



**HAL**  
open science

## **Petite reprise après grande crise**

Eric Heyer, Xavier Timbeau, Christophe Blot, Céline Antonin, Amel Falah, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Christine Riffart, Sébastien Villemot, Mathieu Plane, et al.

► **To cite this version:**

Eric Heyer, Xavier Timbeau, Christophe Blot, Céline Antonin, Amel Falah, et al.. Petite reprise après grande crise : Perspectives 2016-2017 pour l'économie française. Revue de l'OFCE, 2016, 147, pp.13-115. 10.3917/reof.147.0013 . hal-03459306

**HAL Id: hal-03459306**

**<https://sciencespo.hal.science/hal-03459306>**

Submitted on 1 Dec 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.

# PETITE REPRISE APRÈS GRANDE CRISE

## PERSPECTIVES 2016-2017 POUR L'ÉCONOMIE MONDIALE ET LA ZONE EURO

### Département analyse et prévision<sup>1</sup>

---

L'économie mondiale est engagée sur un sentier de croissance modérée qui résulte à la fois du ralentissement en cours dans les pays émergents, d'une croissance qui se tasse dans les pays anglo-saxons et d'une petite reprise dans la zone euro. En 2015, la Chine est entrée dans une phase de transition de son économie vers un modèle de croissance plus centré sur la demande intérieure. Il en résulte une baisse du taux de croissance du PIB ; celui-ci étant passé sous la barre des 7 % en 2015. La baisse se poursuivrait en 2016 et 2017 avec une progression du PIB qui atteindrait 6,1 % en 2017. Le ralentissement chinois entrave la croissance des pays émergents, dont certains d'entre eux sont par ailleurs pénalisés par des facteurs internes (Brésil) et par la baisse du prix du pétrole (Russie), mais également celle des pays industrialisés *via* le ralentissement du commerce mondial. Néanmoins, cette situation ne remet pas en cause le schéma de reprise qui a vu le jour dans la zone euro. D'autres facteurs viennent en effet soutenir la croissance. La baisse du prix du pétrole améliore le pouvoir d'achat des ménages et la compétitivité des entreprises. La politique monétaire de la BCE reste très expansionniste. En outre, la divergence en cours avec la politique monétaire américaine favorise la faiblesse de l'euro, ce qui améliore la compétitivité à l'exportation des entreprises de la zone euro. Enfin, les politiques budgétaires ont cessé de peser globalement sur la demande, même si la situation des pays est hétérogène en matière d'orientation de la politique budgétaire. Il en résulte un accroissement de la croissance en zone euro. Elle passerait de 0,8 % en 2014 à 1,8 % en 2016 et 1,7 % en 2017. Il s'agit là d'une vraie reprise qui s'accompagne d'une réduction du taux de chômage. Mais c'est une petite reprise puisque fin 2017, le taux de chômage s'établirait à 9,3 %, soit 2 points au-dessus de son niveau d'avant-crise (en 2007). De plus, le rythme de croissance serait aussi insuffisant pour écarter totalement le risque déflationniste. Quant aux États-Unis, la croissance ralentirait après une fin d'année 2015 en demi-teinte. L'effet pétrole est moins favorable pour l'économie américaine qui pâtirait en outre de l'appréciation du dollar.

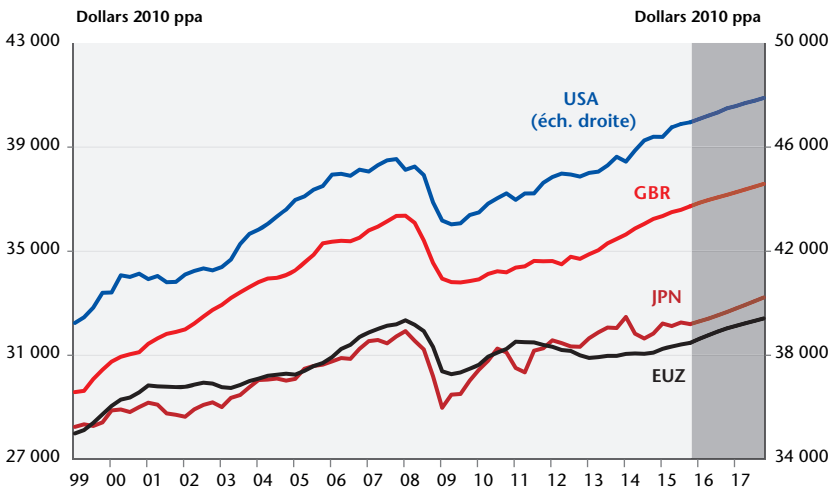
*Mots clés* : prévision, économie mondiale, croissance, inflation.

---

1. Ce texte synthétise l'analyse de la conjoncture sous la direction d'Éric Heyer et Xavier Timbeau menée par le Département analyse et prévision de l'OFCE au printemps 2016. Ils 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<sup>er</sup> avril 2016.

Neuf ans après la Grande récession de 2008, une reprise de l'activité économique s'installe dans l'ensemble des pays développés en continuité de ce qui a été observé en 2015 (voir tableau 1). L'année 2016 prolongerait donc, en l'accéléralant, cette performance. Après 1,9 % de croissance annuelle du PIB en 2015, les pays développés croîtraient de 1,7 % en 2016 et de 1,6 % en 2017. La sortie de la récession est avérée pour la zone euro qui, à partir de 2010, a traversé la crise des dettes souveraines et connu un nouvel épisode de croissance négative jusqu'en 2013. Depuis, la croissance du PIB s'est raffermie en 2015 (1,5 %) et s'établirait à 1,8% en 2016 et 1,7 % en 2017. Le graphique 1 résume ces éléments, en corrigeant des effets de population et de parité de pouvoir d'achat. La reprise s'accélère en zone euro en 2015 alors qu'elle est installée depuis plus longtemps dans les autres pays développés.

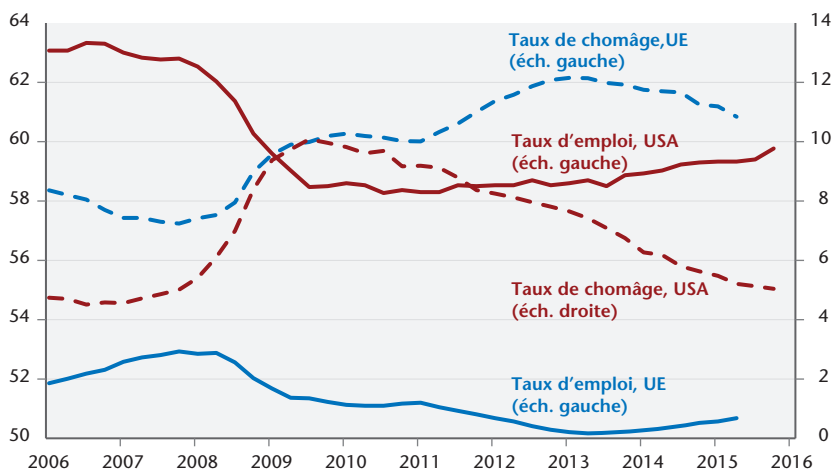
Graphique 1. PIB par habitant, pays développés



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

En conséquence, le chômage a baissé dans la plupart des pays, et ce depuis plusieurs trimestres (graphique 2). Pour la zone euro ou l'Union européenne (UE), comme pour la croissance, on observe un décalage dans le temps pour le chômage : en 2016, la baisse du chômage devrait concerner la plupart des pays développés, y compris la France ou l'Italie. Cependant, cette reprise est insuffisante pour nous permettre de penser que la crise est définitivement derrière nous.

Graphique 2. Chômage et emploi, Union européenne et États-Unis



Source : Main Economic Indicators OECD, Eurostat, LFS, US census.

### Une reprise à la fois trop faible et trop lente

La reprise est trop lente pour que les marchés du travail dans les différents pays soient proches du plein emploi à un horizon raisonnable. Ainsi, la baisse du taux de chômage aux États-Unis a ramené le chômage à la situation de 2007. Mais le taux d'emploi reste très dégradé et, au rythme actuel d'accroissement, il faudra plus de 10 années pour effacer l'impact de la crise. La dissociation entre taux d'emploi et taux de chômage traduit une forme de dualisation du marché du travail aux États-Unis et ne permet pas d'y parler de plein emploi. Au Royaume-Uni, la flexibilisation du marché du travail (du fait, entre autres, des contrats 0 heures) a permis de renouer avec un taux de chômage bas, mais s'est faite au détriment des évolutions salariales et a augmenté les inégalités<sup>2</sup>. Les réactions à un chômage élevé ont été diverses et il serait trop rapide de conclure que certains marchés du travail ont mieux résisté que d'autres à la pression de la faible activité. De ce point de vue, la performance médiocre de la zone euro, et plus particulièrement de la France et de l'Italie, est à relativiser en considérant également les évolutions salariales ou les inégalités.

2. Voir à ce sujet Hauseux et Pramil (2016).

Pour les pays développés, la performance de croissance est d'autant plus décevante qu'elle est portée par des vents favorables. Les politiques budgétaires sont plutôt favorables ou cessent d'être restrictives (voir plus bas), les politiques monétaires restent globalement expansionnistes, bien que l'assouplissement quantitatif (*Quantitative Easing*) aux États-Unis soit en voie de normalisation. Le prix du pétrole a également baissé, du fait d'une demande atone et des stratégies de quelques pays producteurs (voir plus bas dans ce texte pour une analyse du marché des matières premières et des conséquences pour les pays développés). Or, une baisse du prix du pétrole a comme effet direct de stimuler les économies consommatrices, par un transfert de revenu massif. La baisse du prix du pétrole a, depuis 2014, transféré plus d'un point de PIB vers les pays consommateurs. Cependant, le ralentissement des pays émergents, lié en partie à la baisse du prix des matières premières, aux mouvements de capitaux induits par l'anticipation d'un resserrement monétaire américain mais aussi par le ralentissement chinois qui annonce peut-être une crise profonde de son modèle de développement, a pesé dans le sens opposé. L'instabilité financière, la perspective d'un effondrement des valeurs d'actifs et l'incertitude ont probablement joué pour limiter les performances des pays développés.

### ***Europe mortelle ?***

Au-delà de ce constat général, l'Europe, et particulièrement la zone euro, sont dans une situation préoccupante. La crise des dettes souveraines, dont le paroxysme a été l'année 2012, a accentué la crise de 2008. La hausse des taux souverains s'est transmise aux agents privés à la fois sous la forme d'une hausse des taux privés mais aussi par une restriction du crédit, par des marchés financiers fragmentés, « bancarisés », et des banques exposées aux titres souverains nationaux. À ce contexte défavorable s'est ajoutée une restriction budgétaire, comme signal envoyé aux marchés financiers mais aussi comme contrepartie à l'intervention de la Banque centrale européenne (BCE). Ce n'est que récemment que ces facteurs négatifs se sont levés et que la reprise a pu lentement s'accélérer. L'excédent record de la balance courante de la zone euro traduit de façon spectaculaire le déficit de demande agrégée dans la zone euro. Il est associé à un risque de déflation que les

indicateurs pointent toujours malgré une politique monétaire qui reste expansionniste (voir le graphique 17). Cet excédent courant hypothèque le futur puisqu'il devrait alimenter une pression à l'appréciation de l'euro contre les monnaies de nos principaux partenaires. Le différentiel de politique monétaire présent et anticipé entre la zone euro et les États-Unis permet de maintenir la dépréciation de l'euro. Mais il ne suffit pas à relancer l'investissement. A l'horizon de quelques années, la normalisation de la politique monétaire de la BCE sera inéluctable et conduira à une appréciation dont les conséquences seront principalement déflationnistes<sup>3</sup>. La persistance du chômage appuie encore le risque de déflation en zone euro et rien ne semble pouvoir empêcher cette lente glissade vers une stagnation ou une faible reprise.

Si la zone euro connaît une situation préoccupante dans son ensemble, l'hétérogénéité des situations des États membres ajoute aux risques. Comme nous le montrons plus loin<sup>4</sup>, les déséquilibres internes à la zone euro persistent. Un ajustement nominal important est toujours nécessaire de façon à résorber ces déséquilibres, souvent pointés comme une des causes profondes de la crise des dettes souveraines<sup>5</sup>. Par ailleurs, la crise grecque n'est pas finie ; la question de la soutenabilité de sa dette publique est loin d'être résolue, à la fois du point de vue des finances publiques et du consensus des créanciers. La possibilité d'un *Brexit* à la suite du référendum du 23 juin 2016 renforce l'idée de la fin du « grand projet européen », avec à la clé la possibilité d'un éclatement de la zone euro ou de l'UE. Enfin, la crise migratoire comme la question ukrainienne ne viennent que conforter les faiblesses de la construction européenne. Ainsi, qu'il s'agisse de la Grèce ou de l'état de l'UE, le *statu quo* n'est plus une option viable et, entre reconfiguration ou éclatement, des choix difficiles et probablement coûteux s'annoncent. Combiné à une situation économique qui s'améliore trop lentement, ce contexte institutionnel ajoute des risques et renforce le scénario d'une déflation lente.

---

3. Dans le rapport iAGS 2016, nous explorons les scénarios d'appréciation de l'euro et les conséquences sur la soutenabilité des dettes publiques en zone euro.

4. Voir également le rapport iAGS 2016 (OFCE-ECLM-IMK, 2015b).

5. Voir par exemple « Rebooting the Eurozone », <http://www.voxeu.org/article/ez-crisis-consensus-narrative>.

### ***Un consensus flou ou absent***

De l'OCDE au FMI, en passant par les G20 ou la BCE, le diagnostic d'un monde vacillant s'est imposé. Un consensus apparent émerge autour d'une trinité. Des trois flèches de Shinz? Abe aux trois « prong » de Christine Lagarde<sup>6</sup> en passant par l'avertissement de Mario Draghi à Jackson Hole en août 2014<sup>7</sup>, l'idée est claire. La politique monétaire doit être expansionniste, sans limite. Ensuite, les réformes structurelles doivent garantir de la croissance à moyen terme. Enfin, la politique budgétaire doit soutenir l'ensemble. Mais ce consensus est flou.

La politique monétaire doit être active, mais elle fait des incursions dans le domaine budgétaire lorsque les dettes publiques sont mutualisées ou simplement inscrites au bilan de la banque centrale. L'incursion est plus nette encore lorsqu'il s'agit de titres privés ou lorsqu'est évoquée l'hypothèse d'une distribution de liquidité directe (*helicopter drop*). Mais cette incursion heurte de plein fouet la notion d'indépendance des banques centrales. La politique monétaire va finir par avoir des conséquences budgétaires qui seront endossées par les contribuables sans qu'aucun contrôle démocratique des banques centrales ne les légitime. La guerre des monnaies est une autre des contradictions de l'incantation à la politique monétaire. Le canal du taux de change est en effet aujourd'hui probablement le plus efficace pour stimuler la croissance, puisque soutenir le crédit d'agents dont les bilans sont dégradés est illusoire. Mais ce canal, comme l'illustrent les revirements de la Réserve fédérale, n'est accessible qu'au détriment des autres.

Les réformes structurelles sont également une grande source de confusion. Pour certains (disons pour faire vite la Commission européenne, l'OCDE), il s'agit de flexibiliser les marchés du travail ou des biens. Il s'agit d'accroître les incitations au travail par une baisse des dépenses de transferts, dont, notablement, l'assurance chômage. Pour d'autres, il s'agit de combattre les risques déflationnistes en augmentant le salaire minimum ou l'assurance chômage. Le chapitre 3 du *World Economic Outlook* du FMI d'avril 2016<sup>8</sup> propose une ligne d'action qui n'est probablement pas partagée par tous les

---

6. <http://www.imf.org/external/np/speeches/2016/040516.htm>

7. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140822.en.html>

8. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/c3.pdf>

décideurs économiques. Lorsque le risque de déflation est important, il est urgent de ne pas conduire les réformes potentiellement déflationnistes. Cela peut paraître évident, mais c'est à l'exact opposé de ce qui a été proposé ou fait dans la plupart des pays de la zone euro dans le cadre de la conditionnalité (y compris potentielle). C'est ce qui a motivé la réforme du marché du travail en 2013 en Espagne. C'est aussi ce qui s'est produit dans le cadre des différents mémorandums appliqués en Grèce. On doit ajouter à cette liste le Portugal, l'Italie ou encore la très récente loi sur le travail en France.

La politique budgétaire est le dernier pilier de la trinité. La confusion vient de ce que, d'une part, on reconnaît aujourd'hui que les multiplicateurs budgétaires sont élevés lorsque la situation économique est dégradée. Mais d'autre part, le risque de sanction par les marchés financiers oblige à une discipline sans faille. C'est pour cela que l'on parle de marges de manœuvre budgétaires (*fiscal space*), combinant en une seule expression l'impérieuse nécessité de la stimulation budgétaire et l'absolue exigence de la soutenabilité des finances publiques. Mais l'expression ne résout pas le dilemme, et il est maintenant habituel de voir les mêmes institutions appeler à une stratégie s'appuyant sur trois jambes mais tançant les pays qui ne respectent pas leurs engagements budgétaires quand bien même leur situation économique menace de les faire doucement glisser dans la déflation. La politique budgétaire illustre bien les absurdités de l'époque. Pour réduire les dettes publiques, on a exigé des consolidations budgétaires qui ont plongé les économies au bord de la déflation. On veut maintenant compter sur un *helicopter drop* pour compenser par de la création monétaire ce que l'on a fabriqué en voulant réduire la dette publique. Mais, tant par la capacité à en maîtriser les conséquences redistributives, qu'elles soient intergénérationnelles ou intra-générationnelles, que par la possibilité d'en exercer un contrôle démocratique, il aurait été plus simple et souhaitable de s'en tenir à une dette publique plus élevée au départ, quitte à la garantir par une banque centrale qui garde son bazooka sous la table.

### **Créer du fiscal space pour sortir de la stimulation monétaire**

Sortir de l'impasse est possible. Pour reprendre la novlangue de nos institutions internationales, le *fiscal space* est la clef. Mais là où il n'existe pas – lorsque la situation budgétaire paraît désespérée –,



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

Taux de croissance annuels, en %

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

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 avril 2016.

il faut en créer. Considérer le patrimoine public au lieu de la dette brute, appliquer une règle d'or des finances publiques est le moyen de concrétiser des investissements là où le rendement marginal de cet investissement est considérable. Se financer à faible taux, parce que la discipline de marché est suspendue à l'intervention potentielle de la banque centrale, garantit la profitabilité de cet investissement en particulier pour les générations futures. Si la rentabilité est principalement sociale et non marchande, alors d'autres outils doivent être mobilisés. Le prix du carbone en est un exemple. Les conséquences négatives peuvent alors être compensées par une politique budgétaire transitoire dont l'effet sera d'écarter le risque de déflation à court terme, produisant ainsi un double dividende. C'est le sens de la proposition faite dans le chapitre 4 de l'iAGS 2015<sup>9</sup>.

## 1. Un environnement plus incertain

Entre 2012 et 2014, la croissance de l'ensemble des grands pays industrialisés fut principalement freinée par des politiques budgétaires restrictives. La situation a changé en 2015, en particulier dans les pays de la zone euro, ce qui contribue largement à expliquer le mouvement de reprise qui s'est engagé et qui se confirmerait en 2016. Bien que la croissance ait été rognée par le ralentissement chinois et dans certains pays, notamment la France, par une politique budgétaire encore restrictive, la baisse du prix du pétrole et des gains de compétitivité liés à la baisse de l'euro ont apporté un soutien positif à la croissance. Sur l'ensemble de la zone euro en 2015, l'impact de l'ensemble de ces chocs sur la croissance a été nul (tableau 2). Il sera positif en 2016 à la fois parce que la faiblesse du prix du pétrole et de l'euro soutiendront toujours la croissance mais aussi parce les impulsions budgétaires de certains pays seront positives, en particulier en Allemagne et en Italie. Cette situation de la zone euro contraste avec celle des États-Unis et du Royaume-Uni. Bien que dans ces deux pays, l'impact de l'ensemble des chocs soit moins négatif en 2015 qu'au cours des années précédentes, il reste néanmoins négatif. Aux États-Unis, la croissance sera soutenue par la politique budgétaire en 2016 mais cette orien-

---

9. Voir OFCE-ECLM-IMK (2015a) [http://www.iags-project.org/documents/iags\\_report2015.pdf](http://www.iags-project.org/documents/iags_report2015.pdf)

tation expansionniste ne suffira pas à compenser l'impact négatif de l'appréciation du dollar et du ralentissement chinois, surtout que l'effet pétrole cesserait d'être favorable en 2016 et jouerait même négativement sur la croissance en 2017. Côté britannique, la somme des chocs aura un effet récessif principalement dû à l'orientation restrictive de la politique budgétaire.

**Tableau 2. Total des chocs affectant la croissance des grands pays**

En points

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
DEU	-2,0	-1,7	-0,4	-0,2	0,5	0,3
FRA	-1,8	-2,0	-1,5	-0,5	0,0	0,0
ITA	-4,7	-2,5	-0,3	0,1	0,7	0,2
ESP	-5,3	-4,4	-1,5	1,1	1,7	0,7
EUZ	-3,0	-2,3	-0,8	0,0	0,6	0,3
GBR	-1,4	-2,5	0,0	-0,1	-0,3	-0,9
USA	-0,4	-2,0	0,7	0,5	-0,1	-0,3

Source : Calculs et prévision OFCE avril 2016.

### *Effet pétrole : retard à l'allumage ?*

#### ***Pas de flambée en vue...***

Alors que l'on pensait qu'un point bas avait été atteint avec un baril de Brent autour de 50 dollars, les prix du pétrole ont continué à se rétracter fin 2015/début 2016. Entre mars 2015 et mars 2016, le prix du baril de Brent a baissé de 64 %. Le choc d'offre, intervenu en 2014, se prolonge en raison de deux effets : la résilience de la production de pétrole de schiste aux États-Unis d'une part, et l'absence de consensus au sein des pays de l'OPEP pour faire remonter les cours d'autre part. Par ailleurs, la demande reste atone, en particulier dans les pays européens de l'OCDE, ce qui se traduit par un stockage très abondant, aboutissant aujourd'hui à des niveaux record de stock.

Le rééquilibrage du marché pétrolier n'a pas lieu en raison notamment d'une production américaine qui a baissé plus lentement que prévu. Ainsi, en 2015, les producteurs ont exploité uniquement la partie rentable des gisements (*core areas, sweet spots*), soit 20-30 % des puits. Cette stratégie, conjuguée à la baisse des cours, aurait permis de réduire les coûts de production et par là,

aurait limité la baisse de la production. Ainsi, d'après le US Bureau of Labor Statistics, alors que les coûts de production atteignaient, au dernier trimestre 2014, 60-65 dollars, ils ne sont plus que de 45-50 dollars au dernier trimestre 2015. Cela étant, fin 2015, la production par nouveaux puits semble atteindre un plateau dans plusieurs champs pétroliers (Bakken, Eagle Ford, ...); or, le nombre de puits décline, ce qui devrait se traduire par une baisse plus marquée de la production étasunienne en 2016.

Le deuxième facteur qui continue d'alimenter le contrechoc pétrolier réside dans les divisions internes au sein de l'OPEP. Si l'Algérie, l'Equateur et le Venezuela, qui ont les coûts de production les plus élevés parmi les membres de l'organisation, ont milité pour une baisse concertée de la production afin de faire remonter les cours, ils se sont heurtés au refus du géant saoudien ainsi que d'autres pays du Golfe (Iran, Irak, ...). L'Arabie saoudite reste ainsi ferme sur sa position : désireuse de préserver ses parts de marché face à la production nord-américaine, elle souhaite voir perdurer la situation d'offre abondante afin de maintenir des prix bas et d'évincer ses concurrents moins compétitifs.

La surabondance de l'offre n'est cependant pas seule à déprimer les cours. S'y ajoute la progression modérée de la demande. Alors que l'offre a crû de 2,3 Mbj entre 2014 et 2015, la demande n'a progressé que de 1,4 Mbj, en raison de la baisse tendancielle de l'intensité pétrolière et de la faible croissance dans les pays de l'OCDE. Seuls les pays émergents ont contribué à la croissance de la demande.

Les facteurs à l'origine de la baisse des cours ne devraient pas se résorber de sitôt. L'offre de pétrole des pays de l'OPEP, soit 31,7 Mbj en juin dernier, pourrait en effet croître de 3,0 % d'ici à fin 2016. Nous faisons l'hypothèse du maintien du niveau de production de l'Arabie saoudite au niveau de février 2016, conjugué à la montée en puissance graduelle de celle de l'Iran (+200 000 barils par trimestre sur l'année 2016). La production nord-américaine devrait baisser en 2016 de 500 000 barils/jour. La production resterait ainsi supérieure à la consommation de pétrole, ce qui se traduirait par un maintien des cours autour de 35 dollars.

En termes de risques baissiers, on peut citer la possibilité d'un atterrissage brutal en Chine et dans les émergents, ce qui pourrait

conduire à surestimer la croissance mondiale en 2016-2017. Par ailleurs, on ne peut pas exclure une montée en puissance plus rapide de la production iranienne. Enfin, l'abondance des stocks pourrait peser sur les cours. Quant aux risques haussiers, on ne peut exclure un déclin plus rapide de la production américaine, permettant un rééquilibrage dès 2016.

Les prix du pétrole resteront bas en 2016. Cela étant, des facteurs de rééquilibrage ne vont pas tarder à intervenir. La baisse de production américaine devrait s'accroître et l'excès d'offre se résorber progressivement. En effet, le nombre de plates-formes de forage en activité est passé de 1883 à 883 entre janvier et août 2015 aux États-Unis. Cela va mécaniquement conduire à une baisse de la production qui pourrait atteindre 0,5 Mbj en 2016 (sur 9,1 Mbj actuellement) et autant en 2017.

Quant à la demande, compte tenu de la poursuite de la baisse de l'intensité pétrolière et du ralentissement chinois, elle devrait continuer à progresser à un rythme modéré (1,8 % en 2016 et 2017). Dans ces conditions, l'excès d'offre se résorberait très graduellement et le prix du Brent devrait se maintenir autour des 50 dollars fin 2017.

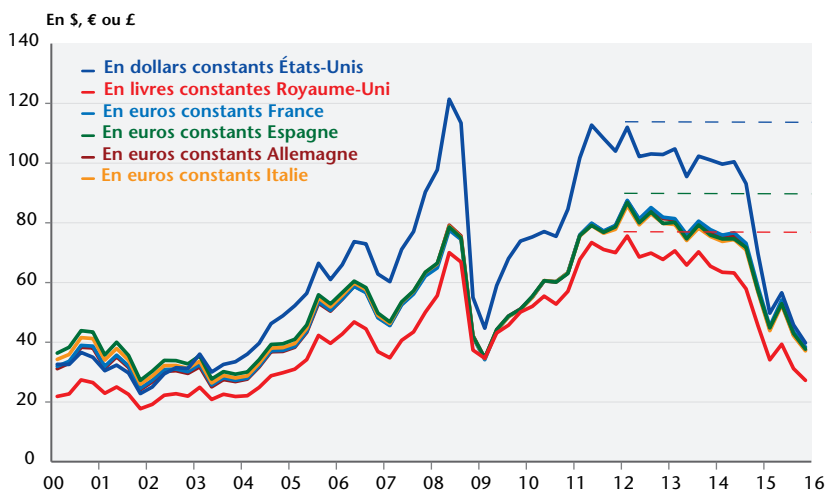
### ***... mais un soutien à la croissance à venir***

Entre le premier trimestre 2012 et le quatrième trimestre de 2015, le prix du baril de Brent est passé de 118 dollars à 43 dollars, soit une baisse de 75 dollars en 3 ans. Si on tient compte du taux de change et des évolutions du prix de consommation dans les différents pays, cette baisse équivaut, au cours de cette période, à une réduction de 50 euros pour l'Allemagne, de 49 euros pour la France, l'Italie et l'Espagne, de 48 livres pour le Royaume-Uni et de 72 dollars pour les États-Unis (graphique 3).

Si la baisse du prix du baril semble derrière nous, une partie de son impact sur l'activité est encore à venir. Ainsi, les nombreuses évaluations réalisées à l'aide de modèles macro-économétriques, concluent majoritairement à un surcroît de croissance pour l'économie mondiale : l'impact récessif dans les pays exportateurs nets serait plus que compensé par le surcroît d'activité engendré par la baisse des prix dans les pays importateurs nets. L'impact différencié sur les grands pays européens importateurs nets est

principalement lié à leur intensité pétrolière. Cette dernière étant proche d'un pays à l'autre, les impacts sont finalement proches d'un pays à l'autre, l'Espagne étant la principale bénéficiaire et le Royaume-Uni le moins favorisé.

Graphique 3. Évolution du prix du baril de Brent



Sources : INSEE, calculs OFCE.

Ces effets variantiels issus des modèles économétriques standards supposent que l'influence du prix du pétrole sur l'activité économique s'exerce de façon linéaire, à court comme à long terme. Or comme l'indique un grand nombre de travaux empiriques depuis les travaux pionniers de Darby (1982) et Hamilton (1983)<sup>10</sup>, il existe plusieurs sources de non-linéarité du lien entre prix du baril et activité.

