois économiques, fiscaux, réglementaires et juridiques :

- la récession économique qu'a subie l'économie italienne entre 2012 et 2014, a dégradé la capacité de remboursement des entreprises (notamment les PME) et, dans une moindre mesure, celle des ménages ;
- le régime fiscal applicable aux provisions pour pertes a, jusqu'en 2013, peu incité les banques italiennes à faire des provisions sur leurs NPL et donc à faire état de leurs véritables problèmes ; jusqu'en 2013, les provisions pour pertes

- étaient déductibles sur 18 ans (sur 5 ans de 2013 à 2015) tandis qu'aujourd'hui la déductibilité est immédiate ;
- jusqu'à ce qu'apparaisse le projet d'Union bancaire en Europe, les autorités italiennes avaient une définition propre de ce qu'était un prêt non-performant (notamment en matière de durée des impayés) et assez éloigné de ce qui se pratiquait ailleurs en Europe, ce qui là encore a contribué à fausser la mesure de l'état de santé du système bancaire italien. L'Union bancaire a donc eu le mérite d'homogénéiser la définition des NPL et de permettre des comparaisons entre les pays ;
 - enfin, jusqu'à il y a peu, avant que n'interviennent des modifications juridiques, le régime d'insolvabilité en Italie était peu incitatif en matière de recouvrement des impayés, du fait de la longueur des procédures (en années) et de leurs coûts administratifs.

Tableau 19. Prêts accordés par les banques italiennes (encours)

	Répartition (en %)			Total (en milliards d'euros)
	5 plus grands groupes	Grandes banques	Petites banques	
Total prêts	61,9	21,6	16,5	1 990
Performants	61,8	21,7	16,5	1 630
Non performants	62,5	21,1	16,4	360
Ratio NPL / Total prêts (en %)	18,3	17,7	18,0	18,1

Sources : Banca d'Italia et calculs des auteurs.

Les facteurs fiscaux, réglementaires et juridiques, au-delà de masquer le véritable état de santé des banques italiennes, ont eu pour effet d'inciter au développement du marché de la titrisation en Italie. Selon les données de la BCE, l'Italie détient 20,3 % des produits titrisés en zone euro, ce qui constitue une bonne approximation des émissions de produits titrisés par le pays puisque les marchés sont assez peu internationalisés. L'Italie est ainsi, après les Pays Bas (dont la part est de 21,2 %) la seconde zone de détention des produits titrisés au sein de la zone euro et ce, pour un montant de 222 milliards d'euros (soit 14 % du PIB italien). Les banques italiennes ont utilisé le marché de la titrisation pour se délester d'une partie des créances douteuses afin de les sortir de leur bilan et solder définitivement les pertes. Cela ne veut pas dire pour autant

que les produits titrisés ne sont constitués que de créances douteuses (c'est-à-dire de créances dont le sous-jacent a une faible probabilité de remboursement). Mais cela permet de contextualiser la demande de Mattéo Renzi auprès de la Commission européenne en février 2016 : il a en effet demandé à ce que l'État italien puisse apporter des garanties d'État aux nouveaux produits titrisés incorporant des NPL et que ces garanties contingentes soient considérées comme telles et non comme des aides d'État. La Commission a accédé à sa demande. Notons que seules les tranches « senior » de ces nouvelles titrisations seront garanties par l'État italien. L'État italien est autorisé à soutenir son secteur bancaire mais pas à « sauver » des banques en faillite car l'adoption du deuxième pilier de l'Union bancaire interdit désormais une telle issue.

La banque Monte dei Paschi di Siena (MPS) présente un intérêt particulier en raison de son résultat aux *stress tests*. MPS est la troisième banque italienne en termes d'actifs (169 milliards d'euros contre 860 pour UniCredit et 676 pour Intesa Sanpaolo). Ses créances douteuses atteignaient 45,3 milliards d'euros à la fin juin 2016. Soucieuse de les réduire et en réponse à une demande de la BCE de fin juin 2016 de procéder à la cession de 9,2 milliards de créances douteuses d'ici à 2018, MPS a mis au point un plan d'assainissement de ces créances. Il a été approuvé le 29 juillet 2016 par son conseil d'administration et par la BCE. Les créances douteuses seront cédées à hauteur de 33 % de leur valeur nominale à une entité *ad hoc* qui les titrisera. Par la suite, MPS devrait procéder avant la fin 2016 à une augmentation de capital de 5 milliards d'euros destinée à couvrir les pertes enregistrées entre le prix de rachat des créances douteuses et leur prix nominal comptabilisé dans le bilan.

Références

- Acharya V. V., D. Pierret et S. Steffen, 2016, « Introducing the 'Leverage Ratio' in Assessing the Capital Adequacy of European Banks », mimeo ZEW, août.
- Aiyar S., W. Bergthaler, J. M. Garrido, A. Ilyina, A. Jobst, K. Kang, D. Kovtun, Y. Liu, D. Monaghan et M. Moretti, 2015, « A Strategy for Resolving Europe's Problem Loans », *IMF Discussion note*, septembre.

- Antonin C., 2016a, « Le Jobs Act de Matteo Renzi : un optimisme très mesuré », *Blog de l'OFCE* du 9 mars.
- Antonin C., 2016b, « Italie et marché du travail : une embellie à nuancer », *Blog de l'OFCE* du 8 septembre.
- Bloom N., 2009, « The impact of uncertainty shocks », *Econometrica*, 77(3) : 623-685.
- Bloom N., 2016, « Fluctuations in uncertainty », *Journal of Economic Perspectives*, 28 (2) : 153-176.
- Baker S. R., N. Bloom et S. J. Davis, 2016, « Measuring economic policy uncertainty », à paraître dans le *Quarterly Journal of Economics*.
- Blot C., J. Creel et P. Hubert, 2016, « Rooms for extension of the ECB's quantitative easing programme », Briefing Paper pour le Parlement européen dans le cadre du Dialogue monétaire avec la BCE, février.
- Blot C. et P. Hubert, 2016, « Causes et conséquences des taux négatifs », *Revue de l'OFCE*, n° 148.
- Cochard M., E. Heyer et G. Cornilleau, 2010, « Les marchés du travail dans la crise », *Économie et Statistiques*, n° 438-440.
- Conseil d'orientation pour l'emploi, 2015, « Les réformes du marché du travail en Europe », www.coe.gouv.fr.
- Constantinescu C., A. Mattoo et M. Ruta, 2015, « The global slowdown », in *The Global Trade Slowdown : A New Normal*, voxeu.org, eBook, 33-53.
- De Gaye A. et G. Stéphan, 2016, « Croissance potentielle aux Etats-Unis : vers un affaiblissement durable ? », *Trésor Eco*, 169.
- Gaulier G., W. Steingress et S. Zignago, 2016, « The role of China in the trade slowdown », *Rue de la Banque*, 30, Banque de France.
- FMI, 2016a, « Global Disinflation in an Era of Constrained Monetary Policy », *World Economic Outlook*, octobre.
- FMI, 2016b, « Global trade: what's behind the slowdown », *World Economic Outlook*, 2 : 63-119.
- Heyer É., 2015, « L'ampleur du ralentissement chinois et son impact sur les grands pays développés », *Revue de l'OFCE*, 144 : 205-218.
- Heyer É. et R. Sampognaro, 2015, « L'impact des chocs économiques sur la croissance dans les pays développés depuis 2011 », *Revue de l'OFCE*, 138, avril.
- Jean S., 2016, « La croissance du commerce mondial en deçà des attentes. Comme prévu ! », *CEPII le Blog*, 29, septembre.
- Kierzenkowski R., N. Pain, E. Rusticelli et S. Zwart, 2016, « The economic consequences of Brexit : a taxing decision », *OECD Economic Policy Paper*, 16.

- Łyziak, T., M. Paloviita, 2016, « Anchoring of inflation expectations in the euro area: recent evidence based on survey data », *ECB Working Paper*, n° 1945.
- Lemoine F. et D. Ünal, 2015, « Mutations du commerce extérieur chinois », *La Lettre du CEPII*, 352.
- Mathieu C., 2016a, « Le référendum britannique du 23 juin 2016 : le saut dans l'inconnu », *OFCE Policy Brief*, 1.
- Mathieu C., 2016b, « Le salaire national de subsistance : un nouveau dispositif de revalorisation des bas salaires au Royaume-Uni », *Blog de l'OFCE*, avril.
- Mesnard B., A. Margerit, C. Power et M. Magnus, 2016, « Non-performing loans in the Banking Union: stocktaking and challenges », *Briefing EU Commission*.
- OFCE, 2015, « Petite reprise après grande crise : perspectives 2016-2017 pour l'économie mondiale et la zone euro », *Revue de l'OFCE*, 147 : 15-115.
- Ueda K., 2012, « Deleveraging and monetary policy : Japan since the 1990s and the United States since 2007 », *The Journal of Economic Perspectives*, 26(3) : 177-201.

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

	2015				2016				2017				2015	2016	2017	2018
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Taux de change ¹																
1 €=...dollars	1,15	1,11	1,11	1,09	1,09	1,14	1,12	1,09	1,07	1,05	1,05	1,05	1,12	1,11	1,06	1,05
1 \$=...yens	119,2	120,9	122,5	121,5	117,9	108,9	102,4	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	121	107	100	100
1 £=...euros	1,33	1,37	1,40	1,39	1,33	1,27	1,19	1,13	1,10	1,10	1,10	1,10	1,37	1,23	1,10	1,10
Taux d'intérêt directeurs des banques centrales¹																
USA	0,25	0,25	0,25	0,29	0,50	0,50	0,50	0,58	0,75	0,92	1,10	1,25	0,26	0,52	1,01	1,86
JPN	0,10	0,10	0,10	0,10	0,00	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,10	-0,07	-0,10	-0,10
EUZ	0,05	0,05	0,05	0,05	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05	0,01	0,00	0,00
GBR	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,34	0,18	0,15	0,15	0,15	0,15	0,50	0,38	0,15	0,15
Taux d'intérêt à 10 ans¹																
USA	2,0	2,2	2,2	2,2	1,9	1,8	1,5	1,5	1,7	2,0	2,3	2,8	2,1	1,7	2,2	3,2
JPN	0,4	0,4	0,3	0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	-0,1	0,2	0,5
EUZ	1,1	1,3	1,5	1,2	1,0	0,9	0,6	0,3	0,2	0,2	0,3	0,5	1,3	0,7	0,3	0,8
GBR	1,6	1,9	1,9	1,9	1,5	1,4	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	1,8	1,1	0,6	1,1
Matières premières																
Prix du pétrole Brent, en \$ ¹	54,1	61,9	50,3	43,7	34,1	45,6	45,9	50,0	51,0	52,0	53,0	54,0	52,5	43,9	52,5	55,0
Prix du pétrole Brent, en € ¹	46,9	56,0	45,3	40,0	31,2	40,1	41,0	45,9	47,7	49,5	50,5	51,4	47,0	39,6	49,8	52,4
Matières premières industrielles ²	-10,8	-2,6	-9,4	-9,1	-0,1	8,5	3,0	0,3	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1	-26,0	-5,7	2,5	2,2

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 octobre 2016.

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

Millions de barils/jour sauf mention contraire, cvs

	2014				2015				2016				2017				2014	2015	2016	2017	2018
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
Demande mondiale	92,0	92,3	92,7	92,8	93,4	93,8	94,4	93,8	94,9	95,0	95,3	95,7	96,0	96,5	96,8	97,2	92,4	93,9	95,2	96,6	98,1
<i>En taux de croissance¹</i>																	1,4	1,6	1,2	1,5	1,6
<i>PIB mondial¹</i>																	3,2	2,9	2,7	3,0	3,1
<i>Intensité pétrolière¹</i>																	-1,8	-1,3	-1,5	-1,5	-1,5
Production mondiale	92,3	92,8	93,5	94,7	95,0	95,6	96,2	96,1	96,0	96,0	96,2	95,9	96,2	96,1	96,2	96,3	93,3	95,7	96,0	96,2	97,2
<i>Dont OPEP</i>	37,6	37,0	37,4	37,8	37,8	38,2	38,5	38,7	38,6	39,2	39,5	39,7	39,7	39,5	39,5	39,5	37,5	38,3	39,2	39,5	40,0
<i>Non OPEP</i>	54,7	55,7	56,1	56,9	57,2	57,4	57,6	57,4	57,4	56,8	56,8	56,3	56,6	56,6	56,8	56,8	55,8	57,4	56,8	56,7	57,2
Variation de Stock					1,6	1,8	1,8	2,3	1,1	1,0	1,0	0,2	0,3	-0,4	-0,6	-0,9	0,9	1,8	0,8	-0,4	-0,9
<i>Dont OCDE</i>	-0,1	0,3	0,4	0,4	0,7	0,8	0,5	0,9	0,9	-0,1	0,1	0,4	0,1	-0,3	-0,3	0,0	0,3	0,7	0,0	0,0	0,0
Prix du pétrole Brent en \$²	108,3	109,7	102,0	76,2	54,1	61,9	50,3	43,7	34,1	45,6	47,5	50,0	51,0	52,0	53,0	54,0	108,7	52,5	44,3	52,5	55,0
Prix des matières premières industrielles¹	-2,0	-1,2	0,6	-6,6	-10,8	-2,6	-9,4	-9,1	-0,1	8,5	5,7	0,3	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1	-4,9	-26,0	-5,7	2,5	2,2
Taux de change 1 € = ...\$	1,37	1,37	1,33	1,24	1,13	1,11	1,10	1,10	1,10	1,14	1,11	1,09	1,07	1,05	1,05	1,05	1,33	1,11	1,11	1,06	1,05
Prix du Brent en €	79,1	79,9	76,7	61,5	47,8	55,9	45,5	39,6	30,9	40,1	41,2	45,9	47,7	49,5	50,5	51,4	74,3	47,2	39,5	49,8	52,4

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 octobre 2016.

A3. États-Unis : résumé des prévisions

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

	2015				2016				2017				2014	2015	2016	2017	2018
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,5	0,6	0,5	0,2	0,2	0,4	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	2,4	2,6	1,4	1,6	1,8
PIB par habitant	0,3	0,5	0,3	0	0	0,2	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	1,6	1,8	0,7	0,9	1,1
Consommation des ménages	0,6	0,7	0,7	0,6	0,4	1,1	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	2,9	3,2	2,5	1,7	1,9
Consommation publique	1,0	0,3	0,5	0,3	0,0	0,1	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,7	1,6	0,9	0,7	0,5
FBCF totale dont :	0,9	1,0	1,4	-0,1	-0,3	-0,2	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	5,5	3,9	0,8	2,0	2,4
Production privée	0,3	0,4	1,0	-0,8	-0,9	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	6,0	2,1	-0,5	1,2	1,7
Logement	3,2	3,5	3,0	2,8	1,9	-2,0	1,7	1,5	1,5	1,2	1,2	1,2	3,5	11,7	6,1	4,8	4,9
Administrations publiques	-0,8	2,8	0,2	0,0	2,2	-2,6	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-1,4	2,4	1,7	0,6	0,3
Exportations de biens et services	-1,5	0,7	-0,7	-0,7	-0,2	0,4	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	4,3	0,1	-0,2	1,9	2,4
Importations de biens et services	1,4	0,7	0,3	0,2	-0,2	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	4,4	4,6	0,5	1,2	1,8
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,7	0,8	0,8	0,4	0,3	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	2,7	3,1	2,0	1,6	1,8
Variations de stocks	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,2	-0,5	0,0	0,0
Commerce extérieur	-0,4	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,7	-0,1	0,0	0,0
Prix à la consommation (IPCH) *	-0,1	0,0	0,1	0,4	1,1	1,1	1,0	1,4	2,0	1,9	2,1	2,0	1,6	0,1	1,1	2,0	2,1
Taux de chômage	5,5	5,4	5,1	5,0	4,9	4,9	4,9	5,0	5,0	5,2	5,2	5,3	6,2	5,3	4,9	5,2	5,4
Solde courant, en % du PIB													-2,3	-2,6	-2,4	-2,6	-2,4
Solde public, en % du PIB													-4,9	-4,3	-5,1	-5,0	-4,9
Dette publique, en % du PIB													102,3	101,7	104,4	106,1	107,1
Impulsion budgétaire, en points de PIB													-0,4	-0,5	0,7	-0,1	-0,1
PIB zone euro	0,8	0,4	0,4	0,4	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	1,1	1,9	1,6	1,5	1,3

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

Sources : Bureau of Economic Analysis (BEA), Bureau of Labor Statistics (BLS), prévision OFCE octobre 2016.

A4. Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2015				2016				2017				2014	2015	2016	2017	2018
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,8	0,4	0,4	0,4	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	1,1	1,9	1,6	1,5	1,3
PIB par habitant	0,7	0,3	0,3	0,4	0,4	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,7	1,6	1,3	1,2	1,0
Consommation des ménages	0,4	0,4	0,5	0,3	0,6	0,2	0,4	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,8	1,7	1,7	1,4	1,2
Consommation publique	0,5	0,4	0,4	0,6	0,6	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,6	1,4	1,7	1,2	1,1
FBCF totale dont :	1,6	0,1	0,5	1,4	0,4	0,0	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	1,5	2,9	2,2	2,1	1,8
Productive hors bâtiment	2,2	0,6	1,2	2,7	0,2	1,0	0,6	0,5	0,5	0,5	0,3	0,3	4,8	5,6	4,2	2,1	1,1
Logement	1,1	0,2	0,5	1,0	0,5	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	-0,3	1,7	2,1	1,7	1,8
Construction	1,6	-0,5	-0,4	-0,4	0,6	-1,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	-2,2	0,1	-0,9	1,0	1,2
Exportations de biens et services	2,5	1,2	0,4	0,7	0,0	1,1	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	4,4	6,1	2,2	2,2	2,1
Importations de biens et services	2,4	0,7	1,2	1,4	-0,1	0,4	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	4,8	6,1	2,4	2,2	2,1
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,6	0,3	0,5	0,6	0,5	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,9	1,8	1,7	1,5	1,3
Variations de stocks	0,0	-0,2	0,2	0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Commerce extérieur	0,2	0,2	-0,3	-0,3	0,1	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1
Prix à la consommation (IPCH)*	-0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	-0,1	0,4	0,8	1,5	1,3	1,6	1,6	0,4	0,0	0,3	1,5	1,5
Taux de chômage	11,2	11,0	10,7	10,5	10,3	10,1	9,8	9,6	9,5	9,5	9,4	9,4	11,6	10,9	10,0	9,5	9,2
Solde courant, en % du PIB													2,5	3,2	3,4	3,0	2,9
Solde public, en % du PIB													-2,6	-2,1	-1,8	-1,6	-1,4
Dettes publiques, en % du PIB													92,0	90,7	90,1	89,4	88,5
Impulsion budgétaire, en points de PIB													-0,3	0,3	0,2	0,0	-0,2
PIB États-Unis	0,5	0,6	0,5	0,2	0,2	0,4	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	2,4	2,6	1,4	1,6	1,8

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

Sources : Eurostat, prévision OFCE octobre 2016.

A5. Allemagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2015				2016				2017				2014	2015	2016	2017	2018
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,3	0,4	0,3	0,3	0,9	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	1,6	1,4	2,0	1,5	1,1
PIB par habitant	0,1	0,2	0,1	0,1	0,6	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	1,2	0,6	0,9	0,9	0,7
Consommation des ménages	0,4	0,2	0,6	0,3	0,9	0,2	0,6	0,5	0,3	0,3	0,2	0,2	1,0	1,9	2,1	1,4	0,9
Consommation publique	0,4	1,0	0,7	1,2	1,3	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	1,2	2,8	3,8	2,7	2,3
FBCF totale dont :	1,0	0,1	-0,3	1,7	1,1	-1,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	4,0	1,4	1,6	1,8	1,9
Productive privée	1,2	0,6	-1,1	1,4	1,2	-2,1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	5,5	1,5	0,5	1,3	1,4
Logement	0,9	0,2	0,1	1,3	1,5	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	3,0	0,9	3,7	2,4	2,3
Administrations publiques	-0,1	-2,4	3,1	5,0	-0,5	-3,7	1,4	1,4	0,9	0,9	0,8	0,8	-1,6	1,4	2,3	3,0	3,3
Exportations de biens et services	1,2	2,2	0,3	-0,6	1,5	1,2	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	3,9	4,8	3,0	1,9	1,6
Importations de biens et services	1,9	0,8	1,1	0,5	1,7	-0,1	0,9	0,9	0,6	0,6	0,6	0,6	3,7	5,4	3,4	2,6	2,3
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,6	0,2	0,4	0,7	1,0	-0,1	0,6	0,6	0,4	0,4	0,3	0,3	1,5	1,9	2,2	1,7	1,3
Variations de stocks	0,0	-0,5	0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,6	-0,2	0,0	0,0
Commerce extérieur	-0,2	0,7	-0,3	-0,5	0,0	0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,4	0,1	0,1	-0,1	-0,2
Prix à la consommation (IPCH)*	-0,1	0,4	0,0	0,2	0,1	0,0	0,6	1,2	1,7	1,9	2,3	2,2	0,8	0,1	0,5	2,1	1,9
Taux de chômage	4,8	4,7	4,6	4,5	4,3	4,2	4,1	4,0	4,0	4,1	4,1	4,1	5,0	4,6	4,2	4,1	4,2
Solde courant, en % du PIB													7,3	8,5	8,7	7,8	6,8
Solde public, en % du PIB													0,3	0,7	0,5	0,3	-0,1
Dette publique, en % du PIB													74,3	71,1	68,3	65,9	64,0
Impulsion publique, en points de PIB													0,0	0,2	0,5	0,2	0,2
PIB zone euro	0,8	0,4	0,4	0,4	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	1,1	1,9	1,6	1,5	1,3

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

Sources : Bundesbank, Statistisches Bundesamt, prévision OFCE octobre 2016.

A6. France : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2015				2016				2017				2014	2015	2016	2017	2018
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,6	0,0	0,4	0,4	0,7	-0,1	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	1,2	1,4	1,5	1,5
PIB par habitant	0,5	-0,1	0,3	0,3	0,6	-0,2	0,2	0,4	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,8	0,9	1,0	1,0
Consommation des ménages	0,5	0,1	0,5	0,0	1,1	-0,1	0,2	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,7	1,5	1,5	1,3	1,3
Consommation publique	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	1,2	1,4	1,5	1,0	1,2
FBCF totale dont :	0,5	-0,3	0,7	1,2	1,3	-0,2	0,4	0,6	0,7	0,4	0,4	0,4	-0,4	0,9	2,7	1,9	1,4
Productive privée	1,1	0,7	0,4	1,6	2,1	-0,4	0,4	0,6	0,8	0,4	0,4	0,4	1,4	2,7	3,7	1,9	1,4
Logement	-0,1	-0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,3	0,6	0,6	0,7	0,5	0,4	-3,5	-0,8	0,4	2,0	1,5
Administrations publiques	-0,8	-3,7	2,7	1,5	0,1	0,7	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	-5,8	-3,9	2,5	1,9	1,2
Exportations de biens et services	1,7	1,7	-0,2	0,6	-0,4	0,2	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	3,4	6,0	0,8	2,2	2,0
Importations de biens et services	2,2	0,3	1,7	2,2	0,2	-1,8	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	4,8	6,4	1,8	1,3	2,0
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,4	0,1	0,5	0,4	0,9	0,0	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,6	1,4	1,8	1,4	1,3
Variations de stocks	0,3	-0,5	0,5	0,5	-0,1	-0,8	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,1	-0,1	-0,1	0,1
Commerce extérieur	-0,2	0,4	-0,6	-0,5	-0,2	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,3	-0,3	0,2	0,1
Prix à la consommation (IPCH)*	-0,2	0,3	0,1	0,2	0,0	0,1	0,4	0,9	1,9	1,2	1,6	1,6	0,6	0,1	0,4	1,6	1,7
Taux de chômage	10,0	10,1	10,2	9,9	9,9	9,6	9,5	9,4	9,4	9,4	9,4	9,3	9,9	10,1	9,6	9,4	9,3
Solde public, en % du PIB													-4,0	-3,5	-3,3	-2,9	-2,4
Dettes publiques, en % du PIB													95,4	95,8	96,1	95,8	95,3
Impulsion budgétaire, en points de PIB													-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,4
PIB zone euro	0,8	0,4	0,4	0,4	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	1,1	1,9	1,6	1,5	1,3

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

Sources : INSEE, prévision OFCE octobre 2016.

A7. Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2015				2016				2017				2014	2015	2016	2017	2018
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,6	0,8	0,8	0,5
PIB par habitant	0,3	0,2	0,1	0,1	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	-0,7	0,3	0,5	0,7	0,6
Consommation des ménages	0,2	0,7	0,6	0,3	0,4	0,1	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,1	0,4	1,5	1,4	1,1	0,4
Consommation publique	-0,8	-0,2	0,3	0,6	0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,9	-0,6	0,4	-0,5	-0,2
FBCF totale dont :	1,0	0,0	0,6	0,9	0,7	0,2	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	-2,9	1,1	2,0	1,1	1,1
productive	1,2	0,6	0,9	1,1	3,0	-1,0	0,2	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	-2,7	3,5	3,9	1,2	1,4
logement	0,8	-0,2	0,6	1,1	-0,5	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	-2,7	-0,2	0,6	0,6	0,8
Exportations de biens et services	1,4	1,2	-1,3	1,7	-1,3	2,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	2,6	4,0	1,7	2,3	2,0
Importations de biens et services	3,4	1,3	-0,1	1,4	-0,7	1,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	3,2	5,8	2,0	2,0	1,7
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,1	0,4	0,5	0,5	0,4	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	-0,4	1,0	1,2	0,7	0,4
Variations de stocks	0,6	-0,1	0,0	-0,4	0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,0	-0,4	-0,1	0,0
Commerce extérieur	-0,5	0,0	-0,4	0,1	-0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,0	0,1	0,2
Prix à la consommation (IPCH)¹	-0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,4	1,1	1,3	1,4	1,4	0,2	0,1	0,1	1,3	1,4
Taux de chômage	12,3	12,2	11,6	11,6	11,6	11,5	11,4	11,2	11,1	11,1	11,1	11,0	12,7	11,9	11,4	11,1	10,9
Solde courant, en % de PIB													1,9	1,6	1,8	1,7	1,6
Solde public, en % de PIB													-3,0	-2,6	-2,6	-2,5	-2,1
Dette publique, en % du PIB													0,3	0,0	0,3	0,1	-0,4
Impulsion budgétaire, en points de PIB													132,1	133,1	133,4	133,2	133,2
PIB zone euro	0,8	0,4	0,4	0,4	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	1,1	1,9	1,6	1,5	1,3

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

Sources : ISTAT, calculs de l'auteur, prévision OFCE octobre 2016.

A8. Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2015				2016				2017				2014	2015	2016	2017	2018
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,9	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,6	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	1,4	3,2	3,1	2,1	1,8
PIB par habitant	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,6	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	1,7	3,3	3,1	2,1	1,8
Consommation des ménages	0,8	0,8	1,1	0,7	1,0	0,7	0,7	0,4	0,4	0,4	0,6	0,5	1,2	3,1	3,3	1,9	2,0
Consommation publique	1,9	0,7	0,5	0,4	0,7	-1,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,0	2,7	0,5	0,7	0,7
FBCF totale¹ dont :	1,6	2,3	1,3	1,1	0,3	1,3	0,7	0,6	0,6	0,6	0,3	0,3	3,5	6,4	3,8	2,3	0,8
Productive	2,0	2,7	1,6	1,3	-0,1	1,7	0,7	0,5	0,5	0,5	0,1	0,1	5,3	7,7	4,2	2,1	0,1
Logement	0,1	1,0	0,4	0,6	1,2	-0,1	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	-1,4	2,4	2,7	3,0	3,2
Exportations de biens et services	1,0	1,4	1,8	0,9	-0,4	4,3	-1,0	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	5,1	5,4	4,6	3,0	2,4
Importations de biens et services	2,6	1,5	3,1	0,3	0,4	2,7	0,0	0,7	0,7	0,4	0,4	0,4	6,4	7,5	4,8	2,5	1,4
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	1,1	1,1	1,0	0,7	0,7	0,3	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,3	3,6	2,7	1,7	1,4
Variations de stocks	0,2	-0,1	0,1	-0,2	0,3	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,3	0,1	0,0
Commerce extérieur	-0,4	0,0	-0,3	0,2	-0,2	0,6	-0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,4	0,1	0,2	0,4
Prix à la consommation (IPCH)²	-1,1	-0,3	-0,6	-0,5	-0,8	-1,0	-0,3	-0,4	1,0	0,1	0,1	0,6	-0,2	-0,5	-0,5	0,4	0,7
Taux de chômage	23,8	22,4	21,2	20,9	21,0	20,0	19,6	19,2	18,9	18,5	18,2	17,9	24,4	22,1	19,9	18,4	17,3
Solde courant, en % de PIB													1,0	-1,0	-1,8	-2,4	-2,4
Solde public, en % de PIB³													-6,0	-5,1	-4,6	-4,0	-3,6
Dettes publique, en % de PIB													98,1	99,7	101,0	103,5	103,8
Impulsion budgétaire, en points de PIB													-0,3	0,7	0,2	-0,1	0,0
PIB zone euro	0,8	0,4	0,4	0,4	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	1,1	1,9	1,6	1,5	1,3

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

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

3. Le solde budgétaire inclut les aides au secteur bancaire, qui ne sont pas comptabilisées pour le respect des objectifs de déficit. Hors mesures exceptionnelles, le déficit s'élève à 7,1 % en 2012 et 6,6 % en 2013. La prévision n'inclut aucune mesure exceptionnelle pour 2014 et 2015.

Sources : INE, prévision OFCE octobre 2016.

A9. Royaume-Uni : résumé des prévisions

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

	2015				2016				2017				2014	2015	2016	2017	2018
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,3	0,5	0,3	0,7	0,4	0,7	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	3,1	2,2	2,0	1,0	1,4
PIB par habitant	0,1	0,3	0,1	0,5	0,2	0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	1,4	1,2	0,2	0,6
Consommation des ménages ¹	0,8	0,7	0,9	0,4	0,7	0,9	0,5	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	2,2	2,5	2,6	-0,4	-0,4
Consommation publique	0,4	1,0	0,6	0,0	0,4	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	2,3	1,5	1,1	0,9	1,0
FBCF totale ² dont :	1,7	0,9	0,9	-1,3	-0,1	1,6	-0,3	0,1	0,0	0,3	0,3	0,2	6,7	3,4	0,6	0,7	1,1
Productive privée	2,6	-0,2	1,7	-2,4	-1,1	1,0	-0,9	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	3,9	5,1	-1,9	-1,4	-1,0
Logement	-1,1	6,2	-1,4	2,4	2,0	-0,5	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	13,4	2,8	4,6	1,9	2,2
Administrations publiques	3,0	-3,5	1,9	-3,4	-0,3	7,1	0,6	0,5	0,5	1,9	1,8	1,4	6,3	-1,2	2,8	5,6	5,9
Exportations de biens et services	2,2	-1,1	-0,3	4,3	0,1	-1,0	0,6	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9	1,5	4,5	2,6	2,7	3,4
Importations de biens et services	3,4	-1,7	0,5	2,6	0,2	1,3	0,2	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	2,5	5,4	3,1	-0,2	-0,7
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,9	0,8	0,8	0,1	0,5	0,8	0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	2,9	2,5	2,0	0,0	0,2
Variations de stocks	-0,3	-0,4	-0,2	0,0	-0,2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	-0,2	-0,1	0,1	0,0
Commerce extérieur	-0,4	0,2	-0,3	0,4	0,0	-0,8	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	-0,4	-0,4	-0,2	0,9	1,3
Prix à la consommation (IPCH) ³	0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	0,3	1,2	2,5	2,7	4,1	4,4	3,8	1,4	0,1	1,1	3,8	2,5
Taux de chômage ⁴	5,6	5,6	5,3	5,1	5,1	4,9	5,0	5,0	5,1	5,2	5,3	5,4	6,2	5,4	5,1	5,3	5,5
Solde courant, en % du PIB		-5,0		-5,7		-5,8		-5,8		-5,5		-5,2	-4,7	-5,4	-5,8	-5,4	-4,8
Solde public ⁵, en % du PIB													-5,6	-4,3	-3,7	-4,0	-4,1
Dettes publiques, en % du PIB													87,2	89,0	89,3	89,3	89,7
Impulsion budgétaire, en points de PIB													-0,1	-0,6	-0,5	-0,2	-0,2
PIB zone euro	0,8	0,4	0,4	0,4	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	1,1	1,9	1,6	1,5	1,3

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 4 2015, 30 septembre 2016), prévision OFCE octobre 2016.

A10. Amérique latine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2014	2015	2016	2017	2018
PIB	0,8	-0,3	-0,9	1,5	2,5
Argentine	-2,5	2,5	-1,7	1,3	2,8
Brésil	0,1	-3,9	-3,3	1,0	2,0
Mexique	2,2	2,5	1,6	2,0	2,4
Importations	2,3	-3,9	-1,3	1,9	3,9
Exportations	1,9	0,8	5,8	3,1	3,5
Demande adressée	3,2	1,7	-0,1	1,8	2,1

Sources : FMI, calculs et prévision OFCE octobre 2016.

A11. Asie : résumé des prévisions de PIB

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2015	2016	2017	2018
Corée du Sud	6,8	2,6	2,8	2,6	2,6
Asie en développement rapide	20,3	3,5	3,5	3,7	3,7
Taïwan	3,9	0,6	0,6	1,5	1,5
Hong Kong	1,5	2,4	1,1	1,5	1,5
Singapour	0,9	2,0	1,5	1,8	1,8
Thaïlande	3,6	2,8	3,0	3,1	3,1
Indonésie	6,0	4,8	5,1	5,3	5,3
Malaisie	1,7	5,0	3,9	4,2	4,2
Philippines	2,6	5,9	6,9	6,0	6,0
Chine	48,5	6,9	6,3	6,1	6,1
Inde	24,4	7,6	7,5	7,6	7,6
Asie hors Chine	51,5	5,3	5,3	5,4	5,4
Total	100,0	6,1	5,8	5,7	5,7

Sources : CEIC, calculs et prévision OFCE octobre 2016.

FRANCE : CROISSANCE MALMENÉE

PERSPECTIVES 2016-2018 POUR L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

Département analyse et prévision*

Après trois années de croissance très faible sur la période 2012-2014, un modeste rebond de l'activité s'est dessiné en France en 2015, tiré par des chocs extérieurs favorables et une consolidation budgétaire moins forte que par le passé. Toutefois, la maigre contribution des exportations à la croissance, alors même que les orientations fiscales de la politique de l'offre visent à redresser la compétitivité des entreprises, est paradoxale. Mais les exportateurs français semblent avoir fait le choix de redresser leurs marges plutôt que de réduire leurs prix à l'exportation, marges qui pourraient cependant devenir un atout à plus long terme si elles étaient réinvesties dans la compétitivité hors-coût. En 2016 et en 2017, la croissance ne serait que légèrement supérieure à son potentiel. Le trou d'air du milieu de l'année 2016, marqué par les grèves, les inondations, les attentats ou la fin initialement programmée du suramortissement fiscal, explique en partie la faiblesse de la reprise en 2016. Sous l'effet du redressement du taux de marge, d'un coût du capital historiquement bas et du prolongement du suramortissement fiscal, l'investissement continuerait cependant à croître. Les créations d'emplois salariés marchands seraient relativement dynamiques, soutenues par le CICE, le Pacte de responsabilité ou la prime à l'embauche, et le taux de chômage baisserait de 0,6 point à l'horizon 2017. Le déficit public, quant à lui, reviendrait à 2,9 % du PIB en 2017, repassant sous la barre des 3 % pour la première fois depuis dix ans. La France devra néanmoins faire face à deux nouveaux chocs en 2017, l'impact négatif du Brexit sur le commerce extérieur et celui des attentats sur la fréquentation touristique. Ces deux chocs amputeraient de 0,2 point de PIB la croissance en 2017 (après 0,1 en 2016).

* Cette prévision a été réalisée à l'aide du modèle trimestriel de l'économie française, *e-mod.fr*, par une équipe dirigée par Mathieu Plane, composée de Bruno Ducoudré, Pierre Madec, Hervé Péléraux et Raul Sampognaro. La prévision tient compte des informations disponibles à la fin septembre 2016 et intègre les comptes nationaux trimestriels du deuxième trimestre 2016. Le modèle repose sur les données et les concepts de la comptabilité nationale base 2010 et est estimé sur la période 1978-2010. Les données en volume de la prévision sont aux prix de l'année précédente chaînés.

Perspectives 2016-2018 pour l'économie française

1. Synthèse du scénario France	133
2. Reprise en demi-teinte	137
Une croissance médiocre	137
... à relier au pari du long terme de la politique d'offre	139
Croissance heurtée	143
Des signaux conjoncturels imperturbables	149
Révision à la marge des perspectives 2016 et 2017	154
3. Des entreprises redressées ?	159
4. Emploi : une baisse timide du chômage en perspective	165
Secteur marchand : la dynamique se poursuit	166
Des sureffectifs attendus en baisse avec la croissance	168
CICE et Pacte de responsabilité en soutien de l'emploi	170
Contrats aidés non marchands : toujours dynamiques en 2016	172
La lente décrue du chômage	174
5. Pouvoir d'achat : ça va mieux mais pas encore bien	176
La consommation des ménages comme moteur de la croissance ?	183
Des salaires réels dynamiques	185
Investissement des ménages : quand la construction va	188
6. Le pari (presque) réussi des 3 % de déficit public	193
2016 : dans la continuité de l'inflexion politique de 2014	196
2017 : une pause dans la baisse des prélèvements	197
Des marges budgétaires qui permettront de limiter l'effort en dépenses	198
2018 : avec le passage au volet préventif du pacte, une forte consolidation attendue	201
La politique budgétaire ne freine plus fortement la croissance	202

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

1. Synthèse du scénario France

Après trois années de croissance très faible (0,5 % en moyenne sur la période 2012-2014), un modeste rebond de l'activité s'est dessiné en France en 2015 (1,2 %), tiré par la baisse des prix du pétrole, la dépréciation de l'euro et une consolidation budgétaire moins forte que par le passé. Pour la première fois depuis 2011, l'économie française a renoué avec les créations d'emplois salariés dans le secteur marchand (98 000 sur l'ensemble de l'année), favorisées par les dispositifs fiscaux réduisant le coût du travail. Avec une hausse des effectifs dans le secteur non marchand (+49 000) et des créations d'emplois non salariés (+56 000), le nombre de chômeurs au sens du BIT a diminué en 2015 (-63 000, soit -0,2 point de la population active). De son côté, dynamisé par le suramortissement fiscal sur les équipements industriels, l'investissement des entreprises a connu un redémarrage en 2015 (+3,9 % en glissement annuel).

La moins bonne performance de la croissance française par rapport à celle de la zone euro depuis 2014 s'explique, outre le fait qu'elle ait aussi mieux résisté sur la période 2008-2013, par deux éléments majeurs : d'une part, par un ajustement budgétaire plus conséquent que ses voisins européens sur la période 2014-2016, et d'autre part par la maigre contribution de ses exportations à la croissance alors même que les orientations fiscales de la politique de l'offre visent à redresser la compétitivité des entreprises françaises. Or, il semblerait que les exportateurs français aient fait le choix, à partir de 2015, de redresser leurs marges plutôt que de réduire leurs prix à l'exportation, sans effet sur les volumes exportés. Si ce comportement se traduit par des pertes de parts de marché depuis plusieurs trimestres, il peut en revanche, à travers le rétablissement des situations financières des exportateurs hexagonaux, devenir un atout à plus long terme, notamment si ces marges étaient réinvesties dans la compétitivité hors-coût pour favoriser la montée en gamme des produits fabriqués en France.

En 2016, malgré un premier trimestre dynamique (+0,7 %) tiré par la demande intérieure hors stocks exceptionnellement soutenue (+0,9 %), la croissance du PIB plafonnerait à 1,4 % en moyenne sur l'année (tableau 1). Le trou d'air du milieu d'année, marqué par les grèves, les inondations, les attentats ou la fin initialement programmée du suramortissement fiscal, explique en partie la faiblesse de la reprise en 2016. Sous l'effet du redressement du taux de marge, d'un coût du capital historiquement bas et du prolongement du suramortissement fiscal, l'investissement continuerait cependant à croître en 2016 (+2,7 % en glissement annuel). Les créations d'emplois salariés marchands seraient relativement dynamiques (+149 000), soutenues par le CICE, le Pacte de responsabilité ou la prime à l'embauche. Au total, en tenant compte des non-salariés et des effectifs non marchands, 219 000 emplois seraient créés en 2016. Le taux de chômage baisserait de 0,5 point sur l'année, dont 0,1 serait lié à la mise en place du dispositif « 500 000 formations », et s'établirait à 9,4 % de la population active en fin d'année. Le déficit public, quant à lui, baisserait à 3,3 % du PIB en 2016, après 3,5 % en 2015 et 4 % en 2014.

En 2017, avec un taux de croissance de 1,5 %, l'économie française continuerait à croître à un rythme légèrement supérieur à son potentiel (1,3 %), la politique budgétaire nationale ne pesant plus sur le PIB pour la première fois depuis sept ans. Par contre, la France devra faire face, par rapport à la prévision de printemps, à deux nouveaux chocs, l'impact négatif du *Brexit* sur le commerce extérieur et celui des attentats sur la fréquentation touristique. Ces deux chocs amputeront de 0,2 point de PIB la croissance en 2017 (après 0,1 en 2016). L'économie française créerait 180 000 emplois, dont 145 000 dans le secteur marchand, et le taux de chômage se réduirait de « seulement » 0,1 point, en raison du rebond de la population active avec le retour progressif sur le marché du travail des personnes ayant bénéficié du plan formation. Sous l'effet de la remontée du prix du pétrole et de la baisse de l'euro, l'inflation serait de 1,5 % en 2017 (après 0,4 % en 2016). Enfin, le déficit public atteindrait 2,9 % du PIB en 2017, repassant sous la barre des 3 % pour la première fois depuis dix ans. Après s'être stabilisée à 96,1 % du PIB en 2015 et en 2016, la dette publique baisserait très légèrement, pour revenir à 95,8 % en 2017.

Tableau 1. Résumé de la prévision France

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2016				2017				2015	2016	2017	2018
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,7	-0,1	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	1,2	1,4	1,5	1,5
PIB / habitant	0,6	-0,2	0,2	0,4	0,3	0,3	0,2	0,3	0,8	0,9	1,0	1,0
Consommation des ménages	1,1	-0,1	0,2	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	1,5	1,5	1,3	1,3
Consommation publique	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	1,4	1,5	1,0	1,2
FBCF totale dont :	1,3	-0,2	0,4	0,6	0,7	0,4	0,4	0,4	0,9	2,7	1,9	1,4
<i>Productive privée</i>	2,1	-0,4	0,4	0,6	0,8	0,4	0,4	0,4	2,7	3,7	1,9	1,4
<i>Logement</i>	0,1	-0,3	0,3	0,6	0,6	0,7	0,5	0,4	-0,8	0,4	2,0	1,5
<i>Publique</i>	0,1	0,7	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	-3,9	2,5	1,9	1,2
Exportations de biens et services	-0,4	0,2	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	6,0	0,8	2,2	2,5
Importations de biens et services	0,2	-1,8	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	6,4	1,8	1,3	2,0
Contributions :												
Demande intérieure hors stocks	0,9	0,0	0,2	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	1,4	1,8	1,4	1,3
Variations de stocks	-0,1	-0,8	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,1
Commerce extérieur	-0,2	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,3	0,2	0,1
Prix à la consommation (IPCH), t/t-4	0,0	0,1	0,4	0,9	1,8	1,1	1,5	1,6	0,1	0,4	1,5	1,6
Taux de chômage	9,9	9,6	9,5	9,4	9,4	9,4	9,4	9,3	10,1	9,6	9,4	9,3
Taux d'épargne des ménages, en % du RDB	14,5	14,8	14,9	14,7	14,6	14,5	14,6	14,7	14,5	14,7	14,6	14,6
Taux de marge des SNF, en % de la VA	32,2	31,7	31,8	31,8	31,9	31,8	31,8	31,7	31,4	31,9	31,8	31,8
Solde public, en % du PIB									-3,5	-3,3	-2,9	-2,4
Dettes publiques, en % du PIB									95,8	96,1	95,8	95,3

Sources : INSEE, prévisions OFCE 2016-2018, octobre 2016.

L'économie française, bien que malmenée par de nouveaux chocs et loin d'avoir effacé tous les stigmates de la crise, se redresse peu à peu, comme en témoigne l'amélioration graduelle de la situation financière des agents économiques : hausse du taux de marge des entreprises, rebond du pouvoir d'achat des ménages, baisse du déficit et stabilisation de la dette publique.

2. Reprise en demi-teinte

Une croissance médiocre ...