Dans une étude figurant dans ce même numéro, Heyer et Hubert (2016) mettent en évidence trois sources de non-linéarité de ce lien sur l'activité en France :

1. la première est liée à l'ampleur du choc. L'effet, à la baisse comme la hausse, n'est significatif que pour des variations des prix du pétrole importantes, supérieures à 1 écart-type ;
2. L'effet asymétrique est extrêmement faible : l'élasticité de l'activité au prix du pétrole est identique dans le cas d'une

10. Pour une revue récente de la littérature, voir Huntington (2005).

hausse ou d'une baisse de ce dernier. Seule la vitesse de diffusion diffère (3 trimestres dans le cas d'une hausse contre 4 dans celui d'une baisse) ;

3. Enfin, l'effet des variations du prix du pétrole sur l'activité dépend de la phase du cycle conjoncturel : l'élasticité est non significativement différente de zéro dans les états « crise » et « haute conjoncture ». En revanche l'élasticité est très largement supérieure en valeur absolue lorsque l'économie se situe en croissance modérée (basse conjoncture).

Dans le contexte conjoncturel actuel (baisse forte du pétrole en basse conjoncture), l'ensemble de ces non-linéarités devraient amplifier l'effet positif de ce contre-choc pétrolier sur le PIB des grands pays.

Par ailleurs, l'analyse descriptive de l'incidence des variations du prix du pétrole sur l'activité économique indique que cette dernière ne serait pas instantanée. Ce constat est corroboré par des études économétriques qui mettent en évidence un décalage de l'impact d'une variation du prix du pétrole sur le PIB des principaux pays industrialisés (Jiménez-Rogriguez et Sanchez, 2005, par exemple).

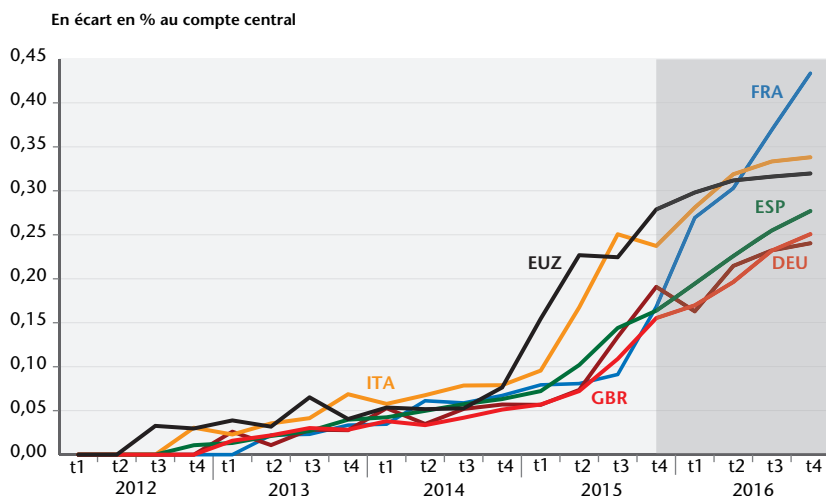
Dans la lignée des travaux d'Hamilton (2005) et de Barlet *et al.* (2009), Heyer et Hubert (2016) estiment, pour six grands pays développés (États-Unis, Royaume-Uni, Allemagne, France, Italie, Espagne) cet éventuel décalage. À l'instar des résultats de Jiménez-Rogriguez et Sanchez (2005), leurs résultats mettent en évidence un décalage de l'impact d'une variation du prix du pétrole sur le PIB. Celui-ci serait en moyenne de 4 trimestres pour l'économie française. Si un décalage est également observé pour les autres pays étudiés, celui-ci est moins long que celui observé pour la France : il est de 3 trimestres pour l'Allemagne et le Royaume-Uni, de 2 trimestres pour l'Italie et l'Espagne, et enfin de seulement 1 trimestre pour les États-Unis.

Cette incidence retardée des prix du pétrole sur l'activité laisse à penser qu'à court terme, les agents économiques (entreprises et ménages) absorbent le choc. C'est d'ailleurs ce que suggère le récent contre-choc pétrolier qui a permis une forte restauration des marges des entreprises et du taux d'épargne des ménages en France

notamment<sup>11</sup>. Ce dernier constat traduit l'idée selon laquelle les variations du prix du pétrole se répercutent rapidement mais non intégralement dans les prix de consommation<sup>12</sup> et dans les prix de production, et que la diffusion sur l'activité est plus lente.

La prise en compte de ce décalage laisserait donc penser qu'une partie de l'impact positif du contre-choc pétrolier ne s'est pas encore diffusée dans le PIB. Comme l'illustre le graphique 4 qui rend compte de l'incidence de la baisse passée du baril sur le PIB trimestriel de chacun des pays en tenant compte du retard mis en avant précédemment, l'effet du contre-choc pétrolier n'est finalement pas très visible en 2015 sauf aux États-Unis et en Italie. Cela est particulièrement vrai pour la France et à un degré moindre pour le Royaume-Uni. En revanche, pour ces deux pays, l'effet du contre-choc pétrolier devrait commencer à se faire sentir en 2016 et ce, dès le premier trimestre 2016.

**Graphique 4. Impact de la baisse du baril depuis 2012 sur le PIB**



Sources : INSEE, calculs OFCE.

11. Pour plus de détails se référer à la partie France dans ce même numéro.

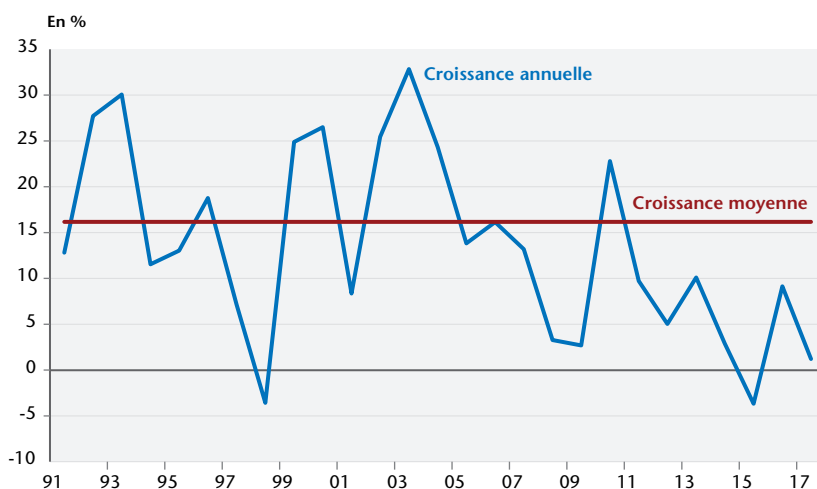
12. Ce résultat corrobore ceux d'Alvarez *et al.* (2011) sur données européennes.



## La Chine au ralenti

Si la baisse du prix du pétrole est en partie imputable à la baisse de la demande chinoise, le ralentissement de la croissance en Chine exerce également un effet négatif sur le commerce mondial et donc sur la demande adressée aux partenaires commerciaux de la Chine. L'atterrissage de l'économie chinoise se confirme trimestre après trimestre. En fin d'année 2015, la croissance du PIB en glissement annuel, s'établissait à 6,9 % contre 7,3 % un an auparavant et 7,7 % fin 2013. Il en résulte une baisse des importations de 3,7 % sur l'ensemble de l'année 2015, contre une croissance annuelle moyenne de 16,2 % entre 1991 et 2010 (graphique 5). Cette baisse aurait amputé la croissance des principaux pays industrialisés en 2015 (dont -0,2 point pour les États-Unis et l'Espagne, -0,8 point pour l'Allemagne<sup>13</sup>).

Graphique 5. Dynamique des importations chinoises depuis 1991



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

L'impact est d'autant plus important que la Chine représente des débouchés importants pour les exportateurs d'un pays (cas des États-Unis relativement aux autres pays) et l'ouverture du pays au commerce extérieur est élevée (cas de l'Allemagne relativement aux

13. La méthodologie utilisée pour quantifier l'impact du choc de demande adressée est détaillée dans Heyer (2015).

autres pays). Selon la structure du commerce mondial en 2013, la Chine absorbe 8,9 % des exportations des États-Unis contre 1,8 % de celles de l'Espagne (tableau 3). Pour tous les pays et toutes les zones considérées, le poids de la Chine s'est fortement accru en 10 ans, passant par exemple de moins de 6,9 % au Brésil en 2003 à 20 % en 2013. Nous anticipons la poursuite de l'ajustement du modèle de croissance chinois, ce qui réduira la demande adressée et, par ce biais, la croissance. L'effet sur la croissance des partenaires commerciaux de la Chine serait donc encore récessif : -0,1 point de croissance en 2016 et 2017 aux États-Unis, -0,2 point au Royaume-Uni et -0,3 point dans la zone euro.

**Tableau 3. La part de la Chine dans les exportations des grands pays et grandes zones**

En %	2013	2003
USA	8,9	5
JPN	21	15,2
CAN	4,4	1,3
AUS / NZL	39	7,9
DEU	6,2	2,8
FRA	3,5	1,5
ITA	2,6	1,5
ESP	1,8	0,8
EUZ	3,7	1,7
GBR	3,3	1,2
Pays d'Europe de l'Est	2,6	0,6
Union européenne	3,5	1,6
BRA	20	6,4
MEX	2,5	0,7
Corée du Sud	29	21,2
Autres pays d'Asie	23	15,6
Russie et ex-CEI	12	7,3

Source : Base de données CHELEM – Calculs OFCE avril 2016.

### ***Politiques monétaires : les banques centrales toujours présentes***

Après une période de sept ans au cours de laquelle la Réserve fédérale a maintenu son taux d'intérêt directeur à 0,25 %, le FOMC (*Federal open market committee*) a annoncé en décembre 2015 une

première augmentation d'un quart de point. Cette décision était largement anticipée – Janet Yellen avait envoyé de nombreux signaux tout au long de l'année 2015 sur la remontée à venir des taux – et enclenche l'ouverture d'un cycle de resserrement monétaire. La consolidation de la croissance et l'éloignement du risque déflationniste aux États-Unis plaident pour une normalisation très progressive de la politique monétaire outre-Atlantique. La question centrale pour les autorités monétaires est, de fait, celle du gradualisme du resserrement. L'inflation est certes inférieure à l'objectif de 2 % fixé de la banque centrale américaine mais l'évolution récente indique une remontée autour de 1 % et des perspectives à moyen terme moins défavorables que dans la zone euro, du fait notamment d'une inflation sous-jacente qui dépasse 2 % depuis la fin de l'année 2015 alors qu'elle stagne toujours autour de 1 % dans la zone euro. La dynamique des prix à court terme sera donc un facteur essentiel auquel seront attentifs les membres du FMOC pour déterminer le rythme de remontée des taux en 2016 et 2017. L'incertitude sur l'accélération de l'inflation – en lien avec l'évolution du prix du pétrole –, les turbulences sur les places financières mondiales et la concomitance de nouvelles mesures d'assouplissement de la BCE conduisent la Réserve fédérale à annoncer un cycle plus graduel que par le passé. Lors de la précédente phase de resserrement monétaire, la Réserve fédérale a remonté ses taux 17 fois en l'espace de 24 mois, portant ainsi les taux de 1 % en mai 2004 à 5,25 % en juin 2006. Cette fois-ci, nous anticipons une unique hausse des taux en 2016 et une légère accélération du rythme en 2017, avec trois hausses d'1/4 de point, ce qui porterait le taux directeur aux États-Unis à 1,5 % en fin d'année 2017. Néanmoins, la politique monétaire garderait une orientation expansionniste (encadré 1) surtout que la Réserve fédérale maintiendrait la taille de son bilan à son niveau actuel autour de 4 500 Mds de dollars.

De son côté, malgré les mesures prises en 2014 et le programme d'assouplissement quantitatif lancé en mars 2015, l'inflation dans la zone euro reste au point mort (graphique 6). Si la contribution de l'énergie (-0,8 point sur le premier trimestre 2016) explique en partie cette inflation nulle, il n'en demeure pas moins qu'on est loin de la cible de 2 %. Selon les propres anticipations de la BCE annoncées pendant la conférence de presse du 10 mars, l'inflation serait toujours inférieure à la cible d'ici 2018. Dans ces conditions,

la BCE a jugé nécessaire de mettre en œuvre une nouvelle série de mesures<sup>14</sup> en annonçant en mars 2016 une augmentation des achats dans le cadre de son programme d'assouplissement quantitatif, une nouvelle baisse du taux des facilités de dépôts, une baisse du taux de refinancement des principales opérations, celui-ci étant désormais nul, et une modification des conditions d'octroi de liquidités dans le cadre des opérations dites ciblées (TLTRO : *targeted long term refinancing operation*) et qui sont destinées à encourager les banques à octroyer des crédits aux entreprises non financières et à la consommation. Les achats de titres seront donc portés à 80 milliards par mois et se poursuivront au moins jusqu'en mars 2017. Toute hausse des taux d'intérêt au cours de cette période est donc exclue. Nous anticipons même une stabilité du principal taux directeur de la BCE jusqu'à la fin de l'année 2017, justifiée par le fait qu'à l'instar de la Réserve fédérale en 2014-2015, Mario Draghi prendra le temps de préparer la normalisation de la politique monétaire de la zone euro et communiquera sur ce point afin de guider progressivement les anticipations de marché.

La divergence entre les politiques monétaires de part et d'autre de l'Atlantique va donc s'accroître, ce qui aura des répercussions sur le taux de change euro-dollar et donc sur la compétitivité des entreprises aux États-Unis comme dans la zone euro. Nous supposons cependant que ces évolutions ont été largement anticipées par les marchés si bien que les répercussions sur le taux de change ont été déjà en partie intégrées. La baisse de l'euro se poursuivrait mais resterait modérée relativement à ce qui a été observé en 2015. Pour 2016 et 2017, la dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar atteindrait 2,3 et 2,8 % respectivement contre une baisse de 16,5 % en 2015.

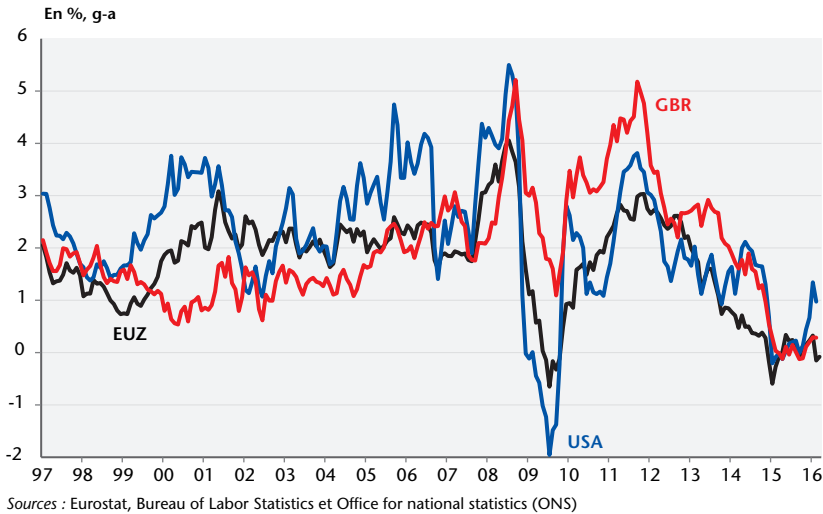
Néanmoins, les effets de la dépréciation passée de l'euro aurait encore un impact significatif sur la croissance de la zone euro : de l'ordre de 0,3 point en 2016 comme en 2015. Le soutien à la croissance ne dépasserait pas 0,1 point en 2017. Au sein de la zone euro, l'Espagne serait le pays bénéficiant le plus d'un effet de compétitivité favorable, en 2015 et 2016. Ceci tient non seulement à l'effet de la baisse de l'euro mais aussi à la dynamique des prix relativement aux autres pays européens. Inversement, les gains seraient plus modestes en Allemagne. Si l'Allemagne gagne en compétitivité

---

14. Voir la partie sur la politique monétaire.

à l'extérieur de la zone euro, elle perd vis-à-vis des autres pays de la zone euro. Inversement, la hausse du dollar a freiné la croissance aux États-Unis en 2015 (-0,5 point). L'effet serait accentué en 2016 (-0,6 point) avant de tomber à -0,1 point en 2017.

Graphique 6. Inflation aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni



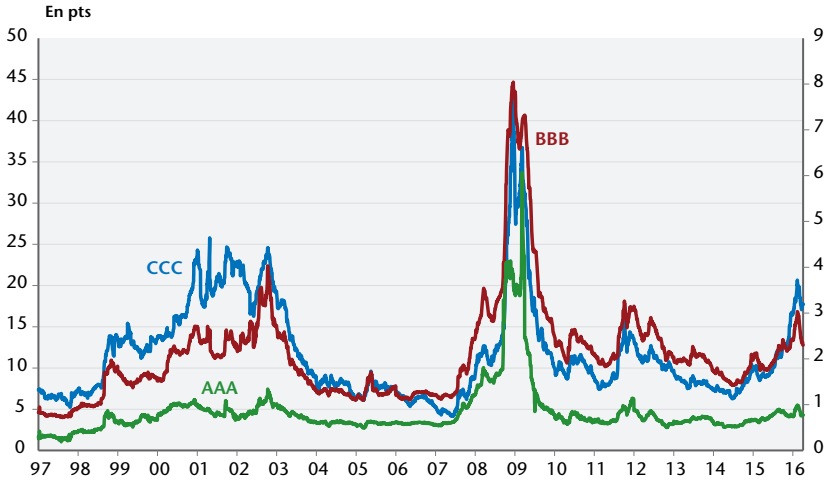
Au Royaume-Uni, la perspective d'un durcissement de la politique monétaire s'est éloignée au cours des derniers mois en raison d'un niveau d'inflation systématiquement inférieur à l'objectif de 2 %. Lors de la réunion du Conseil de politique monétaire (CPM) de mars dernier, tous les membres ont voté pour un maintien du taux de base à 0,5 %. Il y a six mois, un membre (sur 9) votait régulièrement en faveur d'une hausse de 0,5 point du taux directeur, au motif que la montée des pressions sur les coûts de production serait susceptible de conduire à un dépassement de la cible d'inflation... Les incertitudes sur la croissance mondiale se sont accrues ces derniers mois, l'absence de tensions inflationnistes et les perspectives de consolidation budgétaire plaident à court terme pour un *statu quo* sur les taux directeurs. L'évaluation de la situation reste néanmoins délicate pour la Banque d'Angleterre. D'une part, cela fait plusieurs mois que la Banque d'Angleterre ne remplit pas son mandat de maintien de l'inflation autour de 2 %. D'autre part, les bons chiffres de croissance et de chômage suggèrent que

l'économie britannique se rapproche du plein emploi, ce qui devrait à terme se traduire par une accélération des salaires et de l'inflation. Le risque inflationniste, et sa sous-estimation possible, font l'objet de discussions au sein du CPM depuis de nombreux mois. Comme aux États-Unis, le CPM annonce une hausse très graduelle et moins forte des taux directeurs qu'habituellement lors des sorties de cycles. Mais la Banque d'Angleterre indique bien qu'il s'agit d'une « prévision et non une promesse » ... ce qu'il faut interpréter à court terme comme un *statu quo* sur les taux d'intérêt (d'autant plus que la Réserve fédérale garde son taux inchangé), et une remontée de l'ordre de 0,5 point d'ici 2017. De même que pour la Réserve fédérale, la Banque d'Angleterre n'envisage pas à court terme de réduire l'encours de titres – principalement des obligations souveraines – et maintient donc un encours de 375 milliards de livres.

Au-delà des effets de compétitivité, la politique monétaire influence également l'ensemble des conditions de financement. Dans la zone euro, l'annonce de la BCE selon laquelle elle pourra acheter des titres émis par des émetteurs privés accentuera les effets de la politique monétaire sur l'ensemble des taux d'intérêt de marché. Dans le même temps, les achats de titres souverains feront pression sur les taux publics et contribueront à aplatir la courbe des taux et réduire les écarts de taux souverains. Néanmoins, les ajustements de cours boursiers récents atténueront l'effet positif de la politique monétaire. En 2016, l'impact des conditions financières sur la croissance de la zone euro sera nul. L'effet « taux » l'emporterait en Espagne et en Italie mais pas en France et en Allemagne. En 2017, sous l'hypothèse d'une stabilisation des cours boursiers, les conditions financières soutiendront l'activité de 0,1 dans la zone euro.

Aux États-Unis, la dégradation du prix des actions s'est également accompagnée d'une augmentation des écarts de taux privés. Or, étant donné la prépondérance des financements de marché, l'augmentation observée, notamment pour les titres notés BBB ou CCC, au cours de l'année 2015 (graphique 7) indique un durcissement des conditions de crédit qui, s'il reste moins significatif qu'en 2008-2009, pèsera sur la croissance. Pour les États-Unis, l'impact des conditions financières sur la croissance est évalué à -0,2 point et -0,1 respectivement en 2016 et 2017.

**Graphique 7. Écarts de taux sur les obligations émises par les entreprises américaines**



Source : Réserve fédérale de Saint-Louis (base de données Fred).

### Encadré 1. La politique monétaire des États-Unis moins expansionniste mais pas restrictive

En décembre 2015, la Réserve fédérale a annoncé une hausse du taux objectif pour les fonds fédéraux d'1/4 de point. Cette décision traduit un changement de cap des autorités monétaires américaines, même si le taux directeur reste à un niveau historiquement faible. Bien que la Réserve fédérale n'entende pas pour l'instant modifier la taille de son bilan, l'amorçage d'un cycle de hausse du taux directeur suggère une normalisation de la politique monétaire aux États-Unis. Le caractère graduel de la normalisation peut être analysé par le biais d'une règle de Taylor qui donne une indication sur l'orientation expansionniste ou restrictive de la politique monétaire en comparant le taux fixé par la banque centrale et celui issu d'une règle simple. Celle-ci suggère que le taux d'intérêt réel fixé par la banque centrale doit évoluer en fonction de l'écart de l'inflation à sa cible et du niveau de l'écart de croissance :

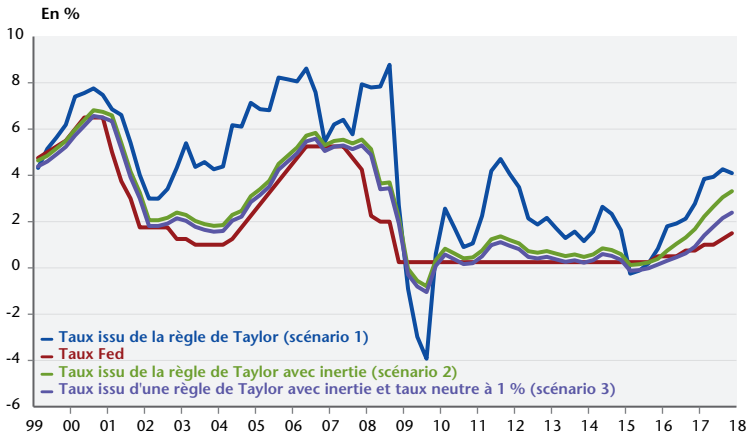
$$i_t = \rho \cdot i_{t-1} + (1 - \rho) \cdot [\bar{i} + \pi_t + \lambda_\pi(\pi_t - \pi_{cible}) + \lambda_y(y_t - \bar{y})]$$

où  $\rho$  est un terme d'inertie,  $(\bar{i})$ , le taux neutre (c'est-à-dire le taux réel optimal lorsque l'inflation est à sa cible et le PIB à son potentiel).  $(\lambda_\pi)$  et  $(\lambda_y)$  sont les poids affectés aux objectifs d'inflation et d'activité.

Dans sa version initiale, Taylor (1993) suggère pour les États-Unis, que les poids affectés à l'inflation et à la croissance soient identiques et égaux à 0,5. Le terme d'inertie est supposé nul. Partant de cette règle simple et

sous l'hypothèse d'un taux neutre ( $\bar{i}$ ) égal à 2 %<sup>15</sup>, nous calculons le taux de Taylor issu de la règle dans le scénario 1 pour les États-Unis. Les hypothèses relatives à l'écart de croissance initial – au quatrième trimestre 2015 – et à la croissance potentielle sont calées sur celles de l'OCDE. Les trajectoires de l'inflation et de la croissance du PIB correspondent au scénario de croissance résumé dans les tableaux en annexe. Il apparaît alors que depuis 1999, le taux directeur est inférieur à celui de la règle à l'exception de deux épisodes : 2009 et en début d'année 2015. En 2009, l'écart s'explique à la fois par la chute de la croissance et le creusement de l'écart de croissance et par la baisse de l'inflation. Pour l'année 2015, si l'écart de croissance est toujours négatif pour les États-Unis (voir tableau 4), la dynamique du taux issu de la règle est principalement tirée par l'inflation, en ligne avec la baisse du prix du pétrole. À partir du troisième trimestre 2015, la règle suggère une augmentation rapide du taux qui atteindrait alors 4 % en fin d'année 2017 (graphique 8). À l'aune de cet indicateur, un premier scénario indique que la politique monétaire américaine resterait expansionniste. Toutefois, le taux issu de la règle (scénario 1) suggère une forte réactivité de la banque centrale aux écarts aux objectifs et ne permet pas de refléter le gradualisme dont elles font généralement preuve. De telles variations du taux d'intérêt provoqueraient vraisemblablement des chocs importants et déstabilisants pour l'économie. C'est pourquoi, il est pertinent d'introduire un terme

**Graphique 8. Politique monétaire et règle de Taylor aux États-Unis**



Sources : Bureau of Labor Statistics, OCDE, calculs et prévision OFCE avril 2016.

15. La règle utilisée ici n'est pas estimée mais utilisée de façon *ad-hoc* à partir des hypothèses initialement formulées par Taylor (1993). Elle ne décrit donc pas le comportement moyen de la banque centrale sur la période.

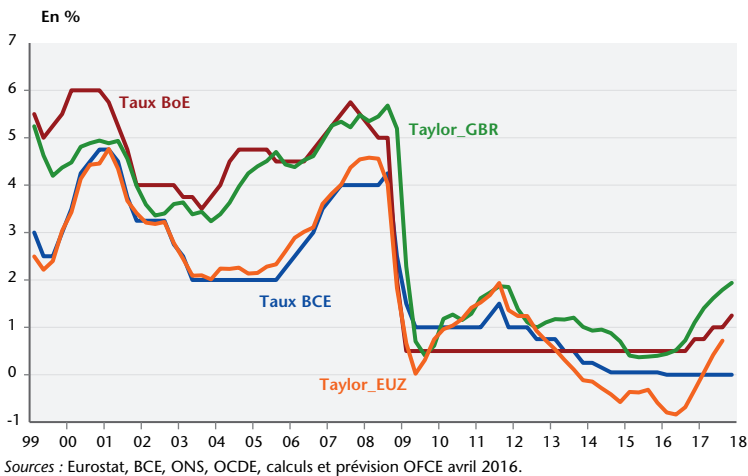


d'inertie dans la règle (scénario 2 et 3). Le scénario 2 ainsi simulé suggère alors une hausse des taux plus graduelle mais néanmoins plus rapide que celle que nous anticipons.

Enfin, force est de constater que les trajectoires de taux d'intérêt dépendent fortement de l'ensemble des hypothèses retenues sur l'évolution de l'écart de croissance, sur les poids affectés aux objectifs ou sur le niveau du taux neutre. Ainsi les recommandations de politique monétaire peuvent être très différentes selon le jeu de paramètres et d'hypothèses retenu. Nous simulons finalement une règle alternative où le taux neutre est supposé plus faible (1 % au lieu de 2 %, scénario 3). Ce choix peut refléter le débat en cours sur la stagnation séculaire et traduire ainsi le fait que le taux d'équilibre de l'économie a baissé en raison de modifications de l'équilibre épargne-investissement. Dans le cas d'un taux neutre plus faible, la Réserve fédérale, si elle suivait une règle de Taylor, augmenterait alors le taux directeur à 2 % d'ici la fin de l'année 2017. Ainsi, dans notre scénario, la politique monétaire aux États-Unis conserverait son caractère expansionniste au regard d'une règle de Taylor.

Les mêmes simulations sont réalisées pour le Royaume-Uni et la zone euro<sup>16</sup> (graphique 9). Elles tendent également à indiquer que les taux que nous anticipons seront inférieurs à ceux de la règle de Taylor dans les 3 scénarios retenus. La normalisation sera donc bien très graduelle

**Graphique 9. Politique monétaire et règle de Taylor au Royaume-Uni et dans la zone euro**



16. Le graphique propose uniquement la comparaison entre les taux directeurs de la BCE et de la Banque d'Angleterre et les taux de Taylor correspondants dans le cas du scénario 3.

pour les Etats-Unis et le Royaume-Uni. Il faut cependant noter que dans le cas de la zone euro, les différentes règles calées sur les hypothèses de l'OCDE et nos prévisions suggèrent une hausse des taux entre le troisième trimestre 2016 (scénario 1) et le deuxième trimestre 2017 (scénario 3).

**Tableau 4. Simulation de règles de Taylor : principales hypothèses**

	USA	GBR	EUZ
<b>Écart de croissance (T4 – 2015), en % du potentiel</b>	-1,7	0,0	-2,3
<b>Croissance potentielle (rythme trimestriel, en %)</b>	0,41	0,52	0,24
<b>Inflation cible, en %</b>	2	2	2
<b>Coefficient d'inertie</b>			
Scénario 1	0	0	0
Scénario 2	0,75	0,75	0,75
Scénario 3	0,75	0,75	0,75
<b>Taux neutre</b>			
Scénario 1	2	2	1,5
Scénario 2	2	2	1,5
Scénario 3	1	1	0,5

Sources : OCDE (EO, n° 98), calculs et prévisions OFCE, avril 2016.

### **Politiques budgétaires : pas si neutres**

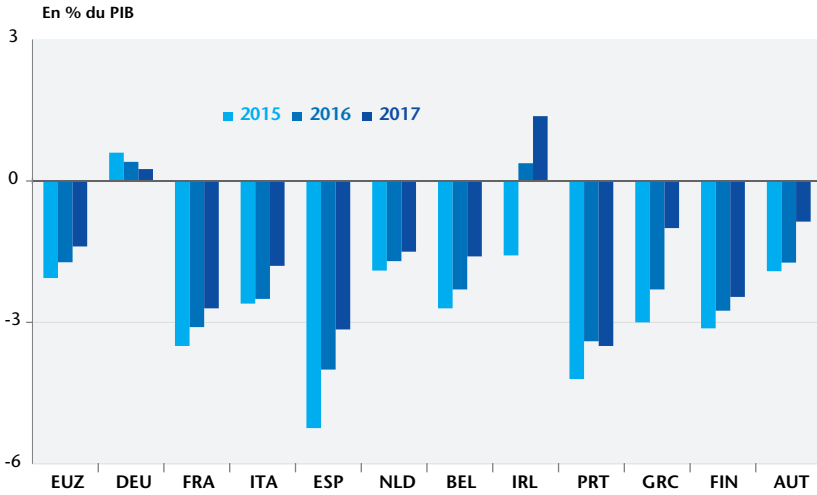
Après des politiques de consolidation budgétaire suivies par la plupart des gouvernements depuis 2011, l'orientation des politiques budgétaires est aujourd'hui plus hétérogène. Si certains pays poursuivent un ajustement budgétaire important et qui pèse sur la croissance – France ou Royaume-Uni par exemple – d'autres comme l'Allemagne ou l'Italie et les États-Unis en 2016 mettent en œuvre des politiques budgétaires expansionnistes.

Dans le cas des pays de la zone euro, l'orientation des politiques budgétaires reste largement influencée par le respect du Pacte de stabilité et de croissance. La sortie de la procédure de déficit excessif pour un nombre élevé de pays octroie de fait plus de marges de manœuvre sur les choix budgétaires, ce qui explique en partie les différences d'impulsion. Parmi les quatre grands pays, seuls la France et l'Espagne ont encore en 2015 un déficit supérieur à 3 %. Ils ont en conséquence pris des engagements en matière de réduction des déficits afin d'atteindre la cible d'ici 2017. En France, l'annonce récente par l'INSEE d'un déficit pour l'année 2015 infé-

rieur à l'objectif initial (3,5 % au lieu de 3,8 %) indique que le gouvernement devrait satisfaire les exigences budgétaires d'ici 2017 (graphique 10). De fait, l'ajustement se poursuit avec une composition de l'ajustement en 2016 proche des choix effectués en 2015. L'impulsion est globalement négative (-0,2 en 2016 après -0,5 en 2015) avec un soutien à l'activité par la fiscalité des entreprises plus que compensé par un ajustement sur les dépenses. Inversement, les perspectives d'une sortie de la procédure de déficit excessif s'éloignent pour l'Espagne, qui pourrait même faire l'objet d'un rappel à l'ordre, voire d'une sanction financière, par la Commission européenne. De fait, l'Espagne s'écarte des objectifs à la fois en termes de cible nominale mais aussi d'impulsion. Le déficit budgétaire pour 2015 est annoncé à 5 % contre une cible nominale initiale de 4,2 %. En outre, ce dérapage des finances publiques ne s'explique pas par la dégradation du solde conjoncturel, qui s'améliore du fait de la dynamique de croissance, mais par une impulsion positive de 0,5 point de PIB. On est loin de l'ajustement minimal requis par la Commission européenne de 0,5 point. En l'absence de mesures correctives, il apparaît difficile que la Commission ne durcisse pas la procédure de déficit excessif et que cela n'aboutisse à l'application de sanctions, une première dans l'histoire de l'UE. En même temps, l'absence de gouvernement et le blocage politique persistant, dans un contexte où l'éclatement national ne peut pas être exclu, sèment le doute sur l'application d'un nouveau tour de rigueur au moins à court terme. Le cas espagnol constituera un test pour la crédibilité des règles européennes.

De son côté, avec un excédent budgétaire de 0,6 % en 2015 et une dette publique en baisse depuis 2012, l'Allemagne n'est pas contrainte dans ses choix budgétaires. Les marges de manœuvre sont toutefois modérément utilisées et l'impulsion positive en 2016 est notamment le fait des aides budgétaires octroyées aux réfugiés. En Italie, bien que la procédure de déficit excessif soit fermée, la question de la dette se pose avec acuité. Néanmoins, cette situation donne plus de marges de négociation sur le niveau requis de l'impulsion ; marges qu'utilise pleinement le gouvernement de Matteo Renzi. Pour l'année 2016, l'Italie argue ainsi de réformes structurelles – la réforme du marché du travail (*Jobs Act*) – et de la crise des migrants pour mener une politique budgétaire expansionniste, notamment axée sur la réduction de la fiscalité.

Graphique 10. Solde budgétaire des pays de la zone euro



Sources : Eurostat, calculs et prévision OFCE avril 2016.

Dans les autres pays de la zone euro, on retrouve aussi des divergences. L'impulsion serait positive en 2016 aux Pays-Bas, notamment du fait de mesures fiscales s'élevant à 5 milliards d'euros. Si l'impulsion portant sur les dépenses était négative, elle ne compenserait pas l'ensemble des mesures fiscales qui devraient soutenir le pouvoir d'achat des ménages. L'impulsion deviendrait négative en 2017 à -0,2 point après 0,5 point en 2016 avec à nouveau un ajustement qui porterait principalement sur les dépenses. Si l'impulsion était également positive en 2016 pour l'Autriche, elle serait négative pour la plupart des autres pays et notamment en Grèce où de nouvelles mesures de consolidation budgétaire feront plonger le pays à nouveau en récession.

Ainsi, sur l'ensemble de la zone euro, l'impulsion budgétaire agrégée deviendrait légèrement positive en 2016 (0,1 point) après avoir été nulle en 2015. Une fois que l'on tient compte de la composition de l'ajustement et des effets multiplicateurs associés aux différentes mesures dans les différents pays, l'effet sur le PIB serait également légèrement positif en 2016 et de nouveau négatif en 2017 (voir partie 4).

Bien que les États-Unis ne soient pas soumis au Pacte de stabilité et de croissance, il n'en demeure pas moins que des contraintes fortes pèsent également sur la trajectoire des finances publiques

alors que le déficit budgétaire pour 2015 s'élève à 4,3 %, soit 2,2 points de plus que dans la zone euro, après 5 % en 2014. Quant à la dette publique, elle atteint 104,4 % du PIB. Néanmoins, à court terme, les choix budgétaires sont marqués par le calendrier électoral et la perspective des élections générales en novembre 2016. Démocrates et républicains sont parvenus à un accord, en octobre 2015<sup>17</sup> qui aura permis d'éviter une nouvelle crise (*shutdowns*), comme celle d'octobre 2013. L'accord porte notamment sur le relèvement du plafond de la dette et les grandes lignes des budgets 2016 et 2017.

Alors que l'impulsion avait déjà été moins restrictive en 2014 et 2015 qu'en 2013, elle deviendrait positive pour 2016 à 0,5 point de PIB. Il en résulterait une dégradation du solde public (de 0,2 point soit un déficit anticipé à 4,5 % du PIB) atténuée malgré tout par la réduction du solde conjoncturel. Cette impulsion positive sera surtout liée aux déductions et aides fiscales accordées aux entreprises et aux ménages alors que du côté des dépenses, le gouvernement maintiendra ses efforts de réduction. En 2017, la fin du cycle électoral devrait aussi signifier le retour du resserrement budgétaire avec une impulsion de -0,3 point. Dans la mesure où les multiplicateurs budgétaires restent relativement élevés aux États-Unis, nous anticipons un impact positif sur la croissance en 2016 (+0,4 point) et négatif en 2017 (-0,3 point).

Au Royaume-Uni, l'objectif affiché par le gouvernement conservateur élu aux élections de mai 2015 reste la réduction du déficit public. Le budget présenté en mars 2016 comprend peu de nouvelles mesures s'appliquant dès 2016. En avril 2017, le seuil de l'abattement de l'impôt sur le revenu sera relevé, et le seuil de revenu à partir duquel s'applique le taux marginal le plus élevé (40 %) sera aussi relevé. Par ailleurs, le gouvernement poursuit sa stratégie de concurrence fiscale pour 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. Les grands

---

17. Il faut rappeler qu'aux États-Unis, l'année fiscale 2016 court du 1<sup>er</sup> octobre 2015 au 30 septembre 2016.

groupes auront la possibilité de reporter l'imposition de leurs bénéfices sur une période de deux ans à partir de 2017-2018 (-6 milliards de recettes en 2017-2018, qui seront compensés par une hausse similaire des recettes à partir de 2019). Au total, l'effort budgétaire représenterait respectivement 0,6 et 0,7 point de PIB en 2016 et 2017, ce qui amputera la croissance du PIB.

## 2. Une croissance découplée plutôt que décuplée

### Zone euro : reprise au ralenti

Le rebond de croissance initié fin 2013 s'est consolidé depuis lors, avec une croissance de 1,5 % en 2015. Fin 2015, le PIB de la zone euro a ainsi enfin retrouvé son niveau d'avant-crise, le PIB par habitant restant néanmoins inférieur de près de 3 % au niveau observé début 2008. Ce constat mitigé pour la zone euro dans son ensemble masque des disparités toujours criantes entre pays : le PIB par habitant est ainsi supérieur de 5 % en Allemagne à son niveau d'avant-crise tandis qu'il est inférieur en France (de 1 %), en Espagne (de 5 %) ou encore en Italie (de 13 %). L'écart de production reste encore largement négatif dans la zone euro et le taux de chômage élevé, à 10,5 % au dernier trimestre 2015. Même si ce dernier a baissé d'un point et demi depuis 2013, il demeure encore supérieur de 3 points à son niveau de 2007.

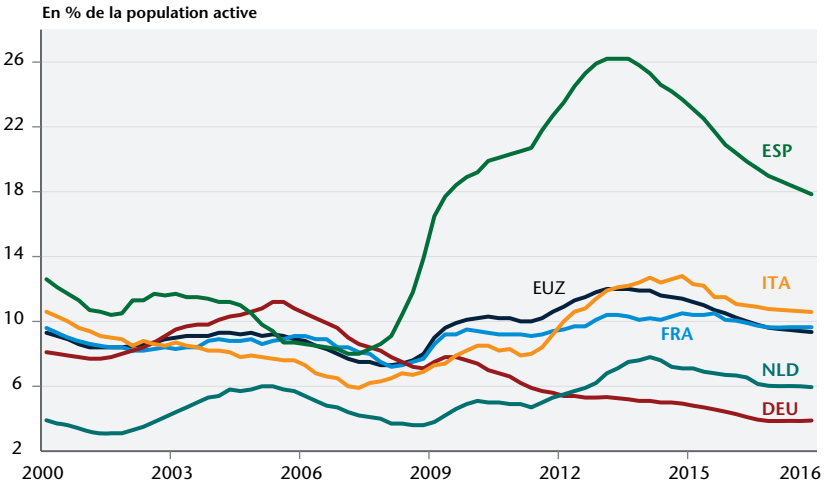
La consommation privée a été dynamique en 2015, dans le sillage du revenu disponible brut nominal des ménages. Ce dernier a nettement accéléré, autour de 2 % en glissement annuel durant les trois premiers trimestres de 2015. La masse salariale a crû de 2,5 % sur un an, bénéficiant notamment d'une accélération des créations d'emplois en Italie et surtout en Espagne. De plus, les salaires nominaux ont recommencé à progresser en Espagne (0,6 %), ils ont accéléré en Italie et en Allemagne. Selon les premières estimations de la Bundesbank, l'introduction du salaire minimum aurait contribué pour 0,3 point à la croissance des salaires début 2015 sur un an (le double en tenant compte des mini jobs). Par ailleurs, contrairement à ce que certains instituts anticipaient, l'introduction du salaire minimum n'a pas eu d'impact sur l'emploi total. Il est vrai que le contexte a été très favorable pour les entreprises (faibles taux d'intérêt, chute du prix de l'énergie).

Cependant, la question de l'impact du salaire minimum n'est pas tranché (encadré 2 pour une analyse des effets théoriques et l'encadré 3 pour une discussion plus large sur les résultats empiriques des effets des réformes structurelles).

Outre la dynamique favorable des salaires nominaux, le pouvoir d'achat des ménages est largement soutenu par la baisse du prix du pétrole. Étant donné la faiblesse de l'inflation, le revenu réel a progressé de l'ordre de 2 %, un rythme jamais atteint depuis 2006. Cela resterait le cas jusqu'au troisième trimestre 2016 et la consommation des ménages progresserait de 0,5 % en moyenne par trimestre pour l'ensemble de la zone euro. Elle ralentirait ensuite légèrement, la remontée de l'inflation rognant les gains de pouvoir d'achat des ménages et les créations d'emplois se tassant à l'horizon de la prévision (passant de 1 % en 2015 à 0,7 % en 2017). Le taux de chômage poursuivrait néanmoins sa décrue pour atteindre 9,4 % fin 2017 (graphique 11). Il baisserait d'environ 0,5 point en Allemagne, en France et en Italie. À 3,9 %, il serait historiquement bas en Allemagne, malgré l'accélération de 0,3 point de pourcentage de la population active liée à l'arrivée importante de réfugiés. La réduction serait plus forte en Espagne, mais le taux de chômage resterait très élevé, à près de 18 % fin 2017.

Étant donné les divergences de taux de chômage et de rythme de croissance de la productivité, les salaires réels évolueront de façon hétérogène entre les grands pays à l'horizon de la prévision. Leur croissance serait quasi-nulle en Italie et en Espagne du fait respectivement de la faiblesse de la productivité et du niveau élevé du chômage. En France, les salaires seraient plus dynamiques, progressant de près de 1 % fin 2017, en lien avec les gains de productivité. En Allemagne, malgré une croissance de la productivité de 0,4 % en moyenne, les salaires réels augmenteraient de près de 2 %, pour plusieurs raisons. D'abord, dans un contexte de faible taux de chômage et de tensions sur le marché du travail, les salaires négociés accéléreraient nettement (à 2,9 % en moyenne en 2017). Ensuite, la poursuite de l'augmentation de la durée du travail et de la mise en place du salaire minimum (au fur et à mesure qu'il y a convergence des plus bas salaires vers le niveau du salaire minimum, *i. e.* 8,50 euros) conduirait à une croissance des salaires nominaux supérieurs à 3 % en 2016 et en 2017.

**Graphique 11. Taux de chômage des principaux pays de la zone euro**



**Encadré 2. Aspects théoriques de la mise en place d'un salaire minimum<sup>18</sup>**

Les effets théoriques de la mise en place (ou d'une hausse) d'un salaire minimum continuent d'être un sujet de divergence parmi les économistes du marché du travail. Deux courants de pensées s'opposent. D'un côté, l'approche néoclassique insiste sur les effets négatifs du salaire minimum tandis que l'approche institutionnaliste suggère des effets positifs. Selon l'approche marshallien/walrasien, la mise en place d'un salaire minimum se traduit par une destruction d'emplois, surtout pour les travailleurs non-qualifiés, et une hausse du taux de chômage. Les économistes de l'école institutionnelle offrent une vision différente du fonctionnement du marché en intégrant des facteurs d'ordre microéconomique ignorés ou considérés comme exogènes par la théorie néoclassique.

Les institutionnalistes réfutent l'hypothèse d'un marché de travail parfaitement concurrentiel, où les agents économiques n'ont aucune influence sur les prix du marché, et où les travailleurs sont payés à leur productivité marginale. La remise en cause de cette hypothèse par l'approche institutionnelle repose sur l'existence des coûts de transaction. Le modèle néoclassique suppose implicitement l'absence des coûts sur le marché. Néanmoins, le recours au marché du travail implique des coûts de transaction, liés aux coûts de recherche d'information et de négociation des contrats, qui sont respectivement le produit d'une

18. Encadré rédigé par Lamia Kandil.



information imparfaite et asymétrique sur le marché – deux hypothèses ignorées par la théorie néoclassique.

Ainsi, les institutionnalistes trouvent dans la concurrence imparfaite la base pour toute analyse du marché. Ce marché de concurrence imparfaite se traduit par une inégalité du pouvoir de négociation en faveur des employeurs qui détiennent le pouvoir de gérer les prix et d'offrir des taux de salaires inférieurs à ceux de la concurrence parfaite. Un salaire minimum permettrait dans cette situation de rétablir le salaire au niveau du salaire concurrentiel par exemple. L'effet sur l'emploi est indéterminé *a priori*, mais pour une hausse modérée l'impact est positif ou nul.

La différence essentielle entre la théorie néoclassique et ce modèle institutionnel dans la détermination du rôle du salaire minimum, provient de la « force » de la relation emploi-salaire. Alors que la première part d'une relation strictement négative entre la demande du travail et le taux de salaire, les institutionnalistes considèrent que cette relation est plutôt instable. La courbe de demande est discontinue, ayant une pente positive pour certains intervalles de salaires. Ils admettent pourtant qu'à long-terme et pour de grandes variations du salaire la pente de la courbe de demande est négative.

L'analyse du salaire minimum dans le cadre de la théorie néoclassique part de l'hypothèse fondamentale d'un équilibre du marché en plein emploi, déterminé par une égalité entre l'offre et la demande du travail. Le principe d'un marché concurrentiel, où les salaires sont flexibles, s'ajustant pour rétablir le marché au point d'équilibre entre l'offre et la demande, rend impossible la persistance d'un chômage involontaire de long-terme.

L'approche institutionnelle affirme qu'un chômage involontaire est une condition inévitable du marché du travail. En accord avec la théorie du salaire d'efficacité (voir l'argument développé ci-dessous), les entreprises maximisent leurs profits en proposant des salaires au-dessus du salaire concurrentiel dans le but de sélectionner et de maintenir les meilleurs travailleurs, ainsi que pour accroître leur productivité. Cette stratégie mène à un excès d'offre de travail et une situation de chômage de long-terme. Le résultat est un marché segmenté, où l'offre excédentaire qui demeure insatisfaite par le marché primaire se dirige vers le marché secondaire caractérisé par des niveaux de salaires plus faibles. En conséquence, la croissance de l'offre du travail sur ce marché, pousse davantage les salaires à la baisse. La théorie néoclassique, en évaluant l'impact du salaire minimum, se place à cet équilibre partiel du marché secondaire, en ignorant l'existence préalable d'un chômage involontaire au niveau agrégé.

Un salaire minimum dans ce contexte permettrait d'améliorer la qualité de l'emploi, d'augmenter le revenu des ménages et par la suite la demande agrégée sur les biens et les services des entreprises. Il agit comme un transfert du revenu des employeurs (ayant en général un

taux d'épargne élevé) vers les travailleurs en bas de la distribution salariale (qui possèdent un taux d'épargne assez faible), ce qui permet de stimuler la consommation. L'augmentation de la demande compense les entreprises de la hausse du coût salarial induite par le salaire minimum et contribue à la création de nouveaux emplois.

En outre, un salaire minimum aide à éviter une déflation. Même sous l'hypothèse d'un marché parfaitement concurrentiel, une baisse du salaire ne permet pas de résoudre un problème d'offre excédentaire, mais aggrave d'autant plus la situation du chômage sur le marché. Une baisse du salaire ne se traduit pas uniquement par une réduction du coût du travail du fait d'un déplacement sur la courbe de demande de travail de l'entreprise, permettant ainsi d'atteindre un nouveau point d'équilibre du plein emploi. Cela diminue également la dépense agrégée des ménages. Ce processus enclenche une dynamique de baisse des prix et des salaires sur les marchés.

### ***La productivité et la théorie du salaire d'efficience***

Le modèle institutionnel met l'accent sur d'autres modes d'ajustement afin de faire face à une augmentation du coût de travail induite par la mise en place d'un salaire minimum. Les entreprises ont la possibilité de recourir à des pratiques permettant d'améliorer la productivité (e. g. l'application des règles plus rigoureuses au travail, l'exigence d'un niveau d'effort plus élevé par les employés). Ce type de comportement est parfois préféré à la réduction d'emploi, qui pourrait induire des effets de repréailles de la part des employés (Hirsch, *et al.*, 2015). Cet ajustement suppose que les entreprises ne sont pas au niveau de leur efficacité optimale et possèdent une marge pour augmenter leur productivité, ce qui contredit un autre fondement du marché concurrentiel.

Selon la théorie du salaire d'efficience, la présence d'une asymétrie d'information et d'un coût de transaction sur le marché (coût de la recherche d'emploi et de mobilité) implique qu'un salaire au-dessus du salaire concurrentiel permettrait d'accroître la productivité des travailleurs. Par conséquent, un salaire minimum pourrait inciter les employés à fournir plus d'effort, soit afin d'éviter un licenciement dont le coût d'opportunité a augmenté (Shapiro et Stiglitz, 1984), soit par réciprocité vis-à-vis de l'employeur (Akerlof, 1982).

Le marché concurrentiel est également critiqué parce qu'une flexibilité des prix sans aucune régulation engendre une situation d'insécurité pour les agents économiques et affecte l'efficacité du marché. L'incertitude rend les travailleurs moins productifs et conduit à un sous-investissement en capital humain. De même, l'instabilité des prix diminue l'incitation pour l'entreprise à investir dans la formation de ses employés.

### ***Ajustements dans le cadre de l'approche concurrentielle***

En dehors de l'argumentation de l'approche institutionnelle, l'effet négatif sur l'emploi souligné par le modèle concurrentiel suppose que le

seul moyen de répondre à une hausse du coût de production serait une réduction du nombre des employés (ou des heures du travail). Cependant, ce modèle offre d'autres possibilités d'ajustements (Hirsch *et al.*, 2015).

Une première possibilité est une hausse des prix pour les consommateurs. Les entreprises s'adaptent en reportant une part de la hausse du coût induite par le salaire minimum sur les prix de production. La réduction des coûts non-salariaux, comme l'assurance maladie ou les pensions de retraites et familiales, est un second moyen d'ajustement à l'existence du salaire minimum. Le troisième mode d'ajustement est le changement dans la composition de l'emploi avec le recours à un niveau de qualification supérieur pour ses employés, plutôt que la réduction du nombre d'emplois.

Ainsi, la mise en place d'un salaire minimum, même sous l'hypothèse d'un marché concurrentiel, pourrait n'avoir qu'un impact très faible ou nul sur l'emploi en tenant compte d'autres modes d'ajustement.

#### ***Modèle de monopsonie dynamique***

Une autre approche théorique qui prévoit un impact positif du salaire minimum sur l'emploi est le monopsonie dynamique ou les modèles de frictions (Dube *et al.*, 2014). La différence majeure entre ce modèle et l'approche concurrentielle est la présence des coûts de frictions sur le marché liés à un taux de rotation des employés assez élevé. Dans ce type de modèle, les chômeurs supportent des coûts de recherche d'emploi qui sont d'autant plus importants qu'ils font face à des contraintes sur le marché (e. g. mobilité, transports, information partielle concernant les emplois vacants), que subissent particulièrement les moins-qualifiés. Dans ce contexte, l'entreprise a le choix entre offrir un taux de salaire au-dessus du taux usuel afin de remplir les postes vacants, ou bien attendre de trouver des travailleurs prêts à être embauchés au salaire usuel, tout en supportant les coûts de rotation. Ce sont deux stratégies qui peuvent coexister sur le marché et être rentables pour l'entreprise (Schmitt, 2013). Cependant, dans un modèle de monopsonie, la hausse du salaire pour une embauche additionnelle entraîne une augmentation de celui de tous les employés présents dans l'entreprise. De ce fait, beaucoup d'entreprises préfèrent rémunérer ses employés à un salaire inférieur à leur productivité marginale, opérer avec des emplois vacants et supporter des coûts de frictions supplémentaires.

La mise en place d'un salaire minimum limite les stratégies de l'entreprise. Elle lui permet d'embaucher et de maintenir ses employés, en réduisant ainsi les coûts liés à leur rotation. Cette réduction des coûts compense la hausse du coût de travail induite par le salaire minimum, ce qui contribue au maintien du niveau d'emploi. Si le niveau du salaire minimum permet également de réduire le nombre et la durée moyenne des emplois vacants, l'effet final sur l'emploi est positif.

### Encadré 3. Controverses sur l'importance des réformes structurelles

Les institutions du marché du travail ont-elles un impact sur les performances économiques ? En particulier, les réformes visant à augmenter la flexibilité dans les relations entre employeurs et salariés permettent-elles de réduire le niveau de chômage ? Une littérature empirique abondante a tenté de répondre à ces questions, sans pour autant parvenir à des résultats suffisamment tranchés pour clore le débat.

L'économètre qui cherche à mettre en évidence de façon quantitative les déterminants de la performance du marché du travail est confronté à la problématique de la construction du jeu de données qu'il va utiliser. En effet, les institutions du marché du travail n'admettent pas de représentation quantitative immédiate, à l'inverse du salaire ou du taux de chômage qui sont des grandeurs numériques. Il faut donc construire des indicateurs quantitatifs pertinents, ce qui en soi constitue un programme de recherche. D'une part, la forme spécifique que prennent ces institutions dans chaque juridiction nationale n'est pas aisément traduisible en une valeur numérique : comment par exemple rendre compte par le biais d'un indicateur numérique du niveau de protection contre le licenciement offert par une législation nationale spécifique ? D'autre part, les institutions du marché du travail sont multidimensionnelles (salaire minimum, coûts d'embauche et de licenciement, types de contrats de travail, formes de la négociation des salaires, politiques d'indemnisation des chômeurs et de retour à l'emploi, ...). Faut-il alors construire une multitude d'indicateurs dont on étudiera l'impact différencié, ou faut-il à l'inverse synthétiser les différentes dimensions au sein d'un nombre restreint d'indicateurs, voire d'un seul ? Quelle procédure d'agrégation utiliser dans ce dernier cas ? Il est donc nécessaire de faire des choix dans la construction des variables étudiées, choix qui peuvent influencer de façon déterminante les résultats obtenus.

Un exemple de cette difficulté nous est donné par le débat scientifique engendré par la publication de plusieurs articles publiés par des chercheurs du FMI et concluant à l'efficacité des réformes flexibilisant le marché du travail.

Ainsi, Bernal-Verdugo *et al.* (2012a) parviennent à la conclusion qu'un niveau plus élevé de flexibilité favorise un niveau de chômage plus bas, toutes choses égales par ailleurs. Leur échantillon couvre 97 pays avancés et émergents, sur la période allant de 1985 à 2008. Le niveau de flexibilité du marché du travail est mesuré par le biais de six indicateurs, qui sont d'abord étudiés de façon agrégée (*via* un indicateur composite), puis séparément. Les composantes qui affectent le plus significativement l'emploi sont le niveau des réglementations concernant l'embauche et le licenciement, celui des charges sociales... et le

caractère obligatoire du service militaire. À l'inverse, le caractère plus ou moins centralisé des négociations salariales n'a pas d'effet.

Dans un article associé (Bernal-Verdugo *et al.*, 2012b), utilisant un jeu de données similaire, les mêmes auteurs montrent qu'en cas de crise financière, l'évolution du taux de chômage dépend du niveau de flexibilité du marché du travail. Dans les pays flexibles, le chômage augmente fortement dans l'immédiat après-crise, mais l'effet a tendance à se dissiper rapidement. À l'inverse, dans les pays peu flexibles, le chômage augmente moins dans le court terme, mais cette augmentation est néanmoins très persistante, et il faut du temps avant que l'effet ne disparaisse. Les auteurs montrent également que les réformes du marché du travail allant dans le sens de la flexibilité entraînent une baisse significative du taux de chômage, bien que cet effet mette environ six ans à se matérialiser.

Un troisième article (Crivelli *et al.*, 2012) procède à des estimations de l'élasticité de l'emploi à la croissance. En particulier, ils démontrent que la croissance est plus riche en emplois lorsque le marché du travail est flexible (et donc qu'à l'inverse une récession engendre plus de chômage, ce qui est cohérent avec les résultats du précédent papier). Les institutions du marché du travail qui contribuent principalement à ce résultat sont à nouveau les réglementations concernant l'embauche et le licenciement ainsi que la conscription.

Ces trois articles parviennent donc à une conclusion ne semblant pas souffrir d'ambiguïté : la flexibilisation du marché du travail présente de nombreux avantages, puisqu'elle réduit de façon structurelle le niveau du chômage, facilite l'absorption des chocs financiers, et enrichit la croissance en emplois.

Un article d'Aleksynska (2014) remet toutefois en cause ces résultats, et fonde sa critique sur le jeu de données utilisé par ces articles pour mesurer le niveau de flexibilité du marché du travail. Partagé par les trois articles mentionnés précédemment, ce jeu est extrait de la base « Libertés économiques dans le monde » de l'Institut Fraser, qui propose un indice composite des réglementations sur le marché du travail. Les six sous-composantes de l'indice sont : le salaire minimum, les réglementations à l'embauche et au licenciement, le niveau de centralisation des négociations salariales, les coûts de licenciements, les charges sociales, la conscription.