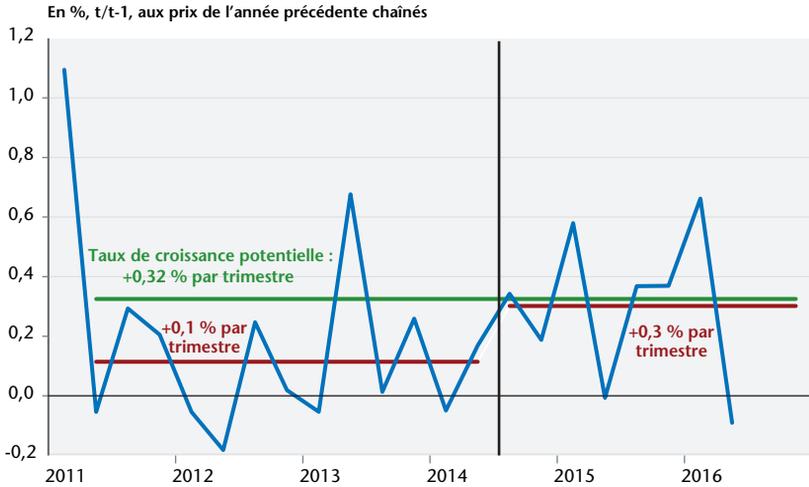
La publication, le 29 juillet dernier, d'une croissance trimestrielle nulle de l'économie française au deuxième trimestre 2016, révisée en baisse à -0,1 % lors de la troisième estimation publiée le 23 septembre, a fait l'effet d'une douche froide. Après un bon premier trimestre, au cours duquel le PIB a crû de 0,7 %, la rechute de la croissance au deuxième trimestre replace l'économie française dans une situation proche de celle de l'année dernière à la même époque, avec des taux de croissance respectivement de 0,6 et 0 % au cours des deux premiers trimestres de 2015 (graphique 1).

Depuis l'entrée dans la deuxième phase de la crise au deuxième trimestre 2011 après la récession de 2008/09 et un rebond temporaire en 2010, l'activité est très volatile, alternant trimestres de forte croissance et trimestres de rechute. Néanmoins, cette volatilité de la trajectoire du PIB masque un changement du régime de croissance qui a pris une orientation un peu plus favorable à partir de la seconde moitié de 2014 en passant de 0,1 % par trimestre en moyenne entre le deuxième trimestre 2011 et le deuxième trimestre 2014, à 0,3 % depuis.

Cette amélioration est cependant à relativiser, à deux titres. Elle est d'abord insuffisante pour correspondre à l'enclenchement d'une phase de reprise vigoureuse qui, après une longue phase de crise, aurait dû porter durablement le taux de croissance du PIB au-delà du taux de croissance potentiel de l'économie, évalué à 1,3 % l'an selon nos estimations (soit un peu plus de 0,3 % par trimestre). D'autre part, pour la deuxième année consécutive, la France ne parvient pas à rattraper son retard de croissance sur la zone euro (graphique 2). La France avait certes auparavant enregistré des évolutions bien moins défavorables que celles de la zone euro, entrée dans une deuxième récession en 2012/2013 après celle de 2008/2009. L'économie française avait échappé à cette récession, mais elle s'est laissée distancer par ses partenaires depuis 2014.

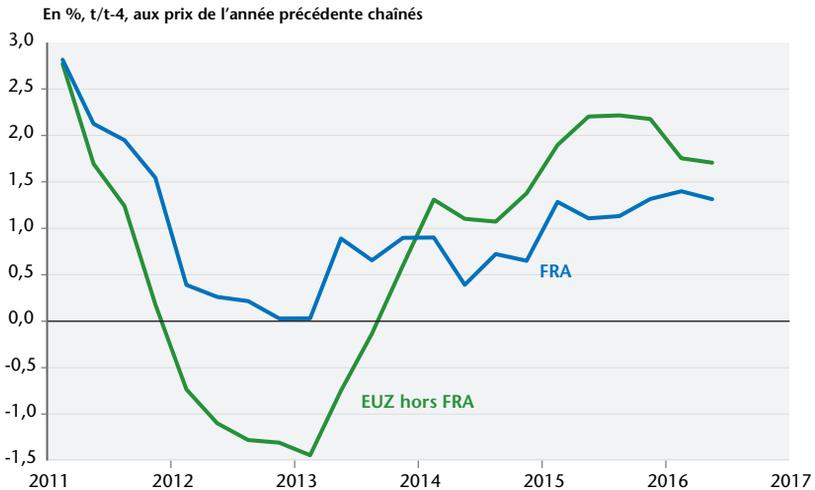
Alors que la zone euro a crû de 1,1 % en 2014, 1,9 % en 2015 et 1,6 % (en prévision) en 2016, la France affiche une croissance de « seulement » 0,7 % en 2014, 1,2 % en 2015 et 1,4 % (en prévision) en 2016.

Graphique 1. Taux de croissance trimestriel du PIB français



Source : INSEE, comptes trimestriels.

Graphique 2. Croissances comparées de la France et de la zone euro



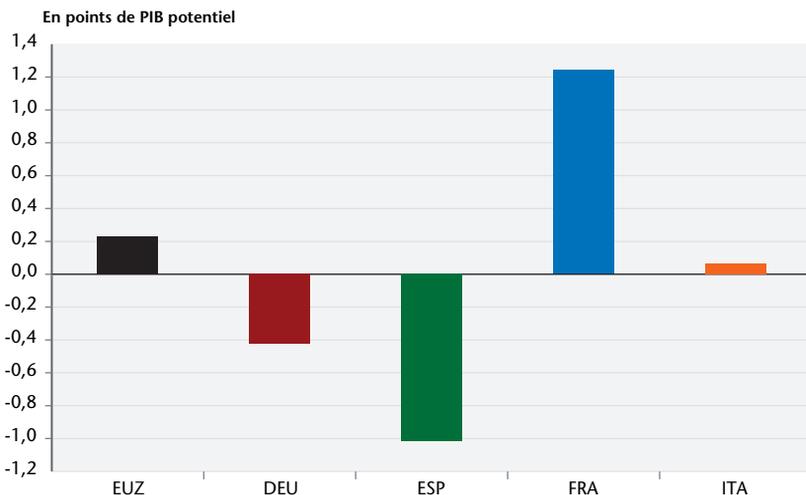
Sources : Eurostat, INSEE, comptes trimestriels.

... à relier au pari du long terme de la politique d'offre

Plusieurs éléments peuvent expliquer le moindre dynamisme de l'économie française depuis 2014 par rapport à ses voisins de la zone euro. Tout d'abord, la France se caractérise par une plus grande inertie de son cycle économique, amorti par une moindre dépendance aux fluctuations du commerce international et par des stabilisateurs automatiques plus développés qu'ailleurs. Mais ce sont surtout des éléments concernant les orientations de politique économique sur la période 2014-2016 qui peuvent expliquer ce différentiel de croissance. La consolidation budgétaire plus marquée que la moyenne de la zone euro depuis 2014 ainsi que le choix d'orienter la politique économique en faveur de l'offre expliquent cette moindre croissance.

Premièrement sur la période 2014-2016, les ajustements budgétaires structurels de la France ont été les plus marqués des grands pays de la zone euro (graphique 3). Alors que la consolidation budgétaire a représenté 1,2 point de PIB sur trois ans en France, elle n'a représenté que 0,2 point en moyenne dans la zone euro. Et la politique budgétaire a été neutre en Italie et expansionniste en Allemagne (0,4 point de PIB) et en Espagne (1 point). Ainsi mécaniquement, la consolidation budgétaire sur la période 2014-2016 a davantage pesé sur la croissance française que sur celle de la moyenne de la zone euro.

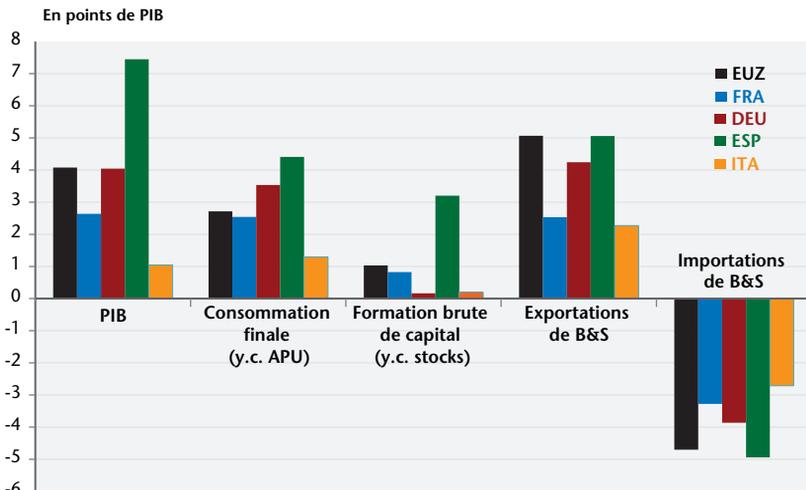
Graphique 3. Variation du solde public structurel sur la période 2014-2016



Source : calculs OFCE.

Si on regarde à travers les composantes du PIB ce qui a pénalisé la croissance française entre la fin 2013 et la mi-2016 (2,64 % de hausse du PIB en France contre 4,07 % dans la zone euro, soit un retard d'1,4 point de PIB en dix trimestres), il en ressort que la consommation finale (y compris celle des administrations publiques) et la formation brute de capital fixe (y compris les stocks) n'expliquent qu'une faible part de cet écart (0,4 point de PIB sur les 1,4 point de PIB constatés) (graphique 4). De plus, la contribution des importations a été 1,4 point de PIB moins négative en France que dans la moyenne de la zone euro. Et ce différentiel ne s'explique pas principalement par l'écart de demande intérieure qui a été relativement proche en France comme dans la zone euro, comme nous l'avons souligné précédemment. Seule l'Italie présente une contribution moins négative des importations au PIB que la France mais qui est à relier à une demande intérieure beaucoup plus faible. En revanche, l'Allemagne qui présente sur cette période une dynamique de sa demande intérieure assez proche de la France, bien que plus centrée sur la consommation outre-Rhin, affiche une contribution de ses importations au PIB plus négative qu'en France (-3,9 points de PIB en Allemagne contre -3,3 en France). Ainsi l'idée que le supplément de demande en France se traduirait par une contribution très négative des importations ne tient pas l'examen.

Graphique 4. Contribution des composantes du PIB à la croissance sur la période 2013t4 – 2016t2



Sources : Eurostat, calculs OFCE.

En revanche, au cours des dix derniers trimestres, la France se caractérise par une très faible contribution de ses exportations au PIB. Elles ont contribué pour 2,5 points de PIB en France contre 5 points dans la zone euro. Seule l'Italie présente une performance aussi peu favorable depuis fin 2013.

Cette mauvaise performance de la France par rapport à ses voisins européens en termes d'exportations est d'autant plus paradoxale qu'elle se produit au moment où les choix fiscaux se sont orientés clairement vers une politique d'offre visant à redresser la compétitivité des entreprises françaises.

En effet, l'année 2014 se caractérise par le début du mouvement de baisse des prélèvements obligatoires (PO) sur les entreprises. Avec la mise en place du CICE, du Pacte de responsabilité, de la prime à l'embauche, du suramortissement fiscal ou de la baisse d'IS pour les PME, les PO pesant sur les entreprises vont chaque année connaître une décreuse massive.

Au total, sur la période 2014-2017, les PO sur les entreprises baisseraient de 31 milliards d'euros alors que ceux sur les ménages augmenteraient de 13 milliards (tableau 2 et pour plus de détails voir encadré 10).

Tableau 2. Nouvelles mesures en prélèvements obligatoires

En milliards d'euros

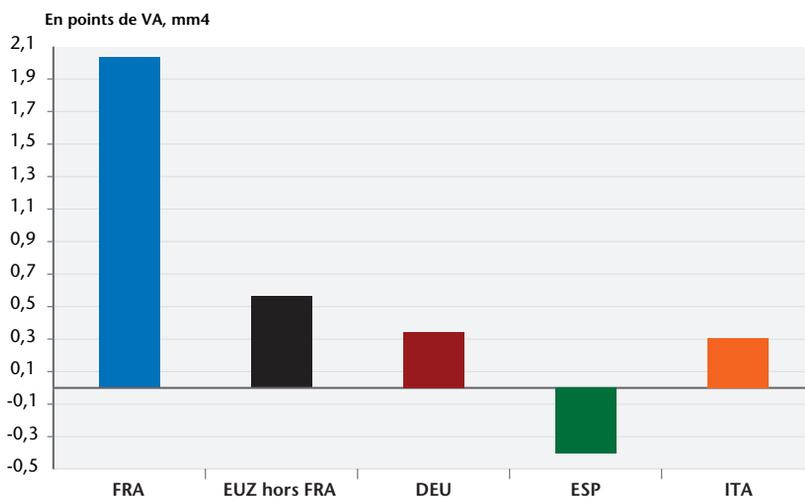
Agent	2014	2015	2016	2017	2014-2017
Ménages	9,1	1,0	1,3	2,0	13,4
Entreprises	-9,3	-9,2	-8,3	-4,0	-30,8
Entreprises et ménages	1,3	5,6	3,3	2,5	12,7
Fraude Fiscale	-0,4	0,1	-0,7	0,1	-0,9
Contentieux	2,2	0,8	-0,2	-0,1	2,7
Total	2,9	-1,7	-4,6	0,5	-2,9

Sources : Lois de finances 2014-2016, PLF 2017, calculs OFCE.

Or, ces baisses de PO ont été en partie utilisées par les entreprises pour reconstituer leurs marges dégradées par plusieurs années de crise (voir partie « Entreprises »). En effet, entre la fin 2013 et la mi-2016, selon les chiffres d'Eurostat, le taux de marge des entreprises non financières s'est redressé de 2 points de valeur ajoutée en France alors que cette amélioration n'a été, sur la même période, que de 0,6 point pour la zone euro hors France (graphique 5). Et

l'écart est encore plus significatif avec les grands pays de la zone. En effet, depuis la fin 2013, le taux de marge des ENF ne s'est amélioré que de 0,3 point de VA en Allemagne et en Italie et s'est même dégradé de 0,4 point en Espagne. Or, le redressement spectaculaire du taux de marge des entreprises françaises, financé par des recettes supplémentaires sur les ménages¹ et des économies sur la dépense publique, a eu peu d'impact jusqu'à présent sur la croissance². En revanche, le financement par les ménages de la politique d'offre a pénalisé instantanément la demande et la croissance. Ainsi, en privilégiant les effets de long terme au détriment du court-moyen terme, la politique économique explique en partie le retard de la France sur ses homologues européens sur les trois dernières années.

Graphique 5. Variation du taux de marge des ENF sur la période 2013t4 – 2016t2



Sources : Eurostat, calculs OFCE.

Le redressement des marges est encore plus flagrant dans le secteur exportateur³ dont les marges se sont accrues de près de 4 points de VA en l'espace de dix trimestres. Or, depuis le début de

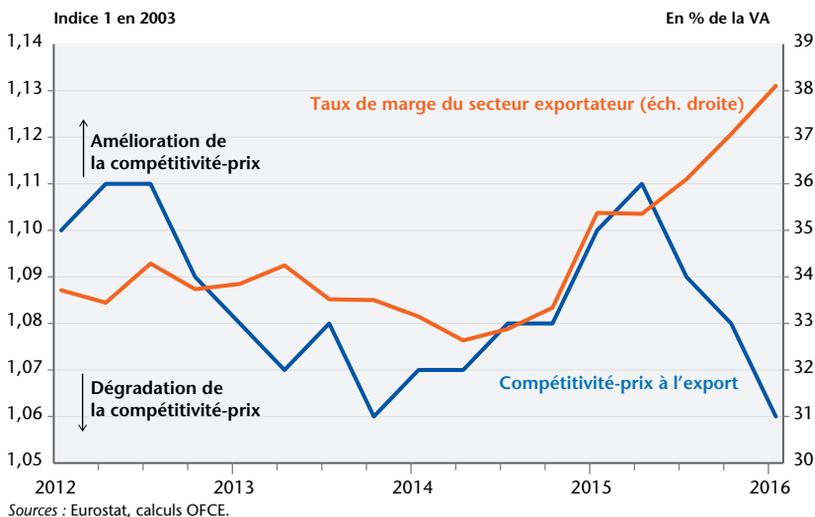
1. Pour plus de détails, voir B. Ducoudré *et al.*, 2016, « Le bilan préliminaire du quinquennat de F. Hollande », *document de travail de l'OFCE*, n° 2016-26, septembre.

2. Pour plus de détails, voir B. Ducoudré, Heyer É. et Plane M. (2016) « CICE et Pacte de responsabilité : une évaluation selon la position dans le cycle », *Revue de l'OFCE*, 146, janvier.

3. À partir de la répartition des branches exportatrices détaillées dans le *Tableau Economique d'Ensemble* (TEE), nous avons reconstitué un secteur exportateur « fictif » en maintenant les pondérations sur l'ensemble de la période analysée (1980-2015).

l'année 2015, on observe un décrochage entre le rétablissement des marges du secteur exportateur et la compétitivité-prix à l'export de la France (graphique 6). En effet, il semblerait que les exportateurs français aient fait le choix, à partir de 2015, de redresser leurs marges plutôt que réduire les prix à l'exportation, ce qui s'en ressent dans la dynamique récente des exportations. Ce choix, qui est certainement la conséquence d'une fragilité cachée du tissu productif qui a dû faire face à des bilans durablement dégradés, se traduit par des pertes de parts de marché depuis plusieurs trimestres. En revanche, le rétablissement des situations financières des exportateurs hexagonaux s'avère un atout pour l'avenir, qu'ils fassent le choix de réinvestir leurs marges dans la compétitivité hors-coût visant une montée en gamme des produits fabriqués en France afin de concurrencer les produits allemands à forte valeur ajoutée, ou alors de redéployer leurs marges dans une baisse des prix afin de leur assurer des gains immédiats sur leur compétitivité-prix et les parts de marché à l'export.

Graphique 6. Compétitivité-prix à l'exportation et taux de marge du secteur exportateur



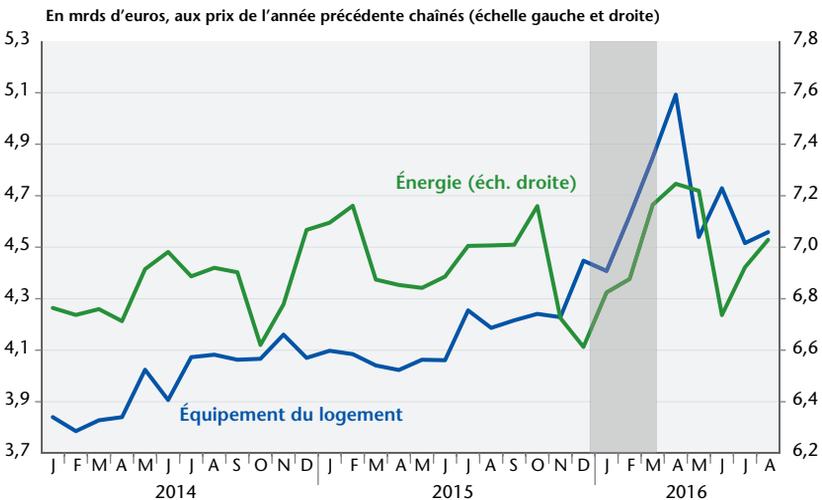
Croissance heurtée

La croissance au premier trimestre 2016 a été forte, +0,7 %, favorisée par des phénomènes exceptionnels qui ont soutenu la

demande intérieure (+0,9 %). La consommation des ménages a en effet été très dynamique et la reprise de l'investissement s'est accélérée sous l'effet du suramortissement fiscal. À l'inverse, la rechute de la croissance au deuxième trimestre 2016 (-0,1 %) a été également amplifiée par des phénomènes exceptionnels comme la fin anticipée du suramortissement (finalement reconduit d'un an), mais aussi par les grèves et les inondations qui ont pénalisé la consommation et par le déstockage de certains produits.

L'Euro de foot, événement propice aux achats de matériels audio-visuels, a dopé les dépenses d'équipement du foyer jusqu'en avril, +7,4 % au premier trimestre, contribuant à hauteur de 0,2 point à la croissance du PIB (graphique 7). Dans le même temps, les dépenses en énergie se sont redressées (+1,8 %) après un passage en creux en novembre et en décembre 2015, à la suite du retour des températures aux normales saisonnières au premier trimestre 2016, après un automne particulièrement doux (-2,5 % au quatrième trimestre). Au final, la contribution cumulée de ces deux composantes à la croissance du PIB s'élève à près de 0,3 point au premier trimestre.

Graphique 7. Consommation des ménages en équipement du logement et en énergie



Source : INSEE.

La bonne performance du premier trimestre 2016 s'explique aussi par l'investissement des entreprises qui a enregistré sa hausse la plus élevée depuis près de six ans (+2,1 %). Or, les déterminants traditionnels de l'investissement (accélérateur, coût du capital, taux de marge) n'expliquent pas à eux-seuls ce rebond. En effet, selon notre équation d'investissement pour les entreprises non financières (ENF), celui-ci aurait dû croître de 1,3 %, soit 0,8 point de moins que sa croissance effective. Or cette sous-estimation de l'investissement au regard de ses déterminants traditionnels est apparente depuis le deuxième trimestre 2015, date de la mise en place de la mesure de suramortissement pour les investissements industriels (encadré 1).

Encadré 1. L'investissement industriel soutenu par le suramortissement fiscal

Le suramortissement fiscal offrait aux entreprises, qui réalisaient certains investissements entre le 15 avril 2015 et le 14 avril 2016⁴, un suramortissement de 40 % réparti linéairement sur la durée d'utilisation du bien et déductible de leur résultat imposable en plus de l'amortissement habituel.

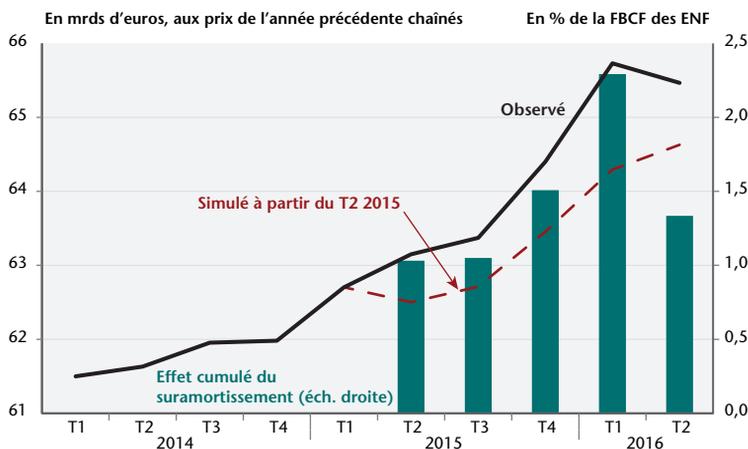
Sur la période allant du deuxième trimestre 2015 au premier trimestre 2016, l'investissement des entreprises a crû systématiquement à un rythme plus élevé que ce qu'indique la simulation dynamique de l'équation sur cette même période (graphique 8). Ainsi, sur 1 an, l'écart cumulé entre l'investissement observé et l'investissement simulé, *proxy* de l'impact du suramortissement, atteint 2,3 %, soit 0,3 point de PIB. Pour le seul premier trimestre, cet effet serait évalué à 0,8 % de la FBCF, soit 0,1 point de PIB.

Initialement, les investissements industriels étaient éligibles au suramortissement jusqu'au 14 avril 2016. L'incitation devant disparaître à cette date, l'investissement s'est ajusté à la baisse au deuxième trimestre 2016, le niveau d'investissement observé convergeant vers le niveau simulé. Ainsi, en un trimestre, l'écart entre les deux a diminué de 1 point, corrigeant de près de la moitié l'écart initial. Cet ajustement lié à la fin initialement anticipée du dispositif de suramortissement représente 0,1 point de PIB de croissance en moins au deuxième trimestre.

L'analyse des évolutions de l'investissement des ENF par produit étaye ces résultats. En effet, le suramortissement concerne principalement les

4. Ce dispositif a finalement été prolongé d'un an en avril 2016 et reconduit jusqu'à avril 2017.

Graphique 8. Investissement des ENF observé et simulé

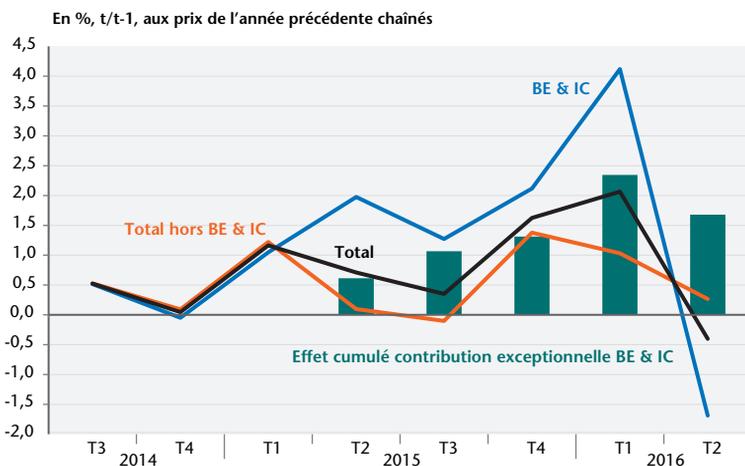


machines et équipements, les logiciels et certains matériels informatiques⁵. Or, les investissements en « Biens d'équipements (BE) » et « Information-Communication (IC) » ont suivi une trajectoire atypique du deuxième trimestre 2015 au premier trimestre 2016, bien supérieure à celle du reste de l'investissement (graphique 9). Au cours de ces quatre trimestres, l'investissement des entreprises en BE et IC (qui représente 1/3 de l'investissement) a crû de 9,5 % alors que le reste de l'investissement n'a crû que de 2,4 % sur la même période. Ainsi, le surplus de croissance de l'investissement lié aux dépenses en BE et IC a été de 2,3 % sur cette période, dont 1 point pour le premier trimestre 2016, soit le même ordre de grandeur que ce qu'estime la simulation dynamique de l'équation d'investissement.

En revanche, au cours du deuxième trimestre 2016, l'investissement en BE et IC a enregistré une forte chute, passant d'un taux de croissance trimestriel de 4,1 % en début d'année à -1,7 % le trimestre suivant. Ainsi, cet ajustement, en réduisant l'écart accumulé depuis le deuxième trimestre 2015, aurait pesé à hauteur de 0,7 point sur l'investissement au deuxième trimestre 2016, soit 0,1 point de PIB, en ligne avec notre évaluation conduite à partir de l'équation d'investissement. Ainsi ces deux approches convergent vers la conclusion que le suramortissement fiscal a augmenté la croissance de 0,1 point de PIB au premier trimestre 2016 et l'a amputé de 0,1 point au deuxième.

5. Pour plus de détails sur les investissements éligibles au suramortissement, voir <http://www.economie.gouv.fr/vous-orienter/entreprise/industrie/suramortissement-mesure-soutien-a-investissement-productif>

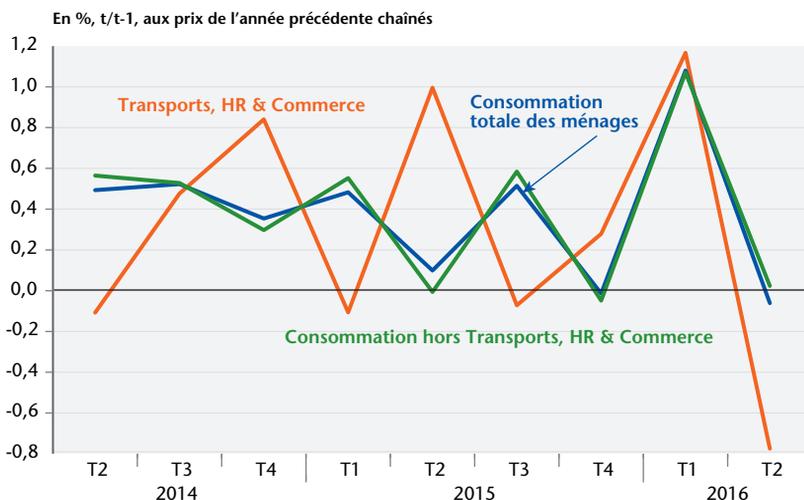
Graphique 9. Croissance de l'investissement des ENF avec et sans les BE et IC



Par ailleurs, la chute de la croissance du PIB au deuxième trimestre 2016 a été amplifiée par les grèves et les inondations. La stagnation de la consommation des ménages au printemps 2016 est en partie à rapprocher à des événements exceptionnels. L'évolution des dépenses des ménages dans certaines branches en témoigne. Par exemple, la consommation des ménages en transports, affectée par les grèves et les inondations, a enregistré une baisse de 0,9 % au deuxième trimestre, baisse inédite depuis la récession de 2008-2009. Les difficultés de déplacement, amplifiées par les problèmes d'approvisionnement en carburant avec le blocage de certaines raffineries, auxquelles s'ajoutent les attentats de Bruxelles en mars et un climat maussade au printemps, ont pu jouer sur certains comportements de consommation de services, comme l'hébergement-restauration (HR, -0,7 %) ou le commerce (-0,4 %). Ainsi, la mauvaise performance de ces trois branches au deuxième trimestre 2016 (graphique 10) a amputé la croissance de la consommation des ménages de 0,09 point, soit 0,05 point de PIB.

Enfin, le deuxième trimestre 2016 a été marqué par une contribution très négative des variations de stocks (-0,8 point de PIB), partiellement compensée par une contribution positive du solde commercial (+0,6 point de PIB).

Graphique 10. Croissance de la consommation des ménages

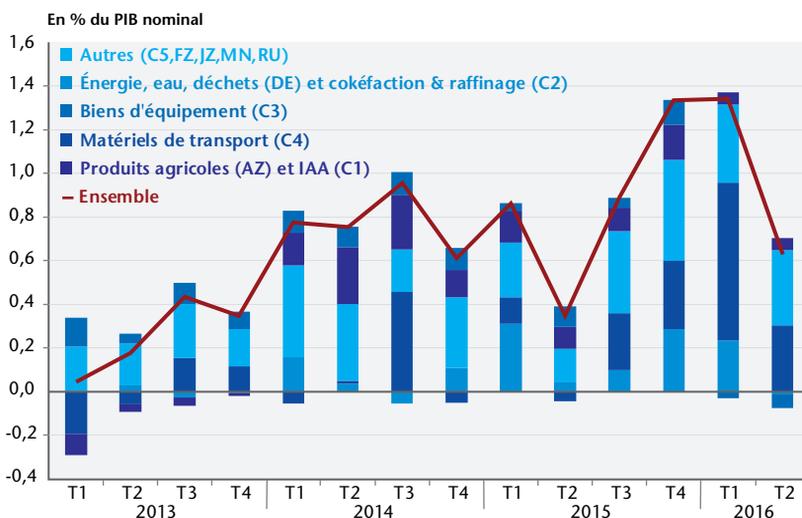


Or, sur la période récente, l'essentiel des fluctuations des variations de stocks (en valeur) s'explique par l'évolution heurtée des matériels de transport, très sensible aux livraisons de gros matériels comme les Airbus ou les paquebots. Au deuxième trimestre, les variations de stocks en valeur ont diminué de 0,7 point de PIB, dont 0,4 sont liés aux matériels de transport. À l'inverse au premier trimestre 2016, les matériels de transport ont contribué à accroître les stocks de 0,4 point de PIB. Symétriquement, la contribution du commerce extérieur a été impactée avec un gonflement des importations au premier trimestre et un surplus d'exportations au deuxième trimestre.

Les autres produits qui ont contribué à la dynamique de la variation des stocks au deuxième trimestre 2016 sont « l'Énergie, eau, déchets et cokéfaction-raffinage », représentant une baisse de 0,23 point de PIB sur le trimestre. Cette catégorie de produits a été déstockée pour la première fois depuis deux ans alors même qu'au cours des six derniers trimestres ce poste avait contribué positivement aux variations de stocks de 0,2 point de PIB par trimestre (graphique 11). Or, la baisse des variations de stocks de ces produits liés à l'énergie, dans un contexte de prix du pétrole bas propice à l'accumulation des stocks, peut refléter en partie l'effet des grèves et le blocage des raffineries sur la production.

Ainsi, si la croissance du premier trimestre 2016 a été favorisée par certains éléments transitoires, de l'ordre de 0,3 point de PIB, le cumul d'effets exceptionnels au deuxième trimestre, visible à travers certaines composantes de l'investissement, de la consommation des ménages ou des variations de stocks a pesé négativement sur la croissance à hauteur de 0,3-0,4 point de PIB.

Graphique 11. Variation de stocks par produit (en valeur)



Sources : INSEE, calculs OFCE.

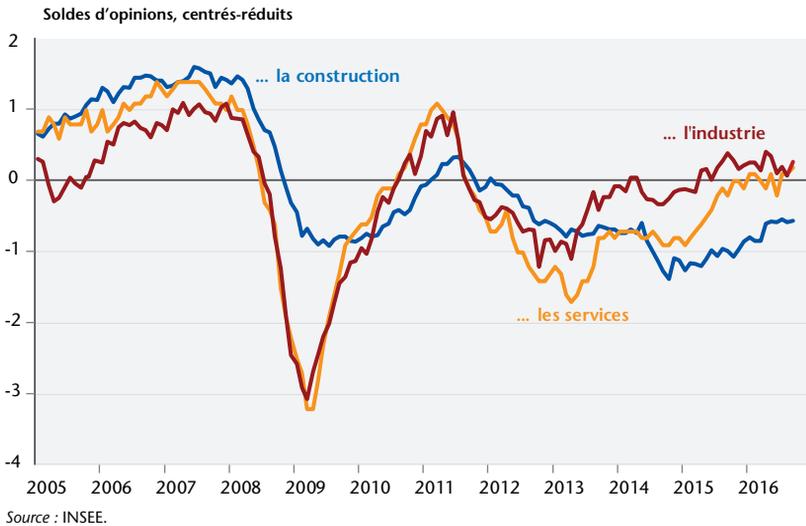
Des signaux conjoncturels imperturbables

En cet automne 2016, les signaux conjoncturels sur lesquels repose le diagnostic de reprise ne semblent pas être affectés par les événements défavorables récents, que ce soit les multiples attentats ou le *Brexit*. Les climats des affaires dans les principaux secteurs d'activité ont rejoint ou dépassé leur moyenne de longue période dans le courant de 2015, témoignant de l'établissement d'un rythme d'expansion plus soutenu (graphique 12). Seul le secteur de la construction reste très en retrait des deux autres, encore plombé par la crise du logement ; mais il a interrompu son effondrement depuis plus d'un an pour engager une lente remontée. La confiance des chefs d'entreprise a peu réagi aux multiples chocs subis par l'économie française depuis 2015 – ralentissement chinois et des pays émergents, attentats, grèves, inondations, *Brexit* –, et l'on ne

trouve pas trace, dans la trajectoire des enquêtes, de la forte volatilité de la croissance du PIB depuis le début de 2015.

Cette configuration générale des enquêtes donne depuis la seconde moitié de 2015 des signaux qualitatifs de reprise, c'est-à-dire de franchissement, par le taux de croissance du PIB, du taux de croissance de long terme de l'économie qui historiquement délimite les phases de reprise et de ralentissement (encadré 3). Elle incite à penser que le mauvais chiffre de PIB au deuxième trimestre n'est que la conséquence de phénomènes exceptionnels comme décrit plus hauts et non pas la remise en cause du sentier de croissance plus soutenu qui s'est instauré en 2015.

Graphique 12. Climat des affaires dans...



Encadré 2. Quelle trajectoire de croissance les enquêtes décrivent-elles ?

Délivrant une information qualitative résumant les soldes d'opinions relatifs aux différentes questions posées sur l'activité des entreprises, les indicateurs de confiance peuvent être convertis en une information quantitative au moyen d'une équation économétrique reliant le taux de croissance trimestriel du PIB et les climats des affaires. Au vu de leur significativité, ne sont sélectionnés que les indicateurs de confiance dans l'industrie, les services et la construction. Les autres séries, notamment l'indicateur de confiance des consommateurs, ne sont pas

significatives et n'apportent pas, économétriquement, d'information supplémentaire pour retracer la trajectoire du taux de croissance du PIB. Les résultats d'estimation sont présentés dans le tableau 3.

Tableau 3. Ajustement du taux de croissance trimestriel du PIB sur les climats des affaires

Variables indépendantes ¹	Coefficient	T-student	Période d'estimation	1988t3-2016t2
Climat des affaires dans l'industrie (différence première)	0,170	4,9	Nombre d'observations	112
Climat des affaires dans les services (niveau)	0,184	5,2	\bar{R}^2	0,61
Climat des affaires dans la construction (différence première au carré) ²	0,167	4,1	SEE	0,31
Constante	0,418	14,1	DW	1,9

1. Toutes les variables explicatives sont centrées et réduites. Partant de l'ensemble des indicateurs de confiance disponibles (industrie, services, commerce de détail, construction et ménages), la sélection des séries, testées en niveau et en différence première avec des décalages allant jusqu'à deux trimestres, est réalisée par la méthode stepwise sous contrainte de coefficient positif.

2. La prise en compte de non-linéarités possibles dans la relation entre le taux de croissance du PIB et les séries explicatives conduit à les exprimer sous la forme d'un carré qui préserve leur signe (produit de la valeur initiale par sa valeur absolue), et à ne retenir que les séries transformées si elles sont significatives, ce qui est le cas pour le climat dans la construction exprimé sous cette forme.

Sources : INSEE, calculs OFCE.

L'indicateur, qui présente un profil nettement plus lissé que le taux de croissance du PIB ne parvient pas à décrire pleinement la volatilité de l'activité et de ce fait ne doit pas être considéré comme un prédicteur au sens strict de la croissance (graphique 13). Par contre, d'un point de vue plus qualitatif, il parvient à délimiter assez correctement les phases durant lesquelles la croissance est supérieure ou inférieure à la croissance moyenne ou de long terme (la constante de régression), proche du concept de croissance potentielle⁶. Dès lors, l'indicateur peut être vu comme un indicateur de retournement du cycle économique.

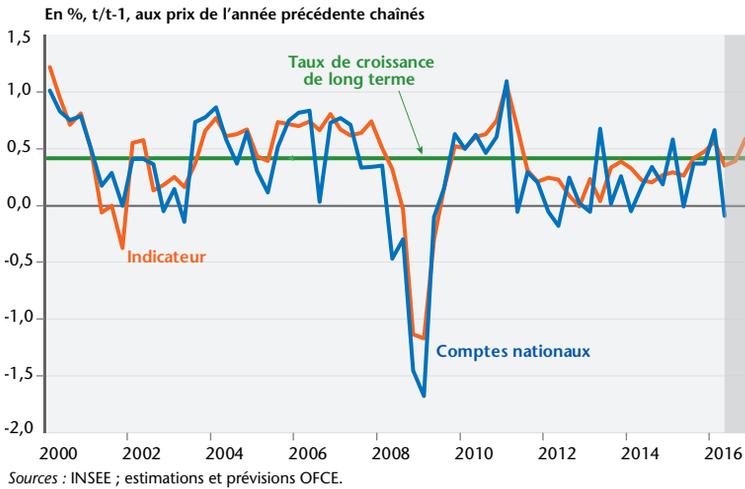
La reprise en cours apparaît peu vigoureuse. L'écart entre le climat des affaires dans les différents secteurs et leur moyenne de longue période est peu ample, configuration que l'indicateur traduit depuis un an par des estimations du taux de croissance proches du taux de croissance de long terme.

Néanmoins, comme on l'a déjà signalé, le mauvais chiffre de croissance du deuxième trimestre 2016 n'apparaît nullement dans les enquêtes de conjoncture et dans leur conversion en taux de croissance

6. La croissance de long terme considérée ici n'est pas la croissance potentielle estimée par ses déterminants structurels au moyen une fonction de production, mais la moyenne du taux de croissance du PIB telle qu'elle ressort de l'estimation de l'indicateur avec des variables explicatives centrées et réduites.

du PIB. L'écart important entre l'estimation et la réalisation, qui pourrait à première vue être considéré comme une défaillance de l'indicateur, est plutôt le signe que la rechute de la croissance au deuxième trimestre a été accidentelle comme décrit plus haut. Elle ne semble en tout cas pas préfigurer un retournement durable de l'activité. Sur les données d'enquêtes disponibles jusqu'en octobre, la croissance escomptée par l'indicateur serait de 0,4 % au troisième trimestre 2016 et de 0,6 % au quatrième, demeurant au voisinage de la croissance de long terme comme depuis le troisième trimestre 2015. Même si le schéma de reprise est confirmé, ces résultats ne laissent pas attendre non plus une accélération notable de l'activité comme on a pu le voir dans les phases conjoncturelles similaires antérieures (2004 ou 2010).

Graphique 13. Le taux de croissance du PIB observé et ajusté

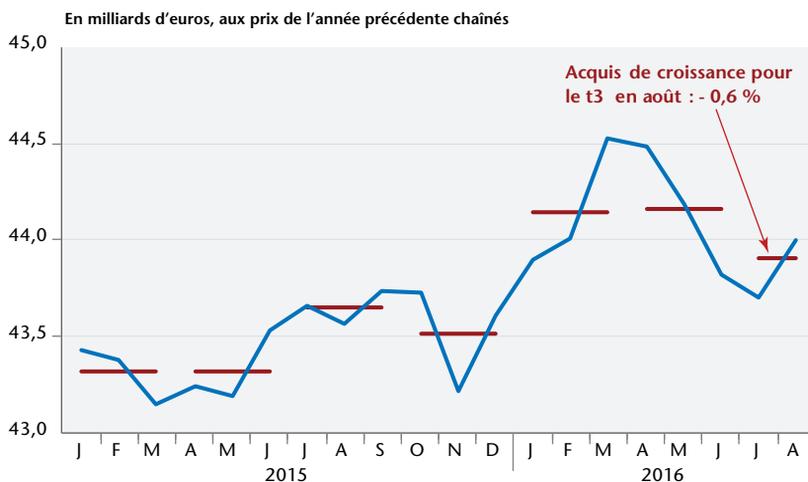


Les données mensuelles quantitatives disponibles jusqu'en août, la consommation des ménages en biens et l'indice de production industrielle (IPI) donnent encore des signaux mitigés sur le retour à la croissance au troisième trimestre après la déception du deuxième (tableau 4, graphique 14). La publication d'août a marqué le ré-enclenchement de la croissance à très court terme, +0,7 % pour la consommation et +2,1 % pour la production industrielle, mais ces rebonds en cours de trimestre sont insuffisants pour compenser l'effet négatif sur la croissance du troisième trimestre des chutes survenues dans les mois antérieurs. Par contre, le rebond du mois d'août redresse fortement l'acquis de croissance de l'IPI pour le

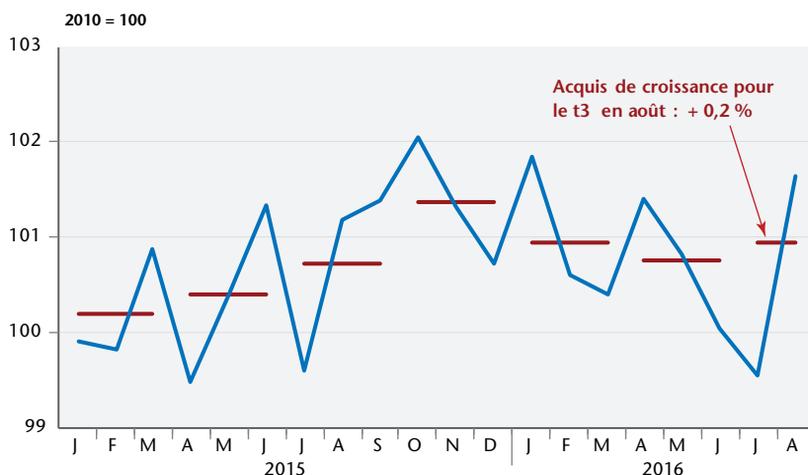
quatrième trimestre, qui s'établit à $+0,7\%$, et fait apparaître un acquis positif pour la consommation, $+0,2\%$. Les évolutions de l'activité d'ici à la fin de l'année devraient donc rester marquées par une forte volatilité, avec une croissance encore médiocre au troisième trimestre suivie d'un rebond plus net au quatrième si les publications mensuelles ultérieures relatives à la consommation et à la production industrielle confirmaient celle du mois d'août.

Graphique 14. Les séries quantitatives mensuelles

Consommation des ménages en biens



Indice de production industrielle



Source : INSEE.

Tableau 4. Taux de croissance trimestriels des séries quantitatives mensuelles en 2016

En %, volume

	T1	T2	Acquis T3	Acquis T4
IPI	-0,4	-0,2	+0,2	+0,7
Consommation	+1,4	0	-0,6	+0,2

Sources : INSEE, calculs OFCE.