L'auteur pointe le fait que ces données sont peu appropriées pour une analyse empirique. D'une part, l'indice composite est critiquable car il est la moyenne non pondérée de six indices de nature très différentes (données brutes, sondages, indices eux-mêmes composites), dont la disponibilité n'est pas uniforme (à certaines dates, la moyenne est faite sur moins de six sous-indices), et qui sont fortement corrélés car recouvrant parfois des réalités similaires. Certains des sous-indices sont eux-mêmes problématiques : le lien entre conscription et flexibilité du

marché du travail est peu évident ; trois autres sous-indices sont issus d'une base de la Banque mondiale qui a été abandonnée car jugée trop peu fiable par l'institution elle-même ; enfin, plusieurs sous-indices subissent d'importantes ruptures, avec parfois des changements importants dans la définition des données.

En particulier, il ressort qu'une part importante des réformes identifiées par Bernal-Verdugo *et al.* (2012b) correspond en réalité à des ruptures de séries, tandis qu'à l'inverse certaines réformes importantes ne sont pas représentées dans ces données.

Plus fondamentalement, Alkesynska (2014) interroge l'approche consistant à estimer un modèle linéaire où l'augmentation de la flexibilité est supposée avoir le même effet quel que soit le niveau de départ ; on peut à l'inverse raisonnablement penser que la relation est non linéaire, c'est-à-dire qu'un niveau trop faible de réglementation est au moins aussi problématique qu'un niveau trop élevé, et qu'il s'agit plutôt d'identifier quel est le compromis optimal.

L'investissement logement a également renoué avec la croissance dans la zone euro (1 % en moyenne en 2015). Seule la France reste encore à la traîne mais nous prévoyons une reprise à l'horizon de la prévision, eu égard aux bons indicateurs conjoncturels dans le secteur de la construction<sup>19</sup>. L'amélioration se poursuivrait nettement en Espagne et de façon plus modérée en Allemagne, les conditions de crédit restant particulièrement accommodantes dans la zone euro. Au final, l'investissement des ménages progresserait de près de 3 % en 2017.

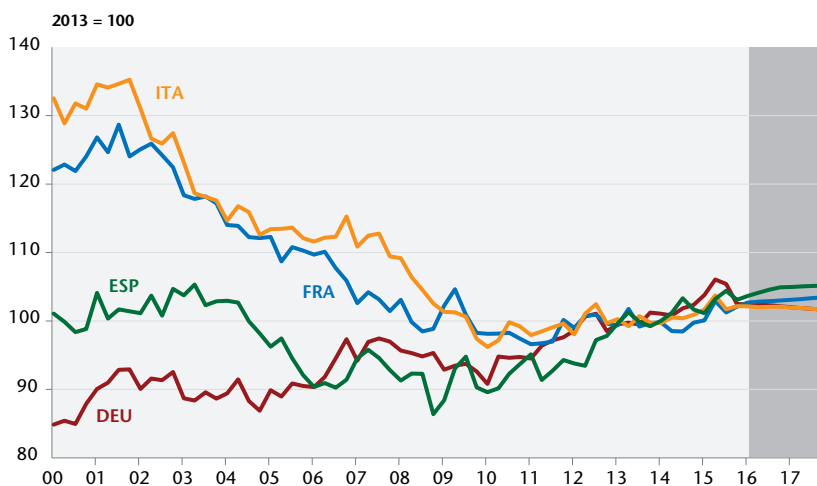
Quant à l'investissement productif, il s'est nettement redressé depuis 2013 dans un contexte financier très favorable. Bien que toujours en forte progression, il ralentirait en 2016 et 2017 du fait d'un moindre effet d'accélérateur, la consommation privée et les exportations étant un peu moins dynamiques en prévision.

Après un bon premier semestre 2015, la croissance des exportations a été quasi-nulle au second semestre, malgré un taux de change très favorable. De ce fait, le commerce extérieur a légèrement amputé la croissance en 2015. En 2016 et 2017, l'impact du commerce extérieur serait globalement neutre, avec d'une part une légère dépréciation de l'euro, et d'autre part le ralentissement de

19. Pour plus de détails, se référer à la partie France dans ce même numéro.

plusieurs zones émergentes en partie compensé par une demande interne assez dynamique. Dans notre scénario, la France et surtout l'Espagne gagneraient des parts de marché (graphique 12), bénéficiant dans un cas de mesures de politique économique favorables à la compétitivité (CICE et Pacte de responsabilité) et dans l'autre de la faiblesse des salaires nominaux du fait d'un chômage de masse. En revanche, l'Italie et l'Allemagne perdraient des parts de marché au sein de la zone euro, en raison de salaires bien plus dynamiques que la productivité du travail.

Graphique 12. Parts de marché des grands pays de la zone euro



Sources : FMI, Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE avril 2016.

Au final, la croissance de la zone euro atteindrait 1,8 % en 2016 et 1,7 % en 2017. L'impulsion budgétaire serait en moyenne de 0,1 point de PIB en 2016 puis de -0,1 point en 2017. Dans plusieurs pays (Allemagne, Autriche, Pays-Bas, Italie, Finlande), l'accueil de réfugiés va entraîner une relance conjoncturelle, *via* essentiellement dans un premier temps le versement d'allocations. Le FMI estime ainsi que le coût budgétaire lié aux réfugiés sera de 0,2 point de PIB en 2016 dans l'Union européenne (voir encadré 4). Tous les grands pays de la zone euro croîtraient plus vite que leur potentiel, leur permettant de refermer un peu l'écart de production.

#### Encadré 4. L'impact économique de l'immigration<sup>20</sup>

En 2015, l'Union européenne a fait face à un afflux migratoire sans précédent dans son histoire récente. Plus de 1 320 000 demandeurs d'asile ont été enregistrés au cours de l'année 2015, soit un doublement par rapport à l'année 2014. 28 % (380 000) de ces demandeurs d'asile proviennent de Syrie, 9,5 % (125 000) d'Irak et 13 % (170 000) des Balkans (Albanie, Serbie et Kosovo). 36 % (476 000) de ces demandeurs sont enregistrés en Allemagne, 13 % (177 000) en Hongrie et 12 % (162 000) en Suède.

Quels peuvent être les effets économiques de cette vague migratoire sur les pays d'accueil de l'Union européenne ? S'il ne faut pas sous-estimer les particularités de chaque vague migratoire (nombre d'immigrants, présence d'une diaspora, langue, niveau d'éducation, conjoncture économique dans les pays d'accueil, ...), les éléments empiriques disponibles sur l'immigration passée peuvent aider à répondre à la question de l'impact économique en termes de croissance, productivité, emploi, chômage et coût budgétaire à court et moyen terme.

##### Impact macroéconomique à court et moyen-terme

L'impact macroéconomique immédiat de l'afflux de demandeurs d'asile résulte de la hausse de la demande globale provenant des dépenses publiques liées à leur accueil. L'impact budgétaire pourrait être élevé dans les pays qui accueillent le plus de réfugiés en pourcentage de leur population. Le FMI l'estime pour 2016 à 1 point de PIB en Suède, 0,57 au Danemark, 0,37 en Finlande et 0,35 en Allemagne (voir tableau 5). En moyenne pondérée, il serait de 0,19 point dans l'Union européenne (FMI, 2016), soit environ 30 milliards d'euros. Bien qu'un certain nombre de pays européens doivent consolider leur position budgétaire, le Pacte de stabilité et de croissance permet de dévier de la trajectoire d'ajustement dans le cas de « circonstances inhabituelles indépendantes de la volonté de l'État membre concerné et ayant des effets sensibles sur la situation financière des administrations publiques ». Les dépenses relatives aux réfugiés devraient rentrer dans ces circonstances inhabituelles. Par contre, seule une petite partie (9,2 milliards d'euros, soit 0,07 % du PIB de l'Union européenne) de ce coût budgétaire sera pris en charge par le budget européen (Commission européenne, 2015).

L'impact de l'immigration sur le marché du travail des pays d'accueil est plus difficile à appréhender. Une large littérature, notamment nord-américaine où l'immigration est importante, essaie d'identifier l'impact de l'immigration sur l'emploi et les salaires des travailleurs natifs. L'afflux de migrants aurait un impact dépressif sur l'emploi et les salaires

20. Encadré rédigé par Guillaume Allègre et Gérard Cornilleau.



des natifs. Toutefois, pour la plupart des économistes du travail, ces effets seraient très modestes (De Larminat, 2007). En outre un certain nombre de travaux (comme par exemple Ortega et Verdugo, 2014) montrent que son impact à terme pourrait être positif à la fois sur l'emploi et les salaires des natifs du fait de la redistribution des qualifications et des emplois à leur profit.

**Tableau 5. Impact budgétaire des demandeurs d'asile**

En % du PIB	2014	2015	2016
AUT	0,08	0,16	0,31
BEL	0,07	0,09	0,11
HVR	0,0	0,09	0,11
CYP	<b>0,0</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>
CZE	0,0	0,0	0,02
DNK	0,24	0,47	0,57
FIN	0,09	0,13	0,37
FRA	0,05	0,05	0,06
DEU	0,08	0,20	0,35
GRC	n.d.	0,17	n.d.
HUN	0,0	0,1	0,0
IRL	0,03	0,04	0,05
ITA	0,17	0,20	0,24
LUX	0,05	0,09	0,09
NLD	0,10	0,18	0,23
SCG	0,0	0,06	0,1
ESP	0,006	0,006	0,03
SWE	0,3	0,5	1,0
GBR	0,015	0,016	n.d.
<b>Moyenne simple</b>	<b>0,07</b>	<b>0,14</b>	<b>0,22</b>
<b>Moyenne pondérée par le PIB</b>	<b>0,08</b>	<b>0,13</b>	<b>0,19</b>

Source : FMI (2016).

## Autres pays industrialisés

### *États-Unis : retour de la croissance à son rythme potentiel*

La croissance de 2015 a atteint 2,4 %, comme l'année précédente, bénéficiant du dynamisme des dépenses des ménages (consommation et investissement logement). En revanche, le

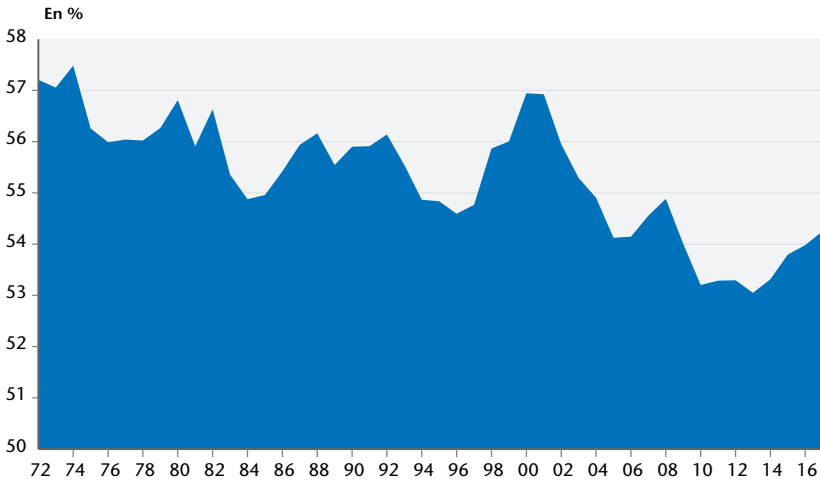
commerce extérieur a largement amputé la croissance, avec un faible rythme de croissance des exportations. De plus, on a assisté à un retournement du cycle d'investissement productif privé, en phase avec celui du taux d'utilisation des capacités de production. Après avoir stagné de mi-2014 à mi-2015, le taux d'investissement a baissé fin 2015.

La consommation des ménages a progressé de 3,1 % en 2015. Les ménages ont notamment profité de la baisse du prix du pétrole et de l'impact du taux de change sur le prix des produits importés. Leur revenu réel s'est accru de 3,4 % en 2015 et les ménages n'ont que peu augmenté leur taux d'épargne, consommant l'essentiel de ce surcroît de revenu. On assiste à la fin du processus de désendettement des ménages, même si leur taux d'endettement reste encore légèrement supérieur à sa moyenne de long terme. Le ratio de crédits à la consommation sur le revenu disponible brut a fortement augmenté depuis 2014 et les nouveaux crédits hypothécaires nets des remboursements ont repris modérément en 2015. Nous inscrivons en prévision un ralentissement de la consommation privée du fait de l'accélération de l'inflation (essentiellement du fait du prix du pétrole) et une poursuite du dynamisme de l'investissement logement (avec une croissance en moyenne de 8 % par an en 2016-2017), en lien avec des mises en chantier, des permis de construire et un indicateur d'activité dans le secteur de la construction bien orientés.

Du côté des entreprises, la situation financière reste très favorable, la part des profits dans la valeur ajoutée étant particulièrement élevée. Paradoxalement, les entreprises ne dégagent que très peu de gains de productivité depuis plusieurs années, mais la progression d'un peu plus de 2 % en moyenne depuis 2010 des salaires nominaux, tout comme le déflateur du PIB, a permis une stabilisation du taux de marge. L'année 2015 a porté un coup d'arrêt à ce mouvement, du fait du ralentissement de l'inflation, avec une déformation de la valeur ajoutée en faveur des salariés. À l'horizon de la prévision, les gains de productivité resteraient faibles et il y aurait une légère accélération des salaires nominaux (à 2,7 % en 2017). La part des salaires dans la valeur ajoutée se redresserait donc de nouveau mais resterait largement en deçà du pic de 2001 (graphique 13). Malgré un taux de chômage très faible (5,3 % en 2015), les salaires nominaux resteraient

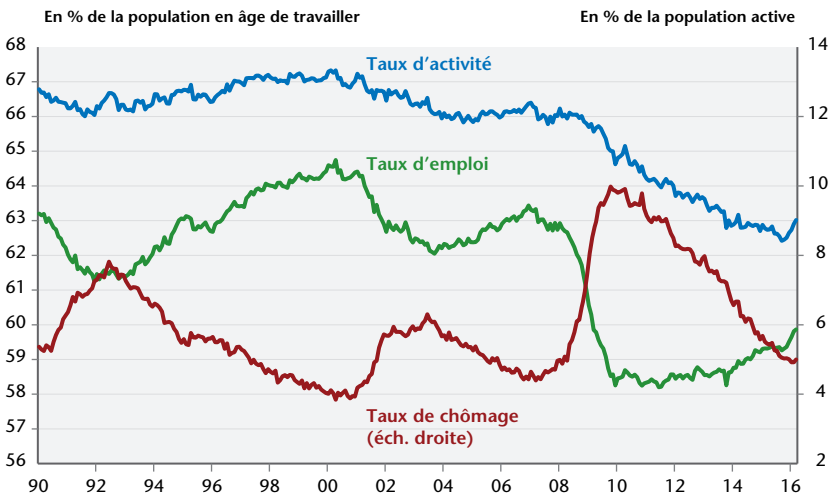
contenus au regard de ce que l'on a pu observer précédemment, le taux d'emploi restant inférieur de 4 points à son niveau de 2007. Le taux d'activité serait toujours historiquement faible. Il n'a cessé de baisser depuis 2001, se stabilisant début 2016 à son plus bas niveau depuis 1976 (graphique 14).

Graphique 13. Partage de la valeur ajoutée aux États-Unis



Source : Bureau of Labor Statistics.

Graphique 14. La situation du marché du travail aux États-Unis



Source : Bureau of Labor Statistics.

Malgré cette bonne situation financière, l'investissement privé progresserait peu d'ici 2017. Différents indicateurs sont en effet relativement mal orientés : le climat de confiance dans l'industrie s'est retourné, le taux d'utilisation des capacités a baissé en 2015, les commandes de biens en capital ont chuté fin 2015 et surtout les carnets de commande à l'exportation s'effondrent. Le taux d'investissement se replierait en phase avec la demande anticipée et les entreprises américaines perdraient des parts de marché à l'horizon de la prévision.

L'économie américaine serait donc actuellement caractérisée par un cycle de croissance court qui se retournerait prématurément et ce, alors qu'il n'y a pas de tensions inflationnistes nettes. Le déflateur de la consommation privée est resté très modéré en 2015, bénéficiant de la baisse du prix du pétrole mais même l'inflation sous-jacente demeure faible, avec un déflateur de la consommation hors produits volatiles qui progressait de 1,1 % début 2016 en rythme annuel. Le PIB croîtrait de 1,9 % en 2016 et 1,7 % en 2017, un rythme proche de la croissance potentielle. Estimée à 2,3 % en 2007 par l'OCDE ou encore le CBO, elle est dorénavant de l'ordre de 1,6 %, avec une contribution de la population en âge de travailler et de la tendance de productivité de respectivement 1 et 0,6 %. Le taux de chômage poursuivrait sa décroissance, à 4,2 % en 2017, mais le taux d'emploi resterait inférieur à son niveau d'avant-crise.

### *Japon : peu d'espoir pour une reprise*

---

Le Japon se trouve toujours dans une situation économique très délicate : le PIB a certes renoué avec la croissance en 2015, mais très timidement (0,5 %), et notre scénario ne prévoit guère d'accélération. Nous inscrivons une contribution positive du commerce extérieur en 2016 et 2017, grâce à la dépréciation du yen, et ce malgré le ralentissement de ses principaux partenaires asiatiques (dont la Chine principalement). La consommation privée progressera de 0,4 % en 2016 avant de reculer à nouveau en 2017, du fait de la nouvelle hausse prévue de la taxe sur la consommation (de 8 à 10 %), après celle de 3 points de 2014. La situation budgétaire reste en effet préoccupante, avec un déficit de 7 % du PIB et une dette brute de 225 % du PIB en 2014. L'impulsion serait négative en 2016 et 2017, amputant un peu moins la croissance que précédem-

ment. Quant à l'inflation, elle reste faible, à 0,2 % en janvier 2016 sur un an, rendant délicate la conduite de la politique monétaire.

### *Royaume-Uni : un scénario conservateur*

---

Effectuer une prévision de court terme pour l'économie britannique est un exercice très particulier en ce printemps 2016, alors que les Britanniques sont appelés aux urnes le 23 juin prochain pour décider s'ils souhaitent que le Royaume-Uni reste dans l'UE ou en sorte. Les sondages se suivent et donnent avec constance les partisans du maintien du Royaume-Uni dans l'UE au coude à coude avec ceux en faveur d'une sortie, tandis que 20 % des électeurs sont indécis. Autant dire que le suspense est très grand... C'est pourquoi nous faisons l'hypothèse que le Royaume-Uni restera dans l'UE. Si le Royaume-Uni quittait l'UE, ce serait, pour reprendre l'expression de David Cameron, un saut dans l'inconnu... (encadré 5), puisque ce serait la première fois qu'un pays quitterait l'UE. Selon nous, les conséquences économiques, à terme, seraient pratiquement négligeables, car, du fait de l'intensité des échanges commerciaux et financiers entre le Royaume-Uni et le reste de l'UE, chacun, des deux côtés de la Manche, aura intérêt à mettre en place rapidement des accords permettant de maintenir les échanges commerciaux et financiers actuels. Il y aurait alors cependant une phase transitoire (d'environ deux ans), pendant laquelle les incertitudes conduiraient à une certaine volatilité du taux de change de la livre, des cours boursiers et à des reports des décisions d'investissement sur le sol britannique...

#### **Encadré 5. Brexit : quels impacts économiques ?**

Notre scénario central fait l'hypothèse que le Royaume-Uni restera dans l'UE au soir du 23 juin, mais nous supposons dans ce qui suit que les Britanniques décident le 23 juin de quitter l'UE. Cela serait la première fois qu'un pays quitterait l'UE, et en l'absence d'autre expérience de ce type, on ne peut qu'envisager des scénarios, sur la base d'hypothèses fragiles et discutables. Nous présentons ici les scénarios les plus probables, et discutons des risques et des impacts macroéconomiques possibles pour le Royaume-Uni.

### **Quel scénario retenir ?**

Un premier scénario envisageable est celui où la sortie du Royaume-Uni de l'UE conduirait à la mise en place de barrières tarifaires entre les pays de l'UE et le Royaume-Uni, ce qui freinerait les échanges commerciaux et la croissance au Royaume-Uni, comme dans l'UE. Ce scénario est très peu crédible, car, du fait de l'intensité des échanges entre le Royaume-Uni et le reste de l'UE (par exemple, respectivement 50 % et 15% des exportations), chacun aura intérêt à mettre en place rapidement des accords permettant de maintenir les flux d'échanges commerciaux et financiers.

Le scénario le plus probable est, selon nous, celui où le Royaume-Uni et l'UE mettraient en place très rapidement des accords commerciaux, sur le mode des accords d'association de la Norvège ou de la Suisse avec l'UE. La signature de ces accords pourrait cependant prendre deux ans. Cette phase transitoire serait une période d'incertitudes accrues et donc probablement de plus grande volatilité, notamment sur le taux de change de la livre et les cours boursiers ; elle pourrait conduire à des reports des décisions d'investissement sur le sol britannique... Les entreprises britanniques pourraient aussi mettre leurs nouveaux projets d'exportation vers les marchés européens en *stand-by*. Pour les établissements financiers, des hypothèses contrastées sont évoquées : selon certains, les banques britanniques et européennes pourraient décider de déplacer une part importante de leurs activités dans la zone euro, ce qui aurait évidemment un fort choc négatif sur la croissance britannique (dans les comptes nationaux, la valeur ajoutée des services financiers représente 8 % du total de la valeur ajoutée) et entraînerait la chute de la livre... ; pour d'autres, les banques britanniques et européennes maintiendraient leurs activités dans la City, celle-ci pouvant même devenir plus attractive si le Royaume-Uni profitait de sa liberté pour accentuer la concurrence fiscale et réglementaire. En tout état de cause, on entrerait dans une période d'incertitude pendant laquelle la croissance britannique pourrait être nettement ralentie. Dans le scénario selon lequel des accords commerciaux seraient rapidement négociés avec l'UE, certains craignent cependant que des barrières non tarifaires (réglementations, normes...) freinent le dynamisme des échanges du Royaume-Uni avec l'UE. On évoque souvent l'exemple de l'accord de libre association entre l'UE et la Norvège : la Norvège n'a aucune influence sur l'élaboration des normes et réglementations européennes, mais doit les respecter. De ce point de vue, on voit l'avantage qu'aurait le Royaume-Uni à rester dans l'UE.

### **Quels impacts économiques à long terme ?**

Les études qui ont essayé de chiffrer les impacts d'un Brexit aboutissent généralement à de faibles effets macro-économiques à long terme. Une des études les plus fréquemment citées est celle d'Open Europe (Booth *et al.*, 2015). Selon cette étude, une sortie du Royaume-

Uni de l'UE aurait un impact au mieux positif de 1,6 point de PIB et au pire négatif de 2,2 points de PIB à l'horizon 2030. Ces impacts sont très faibles. Ils sont obtenus à l'aide d'un modèle d'équilibre général calculable (MEGC, en l'occurrence le modèle GTAP), en distinguant quatre scénarios. a) Le « pire » des scénarios : le Royaume-Uni ne négocie pas de nouvel accord de libre-échange avec l'UE, ne poursuit pas de stratégie de dérégulation et ne met pas en place d'accords de libre-échange avec le reste du monde : ceci aurait un effet permanent négatif de 2,2 points de PIB à l'horizon 2030. b) le scénario intermédiaire (1) : le Royaume-Uni négocie un accord commercial de libre-échange avec le reste de l'UE ; la perte en termes de PIB est alors de 0,8 point à l'horizon 2030 ; c) le scénario intermédiaire (2) : le Royaume-Uni négocie un accord commercial de libre-échange avec l'UE, mais suit une stratégie de libre-échange avec le reste du monde et une stratégie ambitieuse de dérégulation, ce qui amène à un gain de 0,75 point de PIB en 2030. d) le « meilleur » des scénarios : celui où la dérégulation est poussée à son maximal, ce qui se traduit par un gain de 1,55 % du PIB. Dans le cadre d'analyse de ce MEGC, les canaux de transmission sont principalement ceux des échanges commerciaux, la libéralisation des échanges permettant dans ces modèles à chaque pays d'améliorer son bien-être, grâce une spécialisation dans les secteurs où il dispose des meilleurs avantages comparatifs, et à l'accès à des biens et services meilleur marché. La dérégulation est aussi supposée être un facteur positif de croissance (ainsi la lutte contre le réchauffement climatique ou la réglementation des activités financières sont considérées comme des freins à la croissance).

Dhingra *et al.* (2016) analysent les coûts d'une sortie de l'UE en termes de niveau de vie pour le Royaume-Uni, en mettant l'accent sur les effets commerciaux et en tenant compte des contributions nettes au budget européen. Ils trouvent dans tous les cas un impact négatif du Brexit. Ils étudient d'abord deux scénarios, en utilisant un MEGC : a) un scénario positif, dans lequel le Royaume-Uni signe des accords commerciaux avec l'UE (un accord d'association sur le modèle de celui en place pour la Norvège) ; b) un scénario négatif, où aucun accord commercial n'est signé avec l'UE. Ils estiment qu'à terme un Brexit abaisserait le revenu par habitant de 1,28 % dans le scénario positif et de 2,61 % dans le scénario négatif. Ces effets tiennent compte du fait que les Britanniques ne contribueraient plus au budget européen comme ils le font aujourd'hui, ce qui rapporterait 0,35 % du PIB dans le scénario négatif, et 0,1 % du PIB seulement dans le scénario positif, les auteurs faisant l'hypothèse qu'une contribution au budget européen serait alors demandée aux Britanniques, comme c'est le cas actuellement pour la Norvège. Les auteurs proposent par ailleurs une estimation plus négative des conséquences d'un Brexit, qui pourrait atteindre entre 6,3 % et 9,5 % en termes de pertes de revenu, en prenant le contre factuel d'études ayant estimé les gains de l'adhésion à l'UE.

Dans une étude plus ancienne, Pain et Young (2004), estimaient qu'une sortie du Royaume-Uni de l'UE pourrait conduire à une baisse permanente du PIB britannique de 2,25 %. Ils utilisaient le modèle de l'économie britannique, le NIESR (NiDEM) ; les canaux de transmission étant les échanges commerciaux ainsi que la relocalisation d'activités en dehors du Royaume-Uni (baisse des investissements directs).

Une sortie du Royaume-Uni de l'UE n'aurait pas d'impact économique majeur à long terme, ce d'autant plus que des accords commerciaux seraient rapidement mis en place. Les discussions d'aujourd'hui autour des conséquences économiques d'un Brexit rappellent d'ailleurs celles du début des années 1990, lorsque le Royaume-Uni a fait le choix de ne pas entrer dans la zone euro. Des scénarios alarmistes annonçaient alors un affaiblissement de l'économie britannique, des pertes d'activité pour la City... Or, force est de constater que la croissance britannique a été nettement plus forte que celle de la zone euro depuis l'introduction de l'euro, et que la City n'a en rien perdu son rôle de premier plan...

Au-delà des impacts économiques, un Brexit aurait de nombreuses répercussions politiques, dont à court terme la demande de l'Écosse d'organiser un nouveau référendum sur son indépendance. Ce serait aussi la marque d'un échec pour la construction européenne, peut-être un signal pour d'autres pays qui seraient tentés de suivre l'exemple britannique, mais peut-être aussi un choc salutaire pour la zone euro... Au soir du 23 juin, une nouvelle page de l'histoire européenne s'ouvrira.

À la fin mars 2016, l'économie britannique continue d'afficher des performances macro-économiques globalement bonnes, en termes de croissance, de taux de chômage et d'inflation. Mais les déséquilibres qui la caractérisent depuis de nombreuses années, et ce bien avant la crise financière de 2008, persistent : le déficit des échanges extérieurs est devenu chronique (5,2 % du PIB en 2015 pour les échanges courants, cf. infra), tandis que l'endettement des ménages reste élevé, bien qu'il ait commencé à se résorber depuis 2008. Par ailleurs, les prix de l'immobilier, qui avaient fortement augmenté avant la crise, ont relativement peu baissé ensuite et sont repartis à la hausse depuis plusieurs mois. Ceci reflète un autre problème structurel de l'économie britannique : l'insuffisance de l'offre de logements.

Sur le plan budgétaire, le gouvernement britannique conservateur continue d'afficher l'ambitieux objectif de ramener le déficit



public de 5,2 % du PIB en 2015 à l'équilibre en 2019-2020, et de commencer à faire baisser la dette publique, actuellement de 89 % du PIB (au sens de Maastricht), d'ici un an. Le gouvernement espère atteindre ces objectifs sous des hypothèses de poursuite d'une croissance du PIB moyenne de 2,1 % par an d'ici 2020, et en grande partie *via* des baisses de dépenses publiques. Ainsi, les dépenses publiques baisseraient de 40,6 % du PIB en 2014-2015 à 38,6 % du PIB en 2017-2018 et à 36,6 % du PIB seulement en 2020-2021. Les recettes publiques augmenteraient de 35,6 % du PIB en 2014-2015, à 36,7 % du PIB en 2017-2018 et 37 % du PIB en 2020-2021. Tandis que le gouvernement continue d'afficher des politiques d'austérité budgétaire, la Banque d'Angleterre reste seule à soutenir la croissance, avec un taux de base à 0,5 % et le maintien d'achats d'actifs à 375 milliards de livres. D'ici 2017, une remontée de 0,5 point interviendrait, la politique monétaire restant accommodante.