Révision à la marge des perspectives 2016 et 2017

Au-delà de la forte volatilité de l'activité qui brouille les signaux conjoncturels à court terme, les déterminants de l'accélération graduelle de la croissance depuis 2015 ne sont pas remis en cause à la mi-2016, même si de nouveaux événements défavorables sont advenus récemment. Du côté des chocs d'environnement extérieur, la France, comme l'ensemble de la zone euro, bénéficie de la baisse de moitié du prix du pétrole, engagée dans la seconde moitié de 2014, et de la dépréciation simultanée de l'euro vis-à-vis du dollar de 20 %. L'impact direct cumulé de ces deux effets est, selon nos estimations, évalué à +0,7 point de croissance en 2015 (tableau 5). Les délais de transmission de ces deux chocs à l'économie maintiennent une contribution positive en 2016, +0,5 point, un peu plus faible que celle de l'année précédente, ce qui montre que leurs effets ne sont pas épuisés⁷. Les effets positifs du contrechoc pétrolier et de la dépréciation de l'euro vont toutefois s'estomper progressivement pour disparaître en 2017. Ne subsistera plus que l'impact des politiques d'offre mises en place par le gouvernement pour favoriser la compétitivité des entreprises françaises sur les marchés extérieurs.

Sur la lancée de l'allègement de l'austérité à partir de 2014, l'effet de la politique budgétaire est progressivement de moins en moins négatif, avec un impact sur la croissance en 2016 divisé par 5 en comparaison de 2014 et quasiment nul en 2017 (voir partie « finances publiques »). De même, la politique monétaire non conventionnelle conduite par la BCE, en favorisant le bas niveau des taux d'intérêt, n'est pas un frein à la croissance.

7. Sur les délais de transmission des fluctuations du prix du pétrole sur l'activité, voir É. Heyer et P. Hubert, « Trois questions autour de l'impact du prix du pétrole sur la croissance française », *Revue de l'OFCE*, 147, avril.

Tableau 5. Les freins et leviers de la croissance en France

En points de croissance	2014	2015	2016	2017	2018
PIB	0,7	1,2	1,4	1,5	1,5
Impact sur PIB dû...					
... aux évolutions du pétrole	0,1	0,5	0,3	0,0	-0,1
<i>Effet direct sur l'économie nationale</i>	0,2	0,5	0,3	-0,1	-0,2
<i>Effet via la demande adressée</i>	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
... à la compétitivité-prix	-0,1	0,4	0,2	0,2	0,1
<i>Effet intra zone euro</i>	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0
<i>Effet hors zone euro</i>	-0,1	0,2	0,2	0,1	0,2
... aux conditions financières	0,2	0,1	-0,1	0,1	0,1
<i>Effet direct sur l'économie nationale</i>	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,1
<i>Effet via la demande adressée</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
... aux politiques budgétaires	-1,0	-0,4	-0,2	-0,1	-0,4
<i>Effet direct sur l'économie nationale</i>	-0,8	-0,3	-0,2	0,0	-0,4
<i>Effet via la demande adressée</i>	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,1
... au ralentissement chinois	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
<i>Effet direct sur l'économie nationale</i>	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<i>Effet via la demande adressée</i>	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
... au Brexit	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0
<i>Effet lié au taux de change</i>	0,0	0,0	0,00	-0,02	-0,01
<i>Effet direct sur l'économie nationale</i>	0,0	0,0	0,00	0,00	0,00
<i>Effet via la demande adressée</i>	0,0	0,0	0,00	-0,05	-0,02
Acquis	0,3	0,0	0,0	0,1	0,1
Chocs internes	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	0,0
Total des chocs	-0,9	0,2	-0,1	0,0	-0,2
Rythme de croissance spontanée hors chocs	1,6	1,0	1,5	1,5	1,7
Croissance potentielle	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Output gap	-2,7	-2,8	-2,6	-2,4	-2,2
Rattrapage	0,3	-0,3	0,3	0,3	0,4

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; estimations et prévisions OFCE 2016-2018, octobre 2016.

Par contre, le ralentissement chinois en cours pèse sur l'économie mondiale et affecte la France, tout comme ses partenaires européens. La France n'est pas le pays le plus exposé à la décélération de la croissance chinoise, comme peut l'être l'Allemagne ou le Japon⁸, mais son ralentissement a entraîné un freinage de l'activité de 0,2 point en 2015. Cet effet *néгатif* devrait perdurer en 2016 et en 2017, mais l'impact sur la croissance devrait être plus faible qu'en 2015 (-0,1 point de PIB).

8. Pour plus de détails, voir É. Heyer (2015) « L'ampleur du ralentissement chinois et son impact sur les grands pays développés », *Revue de l'OFCE*, 144 : 205-218, octobre.

Le vote en faveur du *Brexit*, au-delà de l'incertitude qu'il génère, est trop récent pour avoir pu affecter directement l'activité en Europe, et donc en France, alors que les modalités de sortie du Royaume-Uni de l'Union, et ses conséquences sur les échanges commerciaux ne sont pas connues. Le seul effet tangible de cet événement est pour le moment la forte dépréciation de la livre, susceptible d'altérer la compétitivité des partenaires européens du Royaume-Uni, mais avec un délai qui renvoie l'impact négatif attendu à 2017 (-0,1 point de PIB). Le choc immobilier, qualifié de choc interne dans le tableau, est quant à lui encore légèrement négatif en 2016 (-0,1 point de PIB), même s'il a perdu de sa virulence par rapport aux deux années précédentes. Ce choc disparaît en 2017. En revanche, un nouveau choc interne apparaît en 2016 et 2017 lié à l'impact des attentats sur la fréquentation touristique étrangère. Nous évaluons cet effet à respectivement -0,1 point de PIB en 2016 et 2017.

Au total en 2016 et 2017, le cumul des chocs positifs et négatifs, est quasiment nul. Ainsi la croissance attendue est-elle proche de celle que l'économie devrait connaître en l'absence de chocs, c'est-à-dire la croissance potentielle majorée du rattrapage lié à la convergence naturelle du PIB vers son niveau potentiel. Bien que la reprise soit molle, le diagnostic macroéconomique n'étaye pas l'idée d'un retournement du cycle, malgré le mauvais chiffre du deuxième trimestre 2016.

La révision de notre prévision pour 2016, de 1,6 % au printemps à 1,4 % à l'automne, tient donc davantage à la prise en compte d'un acquis de croissance au deuxième trimestre un peu moins positif qu'escompté qu'à un changement de notre évaluation de la situation française. Par ailleurs, l'expérience de révision des comptes nationaux ces dernières années a montré que les versions provisoires sous-estimaient la croissance par rapport à celle mesurée par les comptes définitifs. Les révisions de comptes ont systématiquement conduit à une majoration de la croissance annuelle du PIB depuis 2010 qui a souvent impliqué une révision en hausse des acquis de croissance au printemps et à l'automne⁹,

9. L'acquis de croissance du PIB pour une année N correspond au taux de croissance du PIB entre l'année N-1 et l'année N que l'on obtiendrait si le PIB demeurait jusqu'à la fin de l'année N au niveau du dernier trimestre connu. L'acquis traduit les effets de la croissance trimestrielle passée sur le taux de croissance annuel. La révision des taux de croissance trimestriels passés modifie donc spontanément l'acquis et donc la croissance annuelle.

points de départ des prévisions (encadré 3). L'acquis de croissance actuellement calculé sur la base des comptes du deuxième trimestre 2016 est de 1,1 %. Or, au regard du passé récent (depuis 2010), ce chiffre pourrait être réévalué à la hausse au fur et à mesure de l'estimation des versions ultérieures des comptes.

Encadré 3. Quel point de départ pour la prévision ?

La révision des comptes nationaux, depuis les comptes trimestriels vers les comptes annuels définitifs, est usuelle et découle de l'intégration progressive dans le système statistique d'une information s'améliorant au fil du temps. Les estimations trimestrielles du taux de croissance du PIB renseignent en cours d'année sur la trajectoire conjoncturelle de l'économie et permettent, une fois connu le quatrième trimestre, à la fin janvier de l'année suivante, de disposer d'une première estimation de la croissance sur l'ensemble de l'année avant que ne soit publiée la première version du compte annuel à la mi-mai sur lequel le compte trimestriel est recalé. Le compte annuel est lui-même révisé deux fois avant l'établissement du chiffre définitif.

L'élaboration de la prévision est tributaire des comptes trimestriels qui fixent le point de départ de l'exercice, par l'acquis de croissance qui s'en déduit et par la dynamique de l'économie qu'ils décrivent sur le passé récent. Partant de ces considérations, on peut évaluer l'ampleur des révisions opérées depuis quelques années et leur implication pour les exercices semestriels de prévision.

Depuis la sortie de récession de l'économie française en 2010, les révisions ont systématiquement conduit à des réévaluations des taux de croissance annuels, en moyenne de 0,3 point de PIB entre la version purement trimestrielle des comptes, c'est-à-dire n'ayant fait l'objet d'aucun calage sur les données annuelles, et la dernière version disponible des comptes, publiée le 26 août 2016 (tableau 6). Les révisions de 2010 et de 2011, années de reprise après la récession, ont été notables, avec à chaque fois une majoration de +0,4 point du taux de croissance annuel. Les révisions des années 2013 et 2014 sont un peu moindres, +0,3 point, mais conduisent à un doublement des taux de croissance estimés initialement. Il est à noter que le compte annuel de l'année 2015 est provisoire ; la révision entre le compte trimestriel et le compte actuel est donc moindre que celle des années antérieures, mais ce dernier sera encore révisé deux fois jusqu'à sa version définitive publiée en mai 2018.

La révision des comptes nationaux modifierait virtuellement le point de départ des prévisions conduites au printemps et à l'automne, et amènerait à modifier la croissance annuelle prévue et ce sans même modifier les taux de croissance trimestriels inscrits en prévision.

Tableau 6. La révision des comptes nationaux

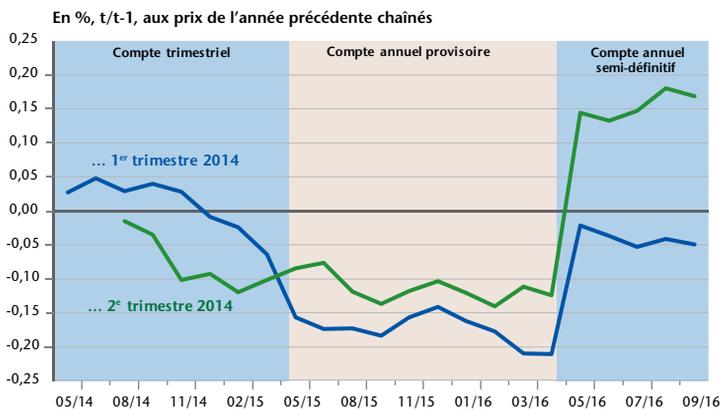
En %	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
Moyenne annuelle issue...							
... de la première version des comptes trimestriels		1,5	1,7	0	0,3	0,4	1,1
... de la dernière version disponible des comptes (23/09/2016)		1,9	2,1	0,2	0,6	0,7	1,2
Révision du taux de croissance annuel		+0,4	+0,4	+0,2	+0,3	+0,3	+0,1
Révision de l'acquis de croissance...							
... au T4 n-1 pour l'année n (impact sur la prév. de printemps)		-0,1	+0,3	0	+0,3	0	+0,2
... au T2 n pour l'année n (impact sur la prév. d'automne)		+0,2	+0,5	-0,1	+0,5	+0,2	+0,1

Sources : INSEE, comptes trimestriels, calculs OFCE.

Le plus souvent, l'acquis de croissance connu à l'époque de la prévision était inférieur à celui connu aujourd'hui sur la base des comptes révisés. Pour les prévisions de printemps, l'acquis des derniers comptes est supérieur de 0,3 point à celui des comptes provisoires en 2011 et en 2013, de 0,2 point pour 2015 mais qui n'est qu'à un stade de révision encore préliminaire.

À l'automne, les révisions ont aussi joué positivement sur le calcul de l'acquis, notamment en 2011 et en 2013 à hauteur de 0,5 point. La révision de l'acquis à l'automne pour l'année 2014 est moindre, 0,2 point. Mais au-delà de la révision de l'acquis, l'instabilité des estimations du taux de croissance trimestriel peut rendre confuse l'appréciation de la dynamique de l'économie à court terme. Ainsi, l'estimation des deux premiers trimestres de 2014 a longtemps retracé une trajectoire de récession au sens technique du terme (deux trimestres consécutifs de baisse du PIB), pour finalement ne plus décrire qu'une phase de stagnation de l'économie française (graphique 15). La baisse cumulée du PIB sur le premier semestre 2014 s'est creusée jusqu'à -0,33 % à la publication d'avril 2016, pour finalement s'inverser en une hausse de 0,14 % à la dernière publication de septembre 2016, soit une révision en hausse de près de 0,5 point de la croissance sur le semestre.

Graphique 15. Estimations successives du PIB du....



3. Des entreprises redressées ?

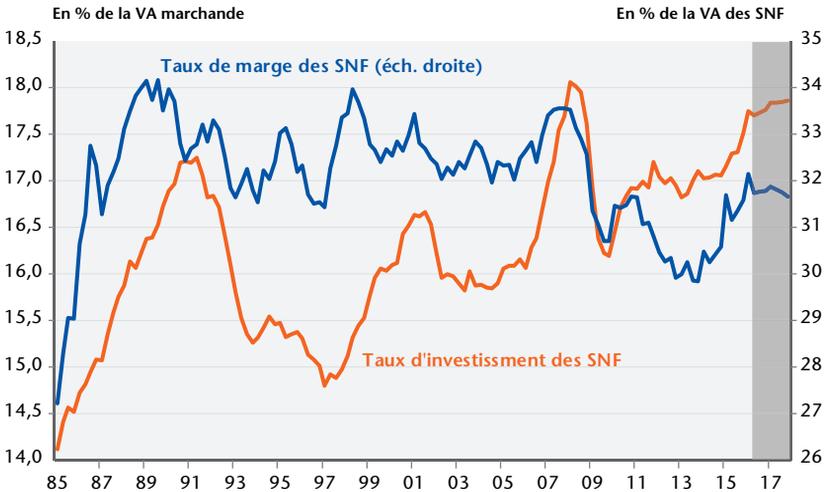
Alors qu'il était sur un plateau sur la période 2011-2014, à un niveau largement en-dessous de celui d'avant-crise, le taux d'investissement des sociétés non financières (SNF) a entamé son redressement à partir de début 2015. Il s'est en effet accru de 0,7 point de PIB en cinq trimestres, atteignant 17,7 % de la VA marchande au premier trimestre 2016, signe d'un cycle de reprise de l'investissement (graphique 16). Avec un taux de croissance, en glissement annuel, passant de 0,4 % fin 2014 à 4,9 % début 2016, l'investissement des SNF a connu sa plus forte augmentation depuis la mi-2011. La reprise de l'investissement des entreprises a été largement tirée par l'investissement en produits manufacturés passant de -0,2 %, en glissement annuel fin 2014 à 9,6 % début 2016. À eux-seuls, les produits manufacturés ont contribué aux 2/3 de la hausse de l'investissement entre fin 2014 et début 2016. Si l'on ajoute les investissements en Information-Communication (IC), l'intégralité de la hausse de l'investissement des entreprises est expliquée alors même que les produits manufacturés et les IC ne représentent qu'environ 50 % de l'investissement total.

Si la « Construction » reste le point noir de la reprise de l'investissement des entreprises, l'accélération de la croissance de la FBCF en produits manufacturés a été, au-delà des déterminants traditionnels de l'investissement, soutenue par le dispositif de suramortissement de 40 % qui cible les investissements industriels.

Avec la reconduite en avril 2016 du suramortissement fiscal pour un an (jusqu'à avril 2017), le contrecoup de l'investissement observé au deuxième trimestre -0,4 % ne devrait pas être le signal d'un retournement durable. Plus globalement, l'investissement des entreprises continuerait de se redresser sur les trimestres à venir, bien qu'à un rythme plus faible qu'au cours de la fin 2015-début 2016, sous l'effet principalement du redressement passé du taux de marge et d'un coût réel du capital toujours très bas. Après une accélération au cours des trois prochains trimestres (de 0,4 % au

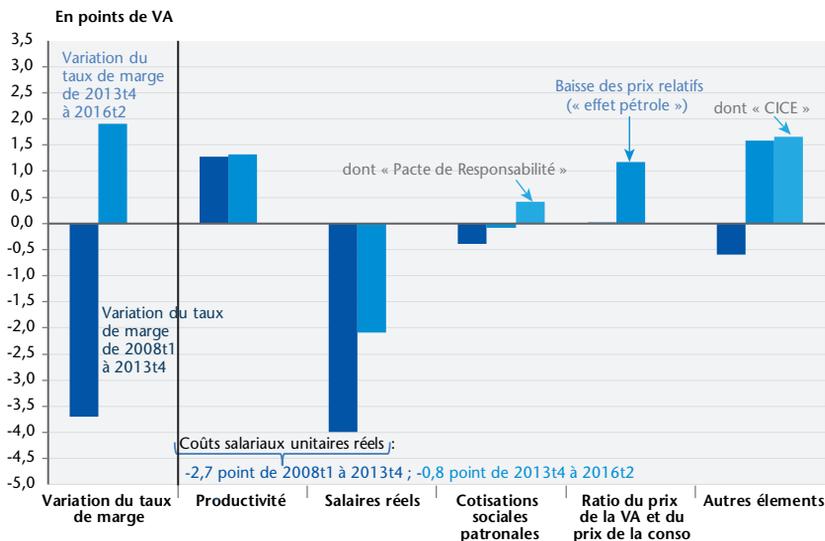
troisième trimestre 2016 à 0,8 % au premier trimestre 2017), le taux de croissance de l'investissement connaîtrait un ralentissement à partir du deuxième trimestre 2017 sous l'hypothèse de l'arrêt définitif du suramortissement fiscal en avril 2017. Ainsi, le taux d'investissement se stabiliserait au-delà du deuxième trimestre 2017.

Graphique 16. Taux d'investissement et taux de marge des SNF



Parmi, les éléments favorables à l'investissement, il y a tout d'abord le redressement du taux de marge des SNF. Après avoir perdu 3,7 points de valeur ajoutée (VA) entre début 2008 et fin 2013, le taux de marge des SNF s'est nettement redressé depuis. Il s'est en effet accru de 1,9 point de VA sur la période 2013t4 – 2016t2 (graphique 17) sous les effets conjoints de la baisse des prix du pétrole, de la montée en charge du CICE, de la mise en place du Pacte de responsabilité réduisant les cotisations patronales pour les salaires compris entre 1 et 3,5 SMIC (avec la deuxième tranche au 1^{er} avril 2016) et de la prime à l'embauche. Le CICE et le Pacte de responsabilité ont contribué, comptablement, à redresser le taux de marge des SNF de 2,1 points de VA¹⁰. Mais si l'on intègre à l'inverse des éléments fiscaux ayant pesé sur le coût du travail depuis la fin 2013, comme par exemple la hausse des cotisations retraites, la totalité des mesures fiscales a conduit à améliorer le taux de marge des SNF de 1,5 point de VA entre la fin 2013 et la mi-2016. À cela

Graphique 17. Décomposition comptable du taux de marge des sociétés non financières sur la période 2008-2016



Sources : INSEE, calculs OFCE.

s'ajoute la baisse des prix des consommations intermédiaires énergétiques non intégralement répercutée dans les prix de production qui a entraîné une hausse du prix de valeur ajoutée des entreprises par rapport à celui des prix de consommation (qui est le déflateur utilisé pour mesurer les salaires réels) conduisant à une hausse de 1,2 point de VA du taux de marge des SNF au cours des dix derniers trimestres. *A contrario*, la hausse des salaires réels (déflatés des prix de consommation) supérieure à celle de la productivité a amputé les taux de marge de 0,8 point de VA depuis la fin 2013. Ainsi, sur les 2,7 points de VA liés à la baisse des prix du pétrole et à la réduction

10. Selon le dernier Rapport du Comité de suivi du CICE (septembre 2016), ce dispositif, considéré comme une subvention d'exploitation en comptabilité nationale représentait 10,6 milliards en 2014 et devrait être, selon le PLF 2017, de 17,2 milliards en 2015, 18 milliards en 2016 et 18,7 milliards en 2017. Le Pacte de responsabilité, qui vient compléter le CICE visant à réduire le coût du travail (hors indépendants et agriculteurs) représenterait un allègement de cotisations patronales pour les entreprises de 4,5 milliards en 2015 et 8 milliards en 2016. À cela s'ajoute la prime à l'embauche (500 euros par trimestre durant les deux premières années du contrat pour les embauches de plus de 6 mois par les PME et pour les salaires inférieurs ou égaux à 1,3 SMIC) qui représente environ 2 milliards d'euros sur 2016-2017, ainsi que le suramortissement fiscal pour les biens industriels pour un coût budgétaire de 500 millions en 2015 et 1,5 milliard en 2016 et aussi en 2017. Si l'on ne tient pas compte des mesures fiscales prévues dans le cadre du Pacte de responsabilité, les mesures favorisant l'abaissement du coût du travail et le redressement des marges représentent au total un peu moins de 11 milliards en 2014, 22 milliards en 2015, 28 milliards en 2016 et plus de 30 milliards en 2017.

du coût du travail, 30 % a été récupéré par les salariés sous forme de rémunérations plus dynamiques que la productivité du travail.

Ainsi, après être passé de 29,8 points de VA à la fin 2013 à 31,7 points à mi-2016, le taux de marge devrait se stabiliser autour de ce niveau dans les trimestres à venir, soutenu d'un côté encore par la montée en charge de certains dispositifs fiscaux mais pressé de l'autre par la légère remontée des prix du pétrole. Au final, il serait de 31,9 points de VA en moyenne en 2016 et de 31,8 points en moyenne en 2017, revenant ainsi à un niveau équivalent à celui observé en moyenne au cours des trente dernières années.

Un autre élément favorable à la reprise de l'investissement est le niveau historiquement bas du coût du capital des entreprises, grâce à la politique monétaire non conventionnelle menée par la BCE permettant de maintenir les taux de prêts aux entreprises à des niveaux très bas. Cet effet pourrait être plus fort si les investisseurs considéraient que la politique monétaire de la BCE est crédible et permettrait à la BCE de remplir son mandat concernant la stabilité des prix tout en ramenant les anticipations d'inflation à moyen terme autour de 2 %, ce qui conduirait à des taux réels anticipés par les SNF à des niveaux proches de 0 %.

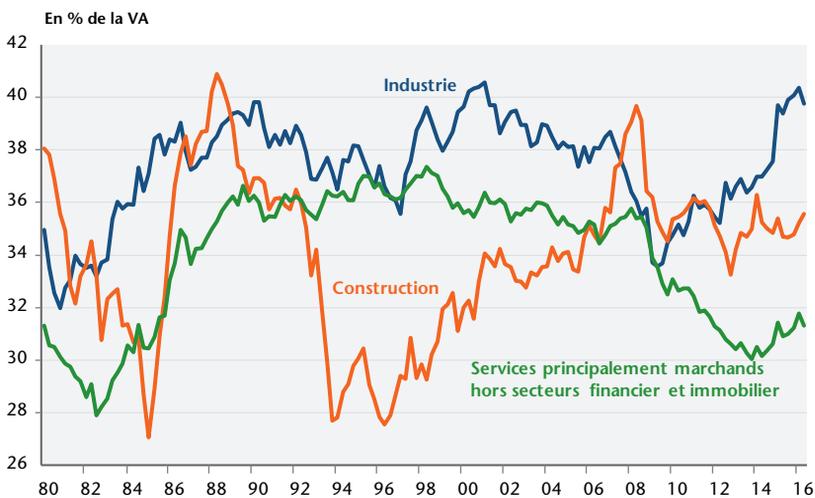
Enfin, l'amélioration des perspectives d'activité, tirée par la hausse de la demande interne avec l'amélioration du pouvoir d'achat des ménages mais aussi externe du fait de la dépréciation de l'euro, participera à la reprise de l'investissement. Cela est confirmé par la hausse du taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie, qui s'est amélioré de 2,6 points en l'espace de 6 mois, atteignant son plus haut niveau depuis octobre 2008 et se rapprochant de sa moyenne de long terme.

Au final, le rebond de l'investissement des SNF devrait croître de 3,7 % en moyenne annuelle en 2016 et de 1,9 % en 2017 (après 2,7 % en 2015), entraînant une amélioration du taux d'investissement de 0,3 point de PIB en moyenne entre 2015 et 2017 (0,5 point de PIB entre 2014 et 2017).

L'amélioration des marges des entreprises au niveau macroéconomique masque des contrastes importants au niveau des branches. En effet, depuis la fin 2013, le taux de marge s'est fortement redressé dans l'industrie (+3,2 points de VA) alors que celui-ci a connu une plus faible amélioration dans les services, principale-

ment marchands, hors activités financières et immobilières (+1,3 point) et dans la construction (+0,6 point) (graphique 18). Ainsi, le taux de marge dans l'industrie atteint des niveaux supérieurs à ceux d'avant-crise (en 2007) et comparables aux plus hauts historiques de 2000.

Graphique 18. Taux de marge (EBE / VA) dans les 3 principales branches de l'économie marchande



Sources : INSEE, calculs OFCE.

Ce sont principalement les secteurs exportateurs qui ont vu une forte embellie de leur situation opérationnelle. Ainsi, les biens d'équipement qui représentent 15 % des exportations françaises ou les matériels de transport (18 % des exportations) ont vu leurs marges s'améliorer respectivement de 6,4 et 8,6 points de VA au cours des dix derniers trimestres. Et le secteur des « autres biens industriels » (chimie, pharmacie, métallurgie, etc...) qui représente 33 % des exportations affiche une hausse de ses marges de 2,9 points de VA et, celui des transports une amélioration de 4,1 points (5 % des exportations). À partir de la répartition des branches exportatrices détaillée dans le Tableau Economique d'Ensemble (TEE), nous avons reconstitué un secteur exportateur « fictif » en maintenant les pondérations sur l'ensemble de la période analysée (1980-2015). Il en ressort une évolution particulièrement marquante sur la fin de période. En effet, en l'espace de dix trimestres, le taux de marge du secteur exportateur français est

passé de 33,4 % de la VA (fin 2013), soit un point bas depuis ces trente dernières années, à 37,3 % à la mi-2016, qui correspond à un plus haut historique avec celui atteint au début des années 1990 et au tournant de 2000-2001 (graphique 19). Si cette hausse du taux de marge du secteur exportateur n'est pas encore visible dans l'évolution des parts de marché, notamment sur la période récente, ce redressement financier des exportateurs est un élément positif pour l'avenir, car les exportateurs ont des marges désormais pour baisser leurs prix et améliorer leur compétitivité-prix ou ils peuvent maintenir ces hauts niveaux de marge pour investir dans la compétitivité hors-coût, à l'instar du modèle industriel allemand.

Graphique 19. Taux de marge (EBE/VA) du secteur exportateur



4. Emploi : une baisse timide du chômage en perspective

Après une année 2014 marquée par des destructions d'emplois salariés dans le secteur marchand, la dégradation du marché du travail s'est interrompue au premier semestre 2015, avec la reprise des créations d'emplois salariés (+98 000 en glissement annuel) qui se sont poursuivies au premier semestre 2016 (+101 000 emplois). Les créations nettes d'emplois étant supérieures à l'évolution de la population active, le nombre de chômeurs a diminué (-144 000 personnes entre la fin 2014 et la mi-2016), portant le taux de chômage au sens du BIT en France métropolitaine à 9,6 % de la population active au deuxième trimestre 2016, contre 10,1 % fin 2014 (tableau 7).

À l'horizon 2018, le maintien de la croissance permettrait une fermeture du cycle de productivité et une poursuite des créations d'emplois salariés dans le secteur marchand, favorisée par les politiques de baisse du coût du travail (CICE, Pacte de responsabilité et Prime à l'embauche) qui enrichissent la croissance en emplois. Au total, et compte tenu des créations d'emplois non-salariés et des créations dans le secteur non-marchand, 219 000 emplois seraient créés en 2016, 180 000 en 2017, puis 150 000 en 2018.

En 2016, la politique de l'emploi, hors mesures fiscales, soutiendrait encore les créations d'emplois (+32 000 emplois aidés dans le secteur non-marchand). Pour 2017-2018, nous avons retenu l'hypothèse d'une stabilisation du stock de contrats aidés non-marchands, qui est supérieur au nombre de contrats aidés prévus dans le Projet de Loi de Finances pour 2017 (200 000 contrats CUI-CAE et 35 000 emplois d'avenir). En revanche, le plan de formation (500 000 formations supplémentaires annoncées pour 2016 dans le cadre du Plan d'urgence pour l'emploi) poursuivrait sa montée en charge au deuxième semestre 2016, ce qui freinerait temporairement et partiellement la hausse de la population active, en transférant des chômeurs de longue durée vers l'inactivité, et

accélérerait de 0,1 point la baisse du chômage en 2016. Au total, la poursuite des créations d'emplois et les entrées en formation conduiront à une baisse du taux de chômage. Celui-ci attendrait 9,4 % de la population active fin 2016 et baisserait lentement à 9,2 % fin 2018.

Tableau 7. Emploi et chômage

Variations annuelles en milliers, au dernier trimestre

Glissement annuel	2013	2014	2015	2016*	2017*	2018*
Population active observée	134	197	140	94	164	130
Emploi total	133	74	203	219	180	150
– Secteur marchand	32	-4	154	157	145	113
Salariés	-37	-55	98	149	127	99
Non-salariés	69	51	56	9	18	14
– Secteur non marchand	101	78	49	62	36	37
Emplois aidés	60	22	7	32	4	0
Emplois non aidés	41	56	42	30	31	37
Chômage	1	123	-63	-125	-16	-20
Taux de chômage au T4 (en %)	9,7	10,1	9,9	9,4	9,3	9,2
Hors effet du plan de formation				9,5	9,3	9,2

* prévision OFCE.

Sources : INSEE ; ministère du Travail ; prévisions OFCE 2016-2018, octobre 2016.

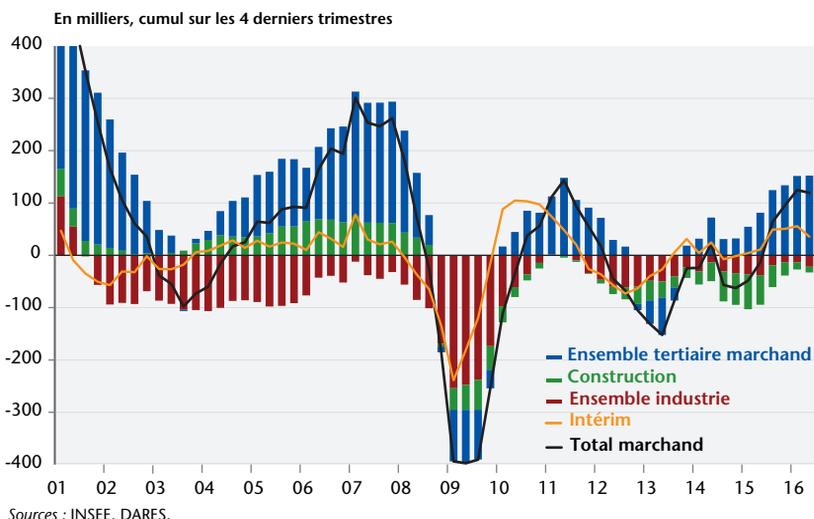
Secteur marchand : la dynamique se poursuit

En 2014, la faible croissance économique s'est accompagnée d'une poursuite des destructions d'emplois dans l'industrie et la construction, destructions qui ont persisté jusqu'en 2016, bien qu'à un rythme moins rapide qu'auparavant. En effet, depuis 2000 le secteur industriel a enregistré près de 950 000 destructions d'emplois, dont 550 000 depuis 2008 (après réaffectation de l'emploi intérimaire par secteur utilisateur). Le secteur de la construction, durablement affecté par la crise, a pour sa part enregistré 210 000 destructions d'emplois depuis 2008 (après 300 000 créations entre 2000 et 2007) (graphique 20).

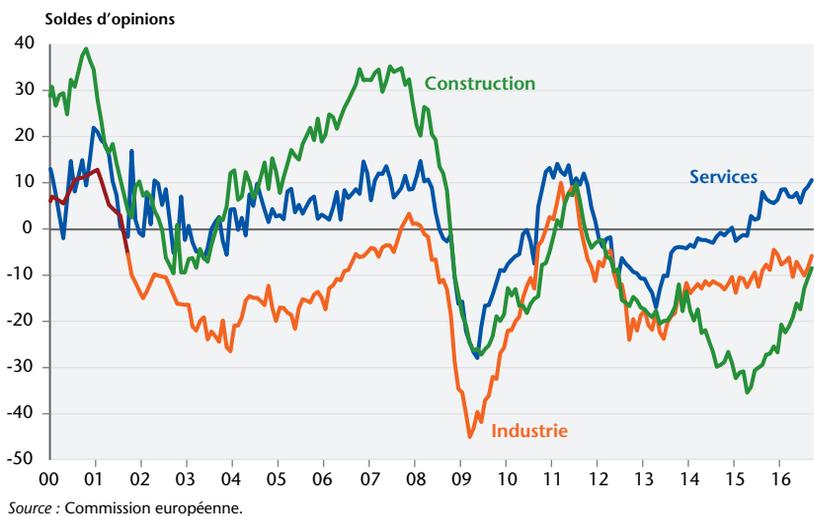
Le secteur des services a mieux résisté et les créations d'emplois sont redevenues positives depuis le dernier trimestre 2014. Depuis 2000, les créations d'emplois se sont d'ailleurs concentrées dans les services marchands, avec 1,7 million d'emplois créés, dont près de 380 000 depuis 2008.

À court terme, les indicateurs d'intentions d'embauches indiquent une poursuite des embauches dans les services. Par contre, les destructions d'emplois devraient se prolonger dans l'industrie et la construction mais à un rythme moindre qu'en 2015 (graphique 21), notamment dans le secteur de la construction pour lequel les intentions d'embauches se sont nettement redressées depuis le point bas atteint début 2015.

Graphique 20. Évolution de l'emploi salarié marchand corrigé de l'intérim



Graphique 21. Intentions d'embauches



Des sureffectifs attendus en baisse avec la croissance

Notre analyse de l'emploi marchand repose sur celle du cycle de productivité (encadré 4) : 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 d'activité se confirme, qu'elles procèdent à des suppressions de postes ou à moins d'embauches. Le ralentissement de l'activité se traduit d'abord par des pertes de productivité par rapport à la tendance de long terme, donc par le creusement du cycle de productivité, qui se rétablit progressivement, une fois passé le creux d'activité.

Encadré 4. La modélisation de l'emploi

Notre analyse et nos prévisions d'emploi s'appuient largement sur le cycle de productivité, c'est-à-dire l'écart de productivité par rapport à la tendance de long terme. Le cycle de productivité est calculé à l'aide d'une équation d'emploi, issue d'une fonction de production de type CES (*Constant Elasticity of Substitution*) et écrite sous la forme d'un modèle à correction d'erreur. Nous avons estimé cette équation pour l'ensemble du secteur marchand. Elle est estimée sur la période 1980-2015, avec une fréquence trimestrielle¹¹. Ce type de modèle permet d'estimer une relation de cointégration – ou relation de long terme – et une dynamique de court terme de la variable expliquée. A long terme, la productivité dépend d'une tendance linéaire – qui comporte une rupture au premier trimestre 1990, ainsi qu'une rupture au deuxième trimestre 2002 –, de la durée du travail et du coût du travail. La dynamique de court terme intègre quant à elle les variations passées et présentes de ces mêmes variables et de la valeur ajoutée marchande et les variations passées de l'emploi.

$$\begin{aligned} \text{dlog } L_t = & \alpha_1 \times \text{dlog } L_{t-1} + \alpha_2 \times \text{dlog } Q_t + \alpha_3 \times \text{dlog } HL_t + \alpha_4 \times \text{dlog } C_{L,t} \\ & - \lambda \left(\begin{array}{c} \log \left(\frac{L_{t-1}}{Q_{t-1}} \right) - \beta_1 \log \left(\frac{C_{L,t-1}}{P_{t-1}} \right) \\ \underbrace{-\beta_2 \log HL_{t-1} - \beta_3 \times t - \beta_4 \times t_{90} - \beta_5 \times t_{02} - c}_{\text{relation de long terme}} \end{array} \right) + \varepsilon_t \end{aligned}$$

11. Pour une présentation détaillée, voir Ducoudré et Plane, 2015, « Les demandes de facteurs de production en France », *Revue de l'OFCE*, 142 : 23-54.

- avec L représentant l'emploi salarié du secteur marchand ;
- Q représentant la valeur ajoutée du secteur marchand ;
- HL représentant la durée du travail trimestrielle moyenne par salarié du secteur marchand ;
- CL représentant le salaire horaire super-brut dans le secteur marchand ;
- P représentant l'indice de prix de la valeur ajoutée marchande ;
- t représentant l'indice de temps ;
- c représentant la constante.

Les variables ont toutes des coefficients significativement différents de 0, et avec le signe attendu. La statistique de *Student* associée au coefficient de la relation de long terme valide l'hypothèse d'une relation de cointégration entre ces variables. Cette équation estime la tendance de productivité de long terme à 3,3 % par an jusqu'en 1990, et à 0,8 % après 2002. Le coefficient sur le coût du travail s'élève à -0,3 et celui sur la durée du travail à -0,5. Le cycle de productivité est le résidu de la relation de long terme.

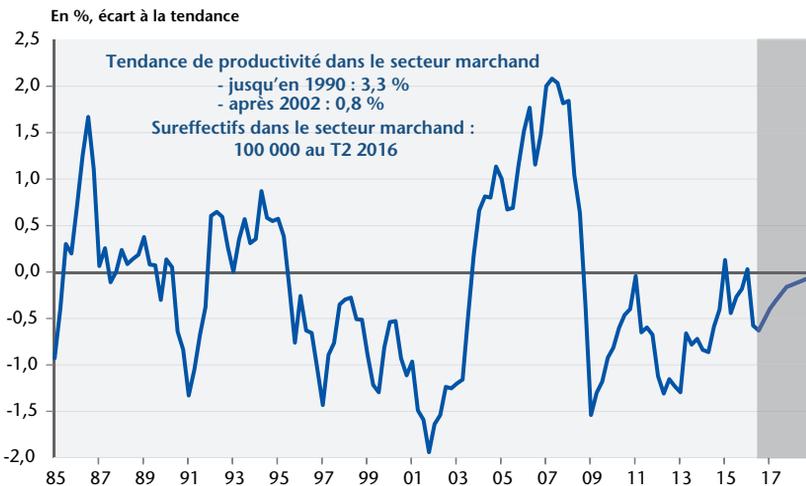
Selon cette équation d'emploi, il apparaît qu'après un redressement du cycle de productivité entre le premier trimestre 2009 et la fin 2010, la rechute de l'activité a conduit à nouveau à une baisse des gains de productivité à partir du deuxième trimestre 2011 (graphique 22), ceux-ci s'écartant de leur tendance de long terme. Le cycle a ainsi atteint un point bas au deuxième trimestre 2012, s'expliquant par la panne de croissance au premier semestre avant de débiter son redressement au deuxième trimestre 2013.

Quasiment refermé début 2016 à la suite de la forte croissance enregistrée au premier trimestre, le cycle de productivité s'est à nouveau creusé au deuxième trimestre 2016, la baisse de la valeur ajoutée marchande se conjuguant à des créations d'emplois dynamiques. Les politiques de baisse du coût du travail (le CICE, puis le premier volet du Pacte de responsabilité qui porte sur les « bas salaires »), qui enrichissent la croissance en emplois, ont abaissé temporairement la tendance de productivité, de l'ordre de 0,2 point en 2014 et de 0,4 point en 2015. En 2016-2017, les mesures de baisse du coût du travail continueraient à ralentir la tendance de productivité de 0,2 point par an, à 0,6 % de croissance annuelle (puis 0,7 % en 2018).

Au regard du cycle de productivité (-0,6 % par rapport à la tendance de long terme au deuxième trimestre 2016), il subsiste

encore des sureffectifs au sein des entreprises représentant 100 000 emplois dans le secteur marchand à la mi-2016. Ainsi, compte tenu de l'accélération de la croissance de la valeur ajoutée marchande à partir du dernier trimestre 2016, supérieur à la croissance potentielle, le cycle de productivité se refermerait à l'horizon de la prévision, avec un rattrapage progressif de la productivité par rapport à sa tendance. Les gains de productivité augmenteraient en moyenne de 0,2 point par trimestre, ce qui implique une fermeture du cycle de productivité fin 2018 (graphique 22).

Graphique 22. Cycle de productivité dans les secteurs marchands



CICE et Pacte de responsabilité en soutien de l'emploi

Face à l'atonie de la croissance depuis 2012 et pour tenir son engagement d'inversion de la courbe du chômage, le gouvernement a mis en place un certain nombre de mesures fiscales réduisant le coût du travail de façon à enrichir la croissance en emplois. La baisse du coût du travail, que ce soit par le biais du CICE, du Pacte de responsabilité et dans une moindre mesure des contrats de génération, permet à production donnée d'accroître le volume d'emplois, et ce d'autant plus que ces mesures ciblent les bas salaires. La dernière mesure décidée par le gouvernement dans le cadre du Plan d'urgence pour l'emploi poursuit cet objectif, en fournissant une prime temporaire pour les embauches de salariés

dont les salaires sont compris entre 1 et 1,3 SMIC¹², là où l'élasticité du coût du travail à l'emploi est la plus forte. Par ailleurs, en dehors des mesures fiscales, les politiques d'emplois aidés, avec la mise en place des emplois d'avenir ont permis de compenser en partie les destructions observées dans le secteur marchand entre 2012 et 2014.

Dans notre prévision d'emploi, nous avons pris en compte les effets sur l'emploi du CICE (dont le taux passe de 6 à 7 % en 2017), de la prime à l'embauche pour tout CDI ou CDD de plus de 6 mois¹³ et des mesures d'allègement de cotisations sociales patronales comprises dans le Pacte de responsabilité. Concernant ce dernier, nous avons distingué l'allègement portant sur les bas salaires (entre 1 et 1,6 SMIC) – dont on attend un effet plus fort sur l'emploi *via* une élasticité de l'emploi à son coût plus élevée aux abords du SMIC puis décroissante avec le niveau de salaire – de l'allègement uniforme entre 1,6 et 3,5 SMIC¹⁴. Les effets cumulés du CICE et du Pacte de responsabilité, en tenant compte de l'impact négatif du financement, permettraient de créer ou de sauvegarder 103 000 emplois en 2017 et 55 000 emplois en 2018 (tableau 8)¹⁵.

Tableau 8. Effets du CICE et du Pacte de responsabilité sur l'emploi

Variations en moyenne annuelle en milliers				
	2016	2017	2018	2013-2018
Effet brut du Pacte de responsabilité	65	67	26	187
<i>Allègement bas salaires</i>	50	34	11	125
<i>Allègement uniforme</i>	15	33	14	62
Effet brut du CICE	101	95	29	369
Effet brut du Pacte + CICE	166	162	55	557
Financement (Mds €)	5	5	0	29
Effet du financement sur l'emploi	-72	-59	0	-239
Effet net du Pacte, du CICE et du financement	94	103	55	296

Sources : INSEE ; calculs et prévisions OFCE 2016-2018, octobre 2016.

12. La prime à l'embauche concerne toute embauche de plus de 6 mois ayant lieu en 2016-2017 dans les entreprises de moins de 250 salariés. Durant les deux premières années du contrat, l'embauche donne droit à une prime trimestrielle de 500 euros, soit 4 000 euros au maximum.

13. Nous avons retenu 1 million de contrats signés en 2016 et en 2017, avec un effet net sur les créations d'emplois de 5 000 par trimestre sur la période 2016-2017.

14. Pour plus de détails, voir Ducoudré *et al.*, 2016, « CICE et Pacte de responsabilité : une évaluation selon la position dans le cycle », *Revue de l'OFCE*, 146, janvier.

15. Pour rappel, l'État devrait reverser aux entreprises 18,9 milliards d'euros par an en moyenne pour le CICE sur la période 2016-2017, 4,5 milliards par an pour les allègements sur les bas salaires sur la période 2016-2017 et 3,4 puis 4,5 milliards d'euros sur la période 2016-2017 pour l'allègement uniforme entre 1,6 et 3,5 SMIC. Ces transferts sont financés aux deux tiers par des économies sur la dépense publique et pour un tiers par une hausse des prélèvements fiscaux.

Contrats aidés non marchands : toujours dynamiques en 2016

En 2013-2014, face à la dégradation du marché du travail, 380 000 contrats aidés dans le secteur non-marchand ont été signés en moyenne chaque année (tableau 9). La montée en charge des emplois d'avenir, dont la durée moyenne est de 2 ans, ainsi que l'allongement de la durée des CUI-CAE avec pour objectif une durée moyenne des contrats de 10,5 mois contre 7 mois en 2012, ont permis une forte progression des effectifs de contrats aidés. Début 2016 la hausse s'est poursuivie, du fait d'une concentration au premier semestre des contrats prévus dans la Loi de finances pour 2016 : le stock d'emplois aidés a ainsi atteint 307 000 au deuxième trimestre 2016 (graphique 23).

Afin d'éviter une forte baisse du stock d'emplois aidés au deuxième semestre 2016, 120 000 contrats aidés supplémentaires ont été budgétés par rapport à la Loi de finances initiale. Au deuxième semestre 2016, le nombre de contrats aidés non-marchands augmenterait légèrement (+18 000). En 2017, nous avons inscrit en prévision une stabilisation du stock de contrats aidés, correspondant à 293 000 CAE et 50 000 emplois d'avenir

Graphique 23. Contrats aidés dans le secteur non marchand



Champ : France métropolitaine.