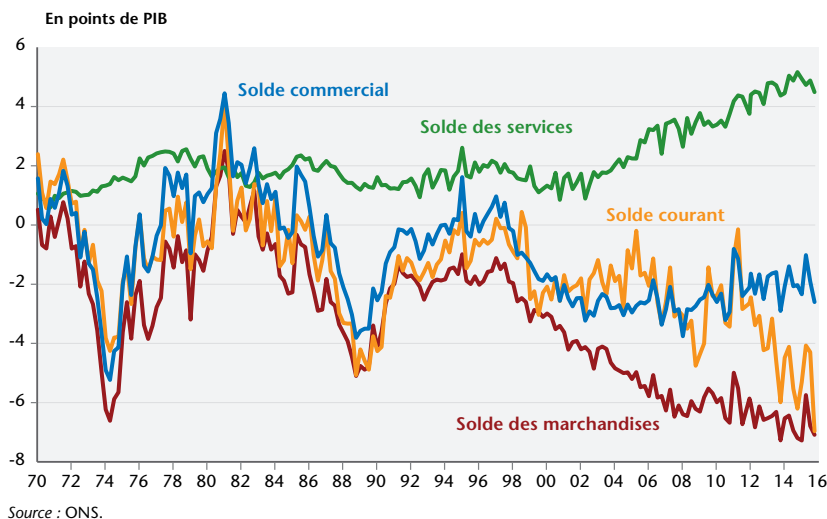
En 2015, la croissance britannique a ralenti à 2,3 % après 2,9 % en 2014, mais elle reste proche de celle des États-Unis (2,4 % en 2015) et supérieure à la plupart des pays de la zone euro (1,5 % en moyenne). Dans l'industrie, comme dans le bâtiment, la valeur ajoutée reste inférieure à son niveau d'avant-crise. Ce n'est que grâce au dynamisme de l'activité dans les secteurs des services, en particulier de santé et immobiliers, que le PIB britannique était, à la fin 2015, 6,7 points au-dessus de son niveau d'avant-crise (*i. e.* du premier trimestre 2008). Le taux de chômage britannique (mesuré au sens du BIT) a continué de baisser en 2015, et n'était plus que de 5,1 % au quatrième trimestre, soit légèrement inférieur à son niveau d'avant-crise (5,2 %), au lieu de 5,7 % un an plus tôt. Mais cette baisse du chômage ne s'est pas jusqu'à présent traduite par de l'inflation salariale, les salaires progressant en rythme annuel à la fin 2015 d'environ 2 % seulement, contre un rythme de l'ordre de 4 % avant la crise. La baisse des prix des matières premières, la progression modérée des salaires, et l'appréciation du taux de change de la livre ont freiné jusqu'ici l'inflation, qui reste depuis le début 2015 voisine de 0 %, tandis que l'inflation sous-jacente est proche de 1 %.

Les exportateurs de marchandises britanniques sont parvenus depuis deux ans à stabiliser leurs parts de marché. Mais ils sont doublement pénalisés, du moins pour leurs exportations à destination de la zone euro (près de la moitié des exportations

britanniques) par la faiblesse de la demande en zone euro, et le niveau élevé du taux de change de la livre par rapport à l'euro. Le déficit des marchandises reste ainsi très dégradé, autour de 6,5 % du PIB en 2015 (graphique 15). Ce dernier est en partie compensé par l'excédent des échanges de services (proche de 5 % du PIB). Néanmoins, la balance courante, qui est déficitaire d'environ 1,7 % du PIB depuis la fin des années 1990, s'est creusée à partir de 2011 pour atteindre 5,2 % du PIB en 2015. Ceci est en grande partie dû à la baisse des revenus d'investissements directs à l'étranger (IDE), ce qui n'est pas nécessairement inquiétant d'un point de vue macro-économique (et qui pose d'ailleurs la question de mesures des flux de revenus des multinationales, notamment en Europe, aux Pays-Bas, en Irlande en particulier). Les baisses des revenus d'investissement directs dans la période récente, sont, selon l'Office National Statistique, largement imputables à une baisse des taux de rendement des IDE britanniques effectués dans les secteurs d'activité extractive (la baisse des prix de l'énergie expliquant la baisse de ces rendements).

La consommation des ménages reste le principal moteur de la croissance britannique. Les ménages ont vu en 2015 leur pouvoir d'achat s'améliorer nettement sous le double effet du ralentissement de l'inflation et de la hausse des salaires nominaux. Les salaires, qui avaient baissé en termes réels depuis le début de la crise, ont enfin recommencé à croître. Dans notre prévision, les salaires nominaux accéléreraient de 2 % à plus de 3 %. La hausse récente du salaire minimum qu'un faible impact sur la masse salariale (de l'ordre de 0,1 point en 2017 en année pleine, voir encadré 6). Mais la remontée de l'inflation à près de 2 % en fin de période, rognerait progressivement les gains de pouvoir d'achat des ménages, ce qui freinerait leur consommation. En 2015, la hausse du patrimoine net des ménages a aussi contribué, par le canal des effets richesse, à soutenir la consommation. La richesse immobilière approche désormais 400 % du revenu annuel des ménages, tandis que la richesse financière nette s'est stabilisée au quatrième trimestre 2015 à plus de 300 % du revenu annuel des ménages, soit une hausse de 100 points depuis le point bas de 2007, et un niveau supérieur à celui d'avant-crise. Nous faisons l'hypothèse dans notre prévision, d'un ralentissement de la hausse de la richesse des ménages (principalement financière), ce qui permettrait cependant de laisser le taux d'épargne autour de 4 % à l'horizon 2017.

Graphique 15. Évolution des soldes extérieurs au Royaume-Uni



Le taux d'investissement des entreprises, qui avait chuté à partir de 2008, a retrouvé son niveau d'avant-crise (en volume), mais reste en deçà de son niveau de la fin des années 1990. Après s'être tassées en 2015, les opinions des industriels sur leurs perspectives d'investissement se sont redressées depuis le début de 2016, et nous anticipons une augmentation modérée du taux d'investissement à l'horizon 2017.

Alors qu'elle avait quasiment stagné depuis le début de la crise, la productivité a recommencé à croître en 2014. Nous supposons qu'elle continuera d'accélérer régulièrement pour atteindre 1,3 % en 2017, et retrouvera à terme un rythme proche de celui d'avant-crise (d'environ 1,7 %). Après le fort choc de la crise, le retour de la croissance conduirait les entreprises à retrouver un comportement « normal » de productivité (*i. e.* d'avant-crise) Etant donnée la chute de près de 3 points depuis 2010 de la part des salaires dans la valeur ajoutée, une accélération des salaires de 2 % à 3 %, voire un peu plus, peut donc être envisagée sans même ramener la part des salaires dans la valeur ajoutée à des niveaux d'avant-crise.

La croissance britannique serait de 2,1 % cette année et de 1,8 % en 2017. Nous maintenons dans ce scénario la poursuite d'une lente résorption des déséquilibres de l'économie britannique. Indépendamment des résultats du référendum du 23 juin, la question

d'une remontée plus forte que prévu de l'inflation fait partie de nos principales interrogations. Si les prix du pétrole progressaient plus que ce que nous prévoyons, l'accélération plus rapide de l'inflation qui en résulterait pourrait amener la Banque d'Angleterre à relever son taux directeur plus rapidement, et surtout plus fortement. Or, le faible niveau des taux d'intérêt est un facteur positif majeur, non seulement à court terme pour le crédit aux entreprises, mais il facilite bien sûr aussi le processus de désendettement des ménages et de l'État.

### **Encadré 6. Le salaire national de subsistance : un nouveau dispositif de revalorisation des bas salaires au Royaume-Uni**

Le 1<sup>er</sup> avril 2016 est entré en vigueur un salaire national de subsistance au Royaume-Uni. Ce nouveau salaire minimum (*National Living Wage, NLW*) consiste en fait à ajouter un complément de 50 pences au taux horaire du salaire minimum (*National Minimum Wage, NMW*) des plus de 25 ans, porté ainsi de 6,7 £ à 7,2 £, soit une hausse de 7,5 %. Ceci fait suite à une augmentation de 3,1 % du salaire minimum des plus de 25 ans, en octobre 2015 (de 6,5 £ à 6,7 £), soit au total une hausse de 10,8 % en un an. Cette forte revalorisation du salaire minimum ne constitue pas un changement de cap soudain du gouvernement. Le programme électoral des Conservateurs pour les élections législatives de 2015 comprenait déjà la revalorisation du salaire minimum et souhaitait l'instauration d'un salaire de subsistance. L'annonce de la mise en place du *NLW* a été faite en juillet 2015, lors de la présentation du budget, par George Osborne, redevenu chancelier de l'Échiquier après la victoire des Conservateurs aux élections. Ce n'est d'ailleurs qu'une première étape de la revalorisation des bas salaires, le gouvernement ayant l'objectif de porter le *NLW* à 60 % du salaire médian en avril 2020 (contre 55 % actuellement), soit environ 9 £<sup>21</sup>.

La revalorisation des bas salaires s'intègre dans une stratégie plus globale du gouvernement britannique : d'une part le gouvernement dit souhaiter « récompenser » le travail ; non seulement le salaire minimum est augmenté, mais, à terme, les salariés rémunérés au salaire minimum ne paieront plus d'impôt sur le revenu (c'était l'un des engagements de campagne des Conservateurs en 2015). Par ailleurs, le gouvernement

21. L'objectif étant d'atteindre 60 % du salaire médian, ce chiffre de 9 £ n'est donné qu'à titre indicatif, sur la base des projections des hausses de salaires réalisées en mars dernier par l'Office for Budget Responsibility (OBR). L'OBR est l'organisme indépendant chargé depuis 2010 de réaliser les prévisions macro-économiques de moyen terme qui seront utilisées pour l'élaboration du budget britannique et d'analyser les finances publiques britanniques.

prend des mesures de réduction de la fiscalité des entreprises, dont l'emblématique baisse du taux de l'imposition sur les sociétés, qui ne sera plus que de 17 % en 2020 (au lieu de 20 % seulement actuellement), ce qui compensera la hausse des salaires, du moins pour certaines entreprises (les plus profitables). Enfin, le gouvernement s'est fixé un objectif ambitieux de réduction du déficit public, souhaitant le ramener de 5 % du PIB en 2015 à l'équilibre en 2020, ceci en partie par la baisse des dépenses publiques, et en particulier des prestations sociales. La revalorisation du salaire minimum apparaît ainsi comme une compensation, au moins partielle, de la baisse future des prestations.

Le processus de fixation du salaire minimum au Royaume-Uni est bien codifié. Le gouvernement revalorise chaque année le salaire minimum au premier octobre, sur la base des recommandations de la Commission sur les bas salaires (Low Pay Commission, LPC), organisme indépendant, composé d'universitaires, de représentants des organisations syndicales de salariés et d'employeurs. Le salaire minimum n'existe au Royaume-Uni que depuis 1999. Sa mise en place s'est faite selon les recommandations de la Low Pay Commission, à des niveaux qui correspondaient aux bas salaires pratiqués à l'époque, après une large consultation des entreprises des secteurs concernés. La mise en place du salaire minimum n'a pas suscité de vagues de protestation du côté des employeurs et n'aurait pas eu d'impact significatif sur l'emploi, selon les différentes évaluations réalisées par la LPC au cours du temps. Le niveau du salaire minimum était initialement faible ; dès le départ un taux adulte et des taux jeunes ont été fixés. La LPC a pour mandat de réaliser un rapport annuel sur les bas salaires et de faire des recommandations au gouvernement en matière de revalorisation du salaire minimum, pour éviter que celle-ci n'ait d'impacts négatifs importants sur l'emploi des salariés concernés. Le gouvernement a dorénavant chargé la LPC de suivre aussi la mise en place du *NLW* et d'en proposer les prochaines revalorisations, qui auront lieu chaque année en avril.

Le *NLW* ne concerne que les plus de 25 ans. Les salaires minima des jeunes restent au niveau fixé en octobre dernier. Ainsi, aujourd'hui il existe cinq salaires minimums : pour les apprentis (3,30 £ de l'heure) ; les 16-17 ans (3,87 £ de l'heure) ; les 18-20 ans (5,3 £) ; les 21-25 ans (6,7 £) ; et les plus de 25 ans (7,2 £). L'écart est important ; les analyses de la LPC, dès 1998, plaidaient pour des taux de salaires réduits pour les jeunes, l'argument étant d'éviter que ceux-ci soient évincés du marché du travail à cause de salaires trop élevés. Contrairement à la situation française, cet écart a été accepté ; il favorise le développement de petits boulots pour les jeunes. Le taux d'emploi des jeunes britanniques (15-24 ans) est très élevé (51,4 % fin 2015, contre 27 % en France et 31 % dans la zone euro) ; il est en hausse sensible (il était de 46,8 % fin 2010).

Dans son rapport de mars 2016<sup>22</sup>, la LPC fait un premier point sur les impacts possibles du *NLW*. En avril 2016, environ 1,8 million de salariés

(sur 29 millions d'emplois salariés) pourraient bénéficier du *NLW*, alors qu'un million d'adultes de plus de 25 ans touchaient le salaire minimum en 2015. Le *NLW* représenterait une hausse de salaire annuelle de 680 livres (pour la durée de travail moyenne des personnes concernées, 1 360 heures par an, 26h15 par semaine). Les impacts seront très différents selon les secteurs. C'est dans le secteur des services que les bas salaires sont les plus nombreux (40 % des emplois sont rémunérés au salaire minimum dans les entreprises de nettoyage, 30 % dans le secteur des hôtels-café-restaurants, 34 % dans la coiffure). Selon la LPC, la mise en place du *NLW* aura un impact sur la masse salariale de l'ordre de 0,7 milliard de livres en année pleine cette année, soit 0,1 %<sup>23</sup>; sa hausse jusqu'à 60 % du salaire médian coûterait 2,4 milliards de livres supplémentaires, soit 0,4 % de la masse salariale en année pleine en avril 2020. Ces chiffres prennent en compte un effet de diffusion sur les 25 premiers centiles des salaires. L'impact de l'introduction du *NLW* sur les salaires versés serait proche de 4 % dans le secteur du nettoyage, de 3 % dans les secteurs des hôtels-café-restaurants et de la coiffure. En tenant compte d'un effet de diffusion similaire, les services de la Banque d'Angleterre<sup>24</sup> estimaient eux-aussi que le *NLW* conduirait à une hausse graduelle de la masse salariale de moins de 0,5 % d'ici cinq ans. Environ 3 millions de salariés percevraient le *NLW* à l'horizon 2020.

L'Office for Budget Responsibility avait estimé en juillet 2015, qu'à l'horizon 2020, la mise en place du *NLW* pourrait entraîner 60 000 suppressions d'emplois ; selon des hypothèses moyennes d'élasticité de l'emploi à son coût de  $-0,4$ <sup>25</sup>, tout en prévoyant que, sur la même période, l'économie britannique créerait 1,1 million d'emplois. La mise en place du salaire national de subsistance intervient après plusieurs années de croissance et de créations d'emplois qui ont ramené le taux de chômage (au sens du BIT) à son niveau d'avant-crise (5,2 %), de sorte que les éventuelles pertes d'emplois dans certains secteurs sont tout à fait supportables.

Aujourd'hui, les critiques vis-à-vis du *NLW* viennent de deux camps : d'un côté, les syndicats de salariés reprochent à la mesure de creuser plus encore l'écart entre les salaires des jeunes et des adultes ; de l'autre, les employeurs, notamment dans les secteurs à bas salaires, alertent sur le risque de développement de l'économie informelle, si le *NLW* est effec-

22. Voir : *National Minimum Wage, Low Pay Commission Report Spring 2016*, mars 2016.

23. Compte tenu de la faible durée du travail et du bas niveau du salaire horaire, les salariés au salaire minimum ne touchaient que le quart du salaire moyen fin 2015. Le salaire horaire minimum représentait 42,8 % seulement du salaire horaire moyen (6,7 £ contre 15,7 £).

24. Voir : *Inflation report*, Bank of England, août 2015.

25. Cette élasticité correspond à l'estimation médiane des estimations empiriques réalisées sur données britanniques. Les pertes d'emplois passent à 110 000 si l'on retient l'hypothèse d'une élasticité à  $-0,75$  et ne sont que de 20 000 pour une élasticité de  $-0,15$ .

tivement augmenté à 9 livres par heure d'ici 2020, mais le niveau actuel du NLW est de façon générale considéré comme acceptable.

Progressivement, les revalorisations du salaire minimum britannique ont amené le Royaume-Uni à faire partie des pays de l'OCDE où le salaire horaire minimum est le plus élevé, mais il reste derrière la France par exemple (graphique 16). Aujourd'hui, le salaire national de subsistance laisse encore le salaire minimum britannique inférieur au salaire minimum français (qui représente 60 % du salaire médian). À 7,2 £, soit 9 euros, le taux horaire du salaire national de subsistance britannique est actuellement inférieur de près de 7 % au SMIC français. Compte tenu des cotisations sociales employeurs, le coût horaire du NLW est aussi inférieur à celui du SMIC horaire car, bien que la France ait mis en place d'importantes exonérations de cotisations sociales employeurs (exonération Fillon, Pacte de responsabilité, CICE, prime zéro charge) sur les bas salaires, les cotisations sociales sont aussi très basses au Royaume-Uni. Prenons le cas d'un adulte de plus de 25 ans, célibataire et sans enfant travaillant 35 heures par semaine (tableau 6). Le coût horaire pour l'employeur est de 9,48 euros au Royaume-Uni contre 10,43 euros en France ; le coût horaire pour l'employeur baisse à 9,21 euros au Royaume-Uni si le salarié travaille 26h15 par semaine, ce qui représente le temps de travail moyen des salariés au salaire minimum outre-Manche. Si l'on considère maintenant le salaire perçu par le salarié, net des cotisations sociales salariés et de l'imposition sur le revenu, le NLW est plus élevé que le SMIC, surtout dans le cas où le salarié travaille plus de 30 heures par semaine, ce qui le rend éligible au crédit d'impôt (*Working tax credit*) qui est plus important que la prime d'activité. En contrepartie, le salarié français bénéficie d'un système public de prestations retraite et chômage nettement plus généreux.

**Tableau 6. Salaire horaire minimum au Royaume-Uni et en France, avril 2016 (cas d'un adulte de plus de 25 ans, célibataire et sans enfant)**

En euros*	GBR NLW, 26h**	GBR NLW, 35h***	FRA 35h	Écart RU-F 35h, en %
<b>Salaire horaire brut, en euros</b>	9,0	9,0	9,67	-6,9
<b>Taux de Cotisations employeurs, en %</b>	2,4	5,3	8,6	
<b>Taux de Cotisations salariés/CSG, en %</b>	2,1	4,6	22,9	
<b>IR-WTC/ PA***, en %</b>	0	3,2 – 11,7	-7	
<b>Coût horaire (employeur)</b>	9,21	9,48	10,43	-9,6
<b>Gain horaire (salarié)</b>	8,80	9,35	8,13	15

\* En considérant le taux de change de livre de début avril 2016 : 1,25 euros. Si l'on retenait le taux de change moyen en 2015, similaire au taux de change moyen depuis 1999, 1,37, le salaire britannique brut serait supérieur actuellement supérieur de 2 % au taux français.

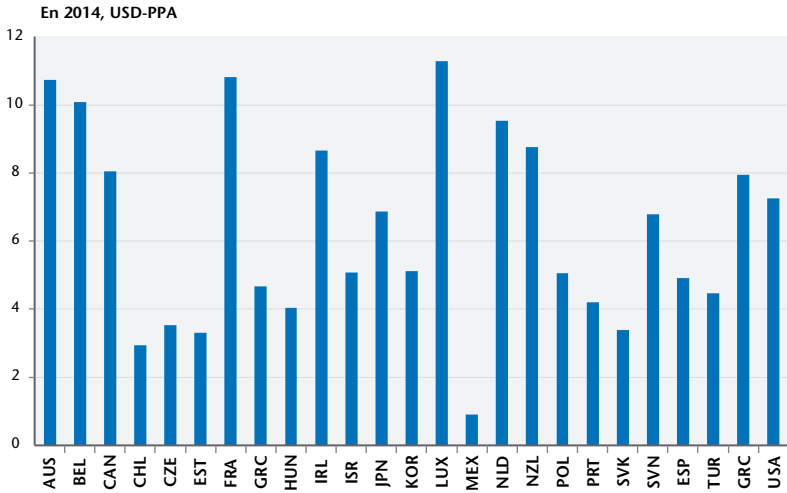
\*\* Temps de travail moyen d'un salarié payé au salaire minimum, ce qui ne donne pas droit au WTC (*Working tax credit*) pour un célibataire de plus de 25 ans, sans enfant. \*\*\* Sur la base d'une durée de travail de 35 heures par semaine.

\*\*\*Impôt sur le revenu – Working tax credit / Impôt sur le revenu – Prime d'activité

Source : Calculs de l'auteur.

Il faut donc voir dans la mise en place du salaire national de subsistance au Royaume-Uni un rattrapage des salaires dans les secteurs où bas salaires, temps partiel et précarité sont les plus répandus. Cette hausse de salaire, telle qu'elle est aujourd'hui mise en place, n'aura qu'un impact macroéconomique marginal sur l'économie britannique.

**Graphique 16. Taux horaires des salaires minimum dans les pays de l'OCDE**



Source : OCDE.

### **Pays émergents : l'Asie en première ligne face au ralentissement chinois**

En 2015, de nombreux pays émergents ont souffert du ralentissement de l'économie chinoise. En effet, les indicateurs sur la santé de l'économie chinoise se sont dégradés depuis plusieurs mois : contraction de l'activité manufacturière, stagnation de l'immobilier et plongeon du commerce extérieur. S'ajoutent à cela une dévaluation du yuan, un effondrement des bourses et, plus généralement, des incertitudes quant au processus de rééquilibrage en cours de la croissance chinoise. Les derniers chiffres de croissance indiquent une progression du PIB de 6,9 % sur l'ensemble de l'année 2015, contre 7,3 % en 2014, soit son plus bas niveau depuis un quart de siècle. Des doutes subsistent cependant sur l'ampleur réelle du ralentissement. À terme, les efforts de la Chine pour rééquilibrer l'économie vers la demande intérieure devraient cependant lui assurer une croissance plus durable, même si elle est amoindrie.



Si certains pays, comme l'Inde, sont peu exposés au ralentissement chinois, les autres pays, qui avaient bénéficié de leur proximité géographique et du dynamisme économique de la Chine, voient leur commerce (tableau 7) et leur croissance vaciller, si bien que pour l'ensemble de la zone Asie, la croissance ralentit en 2015 (6 %) contre 6,3 % en 2014. Le ralentissement est notamment marqué pour le groupe de pays composé de Taïwan, Hong-Kong, Singapour, la Thaïlande, l'Indonésie, la Malaisie et les Philippines avec une croissance qui est passé de 4 % en 2014 à 3,4 % en 2015. En outre, la situation de nombreux pays émergents d'Asie se dégrade également du fait de la normalisation à venir de la politique monétaire américaine. Si le relèvement du taux directeur de la Réserve fédérale est modéré, il augure d'un resserrement graduel qui réduira l'attrait relatif des investisseurs dans les pays émergents. La chute récente des bourses et la dépréciation des monnaies de nombreux pays émergents (d'Asie ou d'Amérique latine) en sont les symptômes les plus directs et se traduisent également, dans certains cas, par des fuites de capitaux qui fragilisent les économies et notamment les entreprises endettées en dollars. Si quelques pays réagissent par l'adoption de plans de relance budgétaire – Corée et Thaïlande par exemple – il reste que dans l'ensemble, l'Asie ne parvient pas à endiguer complètement le ralentissement en cours qui devrait de fait se poursuivre en 2016.

**Tableau 7. Zone Asie : résumé des prévisions de commerce**

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2014	2015	2016	2017
<b>Importations</b>	2,0	-2,0	4,4	1,4
<b>Exportations</b>	4,0	-1,9	2,5	2,7
<b>Demande adressée</b>	2,5	1,3	2,9	2,7

Sources : FMI, prévision OFCE avril 2016.

Ainsi, après avoir progressé de 3,3 % en 2014, l'économie coréenne a nettement ralenti, avec une augmentation de PIB de seulement 2,6 % en 2015. Le ralentissement s'explique non seulement par le recul des exportations de 0,4 % en 2015 contre + 2,8 % en 2014 mais aussi par l'apparition de l'épidémie de Coronavirus et un début de sécheresse qui ont pesé sur la consommation des ménages. Avec respectivement 11,8 % et 25 % des exportations à destination de la Chine, les entreprises de Singapour et de Taïwan

pâtissent de la baisse de la demande adressée. La perte de débouchés conduit non seulement à une baisse des exportations mais se répercute également sur l'investissement. La production industrielle de Singapour a fortement chuté en 2015 et la croissance est ainsi passée de 3,3 % en 2014 à 2 % en 2015. Quant à Taiwan, le PIB n'a progressé que 0,7 % en 2015 contre 3,9 % l'année précédente. En Malaisie, au choc négatif chinois s'ajoute celui de la baisse du prix des matières premières. La croissance ralentirait à 5 % en 2015 après 6,1 % en 2014. Du côté de la Thaïlande, la dynamique de croissance est en amélioration après le fort ralentissement enregistré en 2014. L'économie a bénéficié du plan de relance impulsé par les autorités en août 2015, axé essentiellement sur la relance de l'investissement en infrastructures et la modernisation des transports terrestres. L'investissement s'est redressé de 4,8 % (contre -2,3 % en 2014).

En Indonésie, l'expansion de la classe moyenne, conjuguée à l'amélioration de la confiance, ont contribué à soutenir la consommation et à stimuler l'investissement privé. La croissance a atteint 4,8 % en 2015, grâce au dynamisme des exportations (12,8 % en 2015 et 14,1 % en 2014) dû à la baisse du taux de change et au redressement des investissements public.

L'Inde se place aujourd'hui comme le moteur de la croissance de la région. De fait, le pays est peu exposé au ralentissement chinois et il bénéficie également du bas prix du pétrole, qui améliore le pouvoir d'achat des ménages. Le gouvernement indien a utilisé la baisse des prix du pétrole pour réduire fortement les prix énergétiques et pour financer un plan de relance. La consommation est le principal moteur de l'activité. Elle a accéléré au cours des deux dernières (7,3 % en 2014 et 2015 contre 6,3 % en 2013). La politique monétaire accommodante a soutenu l'investissement privé, qui est passé de 2,75 % en 2014 à 5,2 % en 2015. Les autorités ont mis en place un programme de développement des infrastructures. Bien que moins dépendante de la Chine, il faut cependant noter que les exportations ont souffert de la morosité de la demande mondiale et ont reculé de -6,5 % en 2015.

Le scénario actuel dans les pays d'Asie devrait se poursuivre en 2016-2017. La croissance ralentirait encore en Chine mais se stabiliserait à 5,2 % en Asie hors Chine en 2016 avant de remonter en 2017 (5,6 %), principalement sous l'impulsion de l'économie indienne.

Alors que les pays d'Asie (à l'exception de la Malaisie) ont bénéficié de la baisse du prix du pétrole et des matières premières, ce facteur fut une source de choc supplémentaire en Amérique latine, dans une région riche en matières premières et exportatrice nette. A cela se sont ajoutés des problèmes internes qui ont pesé sur la croissance si bien que le PIB a reculé de 0,4 % en 2015 après une croissance de 1,1 % en 2014. La récession s'amplifierait en 2016 (-0,9 %) avec un retour de la croissance en 2017 (1,5 %).

Au Brésil, le cumul de l'ensemble de ces facteurs défavorables ont fait plonger l'économie dans une profonde récession. En 2015, le PIB s'est contracté de 3,9 % dans un contexte de crise politique et institutionnelle majeure. La consommation des ménages a baissé de 4 %, l'investissement de 15 % et les importations de 20 %. Les autorités monétaires ne sont pas parvenues à endiguer la dépréciation de la monnaie et l'accélération de l'inflation, supérieure à 10 % depuis novembre 2015. Ainsi, non seulement le pouvoir d'achat des ménages est rogné mais le durcissement de la politique monétaire – le taux directeur de la banque centrale a été porté à 14,25 % en juillet 2015 – pèse sur le service de la dette et alimente encore davantage la dérive des finances publiques. Le déficit public a atteint 10,4 % du PIB en 2015, avec une charge d'intérêt de 8,5 % du PIB, ce qui a conduit le gouvernement à annoncer de nouvelles coupes dans les dépenses publiques.

En dehors du Brésil, l'économie argentine stagne depuis 2014 et la nouvelle équipe du président Macri, investi en décembre dernier, doit gérer les déséquilibres macroéconomiques hérités des années Kirchner. Après une croissance à 0,5 % et 1,1 % en 2014 et 2015, l'économie devrait connaître une récession en 2016. L'inflation officiellement à 14,3 % en début 2016 dépasserait les 30 %. En Argentine se pose également la question de la gestion des finances publiques. Le solde budgétaire primaire est déficitaire de près de 6 % en 2015 et le financement monétaire du déficit alimente largement la dérive négative du déficit et surtout l'inflation. Une des premières mesures du gouvernement a été de lever le contrôle des changes. Ceci s'est traduit par une forte baisse du peso. Le redressement des finances publiques est la deuxième tâche engagée par le gouvernement. Le retour des capitaux devrait passer par ces réformes, et notamment le règlement définitif de la dette argentine avec ses créanciers privés. De son côté, le Mexique profite de la

croissance américaine mais ses performances sont fragiles. Le taux de change s'est fortement déprécié face au dollar en 2015, ce qui a généré d'importants gains de compétitivité mais cependant peu d'inflation. Enfin, la crise économique se poursuit au Venezuela en raison de la forte dépense du pays aux recettes pétrolières. Le recul du PIB atteint 5,7 % en 2015 et se situerait autour de 8 % en 2016. L'inflation s'est accélérée et atteint plus de 180 % fin 2015 contre 68 % un an plus tôt.