Note : la baisse des CUI-CAE observée au deuxième semestre 2014 provient du basculement des CAE des entreprises d'insertion en CDDI (CDD d'insertion).

Sources : DARES ; prévisions OFCE 2016-2018, octobre 2016.

non-marchands signés chaque année (tableau 9). Ce n'est pas ce qui est inscrit dans le Projet de loi de finances (PLF) pour 2017 qui prévoit une baisse significative de ces dispositifs en 2017. En effet, le nombre de contrats prévus dans le PLF 2017 est en baisse par rapport à 2016 (200 000 CAE et 35 000 emplois d'avenir¹⁶ en 2017 contre 305 000 CAE et 65 000 emplois d'avenir en 2016), et impliquerait une diminution d'environ 80 000 du stock d'emplois aidés en 2017.

Tableau 9. Contrats aidés dans le secteur non marchand

En fin d'année (t4)	CAE	CA	CUI-CAE	EAV	TOTAL
Entrées (en milliers)					
2009	260	98	0	0	358
2010	0	0	377	0	377
2011	0	0	357	0	357
2012	0	0	402	1	403
2013	0	0	369	58	427
2014	0	0	277	61	338
2015	0	0	249	54	303
2016	0	0	286	44	330
2017	0	0	293	48	341
2018	0	0	293	48	341
Effectifs (en milliers)					
2009	156	70	0	0	226
2010	20	8	245	0	273
2011	1	1	198	0	200
2012	0	0	204	0	204
2013	0	0	214	51	265
2014	0	0	205	82	287
2015	0	0	206	88	294
2016	0	0	251	75	326
2017	0	0	256	74	330
2018	0	0	256	74	330

Champ : France métropolitaine.

Note : Les contrats aidés du secteur non marchand comprennent les contrats d'accompagnement à l'emploi (CAE), les contrats d'avenir (CA), les contrats uniques d'insertion (CUI-CAE) et les emplois d'avenir (EAV).

Sources : INSEE ; ministère du Travail ; prévisions OFCE 2016-2018, octobre 2016.

16. Dont 33 % dans le secteur marchand.

La lente décreue du chômage

Après une stabilisation en 2013 sous l'effet principalement de la montée en charge des contrats aidés, le chômage au sens du BIT est reparti fortement à la hausse en 2014 (+123 000 en glissement annuel, tableau 1). Le dynamisme de la population active (+197 000 personnes) et les destructions d'emplois salariés dans le secteur marchand (-55 000) expliquent une part importante de cette hausse. Avec la reprise des créations d'emplois marchands, l'année 2015 marque un tournant (-63 000 chômeurs au sens du BIT) après quatre années de hausse du chômage.

En 2016-2018, la population active resterait dynamique (140 000 actifs par an en plus en moyenne). Le dynamisme des créations d'emplois aurait un effet positif sur la population active *via* un effet de flexion, des personnes inactives étant incitées à revenir sur le marché du travail du fait de l'amélioration des conditions sur ce dernier.

La montée en charge du Plan d'urgence pour l'emploi prévoyant 500 000 formations supplémentaires se traduirait par une hausse transitoirement plus faible de la population active en 2016 (+94 000). Les chômeurs de longue durée entrés en formation en 2016 sortiraient provisoirement de la population active (-30 000 personnes) pour y être à nouveau comptabilisés en 2017 (+30 000 personnes). Mécaniquement, une montée en charge différente des entrées en formation modifierait le profil du taux de chômage sans pour autant modifier les créations d'emplois. En effet, nous n'avons pas retenu d'effet à court terme du plan formation sur les créations nettes d'emplois. Si la formation dispensée aux chômeurs de longue durée accroît individuellement leur probabilité de retour à l'emploi, il est à ce stade difficile d'évaluer son impact au niveau macroéconomique car cela suppose de quantifier les emplois non pourvus qui le deviendraient grâce au plan de formation. Or, compte tenu de la situation générale de l'économie française caractérisée par un *output gap* négatif traduisant l'existence d'un chômage conjoncturel, l'emploi total ne peut significativement augmenter à court terme du simple fait de la formation des chômeurs. L'effort de formation en leur faveur aurait surtout pour conséquence de modifier à court terme leur place dans la file d'attente de l'emploi.

En 2016-2017, l'emploi total serait relativement dynamique (+219 000 en 2016 et +180 000 en 2017), soit un rythme suffisant pour faire baisser le chômage. Il atteindrait 9,4 % au quatrième trimestre 2016¹⁷. La fin du plan de formation au deuxième semestre 2017 se traduirait par un retour des chômeurs en formation au sein de la population active, ce qui freinerait la baisse du chômage en 2017 après la forte baisse de 2016 (-125 000 personnes en 2016, en glissement annuel, et -16 000 en 2017). À partir de 2017, le taux de chômage en France métropolitaine diminuerait donc lentement pour atteindre 9,2 % de la population active en fin d'année 2018 (tableau 10).

Tableau 10. Projections de population active

En milliers, en glissement annuel

	2012	2013	2014	2015	2016	2017*	2018*
Population active potentielle	106	109	137	140	120	164	130
- Projection tendancielle au sens du BIT	135	121	135	128	128	128	128
- Effet de flexion	-7	3	-7	7	8	5	2
- Entrées en formation	-8	-1	2	-1	-30	30	0
- Effet retraits d'activité CTP/CRP/CSP	-13	-13	7	6	15	2	0
Population active observée	295	134	197	140	94	164	130
Défaut de bouclage	189	25	60	0	-26	0	0

* prévisions OFCE

Sources : INSEE ; ministère du Travail ; prévisions OFCE 2016-2018, octobre 2016.

17. Hors effet du plan de formation, le chômage atteindrait 9,5% de la population active fin 2016.

5. Pouvoir d'achat : ça va mieux mais pas encore bien

Les ménages, à travers l'évolution de leur pouvoir d'achat, ont été les principaux contributeurs au redressement des comptes publics. Entre 1999 et 2007, le dynamisme des salaires et des prestations sociales a largement compensé la croissance des impôts et des cotisations sociales (salariées et non-salariées) alimentant ainsi le pouvoir d'achat par ménage qui s'accroissait en moyenne de 536 euros par an sur la période (tableau 11). Dès 2008, la contraction de l'emploi qui ralentissait la croissance de la masse salariale, a entamé celle du pouvoir d'achat. Entre 2008 et 2010, l'érosion du pouvoir d'achat par ménage s'explique par la baisse des revenus du travail (-298 euros par ménage) et de ceux du capital (-614 euros). Malgré tout, la nette augmentation des prestations sociales sur la période (+1 023 euros par ménage) a enrayé la baisse du pouvoir d'achat qui a crû de 37 euros par ménage et par an.

Dès 2011, l'augmentation importante des prélèvements sur les ménages (encadré 5), associée à la dégradation continue du marché de l'emploi, a entraîné une forte baisse du pouvoir d'achat des ménages. Entre 2011 et 2014, les prélèvements ont progressé de 1 167 euros par ménage. Associées à une dégradation du marché de l'emploi, ces évolutions ont impacté négativement le pouvoir d'achat qui a reculé de 1 758 euros en moyenne par ménage en 4 ans.

L'arrêt de la dégradation du marché de l'emploi depuis 2015 et le tassement des prélèvements obligatoires ont entraîné une accélération du pouvoir d'achat des ménages par rapport à 2014. En 2015, les revenus du travail ont ainsi progressé de 353 euros par ménage, soit la hausse la plus importante observée depuis 2002. Associé au relatif tassement des prélèvements obligatoires (+155 euros par ménage), ce dynamisme de la masse salariale a entraîné une augmentation du pouvoir d'achat du RDB de 390 euros par ménage, soit la hausse la plus importante observée depuis 2007.

Tableau 11. Décomposition du pouvoir d'achat par ménage

En euros de 2014

		Revenus du travail (y.c. EBE des EI)	Revenus du capital (y.c. loyers implicites)	Prestations sociales en espèces	Autres ressources	Total ressources	Impôts sur le revenu et le patrimoine	Cotisations sociales (salariées et non salariées)	Total charges	RDB réel (euros de 2014)
Variation cumulée	1999-2007	3 557	1 273	1 406	-92	6 144	-475	-844	-1 319	4825
	2008-2017 <i>dont</i>	234	-1 011	1 916	-89	1 051	-1 017	-532	-1 549	-350
	2008-2010	-298	-614	1 023	-1	110	36	-36	0	110
	2011-2014	-694	-347	612	-161	-590	-916	-251	-1 167	-1 758
	2015-2017	1 227	-50	282	74	1 532	-137	-245	-382	1 298
Variation annuelle moyenne	1999-2007	395	141	156	-10	683	-53	-94	-147	536
	2008-2016 <i>dont</i>	26	-112	213	-10	117	-113	-59	-172	-39
	2008-2010	-99	-205	341	0	37	12	-12	0	37
	2011-2014	-174	-87	153	-40	-148	-229	-63	-292	-439
	2015-2017	409	-17	94	25	511	-46	-82	-127	433

Sources : INSEE, calculs OFCE.

En 2016, l'amélioration du pouvoir d'achat devrait se poursuivre (+ 657 euros par ménage), grâce notamment aux salaires réels encore dynamiques (+1,3 %) à l'amélioration du marché de l'emploi et au fait que les prélèvements fiscaux et sociaux ne devraient pas peser sur l'amélioration du pouvoir d'achat. En 2017, le pouvoir d'achat devrait continuer son redressement (+219 euros par ménage) sous l'effet des mêmes leviers : l'amélioration de la situation de l'emploi et le relatif desserrement de la contrainte fiscale. En revanche, le net ralentissement de la croissance des prestations sociales en raison de la baisse du chômage et des engagements de réduction de dépenses publiques contribuerait moins positivement à la croissance du pouvoir d'achat.

Malgré trois années de redressement du pouvoir d'achat par ménage, favorisé par un prix du pétrole bon marché, celui-ci devrait rester en 2017 inférieur de 460 euros à son niveau de 2010, point de départ de la politique d'austérité et de l'accroissement de la pression fiscale sur les ménages.

Encadré 5. Impôts directs et prestations : quel impact redistributif de la rigueur budgétaire ?

Le modèle de micro-simulation Ines permet de simuler les effets de la législation sociale et fiscale française¹⁸ et des impacts liés à sa modification. Basé sur les enquêtes Revenus fiscaux et sociaux (ERFS) de l'Insee, qui comprennent plusieurs centaines d'informations sur chaque individu et des données précises sur les revenus, issues des déclarations fiscales, ce modèle permet d'évaluer l'impact budgétaire et les effets redistributifs des réformes portant sur les prélèvements et prestations sociales, réformes déjà mises en œuvre ou en cours de discussion. Le modèle Ines simule les prélèvements sociaux et fiscaux directs, comprenant les cotisations sociales, la CSG, la CRDS et l'impôt sur le revenu (*y. c.* la prime pour l'emploi). Les prestations sociales simulées intègrent : les aides personnelles au logement, les principaux minima sociaux (revenu de solidarité active (RSA), allocation pour adulte handicapé (AAH) et de ses compléments, allocations du minimum vieillesse et l'allocation supplémentaire d'invalidité (ASI)), les prestations familiales (allocations familiales (AF), complément familial, allocation de rentrée scolaire (ARS) et bourses du secondaire, prestation d'accueil du jeune

18. Le code source et la documentation du modèle de microsimulation Ines a été ouvert au public en juin 2016 (<https://adullact.net/projects/ines-libre>). La version 2015 du modèle a été mise à disposition de l'OFCE par l'INSEE et la DRESS depuis le 1^{er} octobre 2016.

enfant (Paje) et ses compléments (complément libre choix d'activité – CLCA – et complément libre choix du mode de garde - CMG), subventions publiques pour la garde d'enfants en crèches collectives et familiales, allocation de soutien familial (ASF) et allocation d'éducation de l'enfant handicapé (AEEH). Les principales omissions concernent les taxes et aides locales (taxe foncière par exemple) et l'Impôt de solidarité sur la fortune. Les pensions de retraite, les allocations chômage et la taxe d'habitation ne sont pas simulées mais sont présentes dans les données et vieillies par le modèle à l'image des salaires et des revenus avant redistribution. Les prélèvements indirects n'entrent pas non plus dans le champ d'analyse du modèle Ines *stricto sensu*¹⁹.

L'année 2010 est celle précédant le tournant de la rigueur²⁰. En appliquant, à l'année 2015, les paramètres législatifs actualisés de l'année 2010 (voir l'illustration ci-dessous), le modèle de micro-simulation Ines permet ainsi de mesurer l'impact budgétaire et redistributif de certaines des politiques fiscales et sociales menées entre 2010 et 2015. Les politiques fiscales retenues pour cet exercice sont celles qui touchent à l'impôt sur le revenu, aux cotisations sociales et à l'ensemble des prestations sociales mentionnées ci-dessus. Les pensions de retraite, les allocations chômage et la taxe d'habitation ne sont pas simulées mais présentes dans les données. L'impact redistributif des réformes dans ces domaines ne peut ainsi pas être étudié par le modèle Ines. Cette analyse reste donc partielle et sera complétée ultérieurement sur ces dimensions. Pour le moment, l'exercice réalisé ici sur la partie fiscale porte sur 43 % des prélèvements obligatoires pesant sur les ménages. Notons également que les conséquences macroéconomiques des différentes politiques mises en œuvre (au travers par exemple de son impact sur le chômage, de l'évolution des taux d'intérêt ou des prix de l'immobilier) ne sont pas prises en compte.

Pour conduire cette analyse, il est nécessaire de construire un contrefactuel « législatif » plus complexe que la simple application des paramètres législatifs en place à l'année de référence (ici 2010). En effet, l'exercice aurait consisté à réduire la valeur réelle de l'ensemble des seuils et des barèmes de la législation. Pour la construction du « contrefactuel législatif », nous décidons de fixer les conditions d'évolution de la législation socio-fiscale relative à l'impôt sur le revenu, aux cotisations et aux prestations depuis 2010 (voir l'illustration ci-dessous) sous l'hypothèse que celles-ci n'altèrent pas le pouvoir d'achat des ménages. La définition de ce contrefactuel législatif nécessite des choix d'hypothèses qui ont une influence sur les résultats.

19. Un module complémentaire a été développé par l'INSEE et la DREES mais nécessite l'accès à l'enquête Budget des Familles de l'INSEE. L'OFCE devrait être en capacité d'exploiter ce module d'ici la fin de l'année 2016.

20. Voir M. Plane et R. Sampognaro, 2015, « Baisse de la fiscalité des entreprises mais hausse de celle des ménages », *Blog de l'OFCE*.

Ainsi, le choix a été fait d'indexer unitairement l'ensemble des seuils et barèmes des prélèvements fiscaux et sociaux – impôt sur le revenu des personnes physiques (IRPP), les cotisations sociales, la CSG, la CRDS²¹ – sur l'évolution du salaire mensuel de base (SMB) de l'année précédente ($n-1$)²². L'ensemble des seuils et barèmes des prestations sociales (allocations familiales, minima sociaux, allocation personne handicapée, bourses, allocations logement et couverture maladie universelle complémentaire) ont été indexés sur l'indice des prix à la consommation (hors tabac) de l'année précédente ($n-1$). L'ensemble des taux de prélèvements et de prestations (lorsqu'ils sont définis par des taux) sont quant à eux figés à leur niveau de 2010.

À titre d'exemple, le barème de l'IRPP a fortement évolué entre 2010 et 2015. Dans notre contrefactuel législatif, l'hypothèse est faite que la première tranche d'imposition demeure en 2015 à 5,5 % (contre 14 %), que la dernière tranche d'imposition s'élève à 41 % (contre 45 %), que les seuils d'imposition ont suivi l'évolution des salaires, soit 10,9% sur la période (contre 2,7 %) tout comme le montant de la décote, ou encore les plafonds du quotient familial.

Illustration. Construction du contrefactuel législatif pour évaluer l'impact de l'austérité

$$\begin{aligned} R_{15} &= RP_{15} + PS_{15} - PO_{15} \\ \tilde{R}_{15} &= RP_{15} + \tilde{PS}_{10} - \tilde{PO}_{10} \\ \text{avec } \tilde{PS}_{10} &= (1 + i_{10-15}) \times PS_{10} \\ \text{et } \tilde{PO}_{15} &= (1 + \text{Tx croissance SMB}_{10-15}) \times PO_{10} \\ \text{Impact} &= R_{15} - \tilde{R}_{15} \end{aligned}$$

R_{15} est le revenu disponible après redistribution observé en 2015, \tilde{R}_{15} le revenu disponible après redistribution simulé dans le cadre du contrefactuel législatif, RP est le revenu avant redistribution (revenu primaire). PS sont les prestations sociales simulées dans Ines (minimas sociaux, allocations familiales, CMUC). PO sont les impôts et cotisations simulés dans Ines et retenus dans notre exercice (IRPP, CSG, CRDS, cotisations santé). i_{10-15} est l'inflation cumulée de 2010 à 2015. SMB est le salaire moyen de base.

Nous considérons de fait que l'ensemble des écarts législatifs pouvant exister entre la législation 2010 « actualisée » et la législation en place en 2015 sont le résultat de décisions budgétaires visant à augmenter (ou à réduire) délibérément les prélèvements et/ou les prestations. Nous appliquons ainsi les règles décrites précédemment à l'ensemble des

21. Au cours de la période 2012-2015, les impôts locaux ont augmenté de 2,2 milliards d'euros et la taxation indirecte et écologique s'est accrue de 9,5 milliards d'euros.

22. Bien qu'elle permette de satisfaire l'objectif de stabilité du taux de prélèvements obligatoires des ménages, cette hypothèse forte surestime l'impact des mesures discrétionnaires comparativement à une indexation sur les prix. Selon nos simulations, l'indexation sur les prix des barèmes de prélèvements réduirait l'impact sur le niveau de vie d'en moyenne 0,3 point de niveau de vie par décile.

prélèvements et des prestations présents dans le modèle Ines²³ (voir l'illustration ci-dessus).

Les simulations sont opérées sur la base de l'enquête Revenus fiscaux et sociaux (ERFS) de 2013 dont l'échantillon est « vieilli » jusqu'en 2015. La structure de la population et des salaires est donc identique lors de la comparaison entre la législation effective et la législation 2010 « actualisée ». Les allocations chômage et les pensions de retraite étant présentes mais non simulées dans le modèle Ines, nous avons fait le choix de ne pas modifier les cotisations afférentes à ces deux types de prestations. *A contrario*, l'ensemble des autres cotisations (CSG, CRDS, Santé, ...) et l'impôt sur le revenu ainsi que l'ensemble des minima sociaux, les allocations familiales, les allocations logements et la CMUC sont simulés.

Bien qu'ils ne soient pas directement comparables aux évolutions des taux de prélèvements obligatoires (PO) macro-économiques du fait de l'exclusion dans la simulation de certains prélèvements comme les taxes indirectes (TVA, TICPE, ...) et les impôts locaux, les résultats issus de la micro simulation confirment les quantifications macroéconomiques retenues dans notre prévision. En revanche, la simulation intègre le volet « dépenses sociales » que l'on ne retrouve pas dans l'analyse seule des PO. Hors crédit d'impôts et PPE, le montant collecté de l'IRPP était ainsi, en 2015, 15,7 % plus élevé que le niveau qui aurait été le sien s'il avait suivi une simple indexation sur le salaire de base (SMB). Le gel des seuils d'entrée dans l'IR en 2012 et 2013 et la création d'une tranche au taux marginal de 45 % ont augmenté le rendement de l'IRPP, et ce malgré la suppression en 2015 de la première tranche d'imposition.

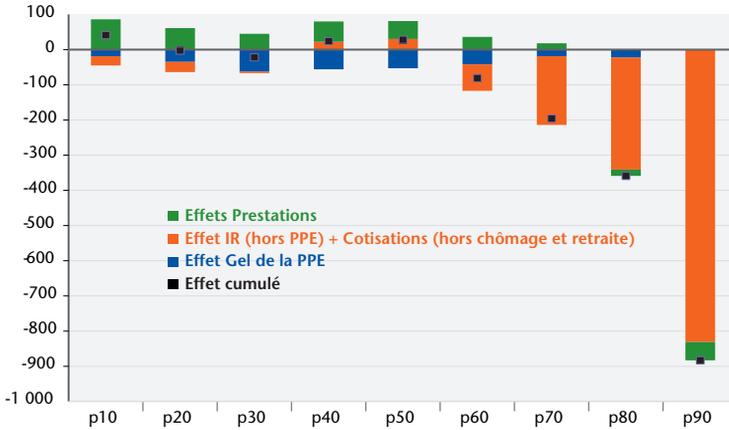
Associées à la suppression du prélèvement forfaitaire libératoire sur les revenus financiers en 2013 et à l'évolution importante de la CSG, les mesures concernant l'impôt sur le revenu au sens large (IRPP et CSG) ont entraîné une augmentation de ce dernier de 7,6 % sur la période 2010-15, soit près de 11 milliards d'euros.

Si dans le même temps, les barèmes de certaines prestations sociales ont été réévalués plus rapidement que la simple inflation, d'autres ont été sous indexés comme les aides au logement ou fortement modifiés comme les allocations familiales. L'évolution relativement positive des prestations sociales (+890 millions d'euros) par rapport au scénario contrefactuel n'a donc pas suffi à compenser l'augmentation de la pression fiscale (+11 milliards d'euros de prélèvements).

Le modèle de micro simulation Ines permet d'établir, par décile de niveau de vie, l'impact des mesures étudiées (graphiques 24 et 25). Les enregistrements d'une telle étude sont nombreux.

23. Pour une description exhaustive des paramètres sociaux et fiscaux présents dans le modèle Ines, voir : <http://drees.social-sante.gouv.fr/etudes-et-statistiques/open-data/aide-et-action-sociale/article/le-modele-de-microsimulation-ines>

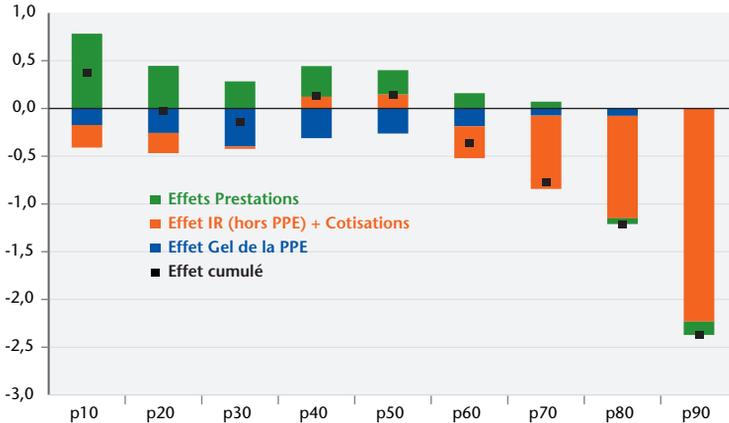
Graphique 24. Impact monétaire des mesures discrétionnaires 2010-2015 par décile de niveau de vie (en euros)



Lecture : En 2015, le seuil d'entrée dans le dernier décile de niveau de vie était inférieur de 883 euros à celui du contrefactuel législatif.

Sources : INSEE, DREES et DGFIP, modèle INES, ERF5 2013, calculs OFCE.

Graphique 25. Impact monétaire des mesures discrétionnaires 2010-2015 par décile de niveau de vie (en % du niveau de vie)



Lecture : En 2015, le seuil d'entrée dans le dernier décile de niveau de vie était inférieur de 2,4 % à celui du contrefactuel législatif.

Sources : INSEE, DREES et DGFIP, modèle INES, ERF5 2013, calculs OFCE.

D'une part, il apparaît que les revalorisations des minima sociaux et de certaines prestations familiales ont profité aux ménages au niveau de vie inférieur à la médiane. *A contrario*, les ménages les plus aisés ont logiquement été impactés négativement par la modulation des allocations familiales.

D'autre part, l'ensemble des ménages a subi les conséquences de la hausse importante des prélèvements directs. Ainsi, le gel du barème de la prime pour l'emploi (PPE), qui a permis une économie de plus de 1,3 milliard d'euros comparativement au contrefactuel législatif, a eu un impact significatif sur l'évolution du niveau de vie des ménages des premiers déciles ne permettant pas de compenser la suppression de la première tranche d'imposition sur le revenu pour les ménages à partir du 4^e décile. De même, la sous-indexation des barèmes, associée au plafonnement des allocations familiales, à l'ajout d'une tranche supplémentaire d'imposition à 45 % et à l'alignement des conditions d'imposition des revenus du capital à ceux du travail ont fortement réduit le niveau de vie des ménages appartenant aux quatre derniers déciles de niveau de vie.

Au final, les mesures étudiées ont eu impact négatif de plus de 9 milliards d'euros sur le niveau de vie des ménages français. Si l'effort a semble-t-il été réparti plutôt sur les ménages les plus aisés, notre analyse n'intègre pas les effets induits par la hausse importante de la fiscalité locale et indirecte dont les effets régressifs ont été largement démontrés. Alors qu'elle ne pèse que 7,6 % du niveau de vie des ménages du dernier décile, la fiscalité indirecte représente 16,6 % du niveau de vie des ménages du premier décile²⁴. De fait, l'augmentation de la fiscalité écologique, de certaines accises ou des taux normaux et intermédiaires de TVA intervenue en 2014 a, en proportion, davantage impacté les ménages les plus modestes. De même, les augmentations importantes de la fiscalité locale intervenues sur la période ont également pesé sur le pouvoir d'achat des ménages.

La consommation des ménages comme moteur de la croissance ?

Le dynamisme retrouvé du pouvoir d'achat des ménages en 2015 n'a pas été affecté dans son intégralité à la consommation. Il a aussi alimenté la hausse du taux d'épargne qui s'est ainsi accru de près de 1 point entre la fin 2014 et la fin 2015, contrepartie d'une hausse de 2 % du RDB réel et d'une hausse moindre de la consommation des ménages, 0,9 % en volume sur la même période.

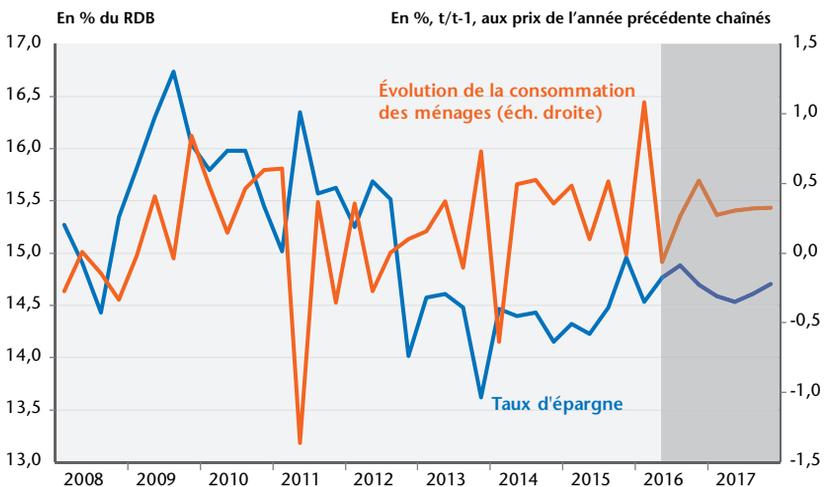
La consommation a naturellement bénéficié de l'effet « pétrole », notamment au premier trimestre 2015 avec un rebond

24. Voir N. Ruiz et A. Trannoy, 2008, « Le caractère régressif des taxes indirectes : les enseignements d'un modèle de microsimulation », *Économie et Statistique* ou Conseil des prélèvements obligatoires (2015), « Les effets redistributifs de la TVA », *Rapport particulier*.

de 0,6 %. Elle a ensuite enregistré des évolutions plus hésitantes notamment au cours de la fin d'année 2015 perturbée par un certain nombre de facteurs ponctuels. D'abord, les températures anormalement clémentes de l'automne ont réduit la consommation de produits énergétiques. Ensuite, l'effet des attentats terroristes du 13 novembre sur les segments de consommation tels que le commerce, l'hébergement et la restauration a été significatif. Au total, la consommation des ménages a reculé de 0,1 % au quatrième trimestre 2015, ce qui, compte tenu du dynamisme du revenu, a gonflé l'épargne de +0,4 point, atteignant ainsi 15,9 % du RDB à la fin 2015.

En 2016, à la suite d'un premier trimestre très dynamique (+1,1 %), la consommation des ménages a connu un deuxième trimestre décevant (-0,1 %). Au cours du second semestre, cette dernière devrait retrouver des rythmes de croissance comparables à ceux observés en 2015. En moyenne sur l'année 2016, la consommation des ménages devrait croître de 1,5 % (comme en 2015) sous l'effet notamment du dynamisme des revenus et du maintien d'un prix du pétrole bas. L'attentisme engendré par une situation internationale anxiogène devrait se poursuivre et le taux d'épargne devrait continuer à croître de 0,2 point de RDB en 2016. En 2017, le ralentissement de la croissance du pouvoir d'achat, en raison notamment d'une inflation plus importante liée à un prix du

Graphique 26. Consommation et taux d'épargne des ménages



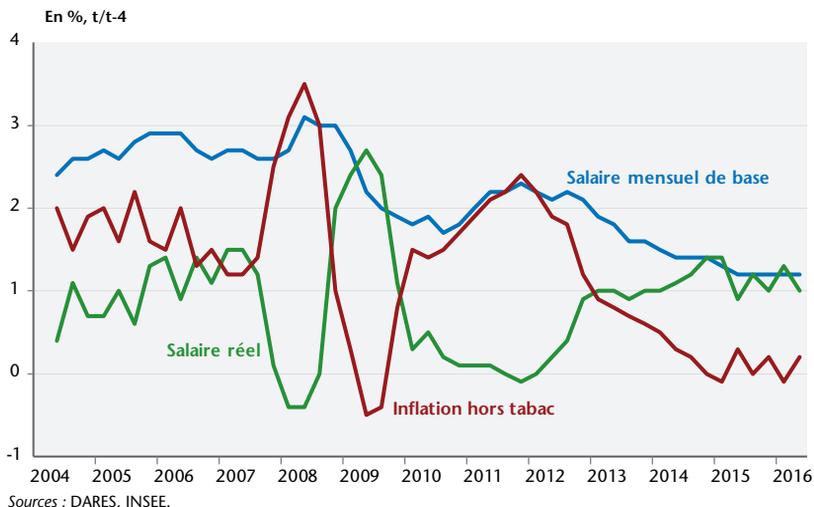
Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévisions OFCE 2016-2018, octobre 2016.

pétrole plus élevé, conduirait à un moindre dynamisme de la consommation des ménages, qui devrait s'accroître de 1,3 %. Le taux d'épargne des ménages devrait quant à lui se contracter de 0,1 point (graphique 26).

Des salaires réels dynamiques

La désinflation, tirée vers le bas par le sous-emploi chronique depuis plusieurs années, et par le contre choc pétrolier survenu à la mi-2014, a permis un redressement de la progression du pouvoir d'achat des salaires réels en l'absence de réduction proportionnelle du salaire nominal (graphique 27). Un premier élément d'explication à cette inertie des salaires nominaux peut tenir à la « surprise » qu'a constituée chaque année la désinflation enclenchée en 2012 par rapport aux anticipations de début d'année et qui a pu créer un décalage entre l'inflation réalisée et celle qui a servi de base aux négociations collectives de revalorisation des salaires incorporant une inflation plus élevée. Il est probable aussi qu'une partie du CICE et du Pacte de responsabilité ait été redistribuée sous forme de salaire par les entreprises, les salariés ayant pu en particulier chercher à compenser la hausse de la TVA le 1^{er} janvier 2014²⁵.

Graphique 27. Salaires individuels et taux d'inflation



25. Ducoudré B., Heyer É. et Plane M., 2015, « Que nous apprennent les données macrosectorielles sur les premiers effets du CICE », *Document de travail de l'OFCE*, 2015-29, décembre.

Cette hausse des salaires réels individuels, couplée à la reprise des créations d'emplois en 2015, a soutenu la masse salariale et au final permis des gains substantiels de pouvoir d'achat du RDB qui, au deuxième trimestre 2016, ont atteint 2 % d'une année sur l'autre.

L'épuisement des effets désinflationnistes du contre-choc pétrolier et la remontée du prix du brut qui se poursuivrait à l'horizon de la prévision jusqu'à 52 euros par baril depuis son point bas de début 2016 (31 euros par baril) devraient marquer le terme de la phase de désinflation. De plus, la reprise du mouvement de dépréciation de la devise européenne, de 1,10 euro pour 1 dollar à la mi-octobre 2016 à 1,05 selon notre prévision, contribuera au renchérissement des prix d'importation. L'inflation devrait donc avoir atteint un point bas au deuxième trimestre 2016 avant de revenir positive dans la seconde moitié de 2016. À l'horizon 2017, la hausse des prix se rapprocherait des 2 % en glissement annuel, en partie sous l'effet du redressement du prix de pétrole et de la dépréciation de l'euro. Hors ces deux effets, l'inflation dépasserait à peine 1 % à la fin 2017 pour atteindre 1,5 % l'année suivante (encadré 6).

Encadré 6. La boucle prix-salaires

Les prévisions d'inflation s'appuient sur la modélisation d'une boucle prix-salaires qui estime les paramètres des relations qui régissent les rapports entre salariés et entreprises : les employeurs répercutent les hausses de salaires sur les prix pour préserver leurs marges, tandis que les salariés répondent à la hausse des prix en tentant d'obtenir des hausses de salaires pour préserver leur pouvoir d'achat. Les fluctuations du taux de chômage autour du taux de chômage d'équilibre régulent ce jeu par la modification du rapport de force entre entreprises et salariés : la hausse du taux de chômage au-dessus du taux de chômage d'équilibre renforce de pouvoir de négociation des entreprises au détriment des salariés moins à même de pouvoir obtenir des hausses de salaires.

Deux équations modélisent ce processus. L'équation de formation des salaires (1) qui fait apparaître un terme d'indexation des salaires sur les prix (P^C), la productivité du travail (π) dont une partie de la hausse est redistribuée sous forme de salaire, le taux de chômage (U) qui régit le pouvoir de négociation des salariés, et le salaire minimum (SMIC) dont les « coups de pouce » peuvent affecter l'échelle des salaires qui en sont voisins. L'équation (2) est celle des prix de la valeur ajoutée (P^{VA}), fonction des coûts salariaux unitaires qui se décomposent en la différence entre les salaires (W) et la productivité du travail. L'élasticité entre le

prix de valeur ajoutée et le coût salarial unitaire est imposée à 1, ce qui signifie qu'à long terme les fluctuations des coûts salariaux unitaires n'affectent pas le taux de marge cible des entreprises. Les tensions sur l'appareil productif étant inflationnistes, le taux d'utilisation des capacités de production (TU) est adjoint aux coûts salariaux unitaires.

$$W_t = f_1 (P_t^c (+), \pi_t (+), U_t (-), SMIC_t (+)) \quad (1)$$

$$P_t^{VA} = f_2 ([W_t - \pi_t] (+), TU_t (+)) \quad (2)$$

La formation des prix sur le marché intérieur dépend aussi des prix des biens importés hors taxes (PM), fonction du prix du pétrole exprimé en euros ($P^{Pétrole}$) et du taux de change effectif nominal ($TCEN$).

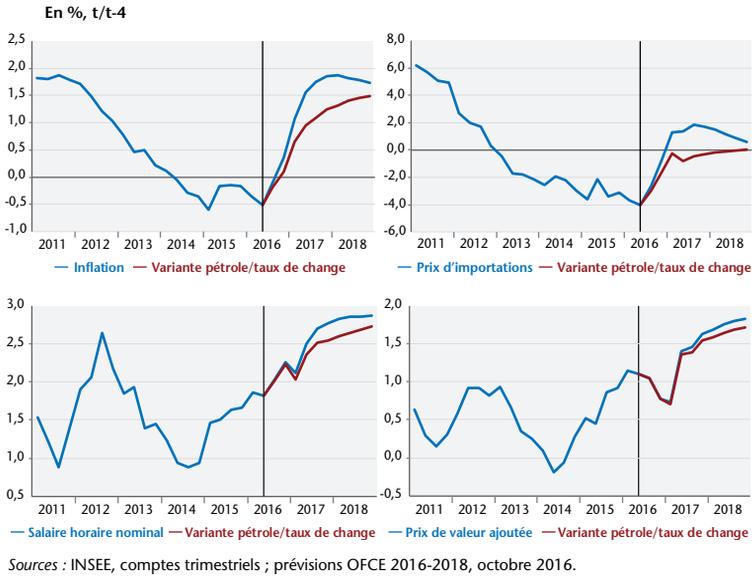
$$P_t^M = f_3 (P_t^{Pétrole} (+), TCEN_t (-)) \quad (3)$$

Enfin, une équation comptable combine les prix de valeur ajoutée et les prix d'importation hors taxes, l'ensemble étant majoré du taux de TVA pour simuler l'indice des prix TTC sur le marché intérieur (ici le déflateur de la consommation des ménages issu des comptes nationaux). Les différentes équations sont estimées par des modèles à correction d'erreur.

Conformément à ce modèle, la trajectoire de l'inflation à l'horizon 2018 sera affectée à la fois par des impulsions extérieures, à savoir les évolutions du taux de change effectif et celles du prix du pétrole, et par des impulsions internes, à savoir la réponse des salaires à ces chocs externes par le biais de l'indexation et la baisse du chômage. La remontée du prix du pétrole et la dépréciation du taux de change effectif vont relancer l'inflation importée. La variation des prix des importations redeviendrait ainsi positive au premier trimestre 2017. Les prix des importations vont donc contribuer comptablement au rebond de l'inflation. Ensuite, les mécanismes de second tour vont augmenter la croissance des salaires, en raison du surplus d'inflation. S'ajoutera à cette impulsion la baisse du taux de chômage amorcée à la fin de 2015.

Néanmoins, le rebond de l'inflation dans la seconde moitié de 2016 ne se réduit pas au seul impact des chocs extérieurs. En neutralisant ces effets, en supposant constants à leur valeur du deuxième trimestre 2016 le taux de change effectif nominal et le prix du pétrole, le rebond de l'inflation ne disparaîtrait pas, mais serait inférieur de 0,6 point à la fin 2017 (et de 0,2 à la fin 2018) par rapport à celui provenant du compte central (graphique 28).

Graphique 28. L'inflation et ses déterminants



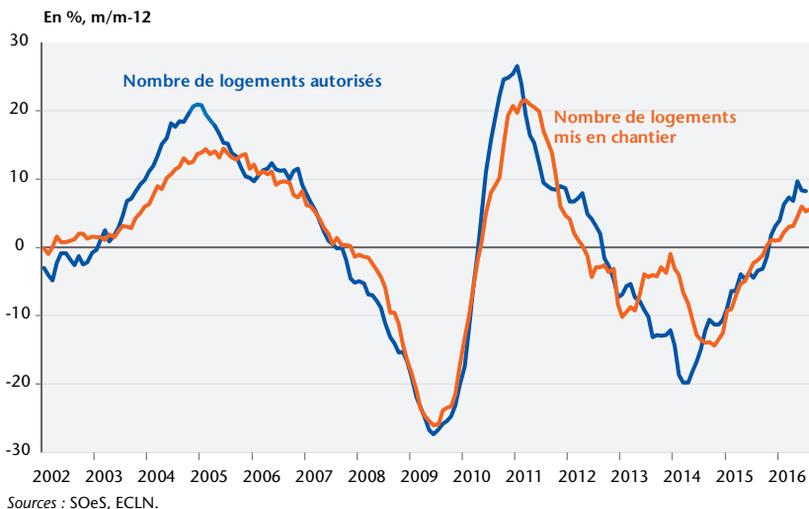
Investissement des ménages : quand la construction va ...

Le deuxième trimestre 2016 a confirmé le redressement du secteur de la construction : le nombre de logements neufs mis en vente a atteint 35 900 (+24 % par rapport au t2 2015), soit le niveau le plus élevé depuis 2007. Dans le même temps, le nombre de logements autorisés à la construction ou mis en chantier a poursuivi sa progression. Ainsi, entre juillet 2015 et juillet 2016, 356 300 constructions de logements ont été commencées et 401 200 ont été autorisées, soit respectivement 5,6 % et 8,3 % de plus qu'un an auparavant (graphique 29).

Très dégradée depuis 2012, la confiance des professionnels du secteur s'est fortement améliorée ces derniers mois. Ainsi, au deuxième trimestre 2016, pour la première fois depuis la fin 2011, les perspectives de mises en chantier dépassaient leur moyenne de long terme quel que soit le segment du parc observé (graphique 30). Notons que l'annonce du plan de relance pour la construction intervenue en août 2014 (nouveau PTZ, assouplissement du dispositif d'investissement locatif, ...) a pu avoir un effet sur l'arrêt de la dégradation des perspectives des professionnels. Malgré tout, S'il est

probable que ces annonces aient participé au redressement des perspectives des professionnels, il est important de rappeler que les déterminants de la construction de logement reposent pour la plupart sur des facteurs plus structurels (voir encadré 7).

Graphique 29. Nombre de logements autorisés et mis en chantier cumulés sur 12 mois

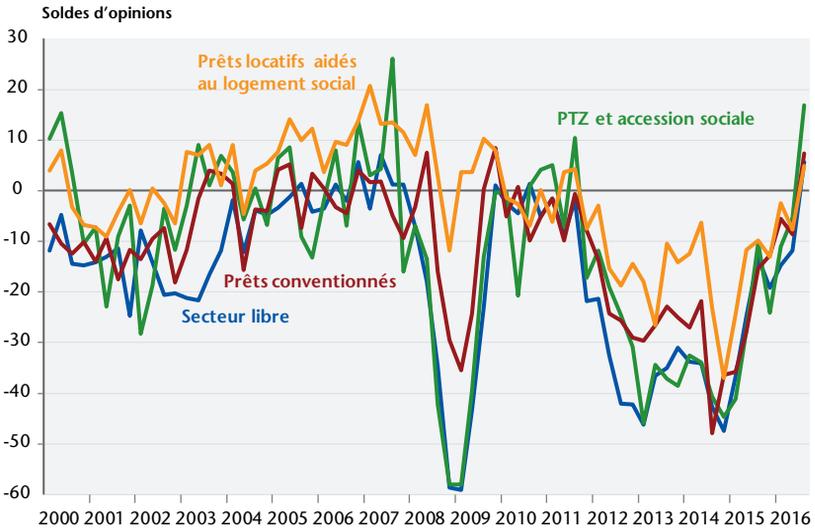


Dans les comptes nationaux, l'investissement des ménages (hors entrepreneurs individuels) se décompose en construction (82 %) et en frais liés à l'immobilier (18 %). Les frais liés aux acquisitions immobilières dans le neuf ou dans l'ancien – « frais de notaire, frais d'architecte, d'agence immobilière et TVA – sont ainsi considérés comme des dépenses d'investissement.

La FBCF en logements des ménages recouvre à parts équivalentes la construction neuve et les travaux de rénovation et de gros entretien. L'investissement en logements des ménages a particulièrement souffert des effets de la crise. Après une chute sévère dans la première phase de la crise (-17 % entre la première moitié de 2008 et le second semestre 2009), il s'est redressé quelque peu à partir de 2009 avant de replonger à nouveau à partir de la fin de l'année 2011 (-14,3 % entre le premier trimestre 2012 et le deuxième trimestre 2015). Au vu de l'importance de sa contribution au PIB (environ 5 points de PIB), cet effondrement a lourdement pesé sur l'économie française. Entre 2008 et 2015, l'investissement des

ménages a amputé la croissance française de 0,2 point en moyenne par an, soit 1,2 point de PIB sur la période (graphique 30).

Graphique 30. Perspectives de mises en chantier par segment du parc de logement



Encadré 7. Modélisation de l'investissement des ménages

À l'aide d'un modèle à correction d'erreur (MCE), estimé en une étape, nous modélisons la variation de l'investissement des ménages en volume selon un certain nombre de variables démographiques (nombre de ménages), économiques (pouvoir d'achat des ménages, emplois salariés) et financières (taux d'intérêt) ainsi que des variables relatives aux prix (prix immobilier ancien, déflateur de l'investissement des ménages).

$$\Delta \ln(i) = -1,112 + 0,617 \times \Delta \ln(i(-1)) + 0,445 \times \Delta \ln(emps(-1)) - 0,003 \times tx_immo$$

(-3,85)
(8,4)
(1,80)
(-3,80)

$$-0,081 \times [\ln(i(-1)) - \ln(pda(-1)) - \ln(men(-1))] + 1,658 \times \ln(defl_inv(-1)) - 0,582 \times \ln(px_anc(-1))$$

(-4,15)
(1,66)
(-3,80)

Avec

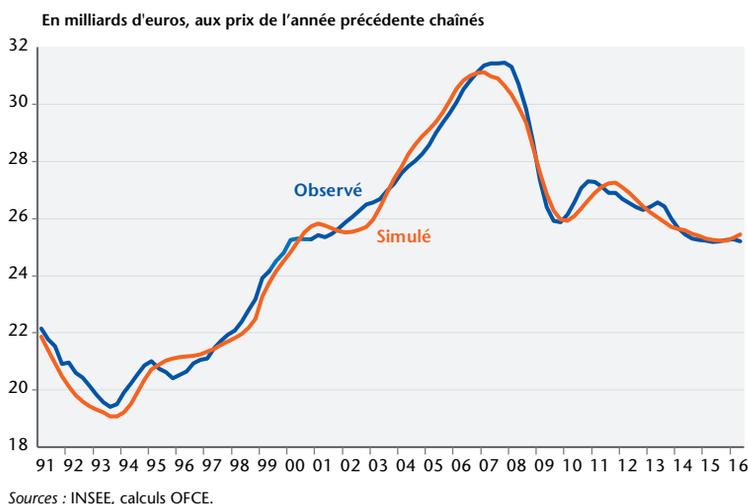
- i* : l'investissement des ménages en construction, en volume chaînés en base 2010,
- emps* : l'emploi salarié total,
- tx_immo* : le glissement annuel du taux réel effectif des prêts immobiliers accordés aux particuliers,
- pda_men* : le pouvoir d'achat par ménage, en base 2010,
- men* : le nombre de ménages,

px_immo_r : les prix réels de l'immobilier,

$défl_inv_r$: le déflateur de l'investissement en construction relativement à celui de la consommation.