Parmi les grandes économies émergentes, la Russie souffre également d'une forte récession. En 2015, le PIB devrait reculer de 3,7 %. Si la contraction de l'activité a été moins forte au troisième trimestre qu'au deuxième, l'économie reste fortement pénalisée par la faiblesse du prix du pétrole et une forte inflation qui rogne le pouvoir d'achat des ménages et pèse sur la consommation. L'économie russe resterait en récession en 2016 et commencerait à se redresser en 2017, profitant notamment de la hausse du prix du pétrole.

Dans les autres économies émergentes d'Europe centrale et non membres de la zone euro<sup>26</sup>, l'impact du ralentissement de la Chine serait assez modéré. En outre, ces pays bénéficient de la baisse du prix du pétrole et de la consolidation de la croissance de la zone euro, qui reste le principal partenaire commercial de ces pays. L'activité sera globalement soutenue par la consommation des ménages mais aussi par des financements européens qui ont représenté respectivement plus de 3 % et 5 % du PIB de la Pologne et de la Hongrie en 2015. Par ailleurs, les banques centrales ont maintenu leur taux à un faible niveau (1,5 % en Pologne) dans un contexte de désinflation liée au prix du pétrole. Globalement, la croissance de la zone ralentirait en 2016 par rapport à 2015 où elle s'est établie à 3,8 %. Elle se maintiendrait cependant au-dessus de 3 %.

### 3. Le risque déflationniste s'éloigne

#### Un environnement plus favorable

Par rapport à la situation qui prévalait il y a encore un an, le risque déflationniste a clairement diminué, en particulier aux

---

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

États-Unis. Deux facteurs contribuent à ce diagnostic plus favorable. D'une part, la reprise, bien que modérée et inégale, atteint progressivement l'ensemble des pays avancés. En particulier, la baisse du chômage (voir graphiques 11 et 14), générale dans l'ensemble des pays avancés malgré une hétérogénéité de niveaux et de tendances, contribue à soutenir les prix par le mécanisme de la courbe de Phillips<sup>27</sup>. D'autre part, les prix de l'énergie et en particulier du pétrole, qui auparavant étaient orientés à la baisse, sont désormais stabilisés et devraient progressivement remonter, contribuant à la hausse des prix *via* les importations (et les prix à la production dans le cas américain).

Le relâchement des pressions déflationnistes se traduit déjà concrètement dans l'indice des prix à la consommation aux États-Unis (voir graphique 6) : alors que cet indice était encore en territoire négatif en septembre 2015, il s'est établi en hausse de 1,0 % en février 2016 (en glissement annuel). Nos prévisions indiquent que cette tendance au redémarrage de l'inflation devrait se poursuivre aux États-Unis, jusqu'à atteindre le rythme annuel de 2,5 % en 2017. Des hausses de salaires nominaux significatives (proches de 2,5 % par an), elles-mêmes favorisées par le niveau très bas du chômage, accompagnées par des gains de productivité faibles, devraient en particulier contribuer à cette dynamique.

En zone euro, la situation paraît à première vue plus inquiétante. Les prix à la consommation ont reculé (-0,2 % en glissement annuel) au mois de février 2016, rompant avec la progressive accélération observée les quatre mois précédents. Néanmoins, cet accès de faiblesse ne devrait être que transitoire. L'inflation devrait repartir, certes graduellement, du fait de la politique volontariste de la BCE, de l'accélération du mouvement de reprise et de la fin du cycle de baisse du prix du pétrole (qui pèse lourdement *via* l'inflation importée). Après avoir été stables en 2015, les prix à la consommation sont ainsi attendus en hausse de 0,3 % en 2016 puis de 1,5 % en 2017.

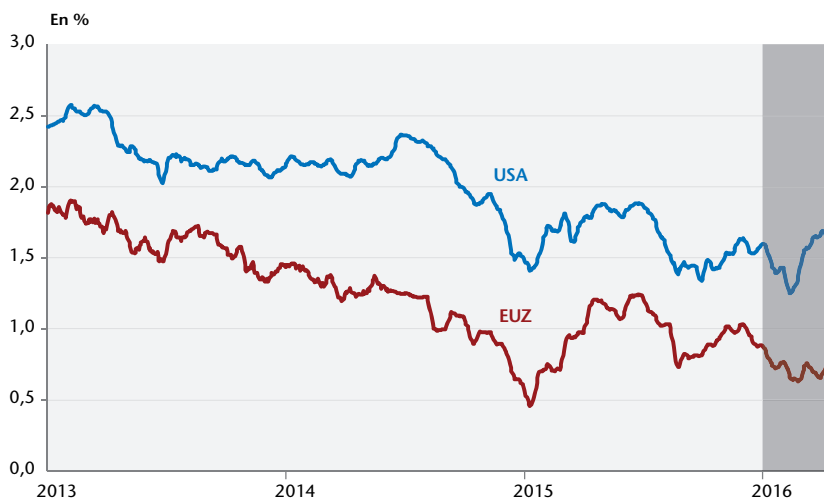
L'analyse des anticipations d'inflation à long terme (voir graphique 17) confirme le diagnostic d'un éloignement du risque

---

27. Voir notamment Blot *et al.* (2015) qui montrent que la courbe de Phillips reste aujourd'hui encore un outil théorique pertinent pour analyser le processus de formation des salaires, en dépit des changements structurels intervenus sur les marchés du travail depuis la crise de 2008.

déflationniste pour les États-Unis. Telles que mesurées par des indicateurs de marché, les anticipations d'inflation à 5 ans dans 5 ans pour les États-Unis sont fortement remontées en février et mars 2016, pour s'établir à 1,7 %. Pour la zone euro, le diagnostic est plus inquiétant, car les nombreuses mesures mises en œuvre par la BCE depuis 2014 n'ont pas eu pour le moment l'effet espéré. Si l'annonce de l'assouplissement quantitatif début 2015 a permis une remontée des anticipations à long terme au premier semestre 2015, l'effet s'est largement dissipé puisque les anticipations baissent à nouveau, sans que l'annonce de la dernière batterie de mesures de politique monétaire en mars 2016 ait infléchi la tendance. Le risque d'un décrochage substantiel des anticipations reste donc présent. Les sondages auprès des professionnels donnent toutefois une image plus rassurante, avec une prévision moyenne d'inflation à 1,8 % en 2020, signe que la BCE semble encore crédible dans sa capacité à faire remonter l'inflation vers sa cible.

Graphique 17. Anticipations d'inflation à long terme



Note : Il s'agit d'une mesure de l'inflation anticipée dans 5 ans sur les 5 années qui suivront, calculée à partir d'indicateurs de marchés.

Source : Thomson Reuters.

Si le risque déflationniste a légèrement diminué en zone euro, il persiste malgré tout. L'activisme de la BCE traduit d'ailleurs l'inquiétude qui s'est emparée de l'institution. En outre, à plus long terme, la zone euro doit d'autant plus rester vigilante que son fort

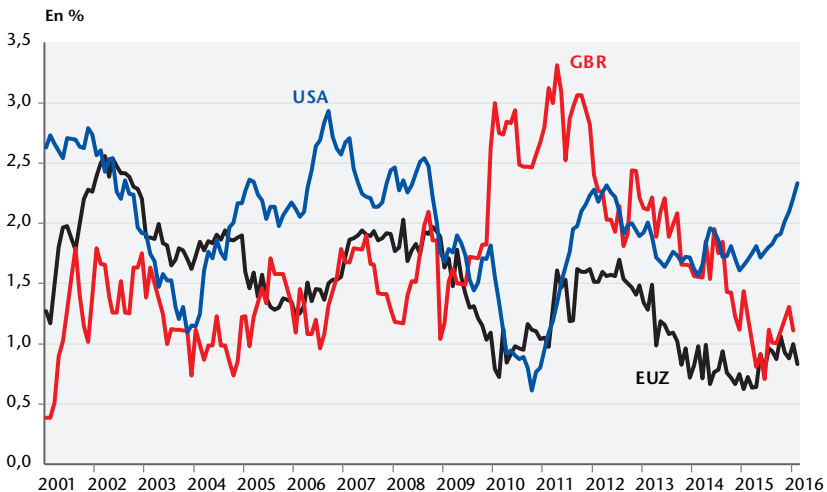
excédent courant (+3,5 % du PIB au troisième trimestre 2015) est porteur de risques déflationnistes : si la politique monétaire expansionniste de la BCE permet pour le moment de contenir les pressions à l'appréciation de l'euro, ces dernières finiront par se matérialiser une fois que le cycle monétaire entrera dans sa phase de normalisation, engendrant inévitablement de la déflation importée<sup>28</sup>.

### L'impact du cycle des prix pétroliers

Dans quelle mesure la faiblesse récente de l'inflation s'explique-t-elle par la chute des cours du pétrole ? Et quels impacts peut-on attendre de leur remontée ?

Le taux d'inflation sous-jacent, qui exclut les produits énergétiques et l'alimentaire, fournit quelques éléments de réponse à la première question (voir graphique 18). De manière générale, on observe que l'inflation sous-jacente début 2016 s'établit environ 1 point au-dessus de l'inflation d'ensemble en zone euro, aux États-Unis et au Royaume-Uni.

Graphique 18. Évolution de l'inflation sous-jacente



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

Sources : Eurostat, BLS.

28. Voir iAGS 2016 pour une discussion plus détaillée de ce point.

L'accélération observée ces derniers mois aux États-Unis pour l'inflation d'ensemble se retrouve dans l'inflation sous-jacente. Cette dernière s'établit à 2,3 % en glissement annuel, soit un niveau proche de celui observé en moyenne durant les années précédant la crise financière de 2008. Si l'écart en niveau entre inflation sous-jacente et inflation d'ensemble s'explique essentiellement par la baisse des prix énergétiques, le redémarrage de l'inflation d'ensemble ne provient donc pas du mouvement des composantes les plus volatiles, mais du cœur du processus de formation des prix et des salaires. Cette évolution est clairement compatible avec le scénario d'une reprise nette et d'un écart de production presque refermé, qui permet un redémarrage de la demande. Dans ce contexte, l'amorçage d'un cycle de resserrement monétaire progressif par la Réserve fédérale semble cohérent ; toutefois, une hausse rapide des taux ne serait pas justifiée, compte tenu de l'absence de tensions inflationnistes, y compris à l'horizon de la prévision.

En zone euro, l'inflation sous-jacente s'établit à 0,8 % en février 2016. Elle est en réalité stabilisée depuis mai 2015 dans une fourchette allant de 0,8 % à 1 %. À nouveau, la baisse des prix de l'énergie explique l'essentiel de l'écart entre inflation sous-jacente et inflation d'ensemble, avec un indice des prix énergétiques en baisse de 8,1 % en glissement annuel. La situation n'est donc pas franchement déflationniste, puisque l'inflation sous-jacente reste fermement positive, mais l'objectif de la BCE est néanmoins loin d'être atteint. Cela justifie sa politique de plus en plus expansionniste : si le programme d'assouplissement quantitatif a certainement contribué à écarter le danger déflationniste, il n'a pour le moment pas suffi à redresser l'inflation sous-jacente vers le niveau cible.

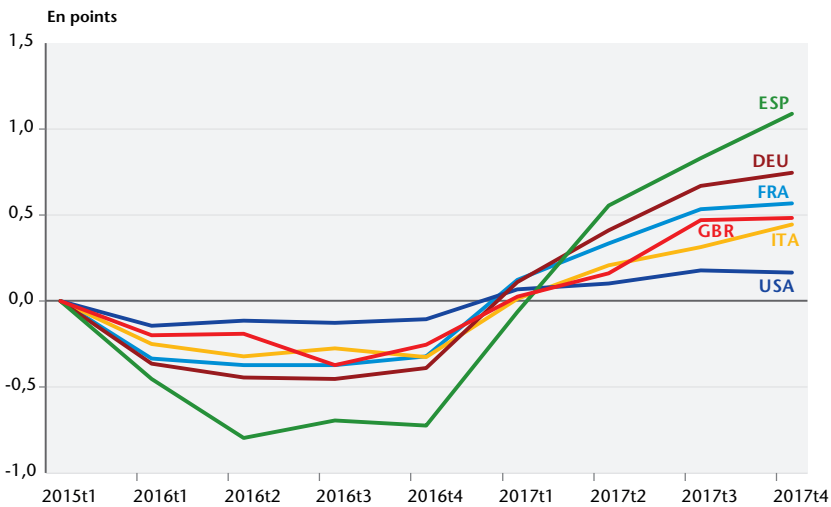
En prévision, le graphique 19 donne la contribution à l'inflation d'ensemble de notre scénario central pour le prix du pétrole par rapport à un scénario alternatif où le prix du baril (exprimé en monnaie domestique) resterait constant à son niveau du quatrième trimestre 2015 (soit 44 \$).

Notre prévision incorpore en effet une baisse du pétrole au premier trimestre 2016 (à 34 \$), suivie d'une remontée progressive (vers les 50 \$) au second semestre 2017 ; cela se traduit nettement sur le graphique, puisqu'on observe que l'évolution des prix du



pétrole contribue d'abord négativement puis positivement à l'inflation d'ensemble, par le biais des importations, avant d'éventuels effets de bouclage. Ainsi, à l'horizon de la prévision, la hausse prévue des prix du pétrole (par rapport à fin 2015) contribue pour 0,2 point aux États-Unis, 0,5 point au Royaume-Uni et de 0,5 à 1,1 point pour les quatre grands pays de la zone euro. L'impact est plus faible aux États-Unis du fait de la moindre importation de produits pétroliers, tandis qu'à l'inverse l'effet est renforcé en zone euro en raison de la dépendance de cette dernière aux importations et de la légère dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar.

Graphique 19. L'impact du prix du pétrole sur l'inflation en prévision



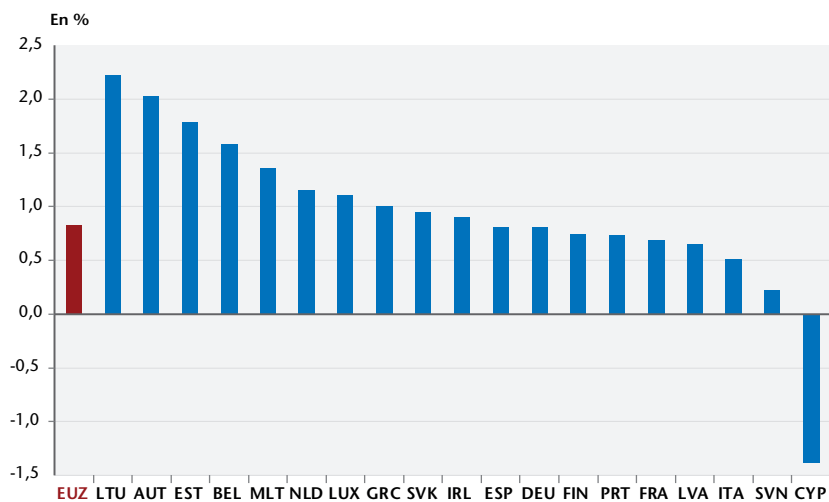
Il ressort de cet exercice que, même si l'éloignement du risque déflationniste tient pour partie à des facteurs endogènes de reprise, il provient également pour une large part du retournement des prix pétroliers. Après avoir exercé de lourdes pressions désinflationnistes depuis 2014, les produits énergétiques devraient dorénavant faciliter le redémarrage de l'inflation, tout particulièrement en zone euro. Ainsi, en glissement annuel en fin d'année 2017, hors effet du prix du pétrole, l'inflation dans la zone euro atteindrait 1,1 % au lieu de 1,7 % dans notre scénario central. La dynamique sous-jacente des prix n'est certes pas déflationniste mais il n'en demeure pas moins que la zone euro pourrait rester durablement enfermée dans une situation de faible inflation.

## L'hétérogénéité persiste en zone euro

L'inflation sous-jacente moyenne en zone euro, qui s'établit à 0,8 % en février 2016, masque des situations différentes selon les pays ( graphique 20).

On observe ainsi que plusieurs pays sont nettement au-dessus de cette moyenne et sont proches de la cible fixée par la BCE d'une inflation légèrement inférieure à 2 % : c'est le cas de la Lituanie, de l'Autriche, de l'Estonie et de la Belgique. À l'autre extrémité du spectre, la Slovaquie se rapproche dangereusement de la déflation et Chypre y est franchement installé. Le cas de la Grèce est trompeur : si l'inflation sous-jacente y affiche une progression de 1 %, cette dernière est la conséquence des augmentations de TVA prévues dans le cadre du troisième plan d'ajustement macroéconomique. Une fois corrigée des variations de taxe, l'inflation sous-jacente s'établit à -1,6 % (en décembre 2015) : la Grèce est donc en réalité toujours en situation de déflation.

Graphique 20. Inflation sous-jacente en zone euro (février 2016)



Source : Eurostat.

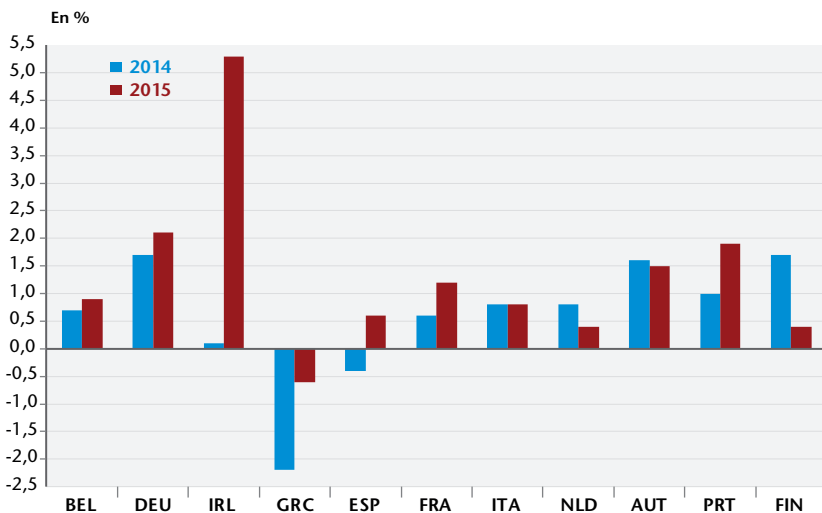
Entre ces deux extrêmes, les quatre grands pays de la zone euro (France, Allemagne, Espagne, Italie) se trouvent dans une fourchette assez resserrée, qui est fort logiquement proche de la moyenne de la zone à 0,8 %. Allemagne et Espagne sont à 0,8 %, la

France à 0,7 % et l'Italie un peu en retrait à 0,5 % et donc plus proche du risque déflationniste.

L'image d'une forte hétérogénéité de la dynamique des prix en zone euro est donc trompeuse : elle est limitée à des pays ayant un faible poids économique. Dans la mesure où les taux d'inflation sous-jacente sont proches dans les quatre grands pays (qui représentent à eux seuls près des trois quarts du PIB de la zone euro), la réalité est plutôt celle d'une relative homogénéité des dynamiques de prix. Ceci est d'ailleurs assez surprenant compte tenu de l'hétérogénéité des situations macroéconomiques conjoncturelles, en particulier entre l'Allemagne et l'Espagne qui ont des taux de chômage très différents mais des taux d'inflation sous-jacente presque identiques.

Par ailleurs, une certaine hétérogénéité des évolutions de prix a pour avantage, si elle est correctement distribuée, de permettre de résorber les différentiels de compétitivité qui se manifestent, notamment dans les écarts importants de balances commerciales. Afin de juger de l'évolution des écarts de compétitivité, l'inflation des prix à la consommation n'est pas très pertinente, et il est préférable de regarder les prix de valeur ajoutée (graphique 21).

Graphique 21. Évolution des prix de valeur ajoutée dans les pays de la zone euro



Source : Eurostat.

Il apparaît que l'hétérogénéité est plus forte sur les prix de valeur ajoutée que sur les prix à la consommation, et que les différentiels vont plutôt dans le sens de la résorption des déséquilibres : les pays pour lesquels l'euro est sous-évalué (Allemagne, Autriche) ont généralement une inflation supérieure à celle des pays surévalués (France, Grèce, Italie, Espagne). Il y a toutefois des exceptions, avec d'un côté les Pays-Bas qui maintiennent une très faible inflation malgré ses forts excédents commerciaux, et à l'inverse le Portugal dont les prix accélèrent alors que son taux de change réel est surévalué. Quoi qu'il en soit, un long chemin reste à parcourir pour parvenir au rééquilibrage de la zone euro (encadré 7).

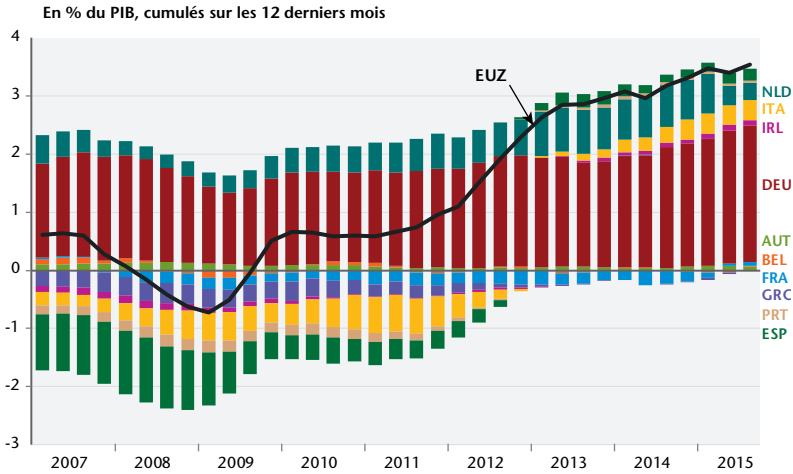
### **Encadré 7. Quelle stratégie pour le rééquilibrage interne de la zone euro ?**

Depuis le déclenchement de la crise financière, la zone euro a fait des efforts importants pour résorber ses déséquilibres commerciaux. Mais la résorption des déficits courants pour la plupart des pays de la zone euro ne signifie pas que les déséquilibres internes à la zone ont été corrigés. En 2009, seuls l'Allemagne, les Pays-Bas et l'Autriche présentaient un excédent de leur compte courant, tandis que tous les autres, et en particulier la France, l'Italie et l'Espagne enregistraient un déficit courant, de sorte que le solde courant de la zone euro était déficitaire (-0,7 % du PIB). Six années plus tard, la situation est radicalement différente. La zone euro présentait au troisième trimestre 2015 un important excédent courant de 3,5 % du PIB, et la quasi-totalité des pays étaient alors en excédent courant (en cumul sur les 12 derniers mois), la seule exception étant la Grèce qui a enregistré un très faible déficit courant (graphique 22).

Il ne faut pas pour autant en conclure que la zone euro a corrigé ses déséquilibres commerciaux car plusieurs motifs d'inquiétude subsistent. D'une part, une partie des excédents courants sont de nature conjoncturelle, en particulier dans les pays du Sud, du fait d'une demande interne déprimée. D'autre part, de par son ampleur, l'excédent courant de la zone euro est porteur de risques déflationnistes, comme mentionné plus haut.

À partir d'un modèle permettant de simuler l'évolution des balances courantes des pays de la zone euro<sup>29</sup> en fonction des différentiels de compétitivité-prix, nous avons calculé les ajustements nominaux au sein de la zone euro (sur les prix de valeur ajoutée) nécessaires pour atteindre des balances courantes équilibrées pour tous les pays.

29. Voir le rapport IAGS 2016 (OFCE, 2015).

**Graphique 22. Balances courantes, en pourcentage du PIB de la zone euro**

L'équilibre est ici défini comme la stabilisation de la position extérieure nette, à un niveau compatible avec les procédures européennes (c'est-à-dire supérieure à -35 % du PIB), et une fois les écarts de production refermés dans tous les pays.

Le tableau 8 présente le résultat de ces simulations et permet de rendre compte des ajustements opérés depuis le début de la crise, et de ceux restant à réaliser relativement à l'Allemagne, utilisée comme point de référence.

**Tableau 8. Ajustements nominaux relativement à l'Allemagne nécessaires pour atteindre des balances courantes équilibrées**

En %	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
DEU	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
AUT	20,2	15,9	13,3	1,0	2,8	6,5	1,4
BEL	-32,9	-29,9	-15,7	-30,7	-23,8	-22,2	-23,2
ESP	-46,8	-32,8	-30,6	-29,9	-21,9	-15,3	-18,5
FIN	4,8	-1,2	-7,9	-29,0	-30,7	-28,4	-24,7
FRA	-18,9	-16,1	-16,6	-19,1	-19,8	-15,2	-19,1
GRC	-89,1	-87,9	-80,8	-73,0	-48,5	-39,7	-39,8
IRL	-26,8	-28,7	-25,6	-26,9	-28,7	-19,8	-14,9
ITA	-29,2	-25,2	-32,7	-31,9	-19,9	-12,0	-9,9
NLD	-4,5	6,1	6,2	4,4	5,1	6,8	0,8
PRT	-68,5	-65,3	-59,2	-43,1	-30,9	-17,1	-21,4

Source : Calculs OFCE.

En 2014, les désajustements nominaux en zone euro restent importants. Plusieurs groupes de pays émergent. L'Autriche et les Pays-Bas sont sur un pied d'égalité avec l'Allemagne. À l'opposé, la Grèce doit effectuer une dépréciation de près de 40 % par rapport à l'Allemagne, en dépit des sacrifices déjà consentis ; car, même si la balance courante grecque est aujourd'hui proche de l'équilibre, cela est dû à l'écart de production qui est très creusé (-12,6 % en 2014 selon l'OCDE) et qui a artificiellement amélioré le solde extérieur par compression de la demande interne. Entre ces deux extrêmes se trouve un groupe de pays qui doit procéder à une dépréciation d'environ 20 % par rapport à l'Allemagne, et qui inclut la France, l'Espagne, le Portugal, la Belgique et la Finlande. L'Italie quant à elle est dans une position un peu meilleure, avec 10 % de dépréciation relative requise, grâce à son compte courant en surplus (1,9 % du PIB en 2014) et sa position extérieure nette relativement favorable (-27,9 % du PIB).

Ces déséquilibres nominaux ne peuvent pas être résolus par des mouvements de taux de change, puisque tous ces pays partagent la même monnaie. L'ajustement doit donc être réalisé par le biais de mouvements de prix relatifs, autrement dit par des différentiels de taux d'inflation entre pays. Ainsi, l'inflation en Allemagne (ainsi qu'aux Pays-Bas et en Autriche) doit être durablement plus élevée que celle du groupe intermédiaire, qui doit elle-même être plus élevée que celle de la Grèce. Et, compte tenu de l'importance des salaires dans la détermination des prix de valeur ajoutée, ce résultat sera essentiellement obtenu par des différentiels dans l'évolution des coûts salariaux unitaires nominaux, même si les marges peuvent jouer dans certains cas.

En 2015, les évolutions observées sur les prix de valeur ajoutée (voir graphique 21) correspondent qualitativement à celles qui sont nécessaires pour la plupart des pays. Il y a cependant quelques exceptions : les Pays-Bas, ont vu leur prix de valeur ajoutée augmenter moins vite que ceux de plusieurs pays du Sud, alors qu'il faudrait à l'inverse qu'ils soient au-dessus de ceux de l'Allemagne ; *a contrario*, l'Irlande a subi une très forte inflation des prix de valeur ajoutée, qui s'explique par la très forte croissance observée en 2015, mais qui va à rebours des ajustements nécessaires.

Quoi qu'il en soit, même si la plupart des évolutions observées en 2015 vont dans le bon sens, le chemin à parcourir reste considérable, puisque les écarts ne se sont réduits au mieux que de quelques points de pourcentage.

Comment parvenir au nécessaire rééquilibrage ? La stratégie suivie jusqu'à présent a consisté à faire de la réduction des coûts salariaux la norme, dans une logique non coopérative de course à la compétitivité. L'Allemagne ayant choisi de contenir fortement ses prix et ses salaires, les autres pays n'ont pu s'ajuster qu'en diminuant encore plus leurs coûts, que ce soit par des baisses de salaires (comme en Grèce ou en

Espagne) ou par la baisse des prélèvements sur les entreprises (comme en France). Ces stratégies ont certes permis de réduire certains déséquilibres au sein de la zone depuis 2008, comme le montre notre tableau, mais l'ajustement est encore loin d'être achevé (voire pas commencé dans le cas de la France), et surtout le coût économique en fut important. La baisse des salaires dans les pays du Sud a fortement pesé sur la demande, et donc sur l'activité, tandis que les pressions déflationnistes y ont été renforcées.