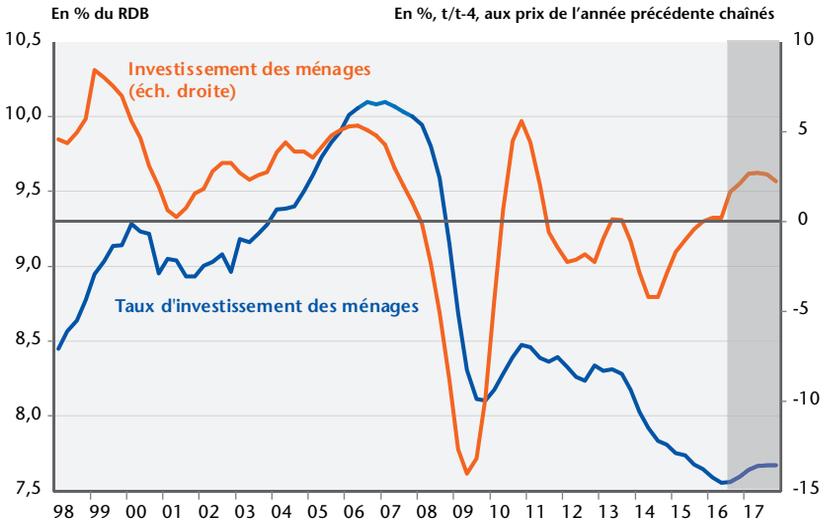
La simulation dynamique de cette équation retrace de manière relativement satisfaisante l'investissement des ménages sur la période d'estimation (t1 1990 – t2 2016) (graphique 31). Si la baisse de l'investissement des ménages intervenue en 1995 est mal captée, les autres fluctuations le sont relativement bien. C'est notamment le cas de la forte chute de l'investissement des ménages intervenue à la fin de l'année 2007.

Graphique 31. Investissement des ménages



Sous l'effet du redressement du pouvoir d'achat des ménages (voir précédemment) et du dynamisme retrouvé de l'emploi salarié et sous l'hypothèse d'une relative stabilité des prix et des taux immobilier, l'investissement des ménages devrait croître, malgré un deuxième trimestre négatif (-0,3 %), de 0,3 % en volume en 2016 et de 2 % en 2017 (graphique 32).

Graphique 32. Investissement des ménages



Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévisions OFCE 2016-2018, octobre 2016.

6. Le pari (presque) réussi des 3 % de déficit public

La loi de finances de 2017 devrait permettre à la France de retrouver un déficit inférieur à 3 % du PIB, une première depuis 2007. A la suite du déclenchement de la « Grande Récession », le jeu des stabilisateurs automatiques et les plans de relance avaient fortement creusé les déficits dans l'ensemble des grandes économies avancées (atteignant 7,2 points de PIB en 2009 en France). Le retour de la croissance en 2010 avait rendu confiants les gouvernements sur la solidité de la reprise, les incitant, en particulier en zone euro, à mettre en place des politiques de réduction rapide des déficits structurels. Cette décision a pesé lourdement sur la croissance, contribuant au retour de la récession en zone euro et accentuant les pressions déflationnistes. Malgré la dégradation conjoncturelle, le pari du retour sous la barre des 3 % serait atteint en 2017, année où le déficit devrait s'établir à 2,9 % de PIB (après 3,5 % en 2015 et 3,3 % prévu en 2016). Si les ajustements affichés dans le Programme de stabilité 2016-2019 sont tenus, ce retour pourrait être inscrit dans la durée car le déficit serait de 2,4 % de PIB en 2018. Cette trajectoire de déficit devrait permettre à la France de mettre un terme à la procédure de déficit excessif ouverte en 2009 (encadré 8).

Le solde public continuerait à s'améliorer alors même que l'ajustement structurel sera plus modéré en 2016 et en 2017 qu'au cours des dernières années (tableau 12). Entre 2010 et 2015, la variation du solde structurel était en moyenne de +0,8 point de PIB par an alors qu'elle ne serait plus que de +0,2 point en 2016 et de +0,1 point en 2017. Au-delà de la décrue continue de la composante structurelle du déficit, à partir de 2017 une partie de la réduction du déficit viendra de la composante conjoncturelle (amélioration de +0,1 point en 2017 et en 2018) grâce à la croissance du PIB légèrement au-dessus de son niveau potentiel (évalué à 1,3 %). Enfin, le décalage existant entre la création des créances CICE et le décaissement effectif des montants peut modifier la dynamique du solde

public. En 2016, ce facteur aurait un rôle neutre, alors qu'en 2017 ce facteur contribuerait légèrement à l'amélioration du solde public. Si les annonces du Programme de stabilité 2016-2019 sont tenues, le déficit diminuera fortement en 2018, en lien notamment avec un ajustement structurel conséquent de 0,4 point de PIB. Toutefois, cette prévision reste incertaine car le programme pluriannuel de finances publiques peut changer significativement à la suite des élections de 2017.

Tableau 12. Décomposition de la variation du solde public

En points de PIB	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Solde public	-4,8	-4,0	-4,0	-3,5	-3,3	-2,9	-2,4
Variation du solde public (A+B+C+D+E)	0,3	0,8	0,1	0,5	0,2	0,4	0,5
Variation du taux de PO (A)	1,3	0,9	0,0	-0,1	-0,2	0,0	-0,2
<i>dont mesures nouvelles sur les PO (A1)</i>	1,1	1,4	0,1	-0,1	-0,2	0,0	-0,2
<i>dont élasticité spontanée des recettes fiscales au PIB (A2)</i>	0,2	-0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Gains dus à l'écart entre la croissance des dépenses publiques hors crédits d'impôts et PIB potentiel	-0,3	0,2	0,5	0,6	0,4	0,1	0,6
<i>dont dépenses publiques primaires hors crédits d'impôts non recouvrables (B1)</i>	-0,4	-0,1	0,4	0,4	0,3	0,1	0,7
<i>dont charges d'intérêts sur la dette publique (B2)</i>	0,1	0,3	0,1	0,2	0,1	0,0	-0,1
Variation du solde conjoncturel (C)	-0,6	-0,3	-0,3	0,0	0,0	0,1	0,1
Impact des recettes non fiscales (D)	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impact clé de répartition crédits d'impôts recouvrables (E)	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1
Variation du solde structurel (F=A+B)	0,9	1,1	0,5	0,5	0,2	0,2	0,4
Variation du solde structurel primaire (G=A+B1)	0,9	0,8	0,4	0,4	0,1	0,1	0,4
Effort structurel (H=A1+B1)	0,7	1,2	0,5	0,4	0,1	0,1	0,4

Sources : INSEE, PLF 2017, Pstab 2016-2019 ; prévisions OFCE 2016-2018, octobre 2016.

Dans ce contexte, la dette publique au sens de Maastricht resterait à son niveau actuel de 96,1 % en 2016 pour amorcer sa décade à partir de 2017. Selon nos prévisions, elle reculerait de 0,3 point en 2017 et de 0,5 point en 2018. Cette évaluation tient compte d'un flux de créances favorable en 2016 (-1,2 point de PIB) et en 2017 (-0,5 point de PIB), tel qu'annoncé par le gouvernement dans le PLF 2017. Ainsi, fin 2018, la dette publique atteindrait 95,3 % du PIB.

Encadré 8. La France devrait sortir de la procédure de déficit excessif en 2017

La trajectoire de déficit nominal annoncée par le gouvernement serait conforme à la recommandation du Conseil européen du 10 mars 2015, établie dans le cadre de la procédure de déficit excessif. Cette trajectoire permettrait à la France de sortir de la procédure à horizon 2017. Toutefois, l'évolution annoncée par le gouvernement du solde structurel est en deçà de la recommandation (tableau 13). Dans le volet correctif du Pacte de stabilité et de croissance, seul le respect de la cible nominale est nécessaire pour éviter un durcissement de la procédure, pouvant mener à l'imposition de sanctions. En cas de non respect des cibles nominales, une évaluation de l'ampleur de l'effort structurel sera réalisée, et dans ce cas, les efforts annoncés ne seraient pas suffisants pour éviter le durcissement de la procédure. Selon notre évaluation, le passage en dessous des 3 % serait acquis mais la cible de déficit nominal pourrait être ratée de 0,1 point de PIB en 2017. Ceci peut rendre nécessaire la prise de mesures correctives afin d'écartier la possibilité de sanctions financières prévues dans le Pacte de stabilité. Toutefois, étant donné que la trajectoire de déficit nominal est clairement baissière et qu'en 2018 le déficit passerait significativement en dessous de la cible de 3 %, il est vraisemblable que la France sorte de la procédure de déficit excessif en 2017, conformément à ses engagements de mars 2015, évitant le durcissement de la procédure. Pour la suite, le volet préventif du Pacte privilégie l'analyse du solde structurel à celle du solde nominal. Or, le passage dans le volet préventif du Pacte avec une dette de 96,1 % de PIB en 2017 (supérieur à la cible de 60 %) et avec un déficit structurel de -1,1 point de PIB potentiel selon le gouvernement, nettement supérieur à l'Objectif de moyen terme d'équilibre du gouvernement, conditionnerait fortement la politique budgétaire à partir de 2018, qui pourrait redevenir très restrictive pour assurer la conformité avec le Pacte.

Tableau 13. Objectifs budgétaires et engagements européens

En % du PIB	2015	2016	2017
Solde nominal (recommandation du Conseil - points de PIB)	-4,0	-3,4	-2,8
Solde nominal (prévision du gouvernement, octobre 2016)	-3,5	-3,3	-2,7
Solde nominal (prévision OFCE - points de PIB, octobre 2016)	-3,5	-3,3	-2,9
Solde structurel (recommandation du Conseil - points de PIB)	-2,4	-1,5	-0,7
Solde structurel (prévision du gouvernement, octobre 2016)	-1,9	-1,6	-1,1
Solde structurel (prévision OFCE - points de PIB, octobre 2016)	-1,9	-1,8	-1,5
Variation du solde structurel (recommandation du Conseil)	0,5	0,8	0,9
Variation du solde structurel (prévision du gouvernement)	0,4	0,3	0,5
Variation solde structurel (prévision OFCE - octobre 2016)	0,5	0,2	0,2

Sources : INSEE, PLF 2017 ; prévisions OFCE 2016-2018, octobre 2016.

2016 : dans la continuité de l'inflexion politique de 2014

Si l'effort de consolidation budgétaire a été maintenu tout au long du quinquennat du Président Hollande, deux périodes distinctes peuvent être identifiées en termes de stratégie de finances publiques. Au début, l'ajustement a été réalisé uniquement par la hausse des prélèvements obligatoires (PO) tandis qu'à la fin, l'ajustement repose principalement sur la dépense. L'année 2014 a marqué le point d'inflexion, en axant la politique économique sur l'offre. Ainsi, depuis 2014, pour garantir simultanément la réduction du déficit et la baisse des prélèvements sur les entreprises, il a été nécessaire de maintenir la pression fiscale sur les ménages et surtout de réaliser un effort majeur sur la dépense publique.

La baisse des PO initiée en 2014 se poursuit en 2016. Les PO diminuent de 0,2 point de PIB et par conséquent l'ajustement est réalisé exclusivement par le maintien d'un effort conséquent en dépenses publiques (0,4 point de PIB), dont une partie s'explique par la baisse de la charge de la dette (0,1 point).

La baisse de la fiscalité de 2016 concerne toujours les entreprises. Cette baisse résulte essentiellement de la nouvelle tranche du Pacte de responsabilité (-8,5 milliards) et de la poursuite de la montée en charge du CICE (-0,5 milliard). La fiscalité pesant sur les ménages reste quant à elle quasiment inchangée malgré la baisse de l'impôt sur le revenu décidée (-2 milliards). En effet, cette nouvelle mesure compense l'impact d'autres mesures pesant sur le pouvoir d'achat des ménages, notamment la fiscalité écologique et la fiscalité locale directe (1,1 milliard).

Comme cela est le cas depuis 2014, la dépense publique primaire hors crédits d'impôts²⁶ devrait connaître en 2016 une de ses progressions les plus faibles depuis 1959. Celle-ci devrait augmenter de +0,8 % en volume (déflaté par le prix du PIB), alors qu'entre 2000 et 2013 son taux de croissance annuel moyen était de 2,1 %. Cette progression, inférieure à la croissance potentielle, représente un effort de 0,3 point de PIB, qui s'explique par la poursuite de

26. La dépense publique sera systématiquement analysée hors crédits d'impôts restituables (incluant notamment le CICE). En raison des normes de la comptabilité nationale, ces crédits d'impôts ne constituent pas une baisse des recettes des administrations publiques mais une hausse de la dépense publique à hauteur de la créance fiscale portée à la connaissance de l'administration fiscale au cours d'une année.

l'application du plan d'économies en dépenses. Le gouvernement quantifie les économies réalisées dans ce cadre à 14,8 milliards en 2016, réparties entre l'État et ses opérateurs (7 milliards, incluant une baisse de 2,4 des intérêts de la dette), les collectivités locales (3,3 milliards) et la Sécurité sociale (4,5 milliards). Ces économies reflètent l'écart existant entre l'évolution de la dépense effective et l'évolution tendancielle des différents postes de la dépense calculée par le gouvernement.

2017 : une pause dans la baisse des prélèvements

L'ajustement budgétaire serait modéré en 2017 : le solde structurel devrait s'améliorer de 0,1 point de PIB. Au sens de la comptabilité nationale, l'année 2017 se caractérisera par la stabilisation du taux de PO (à 44,5 % du PIB) marquant une pause dans la baisse entamée depuis 2015, après le point haut atteint en 2014 (à 44,8 %). En 2017, les mesures fiscales qui entreront en application auront un poids quasiment nul par rapport au PIB (0,5 milliard d'euros).

Lors de la publication du Programme de stabilité 2016-2019 (PStab 2016-2019) au mois d'avril 2016, il était prévu de diminuer les PO à hauteur de 5,7 milliards d'euros. Or, le redéploiement de l'enveloppe du Pacte de responsabilité explique une grande partie du changement de cap. La suppression initialement prévue de la dernière tranche de la C3S (3,5 milliards) a été annulée et la baisse du taux de l'impôt sur les sociétés annoncée (-2,5 milliards) sera, dans un premier temps, ciblée sur les PME (-0,3 milliard).

Afin de maintenir constante l'enveloppe globale des mesures en faveur des entreprises, qui va atteindre les 39,5 milliards en 2017 grâce à la montée en charge du CICE (-1,0 milliards en 2017), la suppression de la C3S pour les grands groupes a été remplacée par une hausse du taux de CICE²⁷ pour un montant budgétaire équivalent. En raison des règles harmonisées (SEC 2010) de la comptabilité nationale, l'impact budgétaire de la hausse du taux de CICE (3 milliards) se matérialisera en 2018. Au-delà de ses effets sur la trajectoire du déficit, cette mesure permet de moins cibler la baisse de la fiscalité sur les grands groupes au profit des PME.

27. Le taux de CICE s'établira à 7 % pour les salaires inférieurs à 2,5 SMIC versés en 2017.

Une partie des marges budgétaires libérées par le redéploiement du Pacte sera utilisée pour diminuer l'impôt sur le revenu en 2017 (-1 milliard) afin de soutenir le pouvoir d'achat après quatre années pendant lesquelles les ménages ont été fortement sollicités pour redresser des finances publiques (voir encadré 10).

Pour le reste, la stabilisation des PO de 2017 s'explique par les mesures qui entreront en application au cours de l'année. Les entreprises bénéficieront de l'élargissement du champ de la réduction des cotisations patronales famille (-1,0 milliard) dans le cadre de la nouvelle tranche du Pacte de responsabilité mais la modification des modalités de recouvrement de certains impôts²⁸ augmentera leurs PO (+1,3 milliard). Du côté des ménages, les prélèvements augmenteront avec la fiscalité écologique (+1,8 milliard), la hausse de la fiscalité locale directe (+0,9 milliard) et enfin la hausse de certaines cotisations sociales en lien avec la montée en charge de la réforme des retraites (+0,6 milliard). En revanche, la prolongation du crédit d'impôt pour la transition énergétique diminuera la facture payée par les ménages en 2017 de -1,7 milliard.

Des marges budgétaires qui permettront de limiter l'effort en dépenses

Le report de certaines baisses de fiscalité permet de libérer des marges budgétaires afin de financer des nouvelles dépenses jugées prioritaires. Ceci limite l'ampleur de l'effort en dépenses publiques de 2017. Par rapport au PStab, les nouvelles mesures annoncées dans les domaines jugés prioritaires atteignent un montant proche de 6 milliards d'euros selon le gouvernement. Parmi les principales mesures il faut remarquer que :

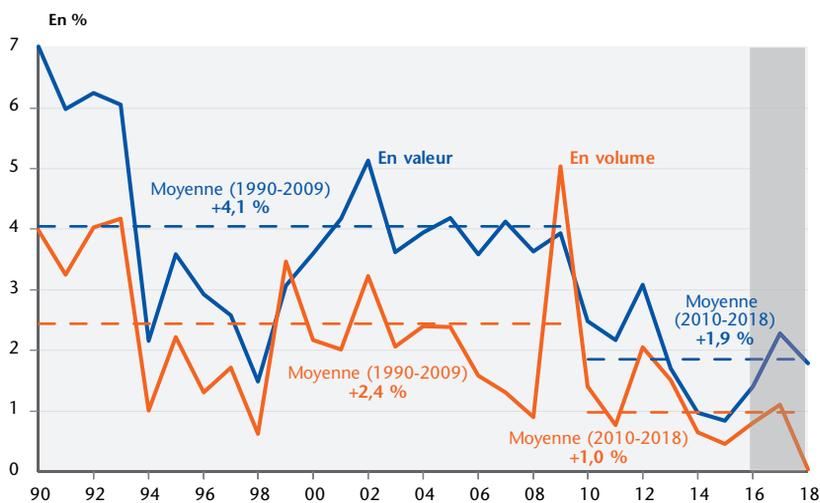
- l'école et l'enseignement supérieur auront une hausse de 2,9 milliards de leurs moyens ;
- les moyens de sécurité (défense, police et justice) seront augmentés de 1,3 milliard en réponse aux attentats de 2015 et 2016 ;
- le budget dédié à l'emploi devrait augmenter de 1,8 milliard. Ceci reflète notamment la prolongation de la prime à l'embauche dans les PME qui devrait se traduire par une

28. Notamment la réforme du 5^e acompte d'IS.

augmentation des dépenses de 0,7 milliard, ce qui ferait atteindre le coût du programme à 1,9 milliard en 2017.

En dépit de ces décisions, la dépense publique restera maîtrisée en 2017. Hors crédits d'impôts, la dépense publique primaire augmentera de 1,1 % en volume en 2017 (après 0,8 % prévu en 2016 et 0,5 % en 2015, graphique 33), ce qui représente un effort de 0,1 point de PIB, le plus faible depuis l'inflexion stratégique de 2014. En valeur, la croissance de la dépense publique hors crédits d'impôts restera basse en 2017 (+2,3 %) au regard de son évolution moyenne historique (+4,0 % en moyenne annuelle entre 2000 et 2007). Dans ce contexte, le ratio de la dépense publique au PIB poursuivra sa baisse pour atteindre 54,9 %, un niveau plus faible que celui de 2009 mais toujours supérieur à celui de l'avant-crise, en 2008.

Graphique 33. Évolution annuelle de la dépense publique primaire hors crédits d'impôts



Note : l'aire grisée inclut la prévision faite pour 2016, 2017 et 2018.

Sources : INSEE ; prévisions OFCE 2016-2018, octobre 2016.

Une partie de la modération récente des dépenses publiques s'explique par la baisse de la charge de la dette (-0,1 point de PIB en 2016 après -0,2 point en 2015). Ceci est dû aux effets de la politique monétaire non conventionnelle sur les taux d'intérêts souverains en zone euro. Au-delà de cet impact, le contrôle de la dépense publique reflète une volonté politique forte avec la pour-

suite du plan d'économies prévu dans la Loi de programmation des finances publiques de 2014-2019. Ce plan, initialement prévu à 50 milliards, atteindra finalement 46,5 milliards en 2017 (40,5 milliards hors intérêts de la dette, tableau 14). La révision à la baisse s'expliquant selon le gouvernement par le besoin de libérer des moyens pour la lutte contre le terrorisme.

Tableau 14. Détail du plan d'économies en dépenses (2015-2017)

En milliards d'euros

	2015	2016	2017	Cumul
Total	19,7	14,8	12,0	46,5
Total (hors charge de la dette)	18,1	12,4	10,0	40,5
État et ses opérateurs	10,0	7,0	1,5	18,6
<i>dont charge de la dette</i>	1,6	2,4	2,0	6,0
Collectivités locales	3,5	3,3	2,8	9,6
Administrations de sécurité sociale	6,2	4,5	7,7	18,3

Sources : RESF du PLF 2017 ; prévisions OFCE 2016-2017, octobre 2016.

En 2017, l'effort de l'État sera relativement modeste par rapport aux années précédentes. L'essentiel proviendra de la rationalisation de certaines dépenses de fonctionnement (politique immobilière de l'État, effets de la création en 2016 de la Direction des achats de l'État) et du contrôle des effectifs (2 715 postes supprimés dans les ministères jugés non prioritaires). Enfin, certaines interventions seront réduites (dématérialisation de la publicité électorale, effets budgétaires des réformes des aides personnelles au logement de 2016).

La dépense des collectivités territoriales serait contrainte par la baisse des dotations de l'État à hauteur de 2,8 milliards d'euros. Selon le PLF 2017, la dépense des collectivités territoriales devrait accélérer en 2017 (+2,0 % après +0,8 % prévu en 2016) en lien avec la croissance des dépenses de fonctionnement (hausse du point d'indice de la fonction publique) et d'une reprise modeste de l'investissement.

Enfin, l'effort en dépenses sera essentiellement réalisé par les administrations de sécurité sociale (7,7 milliards). Cet effort devrait permettre aux comptes de la Sécurité sociale de trouver un excédent significatif en 2017 (8,5 milliards selon le PLF 2017²⁹), une première depuis 2008. Cet effort s'explique essentiellement par les

économies réalisées par l'assurance maladie. L'Ondam a été relevé à 2,1 % pour 2017 par rapport à son niveau de 2016 (+1,8 %) afin de financer la nouvelle convention médicale incluant une revalorisation tarifaire, certaines mesures catégorielles, la hausse du point d'indice dans la fonction publique et l'arrivée sur le marché de nouveaux médicaments anti-cancéreux. Ces mesures augmentent la dépense à hauteur de 700 millions d'euros. Cette hausse de l'Ondam ne doit pas masquer l'important effort de maîtrise par rapport au tendancier de dépense. Cet effort est quantifié à 4,1 milliards d'euros dans le PLF. Les économies sont concentrées sur la baisse des prix des médicaments et le développement des génériques (1,4 milliard) ; le contrôle sur la pertinence des soins prescrits (1,1 milliard) ; la réduction de la dépense hospitalière (0,8 milliard) et le virage de l'hospitalisation ambulatoire (0,6 milliard). Au total, sur le champ de l'Ondam 3,4 milliards d'euros d'économies nettes seront réalisées en 2017.

Par ailleurs, les dépenses seraient contrôlées par le ralentissement des pensions de retraite (+1,5 % après 2,1 % en 2016 selon le PLF 2017) en lien avec la nouvelle formule de revalorisation décidée lors du PLF 2016 (+0,6 % de hausse à compter du 1^{er} octobre 2017) et de la sous-indexation des pensions des régimes complémentaires prévues par l'accord de 2015. Enfin, le gouvernement anticipe toujours des économies conséquentes issues de la négociation de la convention Unedic³⁰ (de l'ordre de 800 millions).

2018 : avec le passage au volet préventif du pacte, une forte consolidation attendue

La fin de la procédure de déficit excessif attendue pour 2017, fera passer la France dans le volet préventif du Pacte. Or, le passage dans le volet préventif du Pacte avec une dette de 96,1 % de PIB, supérieur à la cible de 60 %, et avec un déficit structurel supérieur à

29. Le champ des administrations de sécurité sociale inclut notamment la Cades (caisse d'amortissement de la dette sociale), fortement excédentaire. Sur un champ plus restreint, hors Fonds de solidarité vieillesse (FSV), le régime général serait quasiment à l'équilibre en 2017 (-0,4 milliard). Quand on inclut le FSV, le déficit s'établit à -4,2 milliards.

30. La prise en compte de ces économies constitue un facteur de risque sur la prévision de déficit. Néanmoins, les risques semblent équilibrés, car en phase de reprise les recettes peuvent évoluer plus fortement que la croissance, portant l'élasticité des recettes à un niveau supérieur à l'unité.

L'Objectif de Moyen Terme du gouvernement conditionnera la politique budgétaire à partir de 2018. Dans ce contexte, la politique budgétaire redeviendra fortement restrictive. Ceci est déjà visible dans les plans pluriannuels de finances publiques qui anticipent un fort ajustement structurel en 2018 (0,5 point de PIB selon le gouvernement, soit 0,4 point de PIB en utilisant notre évaluation de la croissance potentielle).

Les prévisions de politique budgétaire de 2018 sont à prendre avec prudence car elles sont dépendantes du résultat électoral de 2017. Dans le PStab 2016-2019, le gouvernement actuel table sur un retour à sa stratégie de finances publiques postérieure à 2014 : fort ajustement structurel (0,4 point), centré sur la dépense (0,6 point) qui libère des marges pour baisser la fiscalité (0,2), notamment des entreprises.

Le détail de la politique budgétaire de 2018 reste inconnu à ce jour mais certaines baisses d'impôts du PLF 2017 conditionneront la fiscalité de 2018. Parmi ces mesures il y a notamment la hausse du taux de CICE à 7 % (3 milliards d'euros), la poursuite de la baisse du taux d'IS à 28 % (1,1 milliard) et le crédit d'impôt sur les services à la personne (1 milliard). Ainsi, sur une enveloppe de baisses de la fiscalité de 5 milliards d'euros pour 2018, 4 milliards seraient ciblés sur les entreprises. Aux baisses de fiscalité décidées qui auront un impact budgétaire en 2018, il faut ajouter l'impact de certaines mesures en dépenses qui auront un impact sur 2018 car elles seront appliquées en année pleine comme le dégel du point d'indice de la fonction publique ou des mesures catégorielles. En outre, la prolongation de la prime à l'embauche devrait aussi avoir des conséquences budgétaires en 2018.

La politique budgétaire ne freine plus fortement la croissance

Pour évaluer l'impact de la politique budgétaire sur l'activité, il est nécessaire de rentrer dans le détail des mesures. L'hétérogénéité des effets de multiplicateurs par mesure³¹, fait que la composition de la politique budgétaire mise en œuvre joue un rôle premier pour expliquer son impact sur la croissance.

31. Creel J., É. Heyer et M. Plane, 2011, « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps : les multiplicateurs budgétaires au cours du cycle », *Revue de l'OFCE*, 116 : 62-88, mars.

En 2016 la croissance du PIB serait pénalisée de 0,2 point par un effort budgétaire de -0,1 point de PIB (tableau 18). La croissance sera essentiellement lestée par le poids des économies en dépenses. Alors que l'écart de production reste creusé, le multiplicateur associé à l'effort en dépenses est proche de 1. Ainsi, l'effort en dépenses primaires de 0,3 point de PIB pénalisera d'autant la croissance. Toutefois, si l'impact sur le PIB est supérieur au montant de l'impulsion, ceci s'explique essentiellement par le choix des baisses des PO réalisés. En effet, les mesures discrétionnaires en PO, qui devraient soutenir l'activité, auront un faible multiplicateur et par conséquent un impact modéré sur la croissance (+0,1 point). Ceci s'explique par la répartition des baisses de fiscalité qui resteront ciblées sur les entreprises. L'essentiel des baisses de la fiscalité des entreprises de 2016 aura un effet multiplicateur de court terme inférieur à l'unité. En particulier, les nouvelles mesures du Pacte de responsabilité représentant 0,3 point de PIB auront un faible effet sur l'activité (de +0,2 point) car à court terme ces mesures contribuent essentiellement au rétablissement des marges des entreprises avec des effets favorables sur l'activité, plus forts à moyen et long terme. En 2016, le multiplicateur associé à la montée en charge du CICE et au Pacte de responsabilité s'établira à 0,8 (encadré 9).

En 2017 malgré une impulsion budgétaire de -0,1 point de PIB, la politique budgétaire aura un impact neutre sur la croissance du PIB (tableau 19). Comme en 2016, l'activité sera lestée par l'effort en dépenses dont l'effet multiplicateur restera unitaire du fait d'un écart de production encore dégradé. Le redéploiement de l'enveloppe prévue pour le Pacte de responsabilité qui diminue le niveau de l'effort en dépenses, limite cet impact. La stabilité des mesures discrétionnaires en PO limitera leur effet sur le PIB. Après avoir servi essentiellement au rétablissement des marges, la politique de l'offre commence à avoir un impact positif sur le PIB. Ceci est reflété par l'augmentation progressive des multiplicateurs associés aux mesures d'offre. Selon nos calculs, une enveloppe de 0,2 point de PIB de CICE et de nouvelles mesures du Pacte de responsabilité devraient se traduire par un surplus d'activité de 0,3 point (multiplicateur apparent à 1,4). Ainsi, malgré la pause marquée dans la baisse des PO ciblée sur les entreprises, les effets des millésimes précédents soutiendront la croissance en 2017.

Enfin, en 2018 le retour d'une politique d'ajustement budgétaire (selon l'actuel PStab, et sans préjuger d'un futur gouvernement), réalisé exclusivement par la dépense publique aura un impact récessif de -0,4 point de PIB (voir tableau 20). La faiblesse de la reprise empêche la fermeture de *l'output gap* et maintient les multiplicateurs unitaires de la dépense. La fiscalité dans son ensemble gardera un multiplicateur proche de 1. Les dispositifs d'offre arrivant à maturité auront un effet multiplicateur proche de l'unité, comme pour les mesures ciblées sur les ménages (crédit d'impôt sur les services à la personne).

Encadré 9. L'effet de la politique de l'offre sur la croissance du PIB

La mise en place d'une politique de l'offre s'est traduite en termes de finances publiques par la mise en place du CICE et du Pacte de responsabilité et de solidarité, qui ont fortement réduit les prélèvements obligatoires (PO) des entreprises (encadré 10). Ces dispositifs ont diminué les PO des entreprises de 37 milliards depuis 2014³² (tableau 15).

Tableau 15. Principales mesures d'offre mises en place depuis 2014 impactant les PO

En milliards d'euros					
Mesures d'offre	2014	2015	2016	2017	2018
CICE	-6,6	-12	-12,6	-15,8	-20,6
Allègement de CS - bas salaires (y compris indépendants)		-5,5	-5,5	-5,5	-5,5
Allègement de CS - hauts salaires			-3,5	-4,5	-4,5
Baisse de la C3S		-1	-2	-2	-2
Suppression de la contribution exceptionnelle d'IS			-3	-3	-3
Baisse du taux d'IS				-0,5	-1,5
Total (en Mds d'euros)	-6,6	-18,5	-26,6	-31,3	-37,1
Total (en point de PIB)	-0,3	-0,8	-1,2	-1,4	-1,6

Sources : PLF 2017, Rapport du Comité de suivi du CICE 2016.

L'effet sur la croissance de ces mesures portant sur l'offre diffère qualitativement des mesures portant sur la demande. En particulier, leurs effets pleins se matérialisent avec un certain décalage. À très court terme, la politique de l'offre joue par un canal financier car elle améliore la situation de trésorerie des entreprises. À moyen terme, elle peut avoir

32. Le CICE est évalué par le montant du CICE effectivement décaissé (imputations et restitutions), qui est celui qui a un impact sur la mesure des PO. Si on prend en compte les créances théoriques de CICE le montant de la politique de l'offre atteint 39 milliards et si on tient compte des créances portées à connaissance de l'administration fiscale (créance au sens de la comptabilité nationale) le montant serait de 35 milliards.

un impact à travers le canal du coût du travail, qui permet aux entreprises qui en bénéficient de gagner des parts de marché grâce à l'amélioration de leur compétitivité-coût. En outre, par un effet de substitution possible du fait de la modification du prix relatif du travail et du capital (et en fonction des paramètres des mesures du prix relatif du travail qualifié et non-qualifié), elle peut modifier le comportement d'embauche et relancer l'emploi. Enfin, à plus long terme, l'amélioration de la rentabilité des entreprises peut se traduire par un surplus d'investissement en capital physique ou en R&D. La publication du Rapport du Comité de suivi du CICE de 2016, confirme la lenteur des mécanismes associés aux politiques d'offre. Selon l'avis du Comité de Suivi, le CICE aurait eu, à horizon 2014, un impact significatif sur les marges mais pas d'effet sur les exportations, l'investissement et l'innovation. En revanche, le CICE aurait pu permettre d'améliorer l'emploi, même si ceci reste sujet à débat. Le canal coût du travail a pu être amoindri par une légère transmission du CICE vers les salaires, mais sur ce sujet les différentes études fournissent des résultats contradictoires.

En tenant compte des mécanismes, décrits ci-dessus, par lesquels la politique de l'offre peut modifier la trajectoire de croissance, il apparaît que des délais peuvent exister entre la baisse des PO et sa matérialisation sur la croissance. Pour quantifier l'impact de la politique de l'offre il faut donc tenir compte à la fois de la composition des mesures et de la trajectoire de mise en place. Ainsi, les multiplicateurs peuvent être faibles au moment de la mise en œuvre des mesures et augmenter progressivement, une que fois les mécanismes décrits deviennent opérationnels. Cette dynamique du multiplicateur diffère par rapport aux mesures portant sur la demande dont les effets se font sentir plus rapidement. Les hypothèses faites sur le niveau et la dynamique des multiplicateurs (tableau 16), aboutissent à un impact sur le PIB du CICE et du Pacte de responsabilité comparable à celui obtenu par Ducoudré, Heyer et Plane (2016)³³ à partir du modèle *e-mod*, quand les mesures ne sont pas financées.

Selon nos calculs, les effets de la politique de l'offre sur la croissance atteignent leur rythme de croisière à partir de 2015, après un démarrage lent (+0,1 point de PIB en 2014). Le CICE et le Pacte représenteront un surplus de croissance de 0,3 point par an entre 2015 et 2018. La contribution de la politique de l'offre se maintient à un niveau stable en 2017 et 2018, alors même que les nouvelles enveloppes consacrées sont plus faibles (0,2 % de PIB). Ceci reflète essentiellement l'évolution du multiplicateur. En 2014, année où seuls les premiers effets du CICE se matérialisent, le multiplicateur s'établissait à 0,3. Progressivement il passe à 0,5 en 2015, puis à 0,6 en 2016, 0,7 en 2017 et 0,8 en 2018.

33. Ducoudré B., É. Heyer et M. Plane, 2016, « CICE et Pacte de responsabilité : une évaluation selon la position dans le cycle », *Revue de l'OFCE*, 146 : 5-42, juin.

Tableau 16. Hypothèses sur l'effet multiplicateur des différentes mesures d'offre

Impact à la période...	t	t+1	t+2	t+3	t+4
CICE	0,3	0,5	0,7	0,9	1,0
Allègement de CS – bas salaires	0,6	0,8	1,0	1,0	1,0
Allègement de CS – hauts salaires	0,3	0,5	0,7	0,7	0,7
Baisse de la C3S	0,3	0,5	0,7	0,7	0,7
Suppression de la contribution exceptionnelle d'IS	0,3	0,5	0,7	0,7	0,7
Baisse du taux d'IS	0,3	0,6	0,8	1,0	1,0

Note de lecture : 1 point de PIB de CICE mis en place à la période t, a un impact cumulé sur le PIB de 0,3 point en t, 0,5 en t+1, 0,7 en t+2...

Source : calculs OFCE.

Quand on regarde le multiplicateur apparent, c'est-à-dire le ratio entre le surplus de croissance généré par le CICE et le Pacte de responsabilité à une année donnée et les nouvelles mesures discrétionnaires qui entrent en application au cours de cette même année, les évolutions sont encore plus prononcées. Le multiplicateur apparent augmente sensiblement depuis le début du virage en faveur de la politique de l'offre, pour atteindre un maximum en 2017 (1,4). Ce fort effet multiplicateur de 2017 s'explique par l'arrivée à maturité du CICE (multiplicateur maximal pour les premiers millésimes) et des baisses de cotisations salariales ciblées sur les bas salaires de 2015 (tableau 17).

La prise en compte de la dynamique de la politique de l'offre permet ainsi de comprendre pourquoi une politique budgétaire légèrement restrictive (impulsion budgétaire de -0,1 point de PIB) aura un impact neutre sur la croissance en 2017. En 2018, la politique de l'offre devrait contribuer à la croissance un peu plus fortement (0,3 point de PIB) que ce que les mesures discrétionnaires en PO suggèrent (0,2 point de PIB).

Tableau 17. Effet de la politique de l'offre sur le PIB par année

	2014	2015	2016	2017	2018
Effet cumulé sur le PIB – détail par mesure					
CICE	0,1	0,2	0,3	0,5	0,7
Allègement de CS – bas salaires		0,2	0,2	0,2	0,2
Allègement de CS – hauts salaires			0,0	0,1	0,1
Baisse de la C3S		0,0	0,0	0,1	0,1
Suppression de la contribution exceptionnelle d'IS			0,0	0,1	0,1
Baisse du taux d'IS				0,0	0,0
Effet cumulé sur le PIB – CICE + Pacte de Responsabilité	0,1	0,4	0,7	1,0	1,2
Multiplicateur cumulé¹	0,3	0,5	0,6	0,7	0,8
Multiplicateur apparent²	0,3	0,5	0,8	1,4	1,1

1. Le multiplicateur dynamique est défini par $m_t = \text{Effet cumulé PIB}_t / \text{Dépenses cumulées}_t$

2. Le multiplicateur apparent est défini par

$$m'_t = [\text{Effet cumulé PIB}_t - \text{Effet cumulé}_{t-1}] / [\text{Dépenses cumulées}_t - \text{Dépenses cumulées}_{t-1}]$$

Source : calculs OFCE.

Tableau 18. Politique budgétaire et fiscale pour 2016 et impact sur le PIB

	En pts de PIB	2016 Multi- plicateur	Impact sur le PIB
Total PO (a = a1 + a2 + a3) dont	-0,2		0,16
Mesures discrétionnaire (a1) dont	-0,2		0,16
CICE *	-0,03	4,3	0,12
Pacte de Responsabilité et de Solidarité *	-0,34	0,5	0,17
Baisse IRPP sur les ménages modestes	-0,09	1,0	0,09
Plans investissement et TPE/PME	-0,02	1,0	0,02
Aide d'urgence aux agriculteurs	-0,02	1,0	0,02
Taxation écologique et hausse de la CSPE	0,05	1,0	-0,05
Fusion PPE et RSA activité	0,09	1,0	-0,09
Autres	0,13	1,0	-0,13
Plus values fiscales (élasticité recettes fiscales au PIB) (a2)	0,0		0,0
Impact des contentieux (a3)	0,0	0,5	0,0
Dépenses publiques primaires hors CICE (b = b1 + b2)	-0,3	1,0	-0,3
TOTAL Impulsion budgétaire ex post (c = -a + b)	-0,1		-0,2

* Le multiplicateur associé au CICE et au Pacte de responsabilité est un multiplicateur apparent, incluant les effets des tranches passées du dispositif sur la croissance de l'année 2016. La prise en compte de ces effets décalés peut avoir un effet sensible sur le multiplicateur apparent, qui peut prendre des valeurs très importantes. Pour plus de détails, voir l'encadré 9.

Sources : PLF 2016 ; prévisions OFCE 2016-2018, octobre 2016.

Tableau 19. Politique budgétaire et fiscale pour 2017 et impact sur le PIB

	2017		
	En pts de PIB	Multi-plicateur	Impact sur le PIB
Total PO (a = a1 + a2 + a3) dont	-0,0		0,1
Mesures discrétionnaires (a1) dont	-0,0		0,1
CICE *	-0,14	1,1	0,15
Pacte de responsabilité et de solidarité *	-0,07	2,2	0,17
Baisse de l'impôt sur le revenu	-0,04	1,0	0,04
Prolongation de la mesure de suramortissement	-0,01	1,0	0,01
Fiscalité écologique	0,08	1,0	-0,08
Modification des modalités de recouvrement de certains impôts	0,06	1,0	-0,06
Fiscalité locale	0,04	1,0	-0,04
Hausses de cotisations sociales (réforme des retraites, alignement des CS des fonctionnaires)	0,03	1,0	-0,03
Fiscalité du tabac	0,01	1,0	-0,01
Autres	0,05	1,0	-0,05
Plus-values fiscales (élasticité recettes fiscales au PIB) (a2)	0,0		0,0
Impact des contentieux (a3)	0,0	0,5	0,0
Dépenses publiques primaires hors CICE (b = b1 + b2)	-0,1	1,0	-0,1
TOTAL Impulsion budgétaire ex post (c = -a + b)	-0,1		-0,0

* Le multiplicateur associé au CICE et au Pacte de responsabilité est un multiplicateur apparent, incluant les effets des tranches passées du dispositif sur la croissance de l'année 2017. La prise en compte de ces effets décalés peut avoir un effet sensible sur le multiplicateur apparent, qui peut prendre des valeurs très importantes. Pour plus de détails, voir l'encadré 9.

Sources : PLF 2016 ; prévisions OFCE 2016-2018, octobre 2016.

Tableau 20. Politique budgétaire et fiscale pour 2018 et impact sur le PIB

	2018		
	En pts de PIB	Multi- plicateur	Impact sur le PIB
Total PO (a = a1 + a2 + a3) dont	-0,2		0,3
Mesures discrétionnaires (a1) dont	-0,2		0,3
CICE *	-0,20	0,8	0,17
Pacte de responsabilité et de solidarité *	-0,04	2,2	0,09
Crédit d'impôt sur les services à la personne	-0,04	1,0	0,04
Plus-values fiscales (élasticité recettes fiscales au PIB) (a2)	0,0		0,0
Impact des contentieux (a3)	0,0		0,0
Dépenses publiques primaires hors CICE (b = b1 + b2)	-0,7	1,0	-0,7
TOTAL Impulsion budgétaire <i>ex post</i> (c = -a + b)	-0,4		-0,4

* Le multiplicateur associé au CICE et au Pacte de responsabilité est un multiplicateur apparent, incluant les effets des tranches passées du dispositif sur la croissance de l'année 2018. La prise en compte de ces effets décalés peut avoir un effet sensible sur le multiplicateur apparent, qui peut prendre des valeurs très importantes. Pour plus de détails, voir l'encadré 9.

Sources : PLF 2016 ; prévisions OFCE 2016-2018, octobre 2016.

Au final, la stratégie budgétaire pour les années 2016-2018 permettra à la France de sortir de la procédure de déficit excessif en 2017, conformément aux engagements de la France (tableau 21). La politique budgétaire serait moins restrictive en 2016 et 2017, en partie grâce à la faible reprise en cours, qui contribuera à la réduction du déficit nominal. Dans un contexte électoral, l'année 2017 marquera une pause dans la baisse de la fiscalité des entreprises entamée en 2014, ce qui permet de limiter les efforts réalisés sur la dépense. Ceci se traduit par un moindre effet récessif de la politique budgétaire nationale : son effet sur la croissance serait de -0,2 point de PIB en 2016 et nul en 2017 (après -0,3 point en 2015). Avec le passage dans le volet préventif du Pacte, un fort ajustement structurel est attendu pour 2018. Bien évidemment, ceci reste soumis à l'incertitude liée au résultat des élections de 2017. L'ajustement budgétaire annoncé pénalisera à nouveau la croissance (-0,4 point), malgré les effets positifs de la politique d'offre liés aux mesures passées mais qui seront insuffisants pour compenser la baisse des dépenses publiques. Or ces dernières ont un impact sur le PIB élevé à court terme, notamment dans un contexte où l'*output gap* reste très négatif.

Tableau 21. Principaux agrégats des finances publiques

En % du PIB

	2015	2016	2017	2018
Solde public	-3,5	-3,3	-2,9	-2,4
Dépenses publiques (DP, en % du PIB)	57,0	56,6	56,3	55,7
Dépenses publiques hors crédits d'impôts restituables (en % du PIB)	55,5	55,1	54,9	54,2
Taux de croissance de la DP hors crédits d'impôts restituables (en %, en euros courants)	0,8	1,4	2,3	1,8
Taux de croissance de la DP hors crédits d'impôts restituables (en %, en euros constants)	0,2	0,6	0,9	0,2
Taux de prélèvements obligatoires (en % du PIB)	44,7	44,5	44,5	44,3
Dettes publiques au sens de Maastricht (en % du PIB)	96,1	96,1	95,8	95,3

Source : INSEE, PLF 2017 ; prévisions OFCE 2016-2018, octobre 2016.

Encadré 10. Un choc fiscal concentré sur les ménages

Sous l'effet de la « Grande Récession » et du jeu des stabilisateurs automatiques, la France a connu un creusement important de son déficit public et de sa dette dans les premières années de la crise. Entre 2007 et 2010, le déficit public en France est passé de 2,5 à 6,8 % du PIB (avec un point haut en 2009 à 7,2 %) et la dette publique au sens de Maastricht a augmenté de 17,3 points, pour atteindre 81,7 % du PIB en 2010. Néanmoins, en 2010, sous la pression des marchés financiers et des règles budgétaires européennes, les gouvernements ont mis en place des politiques de réduction rapide des déficits structurels. Ce virage s'est traduit notamment par le renforcement des règles de la gouvernance budgétaire européenne.

Entre 2011 et 2017, le solde public structurel s'est amélioré de 0,7 point de PIB en moyenne par an. Une grande part de cet ajustement a été réalisée par la hausse des prélèvements obligatoires (PO), particulièrement entre 2011 et 2013. Ainsi, le taux de PO s'établira fin-2017, d'après notre prévision, à 44,5 % (soit 3,3 points au-dessus de son niveau de 2010) après avoir atteint son maximum historique en 2013 (à 44,8 %). Cette augmentation des PO reflète l'ampleur des mesures nouvelles mises en œuvre pendant la période pour un montant cumulé de 71,4 milliards d'euros (tableau 22).

Au cours de cette période, le choc fiscal a été particulièrement fort sur les ménages³⁴. Les prélèvements qu'ils doivent payer s'établissent fin-2017 à un niveau supérieur de 52,5 milliards à celui de 2010 du fait des mesures discrétionnaires³⁵ mises en place. En revanche, la fiscalité des entreprises est quasiment inchangée par rapport à 2010 (+0,5 milliard). Par ailleurs, les mesures nouvelles portant sur les prélèvements payés à la fois par les entreprises et les ménages, avec notamment les taxes sur la

consommation la consommation énergétique, ont elles aussi contribué significativement à la hausse de la fiscalité (+15,9 milliards). Si le résultat des contentieux a eu tendance à amputer les recettes (-1,3 milliard), l'amélioration de l'efficacité dans la lutte contre la fraude fiscale devrait augmenter les recettes publiques de 3,8 milliards par an.

Ces résultats doivent être pris avec prudence : la répartition des mesures discrétionnaires entre agents est faite sur une base comptable et non sur la base de l'incidence fiscale qui, elle, est difficile à mesurer. Par exemple, une entreprise peut absorber une hausse du taux de TVA pour éviter une augmentation du prix de vente final de ses produits, afin de préserver ses parts de marché. Ceci impliquerait une baisse de ses marges et que la TVA soit finalement « payée » par l'entreprise et non par le ménage, comme il est ici supposé.

Au cours de la période 2011-2017, les évolutions reflètent des changements de politique économique majeurs. Entre 2011 et 2013, l'ajustement a été réparti de façon relativement équilibrée entre les entreprises (+31 milliards) et les ménages (+39 milliards), approximativement à hauteur de leur poids respectif dans les PO. En revanche, l'année 2014 marque un point d'inflexion avec la mise en place de la politique de l'offre. Cette politique a conduit à effacer quasiment l'ensemble des hausses de fiscalité décidées entre 2011 et 2013 portant sur les entreprises, notamment grâce au CICE et au Pacte de responsabilité. Ainsi, depuis 2014 la fiscalité des entreprises a baissé de 30,8 milliards d'euros. En revanche, afin de financer la réduction des déficits et la baisse des prélèvements sur les entreprises, la fiscalité portant sur les ménages est restée en augmentation entre 2014-17 (+13,4 milliards depuis 2014).

Si on se focalise sur les mesures affectant le pouvoir d'achat des ménages, l'essentiel du choc a été réalisé avec la hausse des impôts assis sur le revenu et le patrimoine³⁴ (22,8 milliards de mesures nouvelles). Par ailleurs, les mesures prises sur la fiscalité indirecte³⁵ – incluant notamment la TVA – ont augmenté la charge fiscale des ménages de 14 milliards et la hausse des cotisations sociales a représenté 10,5

34. Sont considérés comme des PO sur les ménages, les impôts directs (CSG, CRDS, IRPP, taxe d'habitation, ...), certains impôts indirects (TVA, accises...), les impôts sur le capital (ISF, DMTG, taxe foncière, DMTO, ...), les cotisations sociales salariées et non salariées. Sont considérés comme des PO sur les entreprises, les impôts divers sur la production (Cotisation sur la VA et Cotisation foncière sur les entreprises (ex-TP), taxe foncière, C3S, ...), les impôts sur les salaires et la main-d'œuvre, les impôts sur les sociétés et les cotisations sociales patronales. Certains prélèvements, ne peuvent pas être distingués entre entreprises et ménages (TICPE, CSPE,...).

35. Une mesure discrétionnaire mise en œuvre à la date t modifie de façon permanente le niveau des recettes issues du prélèvement en question.

36. Incluant notamment l'IR, la CSG et les droits de succession, correspondant aux poste D5 et D91 de la comptabilité nationale.

37. Plus largement, ceci correspond aux impôts sur les produits, soit le poste D2 de la comptabilité nationale.

milliards. La hausse des cotisations sociales reflète essentiellement la réforme des retraites et la suppression de l'exonération de cotisations sociales des heures supplémentaires. Enfin, la fiscalité locale a été augmentée de 5,2 milliards.

Tableau 22. Nouvelles mesures en prélèvements obligatoires*

En milliards d'euros

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2012-2017	2011-2017
Ménages	5,8	17,1	16,2	9,1	1,0	1,3	2,0	46,7	52,5
Entreprises	14,5	4,9	11,9	-9,3	-9,2	-8,3	-4,0	-14,0	0,5
Entreprises et ménages, autres	1,7	-0,1	1,6	1,3	5,6	3,3	2,5	14,2	15,9
Contentieux	0,0	0,0	-0,4	-0,4	0,1	-0,7	0,1	-1,3	-1,3
Fraude Fiscale	-0,5	0,9	0,7	2,2	0,8	-0,2	-0,1	4,3	3,8
Total	21,5	22,8	30	2,9	-1,7	-4,6	0,5	49,9	71,4
MN ménages votées sous F. Hollande		4	13	11	1	1	1	30	30
MN ménages votées sous N. Sarkozy	6	12	4	-1	0	0	2	17	23
MN entreprises votées sous F. Hollande		3	12	-6	-9	-8	-4	-12	-12
MN entreprises votées sous N. Sarkozy	15	2	0	-3	0	0	0	-2	13

* Ce tableau retrace l'ensemble des évolutions de prélèvements obligatoires au sens de la comptabilité nationale. L'impact du basculement de la Prime pour l'emploi en Prime d'activité n'a pas été neutralisé et augmente de 2 milliards le niveau des PO, alors même que cette réforme n'a pas eu d'impact sur le revenu disponible des ménages.

Sources : Rapport PO (PLF 2013), RESF (PLF 2014, PLF 2015, PLF 2016, PLF 2017), calculs OFCE.

L'importance du choc fiscal subi par les ménages depuis 2011 a fortement amputé le pouvoir d'achat des ménages. Néanmoins, compte tenu de l'importance des mesures nouvelles affectant les impôts les plus progressifs, la charge du choc a été concentrée sur les ménages les plus aisés (voir encadré 5), même si le poids non négligeable de la hausse de la fiscalité indirecte devrait nuancer cette conclusion.

I. Résumé des prévisions pour l'économie française

Moyenne annuelle, en %	2015	2016	2017	2018
En % de variation aux prix chaînés :				
PIB	1,2	1,4	1,5	1,5
Importations	6,4	1,8	1,3	2,0
Dépenses de consommation des ménages	1,5	1,5	1,3	1,3
FBCF totale, dont :	0,9	2,7	1,9	1,4
Sociétés non-financières	2,7	3,7	1,9	1,4
Ménages	-0,8	0,4	2,0	1,5
Administrations publiques	-3,9	2,5	1,9	1,2
Exportations	6,0	0,8	2,2	2,5
Contribution des stocks à la croissance, en %	0,1	-0,1	-0,1	0,1
Demande intérieure hors stocks	1,4	1,8	1,4	1,3
Compte des ménages, en termes réels %				
Salaires bruts	1,8	2,1	1,7	—
Salaires nets	1,7	2,1	1,7	—
Prestations sociales	2,1	1,5	0,4	—
Prélèvements sociaux et fiscaux	2,0	1,6	1,2	—
Revenu disponible	1,6	1,8	1,1	—
Taux d'épargne, en % du RDB	14,5	14,7	14,6	—
Déflateur de la consommation				
En glissement %	0,0	0,6	1,6	1,7
En moyenne %	-0,2	0,2	1,4	1,7
Compte des sociétés non-financières, en %				
Taux de marge	31,4	31,9	31,8	—
Taux d'épargne	19,7	20,6	19,2	—
Taux d'investissement (en volume)	20,9	21,3	21,5	—
Taux d'autofinancement (hors stock)	86,3	88,6	83,4	—
Compte du reste du monde et des administrations				
Taux de prélèvement obligatoire, en % du PIB	44,7	44,5	44,5	44,3
Solde public au sens de Maastricht, % du PIB	-3,5	-3,3	-2,9	-2,4
Emploi salarié, en moyenne annuelle, en %	0,2	0,9	0,7	0,5
Emploi total, en moyenne annuelle, en %	0,5	0,9	0,7	0,6
Chômage BIT, en millions	2,884	2,768	2,709	2,695
Taux de chômage BIT moyen, en %	10,1	9,6	9,4	9,3
Taux de change \$/€	1,1	1,1	1,1	1,1
Taux d'intérêt à court terme ¹	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
Taux d'intérêt à long terme ²	0,8	0,3	-0,1	0,4

1. Taux PIBOR puis EURIBOR à trois mois.

3. Taux des OAT à 10 ans.

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE e-mod,fr 2016-2018, octobre 2016.

II. France. Ressources et emplois en biens et services, aux prix chaînés

	Niveau (prix chaînés)	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %				
		2010	2015				2016				2017				2015	2016	2017	2018
			T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	1999	0,6	0,0	0,4	0,4	0,7	-0,1	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	1,2	1,4	1,5	1,5	
Importations	558	2,2	0,3	1,7	2,2	0,2	-1,8	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	6,4	1,8	1,3	2,0	
Dépenses de consommation des ménages	1082	0,5	0,1	0,5	0,0	1,1	-0,1	0,2	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	1,5	1,5	1,3	1,3	
Dépenses de conso; des administrations	476	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	1,4	1,5	1,0	1,2	
FBCF totale, dont :	441	0,5	-0,3	0,7	1,2	1,3	-0,2	0,4	0,6	0,7	0,4	0,4	0,4	0,9	2,7	1,9	1,4	
sociétés non financières	234	1,1	0,7	0,4	1,6	2,1	-0,4	0,4	0,6	0,8	0,4	0,4	0,4	2,7	3,7	1,9	1,4	
sociétés financières	13	0,7	0,0	0,1	0,5	1,2	-0,4	0,0	0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	6,4	1,4	0,3	1,0	
ménages	107	-0,1	-0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,3	0,6	0,6	0,7	0,5	0,4	-0,8	0,4	2,0	1,5	
administrations publiques	83	-0,8	-3,7	2,7	1,5	0,1	0,7	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	-3,9	2,5	1,9	1,2	
ISBLSM	4	0,7	0,6	0,7	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	2,6	2,2	1,6	1,6	
Exportations	521	1,7	1,7	-0,2	0,6	-0,4	0,2	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	6,0	0,8	2,2	2,0	
Contribution :																		
demande intérieure hors stocks		0,4	0,1	0,5	0,4	0,9	0,0	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	1,4	1,8	1,4	1,3	
variations de stocks		0,3	-0,5	0,5	0,5	-0,1	-0,8	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,1	
solde extérieur		-0,2	0,4	-0,6	-0,5	-0,2	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,3	0,2	0,1	

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévision OFCE e-mod.fr 2016-2018, octobre 2016.

III. Déflateur de la consommation et taux de salaire horaire

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %			
	2015				2016				2017				2015	2016	2017	2018
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Déflateur de la consommation	-0,1	0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,2	0,2	1,4	1,7
Salaire horaire moyen brut	0,6	0,2	0,1	0,3	0,6	0,1	0,4	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8	1,1	1,3	2,6	2,9

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2016-2018, octobre 2016.

IV. Emploi et productivité par habitant

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %			
	2015				2016				2017				2015	2016	2017	2018
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Branches principalement marchandes																
Effectifs	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	1,0	0,7	0,6
Productivité par habitant	0,6	-0,2	0,1	0,1	0,4	-0,5	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	1,1	0,3	0,7	0,8

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévision OFCE *e-mod.fr* 2016-2018, octobre 2016.

V. Éléments du compte des ménages

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %			
	2015				2016				2017				2015	2016	2017	2018
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Masse salariale brute (1)	0,7	0,2	0,6	0,6	0,8	0,3	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	1,8	2,1	1,7	—
Masse salariale nette (1)	0,6	0,1	0,6	0,6	0,8	0,3	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	1,7	2,1	1,7	—
Prestations sociales (1)	0,4	0,2	0,5	0,6	0,5	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	2,1	1,5	0,4	—
Revenu disponible réel (1)	0,7	0,0	0,8	0,5	0,6	0,2	0,4	0,3	0,1	0,2	0,4	0,4	1,6	1,8	1,1	—
Taux d'épargne en % du RDB	14,3	14,2	14,5	15,0	14,5	14,8	14,9	14,7	14,6	14,5	14,6	14,7	14,5	14,7	14,6	—
Taux d'épargne en logement	8,0	8,0	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	8,0	8,0	8,0	8,0	7,9	8,0	—
Taux d'épargne financière	5,3	5,3	5,6	5,9	5,7	5,8	5,9	5,7	5,5	5,4	5,5	5,6	5,5	5,8	5,5	—

(1) Aux prix chaînés de l'année précédente.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2016-2018, octobre 2016.

VI. Commerce extérieur et parts de marché

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %			
	2015				2016				2017				2015	2016	2017	2018
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Importations en volume (1)	2,2	0,3	1,7	2,2	0,2	-1,8	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	6,4	1,7	1,2	2,0
Prix des importations	-1,6	1,2	-1,6	-1,2	-1,8	0,5	-0,2	0,2	0,2	0,1	0,3	0,2	-3,0	-2,9	0,7	0,8
Demande interne (1)	0,8	0,5	0,4	0,6	0,9	0,0	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	2,6	2,0	1,7	1,7
Exportations en volume (1)	1,7	1,7	-0,2	0,6	-0,4	0,2	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	6,0	0,9	2,2	2,0
Prix des exportations	-0,3	0,7	-0,6	-0,2	-1,0	-0,3	-0,3	0,1	0,4	0,4	0,5	0,4	-0,4	-1,6	0,9	1,4
Demande mondiale	1,5	0,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	3,7	1,4	2,4	2,4

(1) Aux prix chaînés de l'année précédente.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2016-2018, octobre 2016.

VII. Taux d'intérêt et taux de change

	En %												Moyennes annuelles en %			
	2015				2016				2017				2015	2016	2017	2018
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Taux d'intérêt :																
À court terme (1)	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
À long terme (2)	0,6	0,8	1,0	0,9	0,6	0,5	0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,1	0,8	0,3	-0,1	0,4
1 euro = ... Dollar	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1

(1) Taux PIBOR puis EURIBOR à 3 mois.

(2) Taux des OAT à 10 ans.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2016-2018, octobre 2016.

CAUSES ET CONSÉQUENCES DES TAUX D'INTÉRÊT NÉGATIFS

Christophe Blot et Paul Hubert¹

OFCE, Sciences Po

Cette étude résume les objectifs et les conséquences sur l'économie des taux négatifs fixés par les banques centrales sur les facilités de dépôts et les réserves excédentaires. Depuis 2014, la BCE applique un taux négatif sur les réserves excédentaires (et facilités de dépôts) des banques commerciales. Cette politique vise à amplifier le caractère expansionniste de la politique monétaire. Elle est complémentaire du *Quantitative Easing* (QE), programme par lequel la BCE achète des titres sur les marchés. En effet, le QE fournit des liquidités aux banques et les incite à réallouer ces liquidités. Le taux négatif sur les réserves renforce l'incitation des banques à opérer des arbitrages sur leur portefeuille d'actifs et amplifie la baisse des taux de court terme. Alors que le coût brut de cette rémunération négative pour les banques est d'environ 3,5 milliards d'euros par an, il convient de rappeler que les réserves excédentaires représentent seulement 2,5 % des actifs des banques (800 milliards sur 31 000 milliards d'euros), que les banques font des gains en capital sur les titres qu'elles revendent à la BCE dans le cadre du QE, et que la BCE leur offre la possibilité de se financer elles-mêmes à taux négatifs auprès de la BCE dans le cadre du programme TLTRO II.

Mots clés : politiques monétaires, taux négatifs, réserves excédentaires.

1. Les auteurs tiennent à remercier Christophe Boucher, Jérôme Creel, Éric Heyer et Julien Pinter pour leurs commentaires.

Depuis 2008, les banques centrales ont profondément modifié le cadre opérationnel de leur politique monétaire par la mise en oeuvre de mesures exceptionnelles dites non conventionnelles². En décidant de fixer un taux d'intérêt nominal négatif sur les facilités de dépôts depuis juin 2014, la BCE a incontestablement franchi un pas supplémentaire dans la dimension non conventionnelle de sa politique monétaire. Alors qu'était jusqu'ici évoquée la contrainte du palier de taux à 0 % (ZLB pour *Zero lower bound*), la notion plus floue de contrainte effective sur le taux d'intérêt (ELB pour *effective lower bound*) semble aujourd'hui plus pertinente. La BCE n'est ni la seule ni la première banque centrale à avoir baissé un taux directeur sous la barre symbolique de 0 %. Dès juillet 2009, la banque centrale de Suède – la Riksbank – réduisait le taux sur les dépôts à -0,25 %³. Ce passage à des taux négatifs, en tant que nouvel outil de politique monétaire non conventionnelle, suscite de nombreuses interrogations quant à son impact sur l'économie et à la capacité des banques centrales à atteindre leurs objectifs. Au-delà des taux fixés par les banques centrales, certains taux sur les marchés interbancaires et le rendement de certains actifs sont également devenus négatifs. Cette situation peut être perçue comme une anomalie de marché puisqu'elle implique que des agents acceptent de payer pour effectuer un dépôt – ou pour prêter des fonds – auprès d'un autre agent. L'objectif de cette étude est de comprendre pourquoi des taux d'intérêt nominaux peuvent être négatifs et de voir quelles peuvent être les conséquences de cette situation sur le système bancaire de la zone euro. En effet, les banques jouent un rôle prépondérant dans le financement des économies de la zone euro et sont, de par leur activité de prêts et de dépôts, directement concernées par l'effet des taux négatifs.

1. Taux négatifs : des banques centrales de moins en moins conventionnelles

La mise en oeuvre de la politique monétaire a connu de nombreuses innovations depuis 2008. La fixation de taux négatifs

2. Voir Borio et Zabai (2016) pour une synthèse des différentes mesures prises par les principales banques centrales et pour une revue de la littérature sur leurs effets.

3. De façon plus anecdotique, la Banque de Suisse a également introduit un taux négatif en 1972 sur les dépôts en francs suisses effectués par des non-résidents.

par les banques centrales s'inscrit dans la continuité des mesures non conventionnelles précédentes.

1.1. Quelles banques centrales appliquent des taux négatifs ?

L'action des banques centrales en matière de politique monétaire s'appuie le plus souvent sur la fixation de plusieurs taux d'intérêt leur permettant d'influencer les taux d'intérêt bancaires et de marché et plus largement l'ensemble des conditions de financement des agents non financiers. Ces taux déterminés par la banque centrale sont généralement au nombre de trois : un taux central qui joue le rôle de signal sur l'orientation de la politique monétaire et pouvant également servir de référence dans la conduite des opérations de politique monétaire, et deux taux (plancher et plafond) l'encadrant.

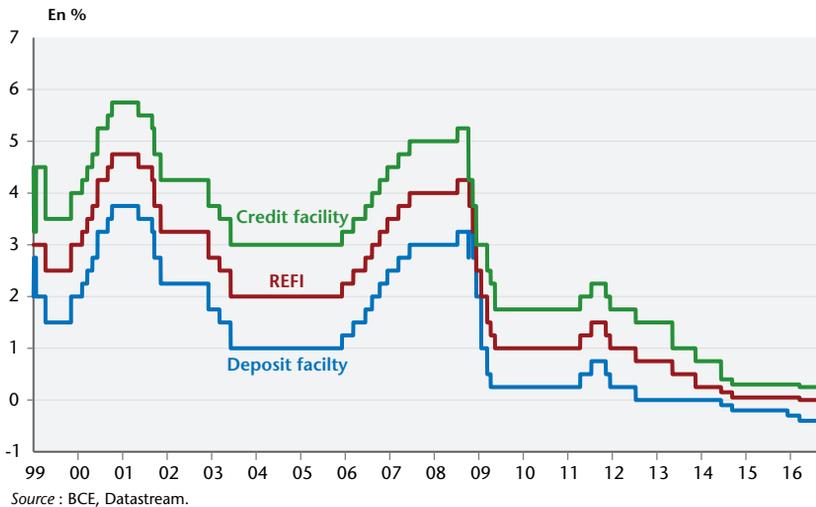
Dans le cas de la BCE, le taux central (appelé taux REFI) est un taux minimum appliqué pour les opérations d'octroi de liquidités (MRO pour *main refinancing operations* ou LTRO pour *long term refinancing operations*) aux établissements de crédits de la zone euro⁴. Le taux des opérations de refinancement permet à la BCE d'influencer le taux pratiqué par les établissements de crédits pour les prêts interbancaires (EONIA pour *Euro overnight index average*), puis, par ce biais, l'ensemble des taux bancaires et des taux de marché. Pour contrôler au mieux les fluctuations de l'EONIA, la BCE propose deux facilités à disposition des banques : les facilités de crédits, par lesquelles les banques de la zone euro peuvent emprunter auprès de la BCE pour une durée de 24 heures, et les facilités de dépôts permettant de laisser des liquidités en dépôts auprès de la BCE pour une durée de 24 heures. Ces deux dispositifs constituent des bornes supérieure et inférieure pour l'EONIA et c'est uniquement la borne inférieure qui est aujourd'hui négative (graphique 1).

Avant l'annonce de la BCE du 11 juin 2014, d'autres banques centrales avaient également franchi ce cap. Ainsi, entre juillet 2009 et septembre 2010, la banque centrale de Suède – la Riksbank – prenait une décision similaire en fixant le taux sur les dépôts à -0,25 %. Cette expérience fut reconduite par la Riksbank à partir de juillet 2014 et

4. Avant la crise, ces opérations étaient conduites à taux variables, suivant une procédure d'enchères. Depuis octobre 2008, la BCE fournit toutes les liquidités demandées par les établissements de crédit à taux fixe.

accentuée en février 2015 avec la décision de fixer également une valeur négative pour le taux principal⁵. Depuis juillet 2016, le taux sur les dépôts est à -1,25 % (soit le taux de politique monétaire le plus bas connu à ce jour) et le taux objectif à -0,5 %. Le Danemark fut également un des premiers pays à réduire son taux sur les dépôts en dessous de zéro, en juillet 2012. Le taux est ensuite redevenu positif pour une courte durée entre avril et septembre 2014. Après un point bas à -0,75 %, le taux sur les dépôts se situait en juillet 2015 à -0,65 %. Enfin au cours de l'année 2014, c'est la Banque nationale de Suisse qui décidait à son tour de fixer un taux négatif sur certains dépôts, suivie en 2015 par la banque centrale de Norvège. Plus récemment, la Banque du Japon⁶ (BoJ) a également franchi cette étape annonçant qu'elle appliquerait un taux négatif de -0,1 % en janvier 2016 sur certaines réserves détenues par les banques commerciales auprès de la banque centrale.

Graphique 1. Taux de la BCE et taux EONIA



Au sein de la zone euro, les banques obtiennent des liquidités *via* les opérations de refinancement principales ou à long terme à un taux nul depuis mars 2016. Toutefois, la BCE a également

5. Il s'agit du taux ciblé par la Riksbank pour les opérations interbancaires. La banque centrale intervient *via* des opérations de REPO (pour *repurchase agreement*) afin de guider le taux de marché vers ce taux cible.

6. Il faut aussi ajouter les banques centrales de Hongrie, de Bulgarie et Bosnie-Herzégovine.

ouvert la possibilité pour les opérations de refinancement ciblées⁷ (TLTRO pour *Targeted long term refinancing operations*) que le taux assorti soit fixé au niveau du taux des facilités de dépôt, c'est-à-dire négatif. En d'autres termes, la BCE va payer les banques remplissant des critères d'octroi de crédit à la consommation et aux sociétés non financières pour qu'elles prêtent à leur tour.

1.2. Pourquoi et comment des taux d'intérêt négatifs ?

Depuis mars 2013, le taux d'inflation dans la zone euro est inférieur à 2 %, cible fixée par la BCE pour définir la stabilité des prix. De même, les différents indicateurs d'anticipation d'inflation suivis par les banques centrales n'indiquent pas un retour vers la cible. La décision de la BCE de fixer un taux négatif sur les facilités de dépôts vise à renforcer le caractère expansionniste de la politique monétaire afin de satisfaire son mandat axé sur la stabilité des prix. Ce sont les mêmes considérations qui ont motivé les décisions de la Banque centrale de Suède, la Riksbank, ou de la BoJ.

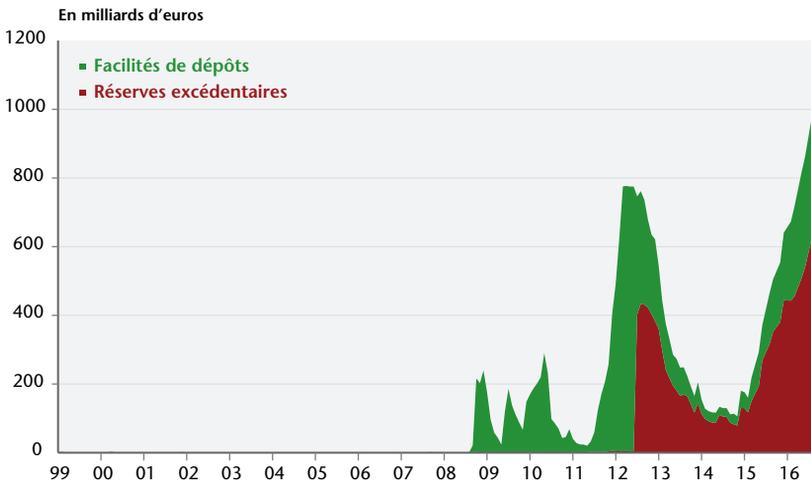
Ces taux négatifs sont possibles parce que les banques commerciales utilisent la banque centrale comme leur banque. Les fonds qu'elles détiennent auprès de la banque centrale sont appelés réserves. Les banques commerciales doivent en premier lieu détenir un montant minimal de réserves (réserves obligatoires) fixé par la banque centrale pour des questions de réglementation et de contrôle de la liquidité. Les réserves détenues par les banques commerciales au-delà de ce montant réglementaire sont dites excédentaires et ne peuvent être détenues que par des institutions qui ont un compte de dépôt auprès de la banque centrale. Les banques commerciales utilisent également ces réserves pour gérer les transactions entre elles à travers le système bancaire. Ces réserves excédentaires évoluent dans un circuit (presque) fermé entre la banque centrale et les banques commerciales qui prêtent et empruntent ces réserves entre elles. Les réserves excédentaires – électroniques – peuvent être échangées contre des billets de banque, de même que les banques commerciales en octroyant des crédits ou en achetant des titres à des agents non financiers créeront des dépôts pour le compte de ces

7. Opérations par lesquelles les banques peuvent obtenir des liquidités en fonction des crédits qu'elles octroient.

agents non financiers, dépôts qui donneront lieu à des réserves obligatoires venant se substituer aux réserves excédentaires.

En temps normal, les banques commerciales détiennent uniquement les réserves dont elles ont besoin pour satisfaire les exigences de réserves obligatoires. Le compte des facilités de dépôt de la BCE et les réserves excédentaires, soumis à des taux négatifs, n'avaient pratiquement aucun encours jusqu'à fin 2008 (graphique 2), les banques commerciales passant par le marché interbancaire pour se refinancer. Durant la crise, les banques centrales ont créé d'énormes volumes de liquidités et se sont de fait substituées au marché interbancaire. Alors que les banques commerciales ne voulaient plus se prêter les unes aux autres, la BCE a permis aux banques d'emprunter directement auprès d'elle tandis que les banques disposant de liquidités préféraient les laisser en dépôt auprès de la banque centrale. Et quand une banque commerciale emprunte à la banque centrale, la banque centrale crédite le compte de la banque commerciale: davantage de réserves sont créées. De plus, l'achat d'obligations grâce à des programmes d'assouplissement quantitatif a aussi contribué à augmenter les réserves excédentaires. Chaque fois que la banque centrale achète une obligation, elle crédite le compte de réserve de la banque dont

Graphique 2. Encours de réserves excédentaires et de facilités de dépôts dans la zone euro



Source : BCE.

le client était le vendeur. Notons cependant que les banques ne sont à aucun moment forcées de vendre leurs titres à la BCE.

L'effet attendu des taux négatifs appliqués aux facilités de dépôts et aux réserves excédentaires peut passer par trois canaux. Le premier canal concerne la diffusion de ces taux négatifs à l'ensemble des autres taux (voir *supra*).

Le deuxième canal concerne l'incitation pour les banques commerciales détenant des réserves rémunérées à un taux négatif à atténuer la charge induite par ces taux négatifs en réduisant leurs réserves excédentaires grâce à des ajustements de bilan (*via* l'octroi de crédits ou achats de titres à des agents non financiers, augmentant leurs dépôts et donc les réserves obligatoires) et à chercher des rendements plus élevés (*i.e.* à prendre des risques supplémentaires lorsqu'elles prêtent à des entreprises ou ménages) et favoriser une réallocation des portefeuilles au profit d'actifs et de crédits compensant la perte subie sur la partie des réserves rémunérées à un taux négatif par la banque centrale (ou afin de compenser le fait qu'elles ne puissent pas ajuster leurs passifs, c'est-à-dire appliquer des taux négatifs aux déposants). En pratique, le taux négatif sur les facilités de dépôts devrait également détourner les banques d'acheter des obligations d'États (type bons du Trésor allemand) dont les rendements sont eux aussi négatifs au profit d'actifs plus risqués. L'objectif des taux négatifs, conjugué à celui des autres mesures prises par la BCE (assouplissement quantitatif et TLTRO II notamment) est ainsi d'encourager les prêts, et non d'induire des déplacements de *cash* des comptes de la banque centrale aux coffres des banques individuelles. En octroyant de nouveaux crédits, elles pourraient ainsi « transformer » une partie de ces réserves excédentaires en réserves obligatoires non soumises à un taux négatif.

Théoriquement, cette incitation à « transformer » les réserves excédentaires en réserves obligatoires ne devrait pas être plus forte avec un taux négatif. Avec un taux de rémunération des réserves excédentaires à -0,4 % et un taux de rémunération des réserves obligatoires au niveau du taux principal (0 %), le gain est de 0,4 %. Ce gain serait identique si le taux de la facilité des dépôts était à 0,6 % et le taux principal à 1 %. En pratique, il s'avère cependant qu'en temps normal (lorsque les taux sont positifs), il n'y a généralement pas de réserves excédentaires (voir graphique 2). De plus,

dans la situation actuelle, les alternatives les plus proches en termes de liquidité pour les banques sont également rémunérées à des taux négatifs (le premier canal de ces taux négatifs étant de faire pression à la baisse sur l'ensemble des taux du marché monétaire). Habituellement, ces alternatives se situent autour du taux principal (plus une prime de risque) plutôt qu'au niveau du taux plancher.

L'efficacité de ce canal dépend de la capacité des banques à accroître leur offre de crédit. L'équilibre du marché des fonds prêtables ne dépend pas uniquement de la capacité des banques à offrir des crédits mais aussi d'une demande solvable⁸ pour un niveau de risque donné, si bien que l'offre de crédit n'est pas mécaniquement liée au montant de réserves excédentaires⁹. Cependant, il peut bien y avoir un effet positif sur le crédit *via* la baisse des taux : un projet qui n'était pas financé à des taux plus élevés peut maintenant devenir attrayant, la capacité de remboursement de l'emprunteur (sa solvabilité) ayant augmenté dans un environnement à taux d'intérêt faibles. Dit autrement, la probabilité qu'un prêt devienne non-performant se réduit avec les taux d'intérêt.

Le troisième canal concerne le taux de change de l'euro vis-à-vis des autres monnaies. Les faibles taux devraient pousser les investisseurs en euros à déplacer leurs capitaux vers des zones où les taux d'intérêt sont plus élevés. Le même principe est applicable avec des taux positifs. Cela peut provoquer une course à la baisse entre banques centrales. Ainsi, la Banque Nationale Suisse (BNS) a baissé son taux d'intérêt par anticipation des décisions de la BCE et afin d'éviter que le franc suisse ne se renforce vis-à-vis de l'euro. Ainsi,

8. Cette question renvoie implicitement au débat sur la création monétaire. Selon l'approche du multiplicateur de crédit, une augmentation des liquidités émises par la banque centrale (*via* des opérations dites d'*open-market*) conduit les banques commerciales de façon quasi-mécanique à offrir de nouveaux crédits, offre de crédit qui rencontre nécessairement une demande. Les crédits faisant les dépôts, il en résulte une augmentation de la masse monétaire proportionnelle à l'injection initiale de liquidités par la banque centrale. Dans une approche de type diviseur de crédit, la banque centrale fixe le taux d'intérêt, c'est-à-dire les conditions auxquelles les banques peuvent obtenir un refinancement auprès de la banque centrale. Les banques commerciales fixent ensuite le taux sur les crédits afin de maximiser leur profit et en tenant compte de la demande de crédit des agents non financiers qui n'est pas parfaitement élastique au taux. Si les crédits font toujours les dépôts, l'offre ne rencontre pas forcément une demande. De même que les banques peuvent considérer qu'une augmentation de l'offre de crédit conduirait à accroître le risque de leur portefeuille préférant alors limiter l'offre de crédit. La quantité de monnaie en circulation est endogène à ce processus.

9. Voir Blindseil (2016) ou Disyatat (2008).

lorsque la BCE baisse ses taux, la BNS doit les baisser encore plus¹⁰. C'est également le souhait de limiter les entrées de capitaux et une appréciation de la couronne danoise qui a poussé la Banque centrale du Danemark à appliquer des taux négatifs.

Enfin, il est important de comprendre pourquoi les banques commerciales acceptent de vendre des titres à la BCE et donc de voir leurs réserves excédentaires augmenter. Le programme de *quantitative easing* augmentant la demande et donc le prix des obligations, les banques commerciales vont accepter de vendre leurs titres lorsque le gain en capital qu'elles réalisent compense la perte de rendement subie (*i.e.* la différence de rendement entre le titre cédé et les réserves excédentaires rémunérées à un taux négatif). L'argument selon lequel les taux négatifs ont un effet néfaste sur la rentabilité des banques commerciales apparaît donc, au moins en partie, fallacieux. De plus, parce que les rendements sur les titres ciblés par la banque centrale diminuent avec les programmes de *QE*, l'écart entre le taux d'intérêt des titres de dette et le taux d'intérêt des réserves excédentaires diminue, et donc le coût d'opportunité des taux négatifs diminue aussi.

Se pose finalement la question des risques associés à cette politique de taux négatifs. En incitant les banques¹¹ à substituer des actifs sûrs aux rendements négatifs par des actifs plus risqués et en facilitant l'octroi de crédit à des agents non-solvables *ex ante*, la banque centrale accroît potentiellement le niveau de risque pris par le secteur bancaire, ce qui pourrait à terme poser des problèmes d'instabilité financière. Ces risques reflètent cependant les canaux de transmission mêmes de la politique de taux négatifs et de sa capacité à susciter de tels effets. Il faut en outre souligner qu'ils ne sont pas propres aux taux négatifs mais concernent plus généralement la politique monétaire expansionniste mise en oeuvre par la banque centrale. Ainsi, si ces risques ne peuvent être négligés, ils doivent être considérés à l'aune de leurs gains attendus (retour de l'inflation vers sa cible). Il y a donc un arbitrage entre stabilité

10. La crainte d'effets de débordements négatifs de la politique monétaire de la BCE explique de fait le mouvement de baisse des taux et les décisions de taux négatifs pris dans les banques centrales des petites économies dont l'interdépendance avec la zone euro est très forte : Bulgarie ou Bosnie-Herzégovine, notamment qui sont en régime de *currency board*.

11. Cette question se pose également pour les autres acteurs financiers comme les fonds monétaires et obligataires.

financière et stabilisation macroéconomique, et les banques centrales considèrent aujourd'hui que le coût potentiel des taux négatifs, et plus généralement, de l'ensemble des mesures non conventionnelles est moindre que leurs effets positifs. Par ailleurs, les règles macro-prudentielles, mises en place depuis la crise financière ayant pour but d'encadrer ces risques, pourraient également être mobilisées¹².

2. Des taux de marché négatifs

L'apparition de taux nominaux négatifs ne résulte pas uniquement de décisions exogènes prises par des banques centrales pour satisfaire des objectifs internes ou externes. Certains taux sur les marchés interbancaires ou obligataires sont aujourd'hui également négatifs. Dans ce cas, le taux négatif résulte de la transmission des décisions de politique monétaire mais traduit également un ajustement de marché entre une offre et une demande de fonds prêtables¹³.

2.1. Des taux négatifs en lien avec la politique monétaire

C'est d'abord le cas du taux EONIA. Avec les abondantes liquidités fournies par la BCE, les banques commerciales tentent de prêter leurs réserves excédentaires à d'autres banques (l'offre de liquidités est supérieure à la demande) ; cette concurrence pousse le taux interbancaire au jour le jour vers le bas, jusqu'à ce qu'il soit proche du taux de dépôt de la BCE (voir graphique 1), soit un niveau négatif. De par ses opérations de refinancement à diverses maturités – 1 semaine pour les MRO, 3 mois en temps normal pour les LTRO avec des extensions de 6 mois à 3 ans réalisées pendant la crise – auprès des banques de la zone euro, la baisse des taux s'est transmise aux taux du marché interbancaire qui sont négatifs sur l'ensemble des maturités de 1 semaine à 1 an (graphique 3).

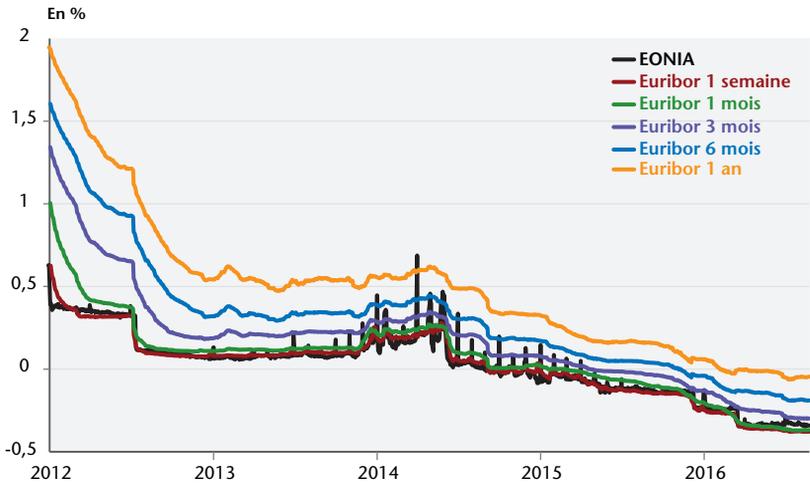
La baisse de taux se transmet également à l'ensemble du marché monétaire mais aussi sur des maturités plus longues comme en témoigne l'évolution des taux de rendement sur les actifs publics

12. Voir Coupepy-Soubeyran et Dehmej (2014) sur le thème du policy-mix, politique monétaire et politique macro-prudentielle.

13. Ce déséquilibre sur le marché des fonds prêtables renvoie également au débat sur la stagnation séculaire et la baisse du taux d'intérêt d'équilibre.

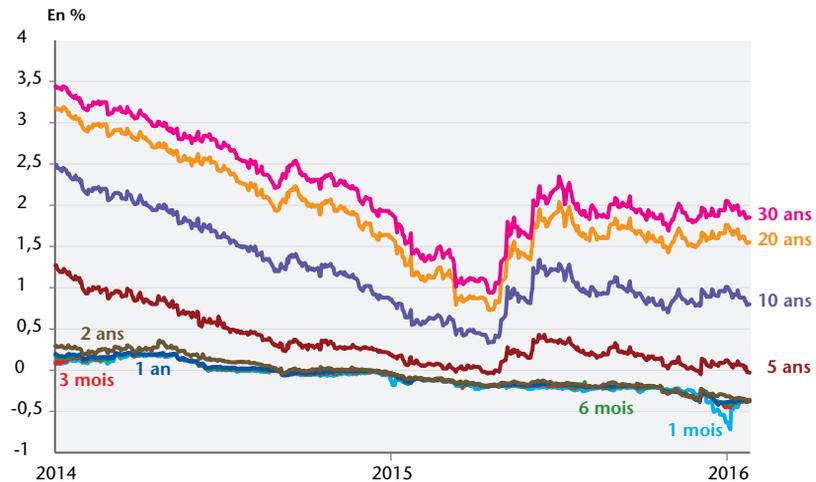
français (graphique 4). L'influence de la politique monétaire sur les taux de marché résulte à la fois de la transmission des variations de taux et des autres mesures de la BCE. Sous l'hypothèse d'une structure par terme des taux d'intérêt (par opposition à la théorie de l'habitat préféré), le taux d'intérêt à une échéance donnée – par exemple 5 ans – est déterminé par le taux d'intérêt sur une échéance inférieure – par exemple 1 an – et les anticipations de

Graphique 3. Taux du marché interbancaire dans la zone euro



Source : Datastream.

Graphique 4. Taux publics français



Source : Datastream.

taux futurs, par exemple le 1 an dans 1, 2, 3 et 4 ans. La baisse des taux sur les échéances plus longues est également stimulée par l'assouplissement quantitatif mis en oeuvre par la BCE qui conduit des opérations d'achat de titres sur différents segments du marché obligataire. Cette pression à la baisse sur l'ensemble de la structure par terme des taux conduit, dans le cas de la France, à ce que les taux soient négatifs sur l'ensemble des maturités inférieures à 5 ans, le taux à 5 ans étant également très proches de zéro. Dans le cas de l'Allemagne, les taux à 7 ans étaient également négatifs à -0,46 % fin août 2016. Ces taux influencent les taux accordés aux entreprises et aux consommateurs¹⁴. Le taux d'intérêt moyen sur un prêt hypothécaire de plus de cinq ans dans la zone euro est ainsi en baisse. Selon la BCE, il se situait à 3,28 % le mois précédant le passage à un taux de dépôt négatif. Il est maintenant de 2,71 %.

Il faut distinguer le taux facial, qui est le taux utilisé pour le calcul des intérêts¹⁵, du taux de rendement qui reflète le rendement effectif d'un actif. Par exemple, le 21 mars 2016, l'Agence France Trésor, chargée de l'émission de la dette publique française, émettait une obligation à échéance du 25 novembre 2020, soit une maturité de 4,67 années. Le taux facial de cet actif était affiché à 0,25 %. Ainsi, pour 100 euros investis dans cet actif, le détenteur reçoit un coupon de 0,25 euro à la date anniversaire du titre, soit un gain total sur la période de 101,17 euros. Les émissions de dette se font selon une procédure d'adjudication si bien qu'il est possible que des investisseurs soient disposés à payer un prix plus élevé que la valeur faciale pour détenir cet actif. Dans le cas de cette émission, le prix moyen pondéré effectif de vente s'est élevé à 101,93 euros, soit un taux de rendement négatif à -0,16 %¹⁶. Enfin, si certains taux de marché sont négatifs, ce n'est pas le cas des taux bancaires appliqués aux agents non financiers¹⁷.