Une autre politique consisterait à coordonner les évolutions salariales au sein des pays de la zone euro, afin de permettre à la BCE d'atteindre son objectif d'inflation de 2 %, tout en résorbant les désajustements nominaux. Chaque pays se fixerait une cible d'évolution de ses coûts salariaux unitaires. Les pays actuellement sous-évalués (Allemagne, Pays-Bas, Autriche) auraient une cible supérieure à 2 %, tandis que les pays surévalués auraient une cible positive mais inférieure à 2 %. Une fois les déséquilibres résorbés, ce qui prendra nécessairement de nombreuses années, les cibles pourraient être harmonisées à 2 %.

L'ajustement relatif des coûts salariaux unitaires peut aussi passer par les différentiels de gains de productivité. Ce point renforce l'importance des politiques de relance de l'investissement dans la zone euro, à même d'améliorer la productivité et la compétitivité des pays devant réaliser un ajustement nominal important. L'ajustement des coûts salariaux unitaires par ce biais permettrait ainsi de relâcher un peu plus la pression à la baisse sur les salaires et la demande interne en zone euro.

Une telle politique représenterait un changement profond dans la gouvernance économique de la zone euro, et demanderait une stratégie de coopération renforcée, mais il s'agit clairement d'une évolution nécessaire au maintien de la cohésion de l'Union monétaire.

#### **4. Commerce mondial : au-delà du ralentissement chinois, un changement de régime ?**

Le ralentissement du commerce mondial pourrait cependant aller au-delà de ce que suggère la dynamique de croissance de l'économie chinoise. Après la chute, puis le rebond des importations mondiales observés en 2008-2009, la tendance des échanges internationaux s'inscrit en baisse relativement à celle des années pré-crise de 2007 (graphique 23), ce qui pourrait témoigner d'un changement de régime. De fait, le lien avec la Chine expliquerait en partie cette évolution dans la mesure où le pays est devenu un acteur majeur du commerce mondial au cours des deux dernières décennies. En effet, la baisse des importations chinoises réduit

l'activité dans les autres pays, ce qui entraîne un effet de second tour sur les importations qui baissent dans les autres zones. Par ailleurs, les évolutions récentes du commerce mondial résultent aussi de la moindre croissance de la zone euro en lien avec la Grande récession puis la crise des dettes souveraines. La reprise anticipée dans la zone euro entraînerait alors un regain de croissance du commerce si bien que la dynamique observée dans la période post-crise pourrait être principalement conjoncturelle (Boz *et al.* 2015). D'autres explications suggèrent cependant un changement plus structurel, ce que reflète la baisse de l'élasticité-demande des importations mondiales au PIB mondial (voir encadré 8). Constantinescu *et al.* (2015) évoquent le fait que le processus de fragmentation des chaînes de valeur<sup>30</sup>, qui s'est fortement développé dans les années 1990, serait arrivé à maturité et ne serait plus une source d'accélération des échanges. Les changements dans la structure des importations chinoises traduisent en partie cette idée. Lemoine et Üzal (2015) calculent que la part des importations de biens ordinaires a progressé de 14 points entre 2007 et 2014, ce qui reflète un plus fort dynamisme des importations de biens destinés à la demande intérieure au détriment des importations de biens intégrés ensuite dans des opérations d'assemblage (commerce vertical).

Constantinescu *et al.* (2015) soulignent également que le ralentissement pourrait résulter d'une dynamique endogène du commerce en lien avec l'épuisement du processus de rattrapage des pays émergents. En effet, dans un régime de rattrapage, la croissance est fortement tirée par l'investissement, qui est une composante de la demande intense en importations (notamment de biens d'équipement). Une fois le rattrapage effectué, la croissance s'appuie plus sur la consommation des ménages – notamment de classes moyennes qui deviennent dominantes – qui est moins intense en importations. L'augmentation du protectionnisme pourrait également induire un ralentissement du commerce mondial. Bien que la mesure précise du protectionnisme reste soumise à de nombreuses incertitudes, son augmentation sur la période récente semble trop modeste pour rendre compte des

---

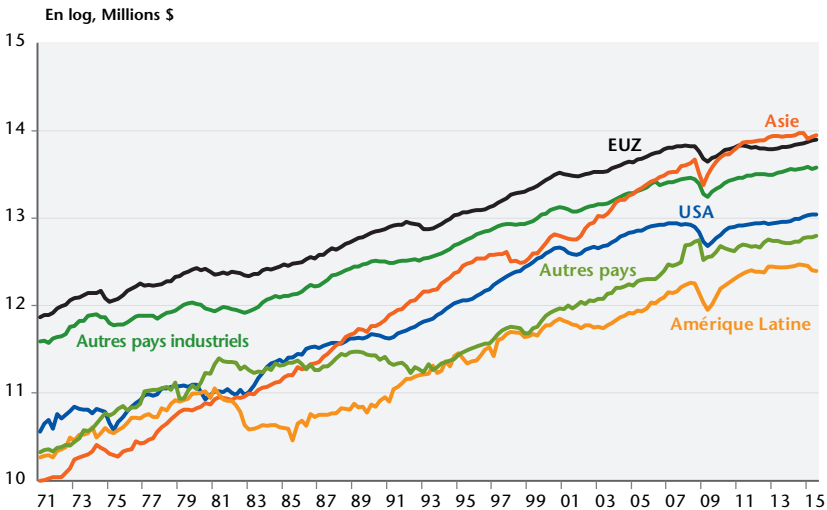
30. Ce processus traduit le comportement des entreprises qui ont rationalisé leur chaîne de production en tirant profit de la division du travail à l'échelle internationale. Le phénomène a entraîné une augmentation du commerce de biens intermédiaires contribuant ainsi à la forte croissance du commerce mondial.



évolutions des échanges internationaux. Notre scénario intègre ce ralentissement du commerce international puisque nous anticipons un rythme de croissance trimestrielle pour les importations de 0,7 % en 2016 et 2017 contre une moyenne de 1,7 % sur la période 2000-2007.

Si ce phénomène n'a pas d'impact à court terme sur la croissance mondiale, les importations des uns correspondant aux exportations des autres, il pourrait cependant pénaliser la performance des pays dont la croissance est plus dépendante du commerce mondial.

**Graphique 23. Dynamique du commerce mondial depuis 1971**



### Encadré 8. Y-a-t-il un ralentissement structurel du commerce mondial ?

La dynamique des échanges commerciaux à l'échelle mondiale est captée par l'élasticité des importations à l'activité. Constantinescu *et al.*, (2015) montrent notamment que l'élasticité de long terme est passée de 1,3 sur la période 1970-1985 à 2,2 entre 1986 et 2000 avant de revenir vers 1,3 depuis 2001. La modélisation des importations mondiales en fonction du PIB mondial permet d'illustrer la rupture observée dans l'évolution récente du commerce. À cette fin, nous estimons le modèle à correction d'erreur suivant :

$$d(\ln(M_t)) = \theta - \alpha \cdot \ln(M_{t-1}) + \gamma \cdot \ln(Y_{t-1}) + \Lambda \cdot X_t$$

Où  $M$  représente les importations mondiales, mesurées ici par un agrégat calculé par l'OFCE sur la période 1971t1-2015t3 et qui tient compte de l'ensemble des flux de commerce mondial de biens.  $Y$  est un indicateur d'activité en fréquence annuelle fourni par le FMI depuis 1970. Partant de là, nous reconstituons une série de PIB trimestrialisée sur la période 1970-2015.  $X$  est un vecteur de variables additionnelles incluant l'endogène décalé ainsi que la différence première de la variable d'activité.

Le modèle est d'abord estimé sur la période pré-crise, soit entre 1971t1 et 2007t4. Les résultats de l'estimation sont reproduits dans le tableau 9. L'estimation de l'élasticité des importations à l'activité à long terme ( $-\gamma/\alpha$ ) est de 1,9, soit un coefficient proche de celui obtenu par Constantinescu *et al.*, (2015) sur la période 1986-2000. La simulation du modèle sur la période 2008t1-2015t3 ne permet pas de capter l'évolution des importations depuis la crise (graphique 24). Ainsi, sur la base de la structure du commerce sur la période précédant la crise, le ralentissement de la croissance mondiale ne rend pas compte de l'évolution des importations. Le modèle surestime le niveau des importations de l'ordre 25 %. La colonne 3 du tableau 9 modifie la période d'estimation<sup>31</sup> et

Tableau 9. Estimation d'un modèle d'importations mondiales

Endogène : $\Delta$ .IMP(t)	1971 T1 / 2007 T4	1981 T1 / 2015 T3
IMP(t-1)	-0,04** (0,02)	-0,11*** (0,027)
Constante	0,16** (0,08)	0,35*** (0,09)
PIB (t-1)	0,077** (0,03)	0,23*** (0,05)
$\Delta$ .IMP(t-1)	0,18** (0,08)	0,236352*** (0,067066)
$\Delta$ .PIB(t)	3,29*** (0,69)	0,70 (0,61)
$\Delta$ .PIB(t-1)	-0,98 (0,69)	0,73 (0,69)
DUMMY CRISE . PIB (t-1)		-0,1987*** (0,04)
DUMMY CRISE		1,17*** (0,230554)
R <sup>2</sup>	0,32	0,63
Jarque-Bera	0,92 (0,63)	0,41 (0,82)
Breusch-Godfrey (ordre 4)	6,30 (0,18)	7,10 (0,13)

Significativité aux seuils de 1% (\*\*\*), 5% (\*\*) et 10% (\*).

Source : Estimation OFCE, avril 2016. () : écarts-types ou p-value pour les tests de normalité (Jarque-Bera) et d'autocorrélation des résidus d'ordre 4 (Breusch-Godfrey).

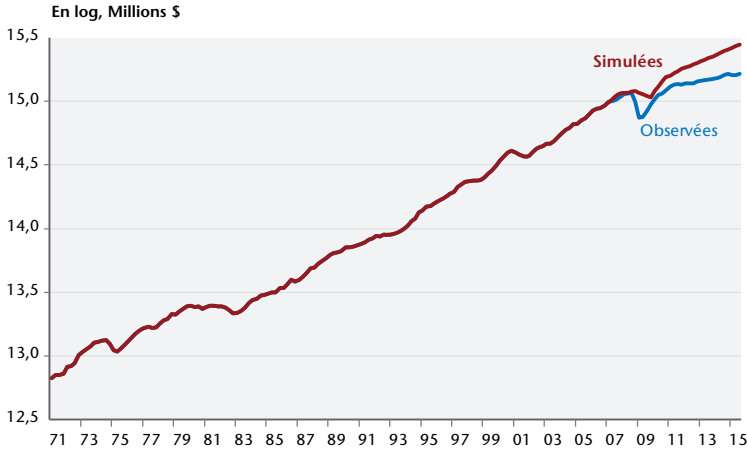
31. La période d'estimation est également modifiée afin d'obtenir une meilleure qualité statistique. De même, des variables indicatrices pour la crise et des retards supplémentaires de l'endogène sont introduits afin d'améliorer les propriétés statistiques du modèle.

permet de tester l'hypothèse selon laquelle il y a une rupture dans les paramètres du modèle et notamment pour l'élasticité des importations au PIB mondial après la crise de 2008-2009. La rupture semble significative, et l'élasticité induite sur la période 2008t1- 2015t3 s'élève à 0,26

$$\left( - \frac{0,23 - 0,20}{0,11} \right)$$

ce qui est inférieur à l'élasticité apparente du commerce en 2015<sup>32</sup>.

#### Graphique 24. Simulation de la trajectoire des importations mondiales



Quelles peuvent être les explications d'une baisse de l'élasticité du commerce à l'activité ? Constantinescu *et al.*, (2015) avancent plusieurs hypothèses qui pourraient justifier d'un changement structurel du commerce international :

- le niveau des élasticités dépend de la structure géographique des échanges et traduit notamment la part relative des pays émergents, pour lesquels le processus d'intégration dans le commerce mondial se traduit par une forte élasticité des échanges à la croissance. Entre 1971 et 2011, la part des pays émergents dans les échanges est passée de 22 à 43 % puis se stabilise sur la période récente, ce qui pourrait expliquer l'augmentation puis la baisse de l'élasticité ;
- La composition de la demande mondiale se modifie avec le ralentissement du processus de rattrapage. L'investissement constitue le principal moteur de la croissance dans les pays en rattrapage, tandis que la consommation joue un rôle prépondérant dans les économies

32. Voir également François, Lecumberry et Shimi (2016). En estimant, la même équation que la période 1971T1/2007T4, on obtient une élasticité proche de 1. Mais, les mauvaises propriétés statistiques du modèle ne permettent pas de tester la significativité du paramètre ainsi estimé.

avancées. Or, l'investissement est plus intense en importations que la consommation. La fin du processus de convergence entraînerait donc une baisse des élasticités. En construisant un indicateur de demande mondiale qui pondère les composantes de la demande selon leur intensité en importations, Boz *et al.*, (2015) parviennent à expliquer la moitié de la différence observée entre le rythme des importations mondiales entre 2011 et 2014 et le rythme induit par une tendance calée sur la croissance de la période 1985-2014 ;

- La composition du commerce mondial serait modifiée avec un ralentissement du commerce de biens au profit du commerce de services, pour lesquels l'élasticité à l'activité est plus faible ;
- L'augmentation du protectionnisme ;
- La fin du développement du processus de fragmentation des chaînes de valeur.

À court terme, le ralentissement du commerce international pourrait être un frein à la croissance dans certaines zones qui peuvent moins compter sur le dynamisme de la demande adressée. À long terme, Hoekman (2015) suggère un effet négatif sur la croissance si le commerce favorise les transferts de technologie et une meilleure allocation des ressources selon l'hypothèse des avantages comparatifs.

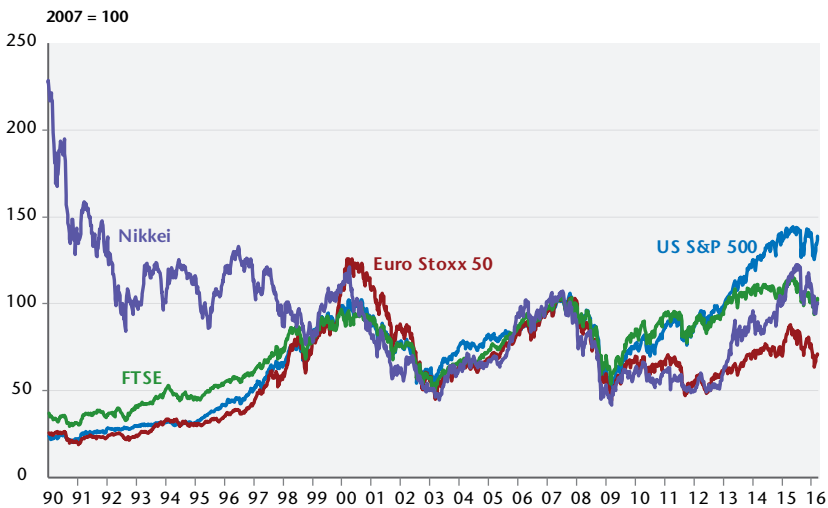
## 5. Un nouveau risque financier ?

Depuis l'été 2015, des turbulences financières sont apparues en lien avec le ralentissement de l'économie chinoise. L'incertitude sur la capacité de l'économie chinoise à réussir sa transition vers un modèle de croissance reposant davantage sur la demande intérieure génère des tensions au gré des informations statistiques témoignant du ralentissement. La contagion gagne d'abord l'ensemble des pays émergents à la fois parce qu'ils sont plus fortement touchés par la baisse du commerce chinois mais aussi les pays exportateurs nets de matières premières, en raison de l'effet indirect de la baisse de la demande chinoise sur le prix du pétrole et des matières premières. Le mouvement de panique s'est aussi étendu à l'ensemble des places financières des pays industrialisés par crainte d'un coup de froid sur la croissance mondiale. Au cours de l'été, la bourse de Shanghai a perdu près de 19 % et l'indice boursier des pays émergents près de 14 %. Dans les pays industrialisés, le mouvement de baisse fut significatif : -10 % dans la zone euro, -13,5 % au Japon et -7,8 % pour l'indice Standard & Poor 500 aux États-Unis.

Ces tensions se sont apaisées en fin d'année puis ravivées en janvier et février 2016 faisant craindre un nouveau krach boursier.

Après la crise financière globale de 2007-2009, les prix des actions avaient fortement rebondi, les indices boursiers de référence pour les États-Unis et le Royaume-Uni dépassant les pics observés lors des phases de boom précédentes de 2000 et 2007 (graphique 25). Depuis l'été, des phases de hausse succèdent à des corrections brutales. Cette situation alimente la crainte que la finance mondiale alternerait des phases de bulles et de krachs déstabilisant le système financier et menaçant aujourd'hui la reprise par des effets de richesse négatifs et un durcissement des conditions de crédit. De fait, alors que les économies n'ont pas toutes totalement effacé les conséquences de la Grande récession, une nouvelle crise financière aurait des effets désastreux d'autant que les marges de manœuvre des politiques économiques sont aujourd'hui plus limitées qu'il y a 10 ans.

**Graphique 25. Les principaux indices boursiers dans les pays industrialisés**



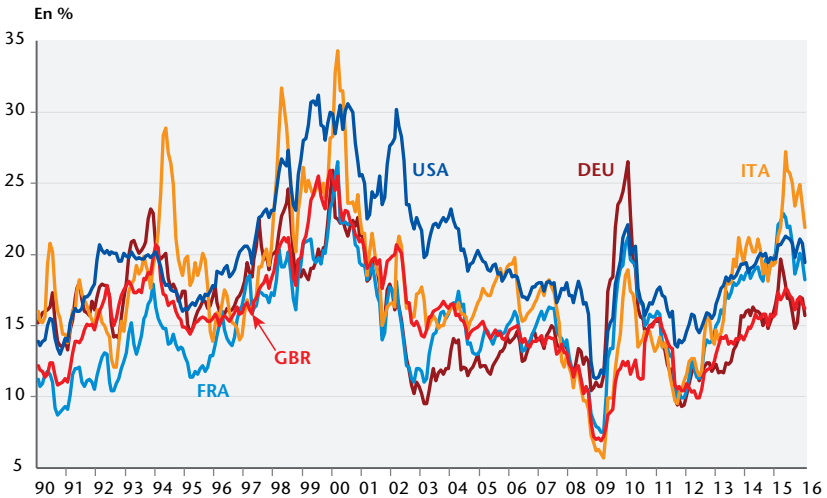
Source : Datastream.

### Un nouvel épisode de bulle et de krach ?

Si l'augmentation des cours boursiers depuis 2009 est remarquable, elle ne prouve pas qu'une nouvelle bulle se soit formée. La question de l'identification des bulles reste délicate dans la mesure où elle s'appuie généralement sur un modèle permettant d'identi-

fier la valeur fondamentale de l'actif financier. Le modèle standard de valorisation des actifs financiers établit une relation entre le prix de l'actif boursier et la somme des flux de dividendes actualisés. Une première approximation peut être obtenue par le ratio du prix sur les dividendes<sup>33</sup> (ou PER pour *Price-earning ratio*). L'évolution de ce ratio pour 5 pays (Allemagne, France, Italie, Royaume-Uni et États-Unis) indique que l'augmentation des cours boursiers entre 2009 et mars-avril 2015 s'est accompagnée d'une hausse des PER (graphique 26). Les pics atteints récemment ont dépassé pour les 5 pays considérés celui de 2007 mais ils sont inférieurs à ceux observés en 2000. La correction effectuée depuis avril 2015 a cependant ramené les PER vers des niveaux proches de leur moyenne historique sauf pour la France et l'Italie où les PER sont, en janvier 2016, 20 % au-dessus de leur moyenne. Ainsi, si l'hypothèse de bulle sur les marchés boursiers ne peut être complètement écartée, il semble néanmoins que les corrections enregistrées depuis le printemps 2015 ont ramené le prix des actifs boursiers vers des niveaux plus proches de leur « prix d'équilibre ».

Graphique 26. Ratio prix-dividendes



Source : Datastream.

33. Sous l'hypothèse d'un niveau constant des dividendes versés, la valeur fondamentale correspond effectivement au ratio prix sur dividendes.

Par ailleurs, s'il y a bien eu un ajustement à la baisse des principaux indices boursiers, cet ajustement reste cependant largement inférieur à celui observé entre octobre 2007 et mars 2009 au pire moment de la Grande récession (tableau 10). De fait, les cours boursiers ont comblé en mars 2016 une partie des pertes enregistrées au début de l'hiver. Ainsi, l'indice Eurostoxx pour la zone a perdu plus de 16 % depuis le pic observé en avril 2015, soit 40 points de moins que la baisse de 2007-2009. Si la correction est plus brutale sur la bourse de Shanghai (-32 % entre avril 2015 et mars 2016), nouvel épïcentre de la crise en cours dans les économies émergentes, elle reste aussi nettement inférieure à la chute des années 2007-2009, proche de 62 %. Les développements récents sur les principales places financières sont plus proches des corrections observées pendant la crise asiatique que pendant la Grande récession. Or, si cet épisode reflétait bien une crise sévère dans les pays émergents, les pays industrialisés ont été globalement épargnés et ont même profité d'un afflux de capitaux en quête de sécurité.

**Tableau 10. Vers un nouveau krach boursier mondial ?**

En %

	S&P-500	Eurostoxx	FTSE	Nikkei	Shanghai	Brésil	Russie	Émergents
Juillet 1998 / octobre 1998	-11,2	-22,9	-16,4	-17,8	-7,0	-36,3	-69,0	-24,5
Octobre 2007 / mars 2009	-50,7	-56,6	-43,4	-48,4	-61,6	-37,3	-69,7	-58,1
Avril 2015 / mars 2016	-4,3	-16,4	-11,1	-15,7	-31,9	-11,9	-17,1	-24,5

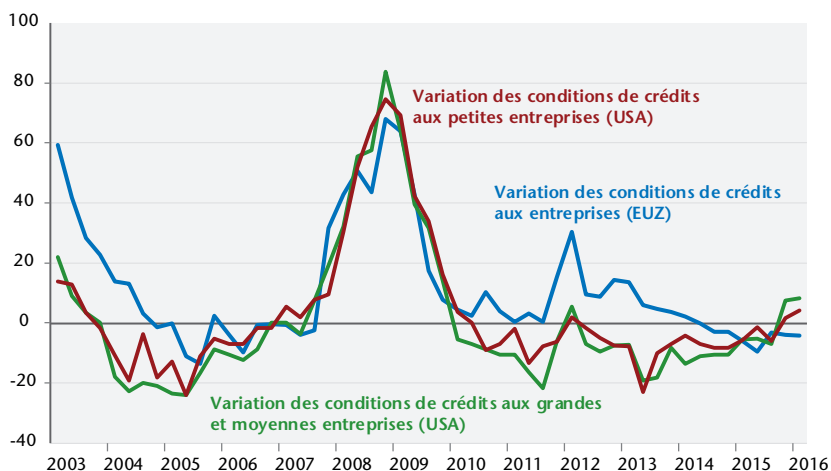
Source : Datastream.

Il reste cependant que ces corrections boursières ont, au-delà des craintes sur l'économie chinoise et les pays émergents, souligné les fragilités propres à certains secteurs. Dans la zone euro les valeurs bancaires ont été chahutées témoignant des inquiétudes sur leur fragilité. De fait, certaines d'entre-elles ont affiché des résultats décevants en fin d'année 2015<sup>34</sup>, notamment en lien avec leur exposition directe ou indirecte à la baisse du prix du pétrole et au secteur de l'énergie. Par ailleurs, le ratio de prêts non performants reste élevé, notamment en Italie et en Espagne. Ces

34. Voir M. Chui, « Les actions des banques européennes victimes de ventes massives », dans BRI (2016).

difficultés ne semblent pour l'instant pas s'être répercutées sur l'offre de crédit aux entreprises (graphique 27). L'enquête de crédit réalisée par la BCE montre qu'il y a une très légère majorité d'établissements de crédit déclarant assouplir les conditions de crédit au premier trimestre 2016.

Graphique 27. Conditions de crédit aux entreprises



Note : Solde entre les banques déclarant durcir (ou plutôt durcir) les conditions de crédit et celles déclarant les assouplir (ou plutôt assouplir).

Sources : BCE (enquête BLS) et Réserve fédérale (enquête Senior Loan Officer Survey).

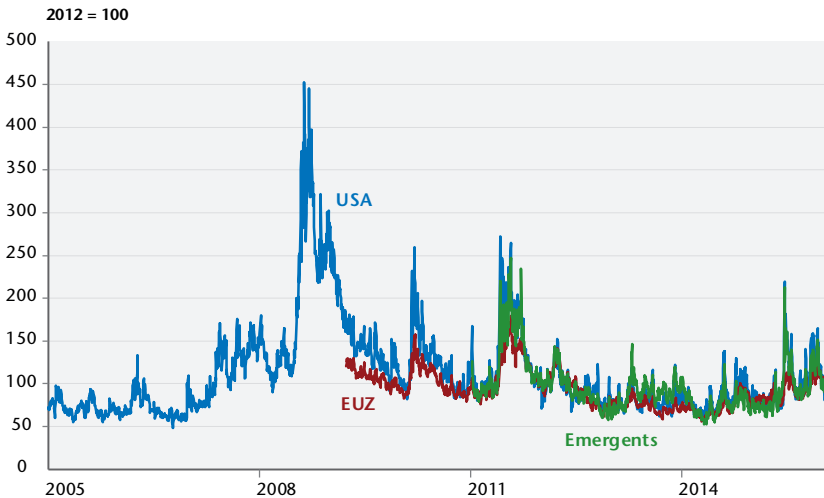
La situation est inversée pour les États-Unis tant pour les petites entreprises que pour les grandes et les moyennes. L'impact de la guerre des prix engagée par l'Arabie saoudite pèse sur la rentabilité des entreprises du secteur de la production d'énergie et menace de faillite de nombreux producteurs. Le risque associé à ce secteur s'est accru, ce qui pourrait expliquer la remontée des écarts de taux sur les émissions réalisées par les entreprises, notamment les plus risquées, notées BBB ou CCC (voir graphique 7).

Par ailleurs, ces épisodes de panique financière suivis de rebonds témoignent d'un niveau élevé d'incertitude sur l'état de l'économie mondiale. Malgré la reprise qui a suivi la Grande récession, les stigmates de la crise ne semblent pas totalement effacés. Les banques centrales ont engagé des actions inédites de soutien à l'activité et à l'inflation, ce qui pose la question – à court terme pour la Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre – de la sortie de



ces programmes exceptionnels et l'impact de la normalisation de ces politiques monétaires sur les marchés financiers et pour les économies émergentes. À ces incertitudes s'ajoutent également celles relatives à la croissance chinoise et à la transition vers un modèle plus orienté sur la demande intérieure. Cette incertitude se reflète dans les indicateurs de volatilité implicite<sup>35</sup> (graphique 28) et pourrait être un vecteur de choc supplémentaire négatif sur l'économie. En effet, dans une situation d'incertitude accrue, les entreprises sont incitées à reporter leurs projets d'investissement ou leurs décisions d'embauches et les ménages décalent leur consommation de biens intermédiaires. Or, un pic de volatilité apparaît en effet en août 2015 puis de nouveau en début d'année 2016 pour les États-Unis, la zone euro et les pays émergents. Notons toutefois que ces niveaux sont très inférieurs à ceux observés en septembre 2008 ou pendant la crise des dettes souveraines européennes. L'environnement est certes marqué par une incertitude macroéconomique et financière accrue mais l'évolution récente des indicateurs suggère que l'impact sur la croissance

Graphique 28. Incertitude mesurée par la volatilité implicite



Source : Datastream.

35. Bloom, Kose et Terrones (2013) rappellent que l'incertitude n'est pas une variable directement mesurable mais qu'elle peut être captée par la volatilité – implicite ou mesurée par l'écart-type des rendements – des cours boursiers. Dans le cas de mesure implicite, la volatilité est déduite du prix des options.

serait modéré comparativement aux épisodes précédents marqués par des chocs d'incertitude.