14. Ainsi les entreprises Sanofi et Henkel ont également pu émettre des obligations avec un taux de rendement négatif.

15. Taux d'intérêt qui, en pratique, n'est pas négatif.

16. Pour rappel, le taux de rendement d'une obligation correspond au taux actuariel qui égalise la somme des flux de revenus (coupons annuels + remboursement de la valeur faciale à l'échéance du titre) actualisés au prix d'achat à l'émission. Le calcul de ce rendement tient compte des intérêts composés résultant du réinvestissement des flux de revenus à chaque date anniversaire de l'obligation. Pour une somme (non actualisée) des flux de revenus de cette OAT de 101,17 euros, un prix d'achat de 101,93 et une durée de vie de l'actif de 4,67 années, le taux peut alors être approximé de la façon suivante : $((101,17/101,93)-1)/4,67$.

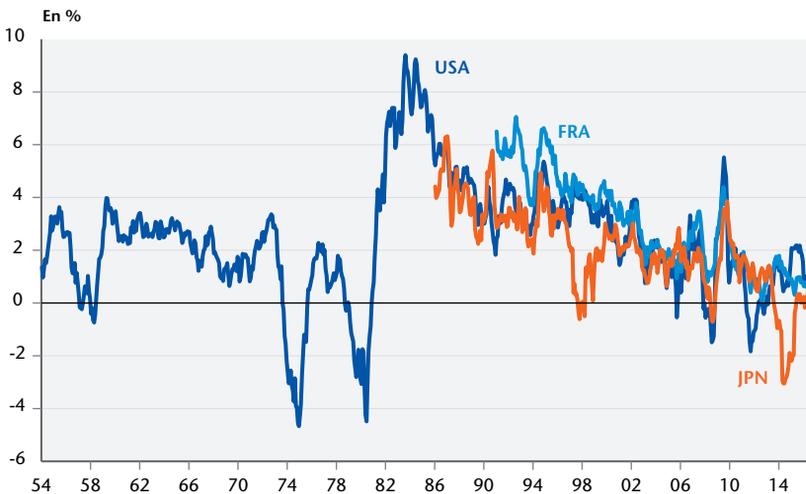
17. À l'exception de la banque coopérative bavaroise Raiffeisenbank qui a annoncé vouloir taxer à hauteur de 0,4 % les dépôts de ses clients au-delà de 100 000 euros.

2.2. Les taux négatifs sont-ils une anomalie ?

L'existence d'un taux nominal négatif indique que des agents sont disposés à recevoir un rendement négatif sur la détention d'un actif. L'incitation à acheter ce type d'actif peut être liée à d'autres motifs que le rendement du titre. En effet, certains titres sont utilisés comme collatéral en garantie des opérations de refinancement et permettent de satisfaire les contraintes réglementaires imposées aux établissements financiers. Enfin, si les investisseurs anticipent une nouvelle baisse des taux d'intérêt – et donc une hausse des prix futurs – il est rationnel d'acheter aujourd'hui ses titres et de les revendre lorsque les taux auront baissé.

Dans le cas du marché interbancaire, les établissements de crédit acceptent de payer pour effectuer un dépôt sur une durée de 1 semaine ou 1 an sur le compte d'un autre établissement de crédit. Quelles raisons peuvent pousser des agents à accepter cette situation ? Rappelons que s'il est exceptionnel qu'un taux nominal soit négatif, ce n'est pas le cas pour les taux réels. Sur longue période, et même pour des titres de long terme, les taux réels ont déjà été négatifs par le passé (graphique 5), notamment dans les années 1970 lorsque l'inflation était élevée. Or, les modèles économiques supposent généralement que les agents ne souffrent pas d'illusion nominale, c'est-à-dire qu'ils intègrent le fait que l'inflation érode le

Graphique 5. Taux publics réels sur longue période



Sources : Datastream, FRED, comptes nationaux.

pouvoir d'achat de la monnaie. Ainsi, d'un point de vue strictement théorique, l'existence d'un taux d'intérêt réel négatif ne constitue pas en soi une anomalie.

Le fait de considérer qu'un taux nominal ne peut être négatif ou du moins qu'il existe une limite à la baisse du taux nominal s'explique par l'existence de la monnaie – sous forme de pièces et billets – qui est un actif spécifique ne portant pas d'intérêt¹⁸. Un arbitrage peut donc toujours être effectué entre les autres actifs et la monnaie, ce qui devrait déterminer une limite « naturelle » en dessous de laquelle les banques commerciales ou les agents concernés par les taux négatifs préféreraient détenir du cash. Pourquoi les banques commerciales n'échangent pas leurs réserves excédentaires en billets ? En pratique, l'arbitrage ne se fait pas lorsque le taux de l'actif financier est nul puisqu'il existe en effet des coûts à la détention¹⁹ de monnaie sous forme de billets, ce qui explique que l'ELB peut être négative. L'évaluation du coût d'opportunité de la détention de monnaie, qui détermine la contrainte effective à la baisse pour les taux négatif, est cependant incertaine. Ce coût de détention de grandes quantités d'argent semble être un facteur important, car supérieur au 0,4 % chargé par la BCE aujourd'hui. D'ailleurs, Cecchetti et Schoenholtz (2016) observent que « avec les taux négatifs que nous avons vus jusqu'à présent, les espèces en circulation n'ont pas augmenté »²⁰. En Suisse, par exemple, après plus de deux ans de taux négatifs, la détention de *cash* a augmenté de moins de 9 %, légèrement au-dessus du taux de croissance moyen de 6,5 % au cours des cinq dernières années. Jackson (2015) indique que les différents coûts liés à la détention de monnaie sous forme de pièces et de billets pourraient aller jusqu'à 2 %, valeur qui pourrait constituer une contrainte effective (ELB) pour la baisse des taux.

Des propositions existent cependant qui pourraient permettre de briser cette contrainte. Elles s'appuient sur l'idée de monnaie fondante, c'est-à-dire de monnaie dont la valeur se réduit au cours du temps, émise en 1916 par Gesell. L'érosion de la valeur de la

18. On pourrait en effet envisager qu'un taux négatif soit appliqué aux dépôts à vue.

19. Ces coûts sont notamment liés aux coûts de transaction, au coût de stockage de la monnaie sous forme de billets mais aussi au risque de vol qui engendre un coût d'assurance et surveillance et de conformité.

20. <http://www.moneyandbanking.com/commentary/2016/2/28/how-low-can-they-go>

monnaie ne résulterait pas ici d'un effet de taxe inflationniste mais d'une modification des propriétés de la monnaie. Selon Buitier (2009b)²¹, trois façons peuvent permettre de dépasser la contrainte de taux zéro : l'abolition de la monnaie papier et des pièces, l'introduction d'une taxe sur la détention des encaisses ou l'adoption de réformes monétaires conduisant à introduire une nouvelle monnaie qui se substitue à la précédente avec un taux de conversion qui permet d'appliquer un intérêt implicite négatif (ou positif). On pourrait ainsi supposer que les billets en circulation ont une date d'expiration et qu'ils sont échangés à une valeur donnée à cette date contre des nouvelles encaisses ayant cours légal. Dans le cas de la première proposition, la suppression des pièces et des billets permettrait d'appliquer un taux d'intérêt pouvant être négatif sur les dépôts à vue sans risque d'une substitution entre dépôts et billets. Dans le cas des réformes monétaires, Buitier (1999c) émet l'hypothèse que la valeur des encaisses monétaires diminue au cours du temps et qu'elles sont remplacées à intervalle donné par de nouvelles encaisses. Ces dispositions visent donc à supprimer l'arbitrage entre la détention d'actifs ou de dépôts et la détention de monnaie sous forme de pièces ou de billets, ce qui permettrait alors de repousser la limite pour la baisse des taux, redonnant ainsi des marges de manoeuvre pour la politique monétaire.

Au-delà de l'arbitrage possible entre la monnaie et les autres actifs, la négativité de certains taux d'intérêt de marché reflète l'ajustement entre la demande et l'offre de fonds prêtables ; la baisse du taux pouvant résulter soit d'une baisse de la demande (et donc des besoins de financement), soit d'une hausse de l'offre (et donc une hausse de l'épargne). L'évolution récente des taux traduit ce déséquilibre et la forte demande pour les actifs liquides : dépôts auprès des banques centrales ou titres émis par certains gouvernements. La baisse des taux et leur passage en territoire négatif témoignent d'une forte préférence pour la liquidité et la sécurité et donc d'un excès d'épargne. Une limite possible à la baisse des taux d'intérêt pourrait être liée à ces effets économiques et financiers si la baisse des taux d'intérêt contrôlés par la banque centrale et diffusés ensuite aux autres intérêts, exercent des effets contreproductifs pénalisant les acteurs financiers.

21. Voir également Buitier (1999a) et Buitier (2009c) pour une description plus détaillée.

3. L'impact économique des taux d'intérêt négatifs

Avec cette mesure, l'objectif de la BCE est de renforcer le caractère expansionniste de sa politique monétaire. En envoyant le signal d'une nouvelle baisse des taux, la banque centrale souhaite notamment assouplir les conditions de financement et accroître l'inflation ainsi que les anticipations d'inflation. Dans la mesure où les taux négatifs imposent un coût financier, leur impact sur l'économie pourrait aussi réduire la profitabilité des établissements de crédit et donc l'efficacité de la mesure.

3.1. Un coût direct sur les banques à relativiser

L'existence d'un taux négatif sur les dépôts implique que le déposant subit un coût. Dans la zone euro, les banques sont tenues d'avoir un compte auprès de la BCE et de laisser en dépôt un montant de réserves obligatoires, proportionnel aux dépôts qu'elles reçoivent de leurs clients. Le taux négatif ne s'applique cependant pas à ces réserves mais aux facilités de dépôts ainsi qu'aux avoirs de réserve moyens dépassant les réserves obligatoires et aux autres dépôts auprès de l'Eurosystème. Avant la crise, l'encours moyen de réserves excédentaires et de facilités de dépôts dépassait à peine 1 milliard d'euros avant d'exploser à partir d'octobre 2008 (voir graphique 1) sous l'effet de la paralysie du marché interbancaire puis des mesures mises en oeuvre par la BCE. Fin juillet 2016, le total des réserves détenues par les établissements de crédits de la zone euro auprès de la BCE s'élevait à 658 milliards d'euros dont 116 milliards de réserves obligatoires et 542 de réserves excédentaires. Les facilités de dépôts sont de 331 milliards, soit un montant total de liquidités soumises à taux négatif de 865 milliards d'euros, ce qui représente un coût brut annuel de 3,5 milliards d'euros. Ce chiffre doit cependant être relativisé puis que la taille du bilan des banques de la zone euro s'élève à 31 700 milliards d'euros dont 11 900 milliards de prêts à des agents non financiers. Néanmoins, au-delà de ce coût direct, les taux négatifs modifient l'ensemble des taux, ce qui peut se répercuter sur la profitabilité d'institutions financières dont l'activité repose sur la transformation de maturités et une gestion actif/passif qui dépend largement des taux d'intérêt.

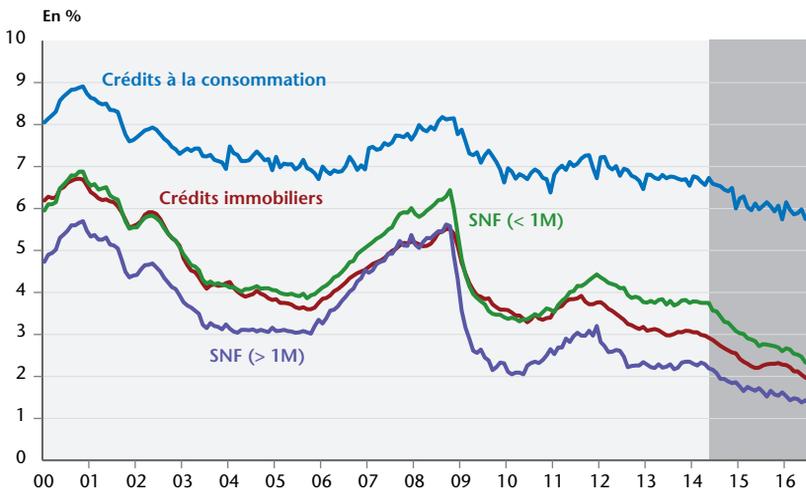
Il est intéressant de noter qu'en raison de la structure du programme PSPP (*Public sector purchase programme*) de rachats

d'actifs dont la contrepartie est l'augmentation quasi-mécanique des réserves excédentaires, les taux négatifs ont des effets différenciés sur les banques commerciales de la zone euro. Le programme PSPP étant fortement concentré sur les pays du coeur de la zone euro et les achats d'obligations se faisant majoritairement auprès de banques spécialisées dans les services de courtage, la distribution des réserves excédentaires n'est pas homogène entre les banques et renforce la concentration de l'excès de liquidité dans les pays et les banques de la zone euro les moins vulnérables. Le coût imputable au taux négatif n'est donc pas identique entre les pays de la zone euro.

3.2. Effet sur les taux d'intérêt des prêts aux entreprises et ménages

Les taux négatifs semblent avoir contribué à abaisser les coûts d'emprunt des entreprises et des ménages (graphique 6). Dans toute la zone euro, les prêts aux entreprises sont devenus moins coûteux depuis que les taux négatifs ont été adoptés. Il est cependant difficile de déterminer quelle proportion de la baisse est attribuable aux taux négatifs, et combien l'est aux développements dans l'économie ou aux autres programmes de la BCE, comme ses opérations de refinancement ciblées à long terme (TLTROs) et programmes d'achat d'actifs (PSPP). Une estimation du degré de

Graphique 6. Taux d'intérêt aux entreprises non financières et aux ménages de la zone euro



Source : BCE. Taux sur les nouveaux prêts accordés.

transmission de la politique monétaire vers les taux bancaires permet cependant de confirmer que les variations du taux de politique monétaire se transmettent à l'ensemble des taux bancaires et que la baisse aurait été accentuée depuis que le taux EONIA est devenu négatif (encadré).

Encadré. La transmission de la politique monétaire aux taux bancaires sur les crédits et dépôts

L'efficacité de la politique monétaire dépend notamment de la transmission des décisions de taux prises par la banque centrale sur l'ensemble des taux bancaires et de marché. Dans la zone euro, le rôle des banques dans le financement de l'économie reste prépondérant si bien que le canal du taux d'intérêt bancaire est un élément essentiel de la transmission de la politique monétaire de la BCE. Nous testons ici ce degré de transmission en estimant l'équation suivante sur un panel de 11 pays de la zone euro (voir Andries et Billon (2016) pour une revue de littérature) :

$$\Delta ib_{i,t} = \delta_i + \alpha \cdot (ib_{i,t-1} + \lambda \cdot Eonia_{t-1}) + \sum_{j=1}^{p1} \theta_j \Delta ib_{i,t-j} + \sum_{j=1}^{p2} \gamma_j \Delta Eonia_{t-j} + \varepsilon_{i,t}$$

où $ib_{i,t}$ désigne le taux bancaire du pays i à la date t , Eonia le taux de politique monétaire, Δ l'opérateur de différence première. Cette équation, estimée sur données BCE sur la période janvier 2003- novembre 2015 en fréquence mensuelle, permet de mesurer le degré de transmission des variations de l'EONIA, considéré ici comme l'instrument de politique monétaire sur les taux bancaires appliqués aux nouveaux crédits / dépôts.

En analysant la transmission de la politique monétaire aux taux de crédits et aux taux de dépôt, l'estimation de l'équation (1) donne quelques indices sur la dynamique de la marge d'intérêt des banques. En effet, l'impact des variations de taux sur la rentabilité des banques dépend à la fois de la structure de leur bilan et de la transmission de la baisse des taux de politique monétaire sur les taux appliqués aux nouveaux crédits et aux nouveaux dépôts. Le rôle des banques consiste notamment à faire de la transformation de maturité, c'est-à-dire d'emprunter court et de prêter long. L'effet de structure devrait donc être favorable à court terme sur la rentabilité des banques. Cet effet peut néanmoins être atténué si la baisse des taux de politique monétaire aux taux sur les crédits se transmet plus fortement et plus rapidement que sur le taux appliqué aux dépôts. L'équation est un modèle à correction d'erreurs estimé en panel avec des effets fixes pays pour tenir compte de l'hétérogénéité des systèmes bancaires et financiers des pays de la zone euro. Les données mensuelles de taux d'intérêt bancaires sont issues de

la base de données de la BCE et la période d'estimation s'étend de janvier 2003 à novembre 2015. La variable dépendante est le taux d'intérêt moyen appliqué aux nouveaux crédits ou sur les nouveaux dépôts pondéré par les volumes d'émissions sur chacune des maturités. La politique monétaire est mesurée par la variable EONIA, ce qui permet de capter l'évolution du taux directeur de la BCE. Du fait de l'abondance de liquidité fournie par la BCE, le taux EONIA est proche du taux sur les facilités de dépôts depuis 2009 si bien que l'équation intègre l'effet des taux négatifs sur la période récente. Les données sont issues de la base de données de la BCE qui distingue 6 marchés : les crédits immobiliers et à la consommation aux ménages, les crédits aux SNF d'un montant inférieur ou supérieur à 1 million d'euros et les taux appliqués aux dépôts des ménages ou des SNF. Le paramètre λ mesure le degré de transmission à long terme des taux de politique monétaire vers les taux bancaires. La transmission est dite complète lorsque ce paramètre est unitaire. En raison du pouvoir de marché des banques, il est néanmoins fréquent que ce paramètre soit inférieur à l'unité. Le paramètre α capte la vitesse d'ajustement des taux bancaires à leur équilibre de long terme. Le paramètre γ capture la transmission à court-terme des variations de taux de la politique monétaire. Le nombre de retards des variables endogène et exogène décalées est déterminé afin de conserver uniquement les variables significatives au seuil de 10 %.

Les résultats sont résumés dans le tableau 1 pour les principaux paramètres de l'équation. Il ressort que la transmission des variations de taux monétaire vers les taux bancaires est incomplète sur l'ensemble des marchés. L'hypothèse selon laquelle $\lambda=1$ est systématiquement rejetée. À court terme, la transmission la plus forte se fait vers les taux sur les nouveaux crédits aux SNF d'un montant supérieur à 1 million d'euros. Les résultats ne suggèrent pas d'écarts systématiques entre les taux bancaires sur les crédits et ceux sur les dépôts. Il ne semble donc pas que la baisse des taux de politique monétaire se transmet plus rapidement et plus fortement aux taux sur les dépôts.

Tableau 1. Impact de la politique monétaire sur les taux bancaires

	Δ taux immobilier	Δ taux consommation	Δ snf (<1M)	Δ snfo (>1M)	Δ dépôts ménages	Δ dépôts SNF
Force de rappel	-0,038***	-0,08***	-0,041***	-0,059***	-0,028***	-0,046***
t-stat	-6,30	-6,94	-7,54	-9,35	-5,61	-5,38
Coeff LT	0,57***	0,33***	0,45***	0,53***	0,50***	0,63***
Test coeff = 0	125,75	12,49	31,22	23,86	34,00	61,75
Test coeff = 1	954,14	204,26	324,05	198,75	303,53	417,20
Coeff CT	0,26***	0,45**	0,40***	0,80***	0,47***	0,54***
Test coeff = 0	19,93	7,32	81,68	70,24	71,02	296,20

***, **: Significatif aux seuils respectifs de 1 %, 5 %.

Source : Calculs des auteurs, échantillon : janvier 2003-novembre 2015.

L'équation (1) peut être modifiée pour tenir compte d'un effet spécifique des taux négatifs. À cette fin, une variable indicatrice est introduite dans l'équation et permet de tester si la variation des taux bancaires est, toutes choses égales par ailleurs, plus ou moins négative depuis que l'EONIA est devenu négatif. Le tableau 2 résume les résultats et indique que les estimations des paramètres de transmission de la politique monétaire à court comme à long terme ne sont pas modifiées par l'introduction de la variable indicatrice. En outre, sur l'ensemble des marchés à l'exception du marché des crédits à la consommation, la variable indicatrice est significativement négative suggérant une baisse plus forte des taux bancaires sur la période de taux négatif. La mise en place de taux négatifs aurait donc pu permettre d'accroître la transmission de la politique monétaire aux taux bancaires. Cet effet semble assez homogène sur les différents marchés avec une baisse supplémentaire comprise entre 3 et 5 points de base.

Tableau 2. L'impact des taux négatifs sur les taux bancaires

	Δ taux immobilier	Δ taux consommation	Δ snf (<1M)	Δ snfo (>1M)	Δ dépôts ménages	Δ dépôts SNF
Force de rappel	-0,039***	-0,08***	-0,041***	-0,06***	-0,03***	-0,047***
t-stat	-6,89	-7,00	-8,97	-9,30	-6,51	-5,48
Coeff LT	0,52***	0,32***	0,40***	0,48***	0,42***	0,59***
Test coeff = 0	103,07	17,17	21,11	17,08	18,95	40,57
Test coeff = 1	873,18	288,62	255,67	164,11	219,25	296,36
Coeff CT	0,26***	0,45**	0,41***	0,82***	0,47***	0,55***
Test coeff = 0	19,79	7,65	81,71	71,06	76,28	300,24
Dummy	-0,033***	-0,008	-0,03**	-0,05***	-0,04***	-0,03***
Test dummy= 0	-5,61	-0,31	-4,02	-4,23	-4,55	-3,58

***, **: Significatif aux seuils respectifs de 1 %, 5 %.

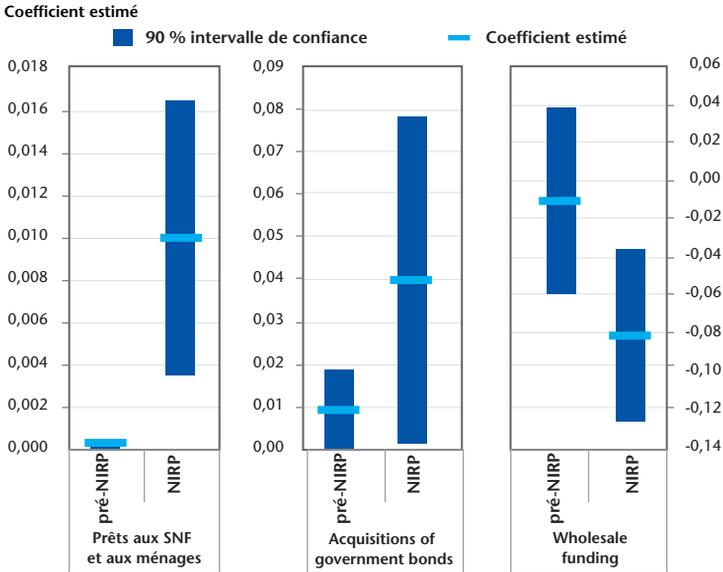
Source : Calculs des auteurs, échantillon : janvier 2003-novembre 2015.

3.3. Les taux négatifs sur leurs réserves excédentaires ont-ils incité les banques à octroyer plus de crédits ou à acheter des titres ?

Selon le *Bank Lending Survey* de la BCE (2016b) les taux négatifs semblent avoir conduit à une augmentation des prêts aux entreprises et aux ménages dans la zone euro, et l'impact devrait se poursuivre. Pour évaluer dans quelle mesure les banques sont susceptibles de convertir leur excès de liquidité (les réserves excédentaires qui sont assujetties au taux négatif) en prêts ou achats de titres, Demilrap *et al.* (2016) utilisent des données bancaires en panel et estiment la réponse des prêts d'une banque donnée aux sociétés non financières et aux ménages (en pourcentage des actifs principaux) à l'excès de liquidité de cette même banque et à l'excès

de liquidité multiplié par une variable indicatrice « taux négatifs ». Ils incluent également plusieurs contrôles, tels que les prêts du mois précédent aux sociétés non financières et aux ménages, et des effets fixes banques et temps. Leur objectif est d'évaluer si le coefficient associé à l'excès de liquidité au cours de la période à taux négatif a augmenté, ce qui suggérerait que les taux négatifs rendent les banques plus enclines à convertir l'excès de liquidité en prêts.

Graphique 7. Réponses des banques à la détention d'excès de liquidité



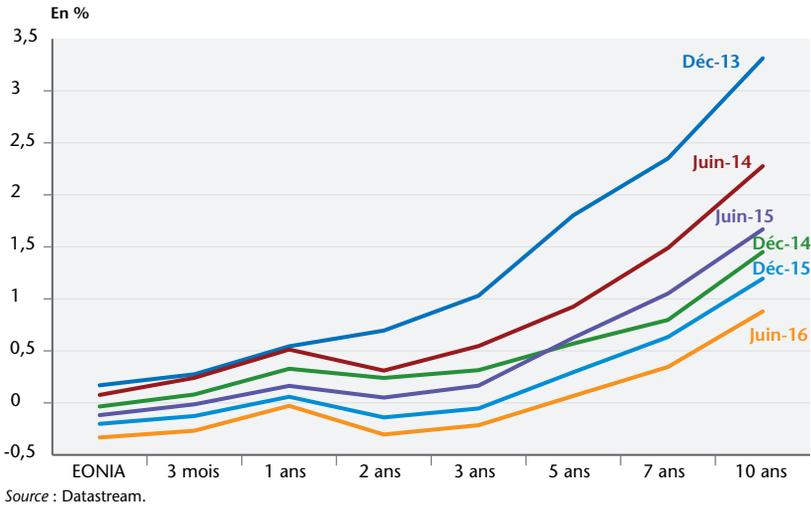
Source : Demiralp, S., J. Eisenschmidt and T. Vlassopoulos, (2016) [figure 4 et annexe III, figure A4].

Selon leur analyse, une augmentation d'un point de pourcentage des excès de liquidité d'une banque (en pourcentage de ses actifs) conduit à une augmentation de 0,01 point de pourcentage (graphique 7) de ses prêts aux ménages et aux sociétés non financières (en pourcentage de ses actifs), ce qui représente une augmentation non négligeable économiquement correspondant à environ 20 % du flux moyen mensuel de nouveaux prêts aux ménages et aux sociétés non financières par les banques des pays de la zone euro. Il est en outre nettement plus élevé que la réponse estimée dans la période précédant la mise en place de taux négatifs. De même, la détention d'excès de liquidité conduit à une légère augmentation des achats d'obligations souveraines.

3.4. La rentabilité des banques

De par leur activité de collecte de dépôts et d'octroi de crédits, la rentabilité des banques dépend en grande partie de la marge d'intermédiation, c'est-à-dire de l'écart entre le taux appliqué aux dépôts et le taux appliqué aux crédits. La structure du bilan des banques fait qu'elles ont des ressources à court terme – les dépôts – tandis que leurs actifs ont une maturité plus longue. En aplatisant la courbe des taux (graphique 8), la politique de taux négatif réduit la marge nette d'intérêt²² et donc la rentabilité de l'activité de transformation de maturité opérée par les banques.

Graphique 8. Structure par terme des taux d'intérêt dans la zone euro



Au-delà de l'effet négatif pour les banques de l'aplatissement de la courbe des taux, un second effet négatif pour les banques de taux faibles ou négatifs vient de la différence de sensibilité des rendements des actifs de la banque et de ses coûts de financement. La rémunération des dépôts des ménages et des entreprises ne pouvant pas être négatives par choix (la banque ne voulant pas perdre ses clients) ou par contrainte (légale), les banques commerciales voient leur marge se réduire. Cet argument est cependant à

22. Selon la BCE, la part de la marge nette d'intérêt dans la structure des revenus des banques sur les trois premiers trimestres de 2015 varie fortement entre les pays de la zone euro, allant de plus de 80 % en Grèce à moins de 40 % au Luxembourg. Pour la France et l'Italie, cette part est inférieure à 50 % tandis qu'elle approche 60 % en Allemagne.

relativiser, le programme de TLTRO II permettant aux banques de se financer elles-mêmes à des taux négatifs auprès de la banque centrale. Cette possibilité dépend du type d'activités menées par les banques. Les banques de dépôts ayant une activité de crédit plus importante pourront bénéficier plus largement du refinancement à taux négatif *via* le TLTRO II que les banques d'investissement. Les taux négatifs auront par conséquent des effets redistributifs au sein du secteur bancaire.

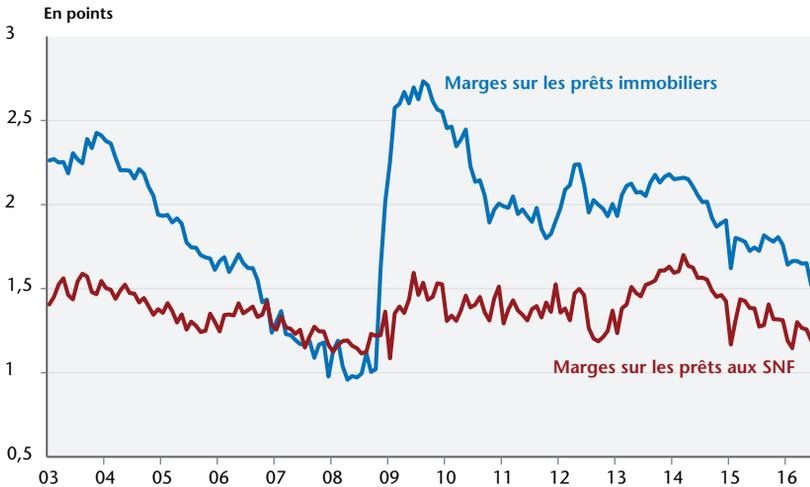
L'impact de l'aplatissement de la courbe des taux sur la rentabilité des banques n'est pas immédiat et dépend à la fois de la structure du bilan des banques et de la vitesse de diffusion de la baisse des taux de politique monétaire aux taux bancaires (voir encadré). L'effet peut même être positif à court terme puisque la maturité moyenne de l'actif est généralement plus longue que celle du passif. Ainsi, alors que les banques continueront à percevoir des revenus à des taux plus élevés sur les crédits octroyés précédemment, elles bénéficieront d'une réduction des coûts sur les dépôts dont la maturité moyenne est généralement plus courte que celle des crédits. Cet effet positif décroît avec la part des crédits à taux variables puisque dans ce cas la baisse des taux se répercute plus rapidement sur les revenus d'intérêt. En juin 2016, la part des crédits immobiliers à taux variable était de 12 % en Allemagne, 2 % en France, 40,7 % en Italie et 48,2 % en Espagne²³.

De fait, on observe bien une amélioration des profits des banques en 2015, en partie en lien avec les revenus d'intérêt nets (BCE, 2016a). Si les marges d'intérêt sur les crédits immobiliers aux ménages et sur les crédits aux sociétés non financières baissent depuis quelques mois dans la zone euro, elles ne semblent pas significativement plus faibles que celles observées avant la crise (graphique 9). Néanmoins, à moyen terme, on devrait observer une baisse de la marge nette d'intérêt des banques. L'impact sur la rentabilité pourrait être atténué si les banques décidaient de répercuter le coût lié aux taux négatif *via* le prélèvement de frais supplémentaires. En effet, s'il existe des contraintes légales ou économiques – les banques craignant une fuite des clients qui seraient tentés de

23. Ces chiffres sont plus élevés lorsque l'on tient également compte des crédits aux sociétés non financières. Néanmoins, la part des crédits à taux variable reste plus faible en Allemagne et en France (respectivement 56,8 et 32 %) qu'en Italie et en Espagne (respectivement 82,3 et 77,2 %).

conserver leurs liquidités sous forme de billets – empêchant les banques de fixer un taux négatif sur les dépôts²⁴, les banques ont la possibilité de prélever des frais de tenue de compte qu’elles pourraient être tentées d’augmenter. Un tel choix reviendrait à substituer du profit résultant de la marge nette d’intérêt par des frais et commissions. Par ailleurs, comme souligné plus haut, si les banques subissent un coût à la détention des réserves excédentaires, elles ont aussi bénéficié de gains en capital (malheureusement très compliqués à quantifier) *via* la revalorisation des titres qu’elles détiennent et *via* les ventes de titres à la BCE dans le cadre du programme d’assouplissement quantitatif.

Graphique 9. Marge d’intérêt sur les crédits immobiliers aux ménages et aux SNF de la zone euro



Source : BCE. Calculs des auteurs. La marge moyenne sur les crédits dans la zone euro est calculée sur la base des marges pour les 5 plus grands pays de la zone euro pondérée par le poids des crédits accordés par les IFM aux agents non financiers.

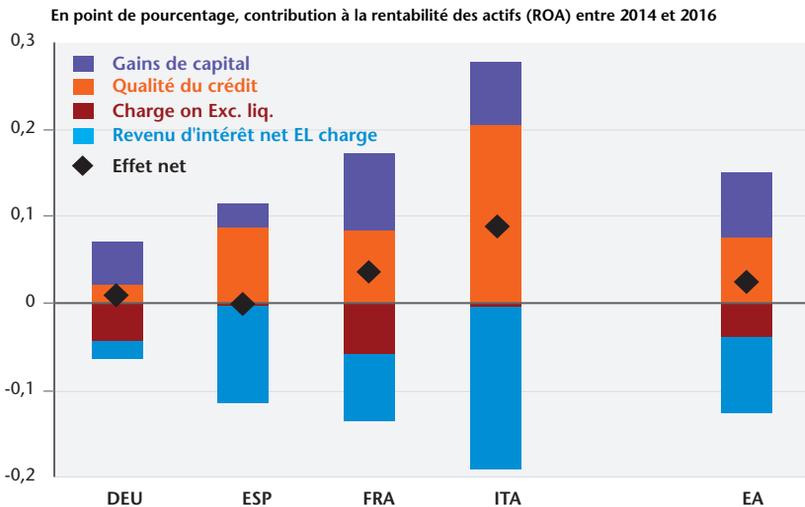
Par ailleurs, la baisse des marges nettes d’intérêt pourrait également être atténuée par une baisse du risque de défaut de leurs débiteurs. En effet, la baisse des taux d’intérêt devrait renforcer la solvabilité des agents non financiers réduisant ainsi les prêts non performants. Une analyse récente de Claessens *et al.* (2016) confirme cependant que la marge nette d’intérêt baisse lorsque les

24. Si les dépôts à vue ne sont pas rémunérés en France, cette pratique est courante dans de nombreux autres pays de la zone euro.

taux diminuent, et ce d'autant lorsque les banques évoluent dans un environnement de taux bas.

Demilrap *et al.* (2016) font valoir que, contrairement aux prévisions de nombreux experts, la rentabilité des banques n'a pas été affectée par les taux négatifs, même si elles ont réduit les marges nettes d'intermédiation (l'intérêt gagné sur les actifs moins les intérêts payés sur les dépôts). Ils suggèrent que le coût des taux négatifs est compensé par l'amélioration de la solvabilité de leurs emprunteurs et la valeur accrue de leurs actifs (obligations, actions, etc.) que les taux négatifs – ainsi que l'ensemble des mesures de la BCE – ont contribué à produire.

Graphique 10. Profitabilité des banques



Source : estimations EBA, et ECB. Rostagno *et al.* (2016), « Breaking through the zero line, The ECB's Negative Interest Rate Policy », Conférence « Negative interest rates: Lessons learned...so far », Brookings Institution, Washington DC, 6 juin 2016.

Une demande agrégée plus forte et une baisse des probabilités de défaut sont supposées accroître les revenus des investissements, réduire les coûts de financement et les charges de provisions, ce qui atténue l'impact négatif sur la rentabilité des banques dans la zone euro et suggère que le plancher lié aux taux négatifs pourrait être beaucoup plus bas que la ZLB. Toutefois, ces avantages paraissent plus faibles dans les pays où la transmission des taux directeurs aux autres taux de l'économie est plus forte et où la faible demande de crédit limite la mesure dans laquelle les banques peuvent

augmenter leur offre de prêts pour compenser l'impact des taux négatifs. Selon Jobst et Lin (2016), la rentabilité des banques a récemment diminué et devrait rester affectée. La croissance des crédits est actuellement insuffisante pour compenser l'impact de la baisse des marges d'intérêt et la corrélation positive entre taux de croissance des crédits et marges d'intérêts sur les dernières années suggère qu'il est peu probable que le volume de crédit reparte à la hausse dans ces conditions.

4. Conclusion

L'adoption d'un taux d'intérêt négatif par certaines banques centrales a suscité de nombreuses réactions et soulève de nombreuses questions sur la conduite de la politique monétaire. Si l'existence de taux réels négatifs est courante, elle l'est moins pour un taux nominal. Au-delà du facteur psychologique, cette décision marque surtout la volonté des banques centrales d'accroître le caractère expansionniste de leur politique monétaire, ou pour les banques centrales de petites économies ouvertes sur la zone euro, la volonté de réduire les entrées de capitaux. Dans le cas de la BCE, cette décision vient compléter l'arsenal de mesures déjà prises afin notamment d'en accroître l'efficacité. Alors que le programme d'achat d'actifs permet à la BCE d'apporter de nombreuses liquidités afin de pousser les taux d'intérêt à la baisse, le taux négatif sur les réserves excédentaires et les facilités de dépôts doit permettre de renforcer cette baisse des taux et inciter les banques à procéder à des réallocations de portefeuille en faveur notamment des crédits afin d'atténuer le coût de la détention de réserves. Ce faisant, certains avancent que l'effet négatif sur la profitabilité des banques pourrait être contreproductif. Les analyses menées jusqu'ici invitent cependant à ne pas surestimer ce risque. À court terme, la baisse des taux pourrait améliorer la profitabilité des banques. Leurs marges devraient néanmoins se comprimer et les banques de la zone euro vont à l'avenir être plus sensibles à une normalisation de la politique monétaire qui, si elle n'est ni annoncée ni même envisagée, devrait néanmoins se produire à moyen terme.

Références

- Andries N., et S. Billon, 2016, « Retail bank interest rate pass-through in the euro area: an empirical survey », *Economic Systems*, 40, 170-194.
- BCE, 2016a, « Euro area financial institutions », *Financial Stability Review*, mai.
- BCE, 2016b, The Euro Area Bank Lending Survey (First Quarter of 2016), April (Frankfurt am Main: European Central Bank), disponible à l'adresse suivante: https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/blssurvey_201604.pdf.
- Bindseil U., 2016, « Evaluating monetary policy operational frameworks », Speech at the Jackson Hole conference on 31 August 2016.
- Borio C., et A. Zabai, 2016, « Unconventional monetary policies: a re-appraisal », *BIS Working Paper*, n° 570.
- Buiter W., 1999c, « Liquidity traps : how to avoid them and how to escape them », *NBER Working Paper*, n° 7245.
- Buiter W., 2009a, « The wonderful world of negative nominal interest rates, again », *voxeu*, 4/06/2009.
- Buiter W., 2009b, « Negative nominal interest rates : three ways to overcome the zero lower bound? », *NBER Working Paper*, n° 15118.
- Cecchetti S. et K. Schoenholtz, 2016, « How Low Can They Go? », *money and banking.com*, 29 février, <http://www.moneyandbanking.com/commentary/2016/2/28/how-low-can-they-go>
- Claessens S., N. Coleman et M. Donnelly, 2016, « Low interest rates and bank's net interest margins », *voxeu*, 18/05/2016.
- Coupey-Soubeyran J. et S. Dehmej, 2014, « Pour un nouveau policy-mix en zone euro : La combinaison politique monétaire / politique macro-prudentielle au service de la stabilité économique de la zone euro », *Policy Paper*, n° 4 - Labex Réfi.
- Demiralp S., J. Eisenschmidt et T. Vlassopoulos, 2016, « The impact of negative interest rates on bank balance sheets: Evidence from the euro area », *Mimeo ECB*.
- Disyatat P., 2008, « Monetary policy implementation: Misconceptions and their consequences », *BIS Working Paper*, n° 269.
- Jackson H., 2015, « The international experience with negative policy rates », Bank of Canada Staff Discussion Paper 13.
- Jobst A. et H. Lin, 2016, « Negative Interest Rate Policy (NIRP): Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area », *IMF Working Paper*, 16/172.

DÉBAT SUR LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES À COURT TERME DU 19 OCTOBRE 2016

Participants au débat :

Jésus Castillo : *Économiste sénior – NATIXIS*

Denis Ferrand : *Directeur général – COE-REXECODE*

**Christophe Blot, Éric Heyer, Paul Hubert, Pierre Madec,
Catherine Mathieu, Mathieu Plane, Xavier Ragot,**

Xavier Timbeau : *OFCE*

Monde

Xavier Ragot : le débat autour des prévisions de l'OFCE s'organise en trois parties, économie mondiale, de la zone euro et de la France. Commençons par la conjoncture mondiale. Le risque porté par les pays émergents s'est-il dissipé ? Le cycle de croissance aux États-Unis est-il terminé ? Le ralentissement du commerce mondial est-il structurel ? Quelle en sera l'incidence sur la croissance ? Enfin après la reprise, les pays industrialisés sont-ils entrés dans une phase de faible croissance ?

Denis Ferrand : Notre appréciation sur la conjoncture mondiale est très conforme à la vôtre. À l'échelle mondiale nous avons légèrement plus de croissance en 2017 et en 2018 qu'en 2016 par le fait que les pays qui ont été très pénalisés sortent un peu la tête de l'eau, on pense à la Russie et au Brésil ; nous retenons aussi la poursuite du ralentissement chinois ainsi qu'un cycle en voie d'achèvement aux États-Unis mais sans passer par une phase de recul qui a caractérisé toutes les phases de récession. Vous notez une phase de faible croissance avec 3,1 % en 2017 et 3,2 % en 2018, ainsi en 2018 nous aurons pour la septième année une croissance à 3% qui est proche du rythme moyen de croissance. Ce qui change en 2016 et plus encore en 2017, c'est la redistribution de la croissance avec l'inversion du double mouvement de balancier observé en 2015 : le

premier mouvement était en faveur des économies les plus avancées et au désavantage des économies émergentes avec le plus faible écart de croissance enregistré en 20 ans entre ces deux ensembles ; 2015-2016 sont également des années exceptionnelles durant lesquelles la croissance en zone euro est devenue supérieure à celle des États-Unis. Ce mouvement s'arrêtera en 2017-2018, notamment car les politiques monétaires ne vont pas diverger davantage. Nous aurons des relèvements de taux (que nous prévoyons à Coe-Rexecode moins forts que vous) plus marqués aux États-Unis qu'en zone euro mais il y a déjà un changement de tonalité de la BCE.

Autre élément qui aura un impact sur la croissance mondiale, le prix du pétrole. Notre hypothèse sur le prix du pétrole est plus haute que la vôtre, nous retenons un prix du baril de 62-63 dollars en 2017 en prévoyant un peu plus de demande que d'offre. Votre hypothèse d'une demande très excédentaire par rapport à l'offre en 2017 est surprenante et se réconcilie difficilement, me semble-t-il, avec votre hypothèse d'une relative stabilité du prix du pétrole un peu au-dessus de 50 dollars le baril à l'horizon fin 2017.

Troisième effet sur la conjoncture mondiale : le mouvement sur les taux d'intérêts. Vous prévoyez une « pentification » importante de la courbe des taux aux États-Unis, 50 points de plus si on observe l'écart entre le taux court et le taux à dix ans entre aujourd'hui et la fin 2017. Je ne vois pas de raison pour une nouvelle « pentification » de la courbe des taux sauf à imaginer une très forte remontée des taux pendant dix ans. Par ailleurs j'ai beaucoup apprécié votre document sur « Causes et conséquences des taux d'intérêt négatifs » qui nous conduit à nous poser la question de la succession des risques. Autant les taux négatifs peuvent faire peser un risque pour le compte d'exploitation des sociétés financières avec moins de recettes en termes de taux, autant une remontée des taux, surtout à la vitesse retenue, peut faire poser un risque de bilan pour ces mêmes acteurs. La remontée des taux devrait entraîner la baisse des prix des obligations qui ne sera pas sans incidence sur les actifs et passifs des sociétés financières surtout parce que ce mouvement se fait à partir de niveaux très bas des taux, avec des impacts négatifs sur la dynamique de l'économie *via* l'endettement.

Jésus Castillo : La prévision conjoncturelle est toujours un exercice difficile à partir d'hypothèses comme par exemple le prix du pétrole. Chez Natixis, notre scénario pétrole est un peu plus défavo-

nable que le vôtre, nous prévoyons une remontée vers les 60 dollars le baril contre 54-55 chez vous. Nos prévisions sont donc un peu différentes, notamment en Europe. Aux États-Unis nous prévoyons une croissance un peu plus forte, 2,2 en 2017 et 1,9 en 2018. Avec un prix du pétrole plus fort nous avons davantage d'inflation et moins de pouvoir d'achat. Mais avec plus de ressources pétrolières, quel est l'effet sur l'investissement aux États-Unis ? On a bien vu le poids de l'investissement dans l'économie américaine et sa contribution à la croissance. L'effet final de la hausse du pétrole aux États-Unis est ainsi plus nuancé qu'il n'y paraît.

Sur la matérialisation des risques qui pourraient affecter l'économie, la question se pose de savoir si nous sommes en fin de cycle aux États-Unis. Aujourd'hui on ne voit pas de facteurs qui provoqueraient cette fin de cycle et conduiraient à un retournement brutal de la croissance, que ce soit du côté de la dette des ménages ou de bulles particulières en développement. Nous sommes donc assez optimistes sur la croissance aux États-Unis.

J'ai en revanche une interrogation concernant l'évolution des taux en fonction du résultat des élections américaines ; la pente des taux ne sera pas la même selon la victoire d'Hillary Clinton ou celle de Donald Trump. Une victoire d'Hillary Clinton serait synonyme d'une certaine continuité alors que l'arrivée Donald Trump à la Maison Blanche serait de nature à inquiéter fortement les marchés.

Second risque, la croissance de la Chine. Allons-nous assister à un ralentissement durable ou pas et quel sera l'impact sur la croissance mondiale ? L'économie chinoise est en train de se transformer ; on entend parler d'une transformation du bas de gamme vers du plus haut de gamme, d'une mutation vers les services ; quelle sera la nature de cette mutation de l'économie chinoise ? Dans tous les cas, il ne faut pas sous-estimer la capacité des autorités chinoises à gérer cette phase de mutation.

Par ailleurs je partage votre prévision sur les émergents, Brésil, Argentine, Amérique du Sud vont accélérer leur croissance.

Denis Ferrand : Je rajouterai deux risques. Le premier est associé à la baisse passée du prix du pétrole. L'Arabie saoudite est devenue emprunteur sur les marchés internationaux, anecdote qui illustre la fragilisation de beaucoup de pays exportateurs de matières premières. On pense en premier lieu à l'Algérie qui avait constitué

un fonds de régulation des recettes qui est monté jusqu'à 25 points de PIB au terme de la phase de prix du pétrole élevé. Ce fonds sera à 0 en 2018. La Russie, elle, a ajusté en jouant sur l'inflation en diminuant le rouble en même temps que le prix du pétrole reculait, mais beaucoup de pays n'ont pas ajusté leurs dépenses quand bien même leurs recettes s'étaient effondrées, ils ont tapé dans les réserves. Second risque, la Chine. Derrière le changement de modèle, l'impulsion qu'elle transmet à l'échelle mondiale change de nature : moins d'investissements en Chine, mais davantage d'investissements hors de Chine qui vit son « Japan moment ». Fin des années 1980, le Japon est passé d'une situation d'exportateur de biens à une situation d'exportateur de capitaux, la Chine entre dans cette phase et c'est la nature de son insertion mondiale qui change de logique. L'impulsion change de nature parce qu'elle investit très fortement en Afrique, en Asie de l'Ouest et également fortement en Europe. La nature de l'investissement chinois change, des gains en parts de marché de biens de consommation, il se dirige vers l'acquisition de compétences et une montée en gamme à l'extérieur.

Jésus Castillo : Ce qui signifie qu'il faudra s'habituer à un commerce mondial beaucoup plus lent parce que les échanges vont être moins denses.

Denis Ferrand : Le ralentissement de la croissance mondiale est avant tout une histoire asiatique.

Xavier Ragot : Je perçois trois blocs : le bloc pétrole, le bloc scénarios de taux d'intérêt dans lequel on intègre les États-Unis et la pente des taux et un bloc Chine lié au commerce mondial.

Christophe Blot : Sur les questions monétaires nous faisons effectivement l'hypothèse d'une pentification de la courbe des taux aux États-Unis avec une remontée des taux longs autour de 3,2 en 2018. Cependant, avec un taux d'inflation proche de 2%, le niveau des taux d'intérêts réels se situerait autour de 1 %. Nous considérons donc que la normalisation de la politique monétaire se poursuit mais qu'il n'y aurait pas de choc de taux aux États-Unis. Sur la question des taux négatifs, nous considérons en effet que les banques sont soumises à un risque de hausse des taux dès lors que les taux sont très bas. Mais nous soulignons que les banques ont aussi réalisé des gains du fait de la baisse des taux et qu'elles ont bénéficié de financements par la banque centrale à des taux assez

faibles. Le risque réside dans la gestion de la remontée des taux : à quelle vitesse se fera la remontée des taux et comment les banques gèreront cette hausse ?

Denis Ferrand : Ce n'est pas la même chose d'avoir une remontée de taux qui passe de 0 à 1 % et une remontée qui passe de 4 à 5 %. Le choc en termes de bilan est beaucoup plus fort dans un passage de 0 à 1 %. Là le risque est d'autant plus grand qu'il se fait à un moment où le modèle économique du système bancaire change. Les données de la BCE sur les institutions financières et monétaires de l'ensemble de la zone euro en donnent une claire illustration. C'est cet été qu'a été franchi le seuil à partir duquel les crédits aux résidents octroyés par les institutions financières et monétaires de la zone euro sont devenus inférieurs aux dépôts effectués par ces mêmes résidents. Il n'y a plus de création monétaire à l'aune de ce seul indicateur. La vitesse d'adaptation du modèle bancaire est donc un élément clé.

Christophe Blot : La remontée est présente aussi aux États-Unis. Il faut prendre le temps de l'adaptation. Il s'est passé du temps entre la première hausse des taux en 2014 et celle qu'on attend.

Xavier Ragot : Sur le bloc pétrole ?

Éric Heyer : Notre analyse entre l'offre et la demande montre qu'il existe encore des stocks très importants qui devraient atténuer la hausse des prix qui aurait eu lieu sans eux. Notre hypothèse de 54 dollars nous semble réaliste en tenant compte des stocks. Mais entre un baril à 54 dollars ou 60 en 2018, nous ne sommes pas certains. Nous avons évalué l'incidence d'une augmentation potentielle sur l'activité dans les pays développés. Ce qui est rassurant dans notre analyse, c'est le décalage entre la remontée des prix du pétrole et l'incidence sur l'activité qui se situe aux alentours de 3 ou 4 trimestres.

Xavier Timbeau : L'incertitude sur le prix du pétrole est liée au fait que la courbe du coût marginal d'extraction est pentue, ce qui rend la demande très sensible et le prix du pétrole peut varier. Nous sommes arrivés à la limite haute du régime, si le prix augmente trop se mettent en place des mécanismes de substitution avec d'autres sources d'énergie. De plus l'offre elle-même est aussi mouvante comme on a pu le voir avec le gaz de schiste aux États-Unis, avec des baisses de coût marginal au moment où le prix a baissé. Par

ailleurs lorsque la demande est très sensible on voit l'émergence de la géopolitique et la mise en place de quotas. Et la géopolitique est impossible à prendre en compte. L'incertitude n'est pas dans la qualité de nos outils mais elle est intrinsèque au marché pétrolier.

Éric Heyer : je reviens sur la Chine et l'impact de la mutation de son économie sur nos pays. Malgré la fragilité de nos outils, on note que l'incidence de la mutation chinoise serait très positive pour l'Asie et l'Afrique mais néfaste pour la zone euro. Tant que la zone euro était en période d'austérité, le choc lié à l'économie chinoise était marginal, aujourd'hui le choc chinois prend une place importante dans notre analyse.

Zone euro

Xavier Ragot : Je vous propose de passer à l'Union européenne. Quel est l'impact du Brexit sur la croissance au Royaume-Uni ? Dans la zone euro ? L'investissement est-il en panne ? Quel est le risque de crise bancaire dans la zone euro ? Doit-on s'attendre à une nouvelle vague de consolidation budgétaire ?

Jésus Castillo : Nous sommes assez consensuels sur le scénario zone euro. On assiste à un ralentissement en 2016, mais en regardant chaque pays on voit une zone euro de plus en plus hétérogène et pas coopérative. Du point de vue budgétaire, l'Allemagne est en excédent et à l'autre bout l'Espagne qui nécessite davantage de consolidation budgétaire, la France qui progresse et l'Italie qui se situe loin derrière l'Allemagne. Pour nous le risque politique de l'Union européenne depuis 2015 est devenu assez important. L'incertitude politique, du point de vue des marchés, a un impact plus fort que par le passé, même si l'année 2016 a été un peu plus calme pour la zone euro, mais pas pour l'Union européenne à cause du Brexit.

Sur la question du Brexit, on peut estimer un impact direct au travers des flux commerciaux. À court terme l'impact ne semble pas très important, la Banque d'Angleterre a réagi avec un *policy mix* hyper expansionniste ; la dépréciation de la livre vient jouer en faveur de la conjoncture du Royaume-Uni et en défaveur de la nôtre. Finalement la catastrophe annoncée n'a pas lieu. A court terme sûrement. Mais dans 2 ans, lorsque le Royaume-Uni aura

quitté l'Union, la question se posera. Pour l'accès au marché européen, il n'y a pas grand-chose à modifier, c'est à partir des nouvelles règles européennes, auxquelles le Royaume-Uni n'aura pas participé, alors le prix à payer sera peut-être conséquent. Le danger est donc plus lointain, à l'horizon de 3 à 4 ans, quand les règles commerciales notamment évolueront sans tenir compte des intérêts du Royaume-Uni.

Xavier Ragot : Sur le risque politique, quel est l'ordre des pays qui pourraient être atteints ? Espagne, Italie, Grèce, Pologne ... ?

Jésus Castillo :Lorsqu'on hiérarchise le risque politique, le premier événement sera l'Espagne qui devrait avoir un gouvernement à la fin du mois, les socialistes laissant Rajoy être réinvesti. Ensuite le principal risque est pour l'Italie si Renzi perd son référendum, il pourrait rester à la tête du gouvernement faute de candidat capable de le remplacer, mais le mouvement « 5 étoiles » pourrait surprendre. Il convient surtout de remarquer que les pays à risques ont changé au cours des derniers mois. Le risque politique qui était très concentré dans la périphérie en 2015-2016 avec l'arrivée de Tsipras en Grèce, les élections au Portugal, en Irlande, en Espagne, est en train de passer vers des pays du cœur qui vont connaître des élections importantes prochainement, Autriche, Pays Bas, France, Allemagne.

Denis Ferrand : Notons que les cinq plus gros pays de l'Union européenne sont dans une situation particulière du point de vue politique : Italie, Espagne, France et Allemagne avec des élections prochaines, le Royaume-Uni avec le Brexit... Le moment est compliqué, sans compter la Pologne qui n'a pas un appétit très européen. Le ciment européen se lézarde.

Sur le Brexit, effectivement on ne voit pas d'impact à court terme mais la mécanique récessive est enclenchée, la croissance va passer de 2 à 0,5 entre 2016 et 2017 ; la dépréciation de la livre entraîne une chute du pouvoir d'achat de l'économie nationale et de plus les exportations britanniques ont une faible sensibilité à leur prix. L'autre mécanique est celle des prix de l'immobilier ; l'indice Halifax a commencé à reculer, de manière feutrée, mais avec les dispositifs d'extraction hypothécaire qui fonctionnent à plein au Royaume-Uni, la possibilité de s'endetter sur gages est beaucoup plus faible. En 2009, la chute de la consommation britan-

nique était sans commune mesure avec celle observée en zone euro alors même que la récession avait été d'une ampleur comparable dans les deux ensembles. Il y aura aussi un impact sur l'investissement mais très difficile à graduer.

Sur la zone euro, la crise bancaire est tout à fait manifeste. Elle remet en question le petit et seul échafaudage développé au cours des dernières années qu'est l'Union bancaire. Merkel essaie de trouver de façon feutrée une échappatoire pour que l'État allemand vienne au secours de Deutsche Bank, sans vouloir donner un exemple à l'Italie. Le risque est de voir cette union bancaire défunte avant d'avoir existé et garanti les dépôts.

Sur la question, l'investissement est-il en panne ? Nous avons des rythmes d'investissement productif ces dernières années plutôt supérieurs à la croissance du PIB ; ce qui surprend en revanche c'est la rétention de cash dans les entreprises, les comptes de patrimoine des sociétés non financières montrent que le numéraire et les dépôts inscrits à l'actif des entreprises rapportés à la dette sont à des niveaux historiquement élevés. Le souvenir de 2008 et 2009 avec l'impossibilité de trouver du crédit de trésorerie plane toujours et induit un comportement de forte rétention de la liquidité. Comment libérer ce cash présent dans les entreprises tant que le risque bancaire est élevé, cela est difficile. Si on y parvenait, on pourrait libérer 1 point de croissance par an en zone euro.

À votre question sur une prochaine vague de consolidation budgétaire en zone euro, je n'y crois pas, en Espagne la possibilité n'existe même pas en raison de la vacance actuelle du pouvoir.

Xavier Ragot : Sur le Brexit, une chute de la consommation est-elle attendue, notamment *via* une correction immobilière en Angleterre ?

Catherine Mathieu Nous prévoyons effectivement une baisse de la consommation des ménages, mais principalement du fait de l'accélération de l'inflation, qui va réduire le pouvoir d'achat des ménages en 2017. Globalement les prix immobiliers continuent toujours à augmenter au Royaume-Uni. Cela fait d'ailleurs des années que les prix sont hauts et qu'ils augmentent, mise à part une petite correction à la baisse après la crise de 2007 mais qui n'a pas duré. Il y a une insuffisance structurelle d'offre de logements au Royaume-Uni, qui maintient les prix élevés et rend peu probable

une forte baisse des prix de l'immobilier dans les prochains mois. Cependant, les prix de l'immobilier élevés sont une épée de Damoclès suspendue au-dessus de l'économie britannique.

Xavier Timbeau : Le Brexit est un cas d'étude intéressant. Y a-t-il un risque d'accélération de l'inflation qui pourrait enclencher un mouvement de la politique monétaire de la banque centrale ? À ce moment-là les prix élevés de l'immobilier pourraient engendrer l'éclatement d'une bulle immobilière. Cet enchaînement pourrait être préoccupant pour le Royaume-Uni.

Xavier Ragot : Exactement, nous pourrions connaître une inflation importée. Nous assistons à un débat important sur les cibles de la politique monétaire de la banque centrale. La Banque d'Angleterre ne pourrait-elle pas laisser passer une inflation effective élevée (4 %) pendant de nombreux trimestres pour être accommodante ? Ce serait une première expérience d'un changement effectif de cible de politique monétaire.

Xavier Timbeau : Sachant qu'il y a deux choses : l'accélération de l'inflation due à l'inflation importée et une inflation de second tour qui serait une inflation sous-jacente. Ce n'est pas la même chose d'avoir 4 % d'inflation et 4 % d'inflation hors effet taux de change.

Paul Hubert : Sur le mandat de la Banque centrale, je pense qu'ils garderont une cible d'inflation à 2 %. En revanche sur la tolérance à la déviation à la cible (en 2010 et 2011, ils étaient autour de 4 %), c'est possible, il suffit d'écrire une lettre au Chancelier pour s'en accommoder.

Sur le fond, le risque de remontée des taux ne se fera pas principalement *via* l'effet richesse, mais plutôt *via* la sensibilité de la consommation aux taux directeurs : comme les ménages sont endettés principalement à taux variables et aujourd'hui faibles, ils ont des marges de manœuvre très réduites pour absorber une hausse de leurs mensualités. Le jour où les taux remontent en Angleterre, les effets macro *via* la consommation vont être forts et s'ajouter aux effets richesse.

Catherine Mathieu : L'attitude de la Banque d'Angleterre le montre, cela fait des années qu'elle ne respecte pas son mandat en termes de cible d'inflation, et qu'elle s'en explique régulièrement par lettre ouverte au Chancelier de l'Échiquier. La Banque d'Angleterre

est supposée maintenir l'inflation autour de 2 % (dans une fourchette de +1/-1%). Nous avons retenu dans notre prévision une stabilité du taux de change de la livre à son niveau actuel, ce qui conduirait la Banque d'Angleterre à expliquer en 2017 l'absence de durcissement de la politique monétaire, malgré l'accélération de l'inflation à plus de 3 % ; cette accélération est principalement due à la dépréciation passée de la livre, et elle ne sera que temporaire. Mais si nous entrons en 2017 dans une dynamique de forte baisse de taux de change de la livre à cause de négociations dures avec l'Union européenne, cela compliquera la tâche pour la Banque d'Angleterre.

Éric Heyer : Dans notre scénario nous supposons que c'est le consommateur qui supporte le supplément d'inflation lié à cette baisse extrêmement forte de la livre et qu'il n'y a donc pas d'effet second tour *via* les salaires. Mais un effet de second tour est envisageable avec une augmentation des salaires standards qui conduirait à 4,5-5 % d'inflation, mais ce serait un tout autre scénario.

France

Xavier Ragot : Pourquoi la croissance française est-elle inférieure à celle de la zone euro depuis trois ans ? La politique d'offre a-t-elle fonctionné ? Quelle est la croissance potentielle de la France et quel est le niveau de l'*output gap* ? Le taux de chômage va-t-il durablement baisser ? Le déficit public sera-t-il en dessous de 3 % en 2017 ?

Denis Ferrand : Dans votre scénario la zone euro a moins de croissance en 2017 qu'en 2016, c'est l'inverse pour la France, j'insiste sur la prise en compte du secteur agricole qui représente peu : 1,8 point de PIB. Mais ce secteur subit la triple peine cette année, mauvaises récoltes en quantité et en qualité et recul des prix sur les marchés mondiaux. Seule la France connaît ces mauvaises récoltes cette année et les récoltes mondiales sont très bonnes. Dans les comptes nationaux, les valeurs agricoles sont traitées rétroactivement, il est donc vraisemblable que les chiffres du premier et du deuxième trimestre, voire du quatrième trimestre 2015 seront corrigés à la baisse. Sur des croissances très faibles, la correction va être sensible (-0,1 point). Je suis étonné de ne pas voir le mot « agriculture » dans votre prévision.

Parmi les facteurs de révision, vous aviez une contribution des stocks très positive en 2016 dans votre prévision d'avril, vous avez dû corriger et la mettre négative ; à l'inverse parmi les postes de la demande intérieure hors-stocks vous avez corrigé l'investissement des administrations publiques qui de très négatif en avril est devenu positif. Autre incertitude forte, les statistiques d'investissement en logements des ménages, entre les éléments dont dispose par exemple la Fédération du bâtiment ou ce que disent les promoteurs et les chiffres de l'INSEE, c'est le grand écart. Il semble que les crédits logement sont principalement de la renégociation de crédits ; la dynamique logement semble trop faible dans les comptes nationaux. Les facteurs de révision seront sans doute à la hausse sur ce point. Au total les facteurs de révision seront sans doute à la baisse, principalement à cause de l'agriculture mais compensés par le facteur logement qui devrait jouer en contre-sens.

Par ailleurs on observe un grand écart entre d'une part la production industrielle et, d'autre part les enquêtes qui voyaient un niveau d'activité plus favorable ; autre illustration : l'écart entre production industrielle et taux d'utilisation des capacités de production. Le TUC est assez positif et en face on note très peu de production industrielle, voire un léger recul. Cela signifie-t-il que nos capacités de production sont laminées ? La politique de l'offre actuelle se fait sur une base industrielle trop fortement contractée pour donner des résultats rapides. Par de nombreux aspects, la période actuelle ressemble à celle observée dans les années 1980 : choc pétrolier, recul des marges, effondrement de l'investissement privé et en même temps recul des parts de marché. En 1984, début de remontée des marges, amplifié à partir de 1986 par le contre-choc pétrolier puis rebond de l'investissement productif en 1984-85. Il faudra attendre 1987-1988 pour voir poindre une progression de la compétitivité telle que mesurée par les parts de marché des exportations françaises dans les exportations de la zone euro. En France, aujourd'hui, le niveau des marges de l'industrie manufacturière a certes remonté mais il n'a fait que retrouver son niveau du début des années 2000, en Allemagne le niveau des marges d'exploitation dans l'industrie a augmenté de 63 % dans l'intervalle. Il ne faut donc pas attendre des merveilles de la politique d'offre actuelle et encore moins rapidement parce que la base industrielle s'est contractée. L'effet masse joue clairement en notre défaveur.

Sur les déficits publics, nous prévoyons 3,3 % l'an prochain : 1,1 % de croissance avec une trajectoire de la dépense publique qui a dérivé par rapport au PLF 2016 ; avec un point d'inflation en moins que ce qui était prévu en PLF en septembre dernier, nous avons pourtant plus de dépenses en valeur. Il y a en outre une pratique malsaine de l'ardoise en reportant le coût budgétaire de certaines mesures adoptées pour 2017 sur l'exercice suivant : le « welcome package » pour 2018 se chiffre d'ores et déjà à 6 milliards d'euros. Le basculement de la C3S vers du CICE est une façon de faire du report de la charge budgétaire.

Jésus Castillo : Sur la France nous sommes d'accord avec ces effets de yoyo sur les chiffres des révisions qui montrent qu'il faut être prudent à cause de l'impact sur les acquis de croissance. La perspective que nous défendons sur la France est un ralentissement de la croissance (1,2 % en 2016, 1,0 % en 2017 et 0,8 % en 2018). Derrière ces chiffres, la reprise de l'inflation due aux prix du pétrole qui vont affecter la consommation. On pense que le troisième trimestre 2016 ne sera pas brillant. Plus spécialement sur les politiques d'offre et l'investissement, les mesures vont dans le bon sens puisque l'investissement repart en France. Le fait que les marges se soient redressées et que les entreprises ont augmenté leur cash sont des bons signes, en revanche nous avons une interrogation sur les performances des exportations françaises qui expliquent peut-être pourquoi les entreprises n'investissent pas. Dans un contexte de taux d'intérêts faibles, d'un euro favorable et d'un prix du pétrole peu cher, pourquoi les exportations françaises ne rebondissent-elles pas ? Peut-être faut-il attendre encore que les politiques d'offre mises en place portent leurs fruits ? Si on compare avec ce qui a été fait en Espagne, que l'on croyait plongée comme la Grèce dans une spirale récessive, on voit que les réformes structurelles ont permis une reprise forte de l'investissement des entreprises espagnoles et alimentent un vrai cycle de reprise. L'Espagne est de ce point de vue pratiquement un cas d'école. Les gains de compétitivité grâce à la dévaluation interne ont permis de relancer les exportations qui à leur tour ont incité les entreprises à investir et à embaucher pour enfin redynamiser la demande domestique.

Pour revenir à la France on voit que la politique d'offre va dans le bon sens mais elle révèle aussi un positionnement des entreprises françaises à l'exportation médiocre. Par ailleurs cette politique

d'offre n'a pas été un vrai choc, elle s'est faite lentement. Les réformes ont été à mon sens progressives et n'ont pas créé le choc attendu. Il faut donc attendre plus longtemps les résultats, ce qui ne signifie pas que les politiques d'offre ne fonctionnent pas.

Sur les finances publiques, nous prévoyons aussi un déficit à 3,3 % en 2016, 3 % en 2017 avec moins de croissance. Mais ces chiffres restent suspendus à la probabilité d'alternance politique en 2017 qui devrait entraîner un creusement du déficit budgétaire dû au contexte qui est en faveur de l'investissement public. Ce qui conduit à la question de la croissance potentielle et du taux de chômage.

Notre diagnostic est que le chômage structurel de l'économie française a probablement augmenté de 1 à 2 points par rapport à son niveau d'avant-crise.

Denis Ferrand : Oui nous aussi nous pensons que la croissance potentielle sera aux environs de 1 %, les mesures CICE, Pacte de responsabilité et prime à l'embauche auront un effet positif en 2016 mais moins efficace en 2017, au-delà du fait que l'emploi sera moins dynamique en 2017 qu'en 2016.

Mathieu Plane : Pour revenir sur quelques points, les révisions montrent que les acquis de croissance au deuxième trimestre n de l'année n ont toujours été révisés à la hausse depuis 2010, à l'exception de 2012. Et ces révisions sont loin d'être négligeables car elles sont comprises entre +0,1 et +0,5 point de PIB. Donc, bien que la production agricole puisse être révisée à la baisse, rien n'indique que d'autres secteurs ne seront pas révisés à la hausse, comme le logement par exemple.

Sur les écarts de croissance zone euro et France, certains éléments montrent que la politique d'offre commence à créer des effets à l'horizon 2017 mais que les transferts fiscaux massifs depuis 2014 des ménages vers les entreprises ont conduit à ralentir la croissance sur la période récente. Et ce que l'on observe depuis début 2014, c'est un redressement net des marges en France, contrairement au reste de la zone euro. Les effets positifs de la politique d'offre, notamment à travers la hausse du taux de marge des exportateurs sont plus devant nous que derrière nous.

Ce qui est rassurant, c'est que les taux d'utilisation se redressent et que l'investissement repart, en particulier sur les biens d'équipement.

Par ailleurs, je pense, contrairement à vous, que le choc d'offre a été massif. En peu de temps, depuis 2014, plus de 30 milliards ont été transférés aux entreprises, l'ajustement sur les ménages a été fort pour à la fois pour financer ce choc d'offre et redresser les comptes publics. Si le tissu productif s'est autant dégradé depuis la crise, c'est surtout à cause de l'impact négatif sur la demande et la chute des carnets de commande qui ont provoqué de nombreuses faillites. Donc les effets de la reconstruction industrielle peuvent prendre 5 ou 10 ans, bien que les marges se soient améliorés.

Éric Heyer : Quel est votre scénario d'inflation ? Si nous avons des tensions sur nos capacités de production, cela devrait se faire sentir sur l'inflation ou alors on assiste à une déconnexion complète entre l'inflation sous-jacente et le chômage ?

Denis Ferrand : L'inflation sous-jacente est à peu près en ligne avec l'inflation d'ensemble (respectivement 1 % et 1,2 % en 2017) qui bouge donc très peu. Nous avons des salaires réels qui ne sont pas dynamiques et un ralentissement des gains de productivité qui contribuent à modérer le sous-jacent, déterminé par les trajectoires de marges et de salaires réels.

Pierre Madec : Sur l'investissement logement on avait du mal à comprendre le T2. Les indicateurs comme les taux, l'emploi ou les prix étaient plutôt orientés favorablement. Alors qu'on attendait une révision à la hausse, la première révision fut à la baisse mais la seconde devrait confirmer notre prévision qui, en 2017, prévoit une tendance à la hausse de l'investissement logement. Les enquêtes sont revenues à leur moyenne de long terme, ce qui n'était pas arrivé depuis longtemps.

Xavier Ragot : Le fond de notre différence de diagnostic sur l'état de la France, c'est surtout l'*output gap* et le potentiel. Votre scénario est un potentiel dégradé, une rupture de la courbe de Phillips, du mode de formation des salaires, ce qui est défendable compte tenu des incertitudes (loi travail, CICE, ...). Notre approche à nous est de penser que, malgré l'évolution des TUC et autres, le potentiel productif est réel. Pour être plus précis dans nos prévisions, il nous manque des données d'entreprises mais concluons en disant que globalement les différences entre nos prévisions et la réalisation sont très minimes.

Tableaux

Perspectives de croissance mondiale	6
Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières	8
Résumé de la prévision France	10
Scénario de croissance mondiale annuelle (avec les révisions)	17
L'impact du Brexit sur l'activité	24
L'impact du prix du pétrole sur l'activité	26
L'impact de la compétitivité sur l'activité	28
L'impact de la politique budgétaire sur l'activité	30
Demande adressée (DA) et contribution de la Chine à la demande adressée	32
Parts de marché des principaux pays de la zone euro	47
Contribution du secteur minier à la croissance du PIB	69
Contribution du secteur minier à la croissance de l'investissement	70
Zone Asie : Prévisions de commerce extérieur	72
Impulsion budgétaire et comptes publics	88
Taux de croissance annuel moyen de la productivité horaire des salariés (secteur marchand)	98
Taux de croissance annuel moyen de la productivité par salarié (secteur marchand)	99
Taux de croissance annuel moyen de la population active	100
Taux de croissance annuel moyen de la durée du travail des salariés – secteur marchand	102
Taux de croissance annuel moyen de l'emploi total	105
Total des créances douteuses (NPL) en zone euro	114
Ratio Core Tier 1 en cas de scénario défavorable, banques italiennes	115
Prêts accordés par les banques italiennes (encours)	116
Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières	120
Équilibre sur le marché pétrolier et prix des matières premières industrielles	121
États-Unis : résumé des prévisions	122
Zone euro : résumé des prévisions	123
Allemagne : résumé des prévisions	124
France : résumé des prévisions	125
Italie : résumé des prévisions	126
Espagne : résumé des prévisions	127
Royaume-Uni : résumé des prévisions	128
Amérique latine : résumé des prévisions	129
Asie : résumé des prévisions de PIB	129

Résumé de la prévision France	135
Nouvelles mesures en prélèvements obligatoires	141
Ajustement du taux de croissance trimestriel du PIB sur les climats des affaires	151
Taux de croissance trimestriels des séries quantitatives mensuelles en 2016	154
Les freins et leviers de la croissance en France	155
La révision des comptes nationaux	158
Emploi et chômage	166
Effets du CICE et du Pacte de responsabilité sur l'emploi	171
Contrats aidés dans le secteur non marchand	173
Projections de population active	175
Décomposition du pouvoir d'achat par ménage	177
Décomposition de la variation du solde public	194
Objectifs budgétaires et engagements européens	195
Détail du plan d'économies en dépenses (2015-2017)	200
Principales mesures d'offre mises en place depuis 2014 impactant les PO .	204
Effet de la politique de l'offre sur le PIB par année	206
Hypothèses sur l'effet multiplicateur des différentes mesures d'offre	206
Politique budgétaire et fiscale pour 2016 et impact sur le PIB	207
Politique budgétaire et fiscale pour 2017 et impact sur le PIB	208
Politique budgétaire et fiscale pour 2018 et impact sur le PIB	209
Principaux agrégats des finances publiques	210
Nouvelles mesures en prélèvements obligatoires	212
Résumé des prévisions pour l'économie française	213
France. Ressources et emplois en biens et services, aux prix chaînés	214
Déflateur de la consommation et taux de salaire horaire	215
Emploi et productivité par habitant	215
Éléments du compte des ménages	216
Commerce extérieur et parts de marché	217
Taux d'intérêt et taux de change	217

Graphiques

Incertitude mesurée par la volatilité implicite des principaux indices boursiers	19
Indicateur d'incertitude sur la politique économique au Royaume-Uni	20
Taux de change de la livre sterling	21
Écarts de taux dans la zone euro	23
Taux de change effectifs nominaux	27
Évolution du commerce mondial	34
Taux de chômage dans les grands pays industrialisés	36

Taux d'inflation hors effets du pétrole et du taux de change	37
Évolution des coûts salariaux unitaires dans la zone euro	38
PIB en niveau	41
Croissance du revenu disponible brut	44
Croissance de l'encours de crédits	45
Dépenses d'investissement (machines, équipements et systèmes d'armes) .	46
Cours boursiers et prix de l'immobilier en termes réels	53
Taux d'intérêt publics à 10 ans et écart de taux avec l'Allemagne	55
Taux souverains et taux d'intérêt sur les titres émis par les entreprises	56
Taux de change de la livre	57
Évolution de l'inflation	58
Richesse des ménages britanniques	59
Patrimoine des ménages américains	64
Prix du pétrole (WTI) et nouveaux forages de pétrole et gaz	68
Solde commercial	70
Cours des matières premières	74
Taux directeurs des banques centrales	80
Taille du bilan des banques centrales	82
Taux d'inflation	89
Évolution de l'inflation sous-jacente (hors prix énergétiques et alimentaires)	90
Impact des prix du pétrole et des taux de change sur l'inflation	
en prévision	92
Anticipations d'inflation à 5 ans dans 5 ans	94
Inflation d'ensemble (IPCH) en zone euro, réalisations et prévisions	95
Évolution des prix de valeur ajoutée en zone euro	97
Évolution comparée de la productivité et de la population active	
depuis la crise	101
Emploi et durée du travail au cours des 2 premières années de la crise	
(2008-2009) – salariés secteur marchand	103
Emploi et durée du travail depuis 2008 – salariés secteur marchand	104
Commerce mondial et croissance	107
Investissement dans les pays du G7	108
Ratio CET1 : nombre de banques par tranche	112
Taux de croissance trimestriel du PIB français	138
Croissances comparées de la France et de la zone euro	138
Variation du solde public structurel sur la période 2014-2016	139
Contribution des composantes du PIB à la croissance sur la période	
2013t4 – 2016t2	140
Variation du taux de marge des ENF sur la période 2013t4 – 2016t2	142
Compétitivité-prix à l'exportation et taux de marge du secteur exportateur	143
Consommation des ménages en équipement du logement et en énergie .	144
Investissement des ENF observé et simulé	146

Croissance de l'investissement des ENF avec et sans les BE et IC	147
Croissance de la consommation des ménages	148
Variation de stocks par produit (en valeur)	149
Climat des affaires dans...	150
Le taux de croissance du PIB observé et ajusté	152
Les séries quantitatives mensuelles	153
Estimations successives du PIB du...	158
Taux d'investissement et taux de marge des SNF	160
Décomposition comptable du taux de marge des sociétés non financières sur la période 2008-2016	161
Taux de marge (EBE / VA) dans les 3 principales branches de l'économie marchande	163
Taux de marge (EBE/VA) du secteur exportateur	164
Évolution de l'emploi salarié marchand corrigé de l'intérim	167
Intentions d'embauches	167
Cycle de productivité dans les secteurs marchands	170
Contrats aidés dans le secteur non marchand	172
Impact monétaire des mesures discrétionnaires 2010-2015 par décile de niveau de vie (en euros)	182
Impact monétaire des mesures discrétionnaires 2010-2015 par décile de niveau de vie (en % du niveau de vie)	182
Consommation et taux d'épargne des ménages	184
Salaires individuels et taux d'inflation	185
L'inflation et ses déterminants	188
Nombre de logements autorisés et mis en chantier cumulés sur 12 mois .	189
Perspectives de mises en chantier par segment du parc de logement . . .	190
Investissement des ménages	191
Investissement des ménages	192
Évolution annuelle de la dépense publique primaire hors crédits d'impôts	199
Taux de la BCE et taux EONIA	222
Encours de réserves excédentaires et de facilités de dépôts dans la zone euro	224
Taux du marché interbancaire dans la zone euro	229
Taux publics français	229
Taux publics réels sur longue période	231
Taux d'intérêt aux entreprises non financières et aux ménages de la zone euro	235
Réponses des banques à la détention d'excès de liquidité	239
Structure par terme des taux d'intérêt dans la zone euro	240
Marge d'intérêt sur les crédits immobiliers aux ménages et aux SNF de la zone euro	242
Profitabilité des banques	243

Encadrés

L'impact macroéconomique de la crise dans le secteur des hydrocarbures sur les comptes nationaux	68
La Deutsche Bank, une institution systémique à risque	110
L'investissement industriel soutenu par le suramortissement fiscal	145
Quelle trajectoire de croissance les enquêtes décrivent-elles ?	150
Quel point de départ pour la prévision ?	157
La modélisation de l'emploi	168
Impôts directs et prestations : quel impact redistributif de la rigueur budgétaire ?	178
La boucle prix-salaires	186
Modélisation de l'investissement des ménages	190
La France devrait sortir de la procédure de déficit excessif en 2017	195
L'effet de la politique de l'offre sur la croissance du PIB	204
Un choc fiscal concentré sur les ménages	210
La transmission de la politique monétaire aux taux bancaires sur les crédits et dépôts	236

Liste des abréviations de pays

AFG	Afghanistan	COM	Comores
AGO	Angola	CPV	Cap-Vert
ALB	Albanie	CRI	Costa Rica
AND	Andorre	CUB	Cuba
ARE	Émirats arabes unis	CYP	Chypre
ARG	Argentine	CZE	République tchèque
ARM	Arménie	DEU	Allemagne
ATG	Antigua-et-Barbuda	DJI	Djibouti
AUS	Australie	DNK	Danemark
AUT	Autriche	DO	DMA Dominique
AZE	Azerbaïdjan	DOM	République dominicaine
BDI	Burundi	DZA	Algérie
BEL	Belgique	ECU	Équateur
BEN	Bénin	EGY	Égypte
BFA	Burkina Faso	ERI	Érythrée
BGD	Bangladesh	ESP	Espagne
BGR	Bulgarie	EST	Estonie
BHR	Bahreïn	ETH	Éthiopie
BHS	Bahamas	EUZ	Zone euro
BIH	Bosnie-Herzégovine	FIN	Finlande
BLR	Biélorussie	FJI	Fidji
BLZ	Belize	FRA	France
BOL	Bolivie	FSM	Micronésie
BRA	Brésil	FYR	Macédoine
BRB	Barbade	GAB	Gabon
BRN	Brunei	GBR	Royaume-Uni (Grande-Bretagne)
BTN	Bhoutan	GEO	Géorgie
BWA	Botswana	GHA	Ghana
CAF	République centrafricaine	GIN	Guinée
CAN	Canada	GMB	Gambie
CHE	Suisse	GNB	Guinée-Bissau
CHL	Chili	GNQ	Guinée équatoriale
CHN	Chine	GRC	Grèce
CIV	Côte d'Ivoire	GRD	Grenade
CMR	Cameroun	GTM	Guatemala
COD	République démocratique du Congo	GUY	Guyana
COG	République du Congo	HKG	Hong Kong
COL	Colombie	HND	Honduras

HRV	Croatie	MLI	Mali
HTI	Haïti	MLT	Malte
HUN	Hongrie	MMR	Birmanie
IDN	Indonésie	MNG	Mongolie
IND	Inde	MNP	Îles Mariannes du Nord
IRL	Irlande	MOZ	Mozambique
IRN	Iran	MRT	Mauritanie
IRQ	Irak	MUS	Maurice
ISL	Islande	MWI	Malawi
ISR	Israël	MYS	Malaisie
ITA	Italie	NAM	Namibie
JAM	Jamaïque	NER	Niger
JOR	Jordanie	NGA	Nigeria
JPN	Japon	NIC	Nicaragua
KAZ	Kazakhstan	NLD	Pays-Bas
KEN	Kenya	NOR	Norvège
KGZ	Kirghizistan	NPL	Népal
KHM	Cambodge	NRU	Nauru
KIR	Kiribati	NZL	Nouvelle-Zélande
KNA	Saint-Christophe-et-Niévès	OMN	Oman
KOR	Corée du Sud	PAK	Pakistan
KWT	Koweït	PAN	Panama
LAO	Laos	PER	Pérou
LBN	Liban	PHL	Philippines
LBR	Liberia	PLW	Palaos
LBY	Libye	PNG	Papouasie-Nouvelle-Guinée
LCA	Sainte-Lucie	POL	Pologne
LIE	Liechtenstein	PRI	Porto Rico
LKA	Sri Lanka	PRK	Corée du Nord
LSO	Lesotho	PRT	Portugal
LTU	Lituanie	PRY	Paraguay
LUX	Luxembourg	QAT	Qatar
LVA	Lettonie	ROU	Roumanie
MAR	Maroc	RUS	Russie
MCO	Monaco	RWA	Rwanda
MDA	Moldavie	SAU	Arabie saoudite
MDG	Madagascar	SCG	Serbie-et-Monténégro
MDV	Maldives	SDN	Soudan
MEX	Mexique	SEN	Sénégal
MHL	Marshall	SGP	Singapour

SLB	Salomon	VCT	Saint-Vincent-et-les-Grenadines
SLE	Sierra Leone	VEN	Venezuela
SLV	Salvador	VNM	Viêt Nam
SMR	Saint-Marin	VUT	Vanuatu
SOM	Somalie	WSM	Samoa
STP	Sao Tomé-et-Principe	YEM	Yémen
SUR	Suriname	ZAF	Afrique du Sud
SVK	Slovaquie	ZMB	Zambie
SVN	Slovénie	ZWE	Zimbabwe
SWE	Suède		
SWZ	Swaziland		
SYC	Seychelles		
SYR	Syrie		
TCD	Tchad		
TGO	Togo		
THA	Thaïlande		
TJK	Tadjikistan		
TKM	Turkménistan		
TLS	Timor oriental		
TON	Tonga		
TTO	Trinité-et-Tobago		
TUN	Tunisie		
TUR	Turquie		
TUV	Tuvalu		
TWN	Taiwan		
TZN	Tanzanie		
UGA	Ouganda		
UKR	Ukraine		
URY	Uruguay		
USA	États-Unis		
UZB	Ouzbékistan		
VAT	Vatican		

NOTE AUX AUTEURS

La *Revue de l'OFCE* est une revue à comité de lecture, classée au CNRS. Elle encourage la soumission d'articles de nature à faire progresser la réflexion en économie et en sociologie, selon des approches diversifiées, afin de favoriser le débat public et scientifique.

Les articles soumis à la *Revue de l'OFCE* doivent être inédits et ne pas être soumis simultanément à une autre revue.

Procédure

Les textes reçus font l'objet d'un ou deux rapports écrits, transmis aux auteurs, en respectant l'anonymat des parties. En fonction de ces rapports, le comité de rédaction prendra la décision soit i) d'accepter, ii) de refuser ou iii) d'accepter sous réserve de modifications tenant compte des remarques et commentaires des référés. Cette décision est communiquée dans un délai maximal de quatre mois après réception du manuscrit. Une fois acceptés, les textes font éventuellement l'objet d'un travail éditorial, effectué en concertation avec l'auteur.

Format

Articles : ils doivent être remis sous Word ainsi que les tableaux. Les graphiques doivent être envoyés sous Excel et les images (en .eps ou .pdf si possible) doivent être de bonne qualité.

Les articles doivent comporter au maximum 75 000 signes (espaces compris), tableaux, graphiques, notes, bibliographie et annexes inclus. Une page de texte comporte environ 2 500 signes (espaces compris) pour un format de page de 110 x 185 mm. Il faut compter environ 1 000 signes (espaces compris) pour un graphique.

En début d'article, doivent apparaître :

- le titre (120 caractères espaces compris maximum) ;
- le nom de l'auteur/des auteurs, accompagné de l'affiliation ;
- un résumé en français (1 200 caractères espaces compris maximum) ;
- quatre à cinq mots clés.

Les auteurs doivent aussi fournir :

- un résumé en anglais de 150 mots maximum, titre et nom d'auteur(s) inclus ;
- quatre à cinq *Keywords* ;
- les classifications de l'article selon la nomenclature du *Journal of Economic Literature*.

Intertitres : trois niveaux peuvent être utilisés (deux niveaux sont recommandés) ; ils doivent être numérotés hors introduction. Le premier niveau sera numéroté 1., 2. etc. ; le deuxième 1.1., 1.2. etc. Éviter de faire suivre immédiatement plusieurs sous-titres (les entrecouper si possible de quelques lignes d'écriture).

Notes de bas de page : elles doivent être numérotées en continu. Elles doivent être courtes.

Tableaux et graphiques : les tableaux sont numérotés en continu et doivent être appelés dans le texte. La même règle s'applique pour les graphiques. Tout

tableau ou graphique a un titre, court. Les unités sont clairement indiquées, en distinguant les éventuelles doubles échelles. Les sources complètes doivent être fournies : organisme, et éventuellement titre complet de la publication et date.

Encadrés : ils sont numérotés (éviter les encadrés de plus d'une page soit plus de 2 500 signes) et les tableaux et graphiques s'y trouvant ne doivent pas être numérotés avec ceux du texte.

Formules mathématiques : elles doivent être sous MathType ou sous l'éditeur d'équation de Word. Les symboles qui se trouvent dans le texte doivent restés en texte.

Les articles préparés au format Latex seront convertis en Word à l'OFCE.

Références bibliographiques : elles sont appelées dans le texte par le nom de l'auteur et la date de la publication, entre parenthèses : x (date) ou (x, 2005 ; x et y, 2006 ; x *et al.*, 2000). Elles sont regroupées en fin d'article par ordre alphabétique d'auteur. Elles comportent alors le nom de l'auteur, le prénom, la date de publication, le titre de l'article, le nom de la publication et son numéro, l'éditeur, le lieu de publication.

Exemple

Klenow P., et B. Malin, 2011, « Microeconomic Evidence on Price-Setting », *In Handbook of Monetary Economics 3A*, B. Friedman and M. Woodford (eds). Elsevier, 231-284.

Glaeser E. L. et A. Saiz, 2003, « The rise of the skilled city », *NBER Working Paper*, 10191, décembre.

Fujita, M., 1988, « A Monopolistic Competition Model of Spatial Agglomeration: Differentiated Product Approach », *Regional Science and Urban Economics*, 18 : 87-124.

Krugman P., 1998, « Space: the final frontier », *The Journal of Economic Perspectives*, 12(2) : 161-174.

Guellec D., T. Madiès et J.-C. Prager, 2010, *Les marchés de brevets dans l'économie de la connaissance*, Rapport du Conseil d'analyse économique, La Documentation française.

Envoi des articles

Les projets d'articles doivent être transmis par courrier électronique à : revue.ofce@sciencespo.fr

Publication

Le délai de diffusion électronique de l'article est sous la responsabilité de l'OFCE : mise en ligne immédiate de l'article sur le site de l'OFCE après BAT validé par l'auteur, la rédactrice en chef des publications de l'OFCE et le Président de l'OFCE, puis disponibilité sous CAIRN quelques semaines plus tard.

L'édition papier de la Revue peut être obtenue auprès des Éditions du Net : <http://www.leseditionsdunet.com/>

Un exemplaire de la *Revue de l'OFCE* sera envoyé aux auteurs.

Copyright

L'OFCE et ses auteurs restent seuls détenteurs du droit moral et toute utilisation de ses contenus doit faire l'objet d'une demande écrite auprès de la rédactrice en chef des publications de l'OFCE.