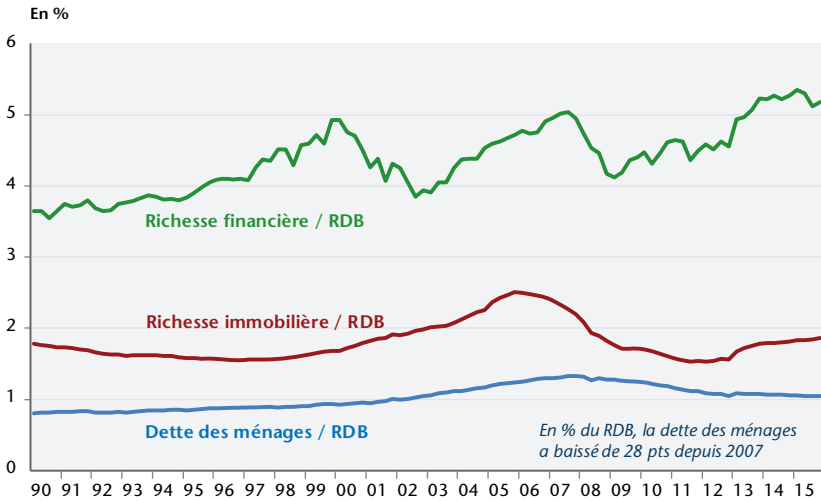
### **Un effet de richesse négatif ?**

Au-delà du prix des actifs boursiers, la transmission du choc dépend de l'évolution de l'ensemble de la richesse nette des agents, c'est-à-dire de l'évaluation de leur patrimoine (financier et immobilier) net de leur dette, et de l'existence d'un effet de richesse sur la consommation des ménages. Aux États-Unis, la richesse financière a effectivement baissé de 377 milliards de dollars depuis le deuxième 2015 mais reste à un niveau plus élevé qu'en 2007 (graphique 29). Par ailleurs, alors que l'ajustement avait principalement porté sur la richesse immobilière pendant la crise financière, celle-ci s'est redressée depuis le creux observé en fin d'année 2012. Elle représente aujourd'hui 1,9 fois le revenu disponible brut des ménages américains. De plus, la hausse de la richesse immobilière sur les derniers trimestres (+ de 800 milliards) fait plus que compenser la baisse de la richesse financière. Ainsi, la baisse des cours boursiers ne devrait avoir qu'un impact limité sur la situation patrimoniale globale des ménages, ce qui limiterait ses effets potentiels sur la consommation. En outre, la dette s'est significativement réduite depuis 2008 : près de 28 points de revenu disponible brut si bien que le risque financier qui pèse sur les ménages semble moins important que lors de l'éclatement de la crise financière globale. Dans la zone euro, l'absence de données agrégées sur le patrimoine immobilier ne permet pas d'avoir une image complète de la situation patrimoniale des ménages. Néanmoins, la baisse enregistrée sur les derniers trimestres de la richesse financière est également modérée et le niveau de cette richesse est supérieur à celui du précédent pic (graphique 30). La différence principale avec les États-Unis porte sur l'ajustement de la dette des ménages. Pour la zone euro agrégée, la dette des ménages ne baisse que depuis 2011 et se trouve à un niveau proche de celui de 2008. Cette situation traduit notamment la forte hétérogénéité des pays de la zone euro en matière de désendettement.

Au Royaume-Uni, la hausse des prix de l'immobilier se traduit par une hausse régulière de la richesse immobilière, qui approche désormais 400 % du revenu annuel des ménages, tandis que la richesse financière nette s'est stabilisée et représente plus de 300 %

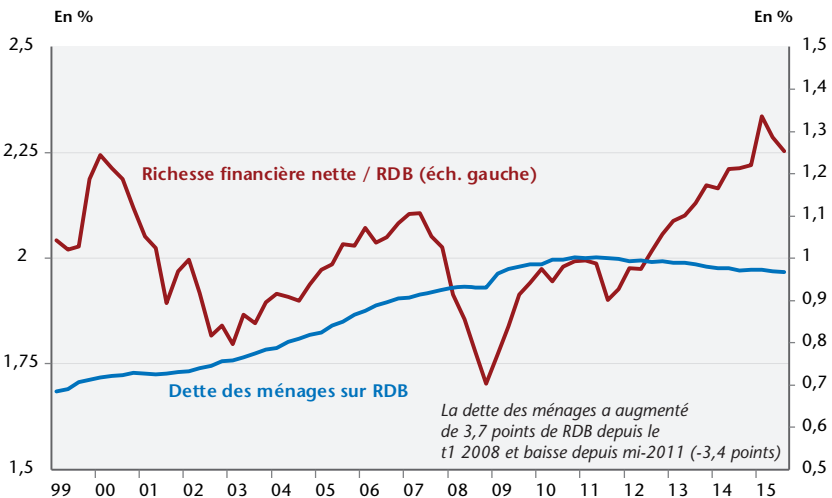
du revenu annuel des ménages (graphique 31), soit une hausse de 100 points depuis le point bas de 2007, et à un niveau supérieur à celui d'avant-crise. En 2015, cette hausse du patrimoine net des ménages aura encore contribué, par le canal des effets richesse, à soutenir la consommation.

**Graphique 29. Richesse et dette des ménages américains**



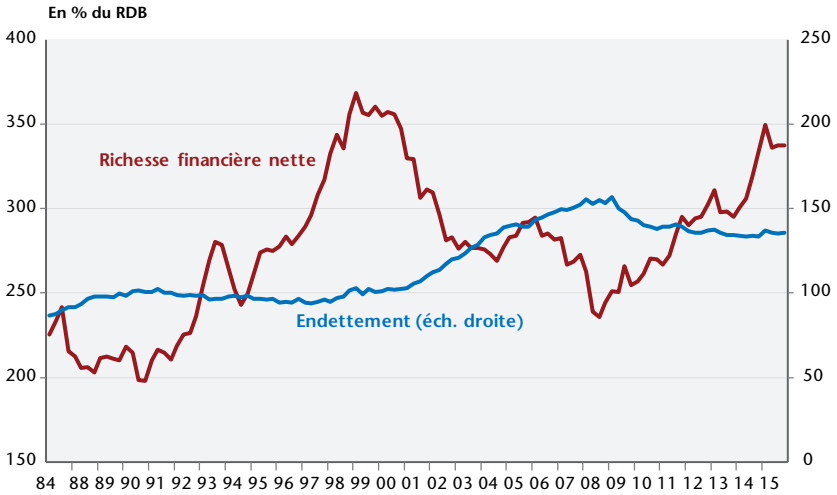
Source : Réserve fédérale (Flow of Funds), Bureau of Economic Analysis.

**Graphique 30. Richesse financière et dette des ménages de la zone euro**



Source : Eurostat, BCE.

Graphique 31. Richesse financière et dette des ménages au Royaume-Uni



Source : ONS.

Enfin, la littérature empirique sur l'importance des effets de richesse conduit également à relativiser l'importance d'un risque financier pour les ménages. Les évaluations dépendent notamment de la méthode d'estimation, de la fréquence des données, de la période d'estimation ou des pays considérés. Quelques faits saillants émergent de la littérature. Tout d'abord, les effets de richesse seraient plus marqués dans les pays anglo-saxons (États-Unis, Canada, Royaume-Uni, Australie) que dans la zone euro. Slacalek (2009) suggère que la propension marginale à consommer la richesse serait de 5,9 % en moyenne dans les pays anglo-saxons contre 0,78 % pour la zone euro agrégée. Il apparaît par ailleurs que dans la zone euro, la propension marginale à consommer la richesse immobilière est rarement significative alors qu'elle est plus élevée que celle à consommer la richesse financière aux États-Unis. Cette différence s'explique par l'hétérogénéité des structures des marchés immobilier et hypothécaire (Catté *et al.*, 2004). Aux États-Unis, Carroll *et al.* (2011) estiment qu'un dollar supplémentaire de richesse immobilière augmenterait la consommation, à long terme, de 9 centimes, contre une hausse de 6 centimes pour un dollar supplémentaire de richesse boursière. Dans les pays de la zone euro, Slacalek (2009) estime un effet de 1,83 centime pour la richesse financière et non significative pour la richesse immobilière.

Étant donné les évolutions récentes de la richesse des ménages aux États-Unis et dans la zone euro et les effets attendus sur la consommation, il apparaît que le risque à court terme d'un effet de richesse négatif demeure modéré. Dans le cas des États-Unis, l'amélioration de la richesse immobilière pourrait même compenser l'impact des pertes enregistrées au cours des derniers mois sur la richesse financière. En tout état de cause, la consommation serait surtout soutenue par les gains de pouvoirs d'achat liés à la baisse du prix du pétrole. Dans les pays de la zone euro, la consommation serait également soutenue par l'amélioration de l'emploi et la baisse du chômage que nous anticipons à l'horizon 2017.

## **6. La politique budgétaire neutre en zone euro maintient le déséquilibre du *policy-mix***

Le cru 2015-2016 du *Semestre européen* inclut désormais une discussion sur l'orientation globale de la politique budgétaire dans la zone euro. Ce débat est rendu nécessaire par les externalités générées par la politique budgétaire entre les États membres et les contraintes pesant actuellement sur la politique monétaire. Si ce débat était suivi d'effets, il contribuerait à améliorer le pilotage de la demande au sein de l'union, défaillante depuis le déclenchement de la crise. En particulier, le respect de la gouvernance budgétaire, centrée exclusivement sur la maîtrise de la dette publique et la surveillance des 19 politiques budgétaires nationales, a abouti à la mise en place d'une politique budgétaire procyclique qui a amplifié la récession et qui explique en grande partie la divergence observée entre la zone euro, les États-Unis et le Royaume-Uni depuis 2010.

Dans la gouvernance européenne, l'indicateur retenu pour mesurer l'orientation de la politique budgétaire est la variation du solde structurel, qui correspond à l'opposé de l'impulsion budgétaire (IB). Ainsi, l'impulsion budgétaire d'ensemble est calculée en faisant la somme pondérée (par le poids du PIB en valeur) des impulsions nationales. Cet indicateur évalue les évolutions du déficit à long terme une fois les effets du cycle conjoncturel purgés. Sur la base de cet indicateur, la politique budgétaire sera légèrement expansionniste dans la zone euro en 2016 (+0,1 point de PIB, tableau 11) et légèrement restrictive en 2017 (-0,1 point). Ainsi,

selon cette métrique, la politique budgétaire serait globalement neutre au cours des deux prochaines années dans l'ensemble de la zone euro. Selon les services de la Commission européenne, cette orientation serait appropriée au contexte actuel, en raison du niveau toujours élevé du taux de chômage mais avec une demande qui bénéficie d'un fort soutien extérieur (prix du pétrole, taux de change).

**Tableau 11. Évaluation de l'impulsion budgétaire (IB) dans l'ensemble de la zone euro**

	Part dans le PIB de la zone euro de 2015 (1)	2016		2017	
		Impulsion budgétaire (point de PIB) (2)	Contribution à l'IB de la zone euro (point de PIB) (3) = (1) x (2)	Impulsion budgétaire (point de PIB) (2')	Contribution à l'IB de la zone euro (point de PIB) (3) = (1) x (2')
AUT	3,3 %	0,3	0,01	-0,4	-0,01
BEL	4,0 %	-0,4	-0,01	-0,3	-0,01
CYP	0,2 %	-0,3	0,00	0,8	0,00
EST	0,2 %	0,2	0,00	0,2	0,00
FIN	2,0 %	-0,7	-0,01	-0,2	0,00
FRA	20,9 %	-0,2	-0,04	-0,2	-0,04
DEU	29,1 %	0,5	0,15	0,3	0,09
GRC	1,7 %	-1,7	-0,03	-0,8	-0,01
IRL	2,0 %	-0,2	0,00	-0,5	-0,01
ITA	15,7 %	0,5	0,08	-0,3	-0,05
LVA	0,2 %	-0,2	0,00	-0,1	0,00
LTU	0,4 %	0,4	0,00	-0,5	0,00
LUX	0,5 %	0,0	0,00	0,5	0,00
MLT	0,1 %	-0,6	0,00	-0,2	0,00
NLD	6,5 %	0,5	0,03	-0,2	-0,01
PRT	1,7 %	-0,3	-0,01	-0,1	0,00
SVK	0,7 %	-0,5	0,00	-1,1	-0,01
SVN	0,4 %	-0,4	0,00	0,1	0,00
ESP	10,4 %	-0,1	-0,01	-0,1	-0,01
<b>EUZ</b>			<b>0,14</b>		<b>-0,08</b>

Sources : OCDE, Ameco, calculs OFCE.

Néanmoins, l'indicateur préféré par la Commission est plus pertinent pour analyser l'impact de la politique budgétaire sur l'endettement à long terme que pour discuter de son impact macroéconomique. Dans le rapport iAGS 2016<sup>36</sup>, nous avons proposé une nouvelle façon de calculer l'orientation agrégée de la politique budgétaire en fonction de son impact anticipé sur la croissance. Cet impact dépend à la fois de la composition de l'impulsion budgétaire (en dépenses ou en recettes) et des multiplicateurs associés aux mesures mises en place. Cet indicateur tient notamment compte des avancées de la théorie économique. Selon la littérature, le multiplicateur des dépenses publiques est supérieur, au moins à court terme, à celui associé aux mesures fiscales, notamment quand l'activité est sensiblement inférieure à son niveau potentiel. L'indicateur proposé pondère l'impact macroéconomique des politiques budgétaires nationales, mais ne tient pas compte des externalités entre pays.

Une fois la composition et la localisation des impulsions budgétaires prises en compte, l'évaluation de la politique budgétaire mise en place est quelque peu modifiée. Selon nos calculs, la politique budgétaire n'aura pas d'effet sur la croissance du PIB en 2016 (tableau 12) malgré la dégradation anticipée du solde structurel de 0,1 point qui serait signe d'un soutien budgétaire. Ce paradoxe s'explique à la fois par la localisation de l'impulsion – elle aura peu d'impact sur le PIB car elle sera largement concentrée en Allemagne (l'IB sera relativement importante de 0,4 point mais les multiplicateurs sont bas car l'écart de croissance est quasiment fermé) –, et par sa composition en Italie, en Espagne et en France (où il y a un soutien à partir des baisses d'impôts avec un faible impact expansionniste à court terme, et compensé par des économies en dépenses à fort multiplicateur). Ce paradoxe entre une politique budgétaire légèrement expansionniste sans effet visible sur la croissance montre que le débat ne doit pas se focaliser exclusivement sur l'orientation de la politique budgétaire mais qu'il doit aussi inclure les modalités de sa déclinaison.

---

36. Voir OFCE-ECLM-IMK (2015b).

Tableau 12. Évaluation de l'effet de la politique budgétaire dans l'ensemble de la zone euro

	Part dans le PIB de la zone euro de 2015	2016					
		IB PO	IB dépenses	multiplicateur PO	multiplicateur dépenses	Effet sur le PIB national	Effet sur le PIB de la zone euro
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)=(2)x(4)+(3)x(5)	(1)x(6)
AUT	3,3 %	0,6	-0,3	0,6	1,2	0,0	0,00
BEL	4,0 %	0,2	-0,6	0,5	0,7	-0,3	-0,01
CYP	0,2 %	0,3	-0,5	0,5	0,6	-0,2	0,00
EST	0,2 %	-0,3	0,5	0,5	0,8	0,2	0,00
FIN	2,0 %	-0,4	-0,3	0,6	1,5	-0,7	-0,01
FRA	20,9 %	0,1	-0,3	0,6	1,0	-0,3	-0,05
DEU	29,1 %	0,1	0,4	0,7	0,7	0,4	0,10
GRC	1,7 %	-1,2	-0,5	0,6	1,5	-1,5	-0,03
IRL	2,0 %	0,4	-0,6	0,4	0,3	0,0	0,00
ITA	15,7 %	0,6	-0,1	0,8	1,4	0,4	0,06
LVA	0,2 %	0,0	-0,2	0,5	0,5	-0,1	0,00
LTU	0,4 %	-0,1	0,5	0,5	0,5	0,2	0,00
LUX	0,5 %	-0,2	0,2	0,5	0,5	0,0	0,00
MLT	0,1 %	-0,2	-0,3	0,5	0,5	-0,3	0,00
NLD	6,5 %	0,2	0,3	0,5	0,7	0,3	0,02
PRT	1,7 %	0,7	-1,0	0,6	1,5	-1,1	-0,02
SVK	0,7 %	0,1	-0,6	0,5	0,9	-0,5	0,00
SVN	0,4 %	-0,2	-0,2	0,6	1,3	-0,3	0,00
ESP	10,4 %	0,2	-0,3	0,8	1,1	-0,1	-0,01
<b>EUZ</b>							0,03

Sources : OCDE, Ameco, calculs OFCE.



Dans la zone euro, la politique budgétaire a été globalement neutre en 2015 et devrait le rester en 2016 et 2017 selon nos prévisions. Ceci reste dépendant de la validation des lois de Finances votées par les États membres, notamment par l'Espagne et l'Italie.

Tout compte fait, l'impulsion fiscale prévue pour 2016 (+0,1 point de PIB selon la mesure plus optimiste) ne sera pas à la hauteur de la situation et le *policy mix* actuel repose exclusivement sur le soutien de la politique monétaire à la demande, ce qui ne suffit plus pour éviter l'équilibre de basse inflation.

Cependant, avec un écart de croissance encore ouvert et un niveau de chômage supérieur à 10 %, le soutien à la croissance pourrait certainement être plus significatif. Cette situation traduit l'incapacité de la Commission européenne et des États membres à piloter la demande au sein de la zone euro par une politique budgétaire agrégée adaptée à la situation conjoncturelle de l'ensemble de la zone. De fait, le soutien à la croissance repose essentiellement sur la politique monétaire, ce qui contraint la BCE à accumuler les mesures d'assouplissement quantitatif dans l'espoir de doper l'activité et d'éviter la déflation. Toutefois, les leviers d'action de la politique budgétaire et de la politique monétaire ne sont pas strictement identiques et substituables. La politique budgétaire pourrait agir directement sur la demande, *via* une politique d'investissement ambitieuse ou un soutien au pouvoir d'achat des ménages les plus modestes, tandis que l'effet de la politique monétaire se transmet par l'amélioration des conditions financières. Néanmoins, aussi bas soient les taux d'intérêt, si les perspectives de demande intérieure sont anémiques, les entreprises auront peu d'incitation à investir. Les gains attendus de la politique monétaire expansionniste actuelle résultent sans doute en partie de ses effets *via* le canal du taux de change. La zone euro ne pourra toutefois s'engager sur un scénario de croissance auto-entretenu qu'à partir du moment où les ressorts de la demande intérieure seront de nouveau pleinement tendus. Une hausse coordonnée de l'investissement public dans les pays de la zone euro, concentrée sur les objectifs fixés par la stratégie Europe 2020, constituerait indéniablement une meilleure politique que celle qui est actuellement proposée. Elle serait plus équilibrée et permettrait de satisfaire à la fois les objectifs de court terme (baisse du chômage) et de long terme (hausse de l'investissement en R&D, lutte contre le réchauffe-

ment climatique, amélioration des infrastructures). L'introduction d'une règle d'or dans la gouvernance budgétaire européenne, permettant d'exclure du calcul du déficit les projets d'investissement public jugés utiles pour l'ensemble de la zone euro, permettrait de réaliser ce stimulus dans le respect des règles de la bonne gestion budgétaire et en préservant la soutenabilité des dettes publiques.

## Références

- Acemoglu, D. et J.-S. Pischke, 2003, « Minimum wages and on-the-job training », In: Polachek, Solomon W., (eds.) *Research in Labor Economics: Worker Well-Being and Public Policy*, Elsevier, pp. 159-202.
- Akerlof G. et J. Yellen, 1986, *Efficiency wage models of the labor market*, Cambridge University Press.
- Akerlof G. A., 1982, « Labor contracts as partial gift exchange », *Quarterly Journal of Economics*, 97, 543-69.
- Aleksynska M., 2014, « Deregulating labour markets: how robust is the analysis of recent IMF working papers? » (*Conditions of Work and Employment Series*, n° 47), International Labour Organization.
- Alvarez L., S. Hurtado, I. Sanchez et C. Thomas, 2011, « The impact of oil price changes on Spanish and euro area consumer price inflation », *Economic Modelling*, 28, 422-431.
- Antonin C., B. Ducoudré, H. Péléraux, C. Riffart et A. Saussay, 2015, « Pétrole : du carbone pour la croissance », *Revue de l'OFCE*, 138.
- Bernal-Verdugo L., D. Furceri, D. M. Guillaume, 2012a, « Labor Market Flexibility and Unemployment; New Empirical Evidence of Static and Dynamic Effects », *IMF Working Paper* n° 12/64.
- Bernal-Verdugo L., D. Furceri, D. M. Guillaume, 2012b, « Crises, Labor Market Policy, and Unemployment », *IMF Working Paper No. 12/65*.
- Blot C., H. Péléraux, R. Sampognaro et S. Villemot, 2015, « Comprendre la dynamique salariale par temps de crise », *Revue de l'OFCE*, 144.
- Booth S., Howarth C., Persson M., Ruparel R. et Swidlicki P., 2015, « What if...? The consequences, challenges and opportunities facing Britain outside EU », *Open Europe Report* 03/15.
- BRI, 2016, « Un calme précaire fait place à des turbulences sur les marchés financiers », in *Rapport trimestriel de la BRI*, mars, pp. 1-17.
- Bloom N., M. A. Kose et M. E. Terrones, 2013, « Le poids de l'incertitude », in *Finances & Développement*, mars.

- Boz E., M. Bussière et C. Marsilli, 2015, « Recent slowdown in global trade : cyclical or structural ? », in *The Global Trade Slowdown : A New Normal ?*, voxeu.org eBook, pp. 55-70.
- Card D. et A. Krueger, 1995, « Myth and Measurement: The New Economics of the Minimum Wage », Princeton, Princeton University Press.
- Carroll C.D., M. Otsuka et J. Slacalek, 2011, « How Large Are Housing and Financial Wealth Effects? A New Approach », *Journal of Money, Credit, and Banking* 43(1) : 55-79, février.
- Catte P., N. Girouard, R. Price et C. Andre, 2004, « Housing Market, Wealth and the Business Cycle », *OCDE working paper*, n° 17.
- Commission européenne, 2015, « Faire face à la crise des réfugiés: état d'avancement des mesures », *communiqué de presse*, URL : [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-15-6114\\_fr.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-6114_fr.htm)
- Constantinescu C., A. Mattoo et M. Ruta, 2015, « The global slowdown », in *The Global Trade Slowdown : A New Normal ?*, voxeu.org eBook, pp. 33-53.
- Crivelli E., D. Furceri, J. Toujas-Bernate, 2012, « Can Policies Affect Employment Intensity of Growth? A Cross-Country Analysis », *IMF Working Paper*, n° 12/218.
- Darby M., 1982, « The price of oil and world inflation and recession », *American Economic Review*, 72 : 738-751
- Davis S., R. Faberman, et J. Haltiwanger, 2012, « Labor market flows in the cross section and over time », *Journal of Monetary Economics*, 59, 1-18.
- De Larminat P., 2007, « L'impact de l'immigration sur les opportunités d'emploi des natifs : revue de la littérature économique », *Document de travail*. <hal-00440941>.
- Dhingra S., H. Huang, G. Ottaviano, J. P. Pessoa, T. Sampson et J. Van Reenen, 2016, « The Costs and Benefits of Leaving the EU: Trade Effects », *Centre for Economic Performance Technical Report*.
- Dube A., T. William Lester, et M. Reich, 2014, « Minimum wage shocks, employment flows and labor market frictions », *IRLE Working Paper*.
- FMI, 2016, « The Refugee Surge in Europe: Economic Challenges », *IMF Staff Discussion Note*, SDN/16/02.
- François L., J. Lecumberry et L. Shimi, 2016, « Comment expliquer la faiblesse du commerce mondial ? », *Lettre Trésor-Eco*, n° 166, avril.
- Hamilton J., 1983, « Oil and the macroeconomy since World War II », *Journal of Political Economy*, 91 : 228-248.
- Hauseux Y. et J. Pramil, 2016, « Les raisons d'une croissance plus forte au Royaume-Uni qu'en France depuis mi-2013 », *INSEE, Note de conjoncture*, mars 2016.

- 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 Hubert P., 2016, « Trois questions autour de l'impact des variations du prix du pétrole sur la croissance française à court terme », *Revue de l'OFCE*, 146.
- Hirsch B. T., B. E. Kaufman, et T. Zelenska, 2015, « Minimum wage channels of adjustment », *Industrial Relations: A Journal of Economy and Society*, 54 : 199-239.
- Huntington H., 2005, « The economic consequences of higher crude oil prices », *Energy Modeling Forum*, Final Report EMF SR9, Stanford University.
- Hoeckman B., 2015, « Trade and growth—end of era ? », in *The Global Trade Slowdown : A New Normal ?*, voxeu.org eBook, pp. 3-19.
- Ippolito R., 2003, « The impact of the minimum wage if workers can adjust effort », *Journal of Law and Economics*, 46 : 207-227.
- Jimenez-Rodriguez R., Sanchez M., 2005, « Oil price shocks and real gdp growth: empirical evidence for some OECD countries », *Applied Economics*, 37 : 201-228.
- Kaufman B., 2010, « Institutional economics and the minimum wage: broadening the theoretical and policy debate », *Industrial and Labor Relations Review*, 63 : 427-453.
- Lemoine F. et D. Ūnal, 2015, « Mutations du commerce extérieur chinois », *La Lettre du CEPII* n° 352, mars.
- OFCE-ECLM-IMK, 2015a, « iAGS report: A diverging Europe on the edge », <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/si2015/si2015.pdf>.
- OFCE-ECLM-IMK, 2015b, « iAGS report: Give Recovery a Chance », <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf-articles/actu/iags-report2016.pdf>.
- Ortega J. et G. Verdugo, 2014, « The impact of immigration on the French labor market: Why so different? », *Labour Economics*, volume 29 :14-27.
- Pain N. et G. Young, 2004, « The macroeconomic impact of UK withdrawal from the EU », *Economic modelling*, 21.
- Slacalek J., 2009, « What Drives Personal Consumption? The Role of Housing and Financial Wealth », *The B.E. Journal of Macroeconomics*, 9(1), article 37.
- Taylor J.B., 1993, « Discretion versus policy rules in practice », *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, 39 : 195-214.
- Schmitt J., 2013, « Why does the minimum wage have no discernible effect on employment? », Center for Economic and Policy Research.
- Shapiro C. et J. Stiglitz, 1984, « Equilibrium unemployment as a worker discipline device », *American Economic Review*, 74 ; 433-444.
- Sorkin I., 2015, « Are there long-run effects of the minimum wage? », *Review of Economic Dynamics*, 18 : 306-333.

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

	2015				2016				2017				2014	2015	2016	2017
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
<b>Taux de change <sup>1</sup></b>																
1 €=...dollars	1,15	1,11	1,11	1,09	1,09	1,10	1,07	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,33	1,12	1,08	1,05
1 \$=...yens	119	122	122	122	114	110	110	110	110	110	110	110	106	121	111	110
1 £=...euros	1,33	1,37	1,40	1,39	1,33	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,24	1,37	1,34	1,35
<b>Taux d'intérêt directeurs des banques centrales<sup>1</sup></b>																
USA	0,25	0,25	0,25	0,29	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00	1,25	1,50	0,25	0,26	0,63	1,19
JPN	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
EUZ	0,05	0,05	0,05	0,05	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,16	0,05	0,01	0,00
GBR	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00	1,25	0,50	0,50	0,56	1,00
<b>Taux d'intérêt à 10 ans<sup>1</sup></b>																
USA	2,0	2,2	2,2	2,2	2,1	2,2	2,3	2,3	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,1	2,2	2,5
JPN	0,3	0,4	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5	0,4	0,1	0,1
EUZ	1,1	1,3	1,5	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	2,3	1,3	1,0	1,0
GBR	1,7	1,8	1,9	1,9	1,7	1,7	1,7	1,8	2,0	2,0	2,2	2,2	2,6	1,8	1,7	2,1
<b>Matières premières</b>																
Prix du pétrole Brent, en \$ <sup>1</sup>	54,1	61,9	50,3	43,7	33,9	35,0	35,0	37,0	40,0	45,0	50,0	50,0	99,0	52,5	35,2	46,3
Prix du pétrole Brent, en € <sup>1</sup>	46,9	56,0	45,3	40,0	31,1	31,8	32,7	35,2	38,1	42,9	47,6	47,6	74,2	47,0	32,7	44,0
Matières premières industrielles <sup>2</sup>	-9,9	-2,5	-9,1	-7,8	-2,0	-0,7	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	-4,9	-19,9	-7,3	-0,6

1. Moyenne sur la période.

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

Sources : Taux de change et pétrole : relevé des cotations quotidiennes. Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Prévision OFCE avril 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				2013	2014	2015	2016	2017
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>Demande mondiale</b>	91,8	92,2	92,8	92,8	93,2	93,6	94,4	93,9	94,8	95,1	95,7	96,0	96,6	97,0	97,3	97,6	91,2	92,4	93,8	95,4	97,2
<i>En taux de croissance<sup>1</sup></i>																	1,0	1,4	1,5	1,8	1,8
<i>PIB mondial<sup>1</sup></i>																	3,1	3,2	2,9	2,9	3,1
<i>Intensité pétrolière<sup>1</sup></i>																	-2,1	-1,8	-1,4	-1,1	-1,3
<b>Production mondiale</b>	92,1	92,6	93,6	94,8	94,8	95,6	96,3	95,8	96,1	96,3	96,3	96,4	96,4	96,4	96,4	96,5	90,9	93,3	95,6	96,3	96,4
<i>Dont OPEP</i>	37,2	36,7	37,3	37,8	37,5	38,0	38,5	38,7	39,0	39,3	39,5	39,8	39,7	39,7	39,7	39,8	37,3	37,2	38,2	39,4	39,7
<i>Non OPEP</i>	54,9	56,0	56,3	57,0	57,4	57,5	57,8	57,1	57,1	57,0	56,8	56,6	56,7	56,7	56,7	56,7	53,6	56,0	57,4	56,9	56,7
<b>Variation de Stock</b>	0,3	0,4	0,8	2,0	1,6	2,0	1,8	1,9	1,3	1,2	0,6	0,4	-0,2	-0,6	-0,9	-1,1	-0,3	0,9	1,8	0,9	-0,7
<i>Dont OCDE</i>	-0,1	0,4	0,4	0,3	0,7	0,9	0,5	1,2	0,7	0,3	0,0	0,4	-51,8	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,8	0,0	0,0
<b>Prix du pétrole Brent en \$<sup>2</sup></b>	108,3	109,7	102,0	76,2	54,1	61,9	50,3	43,7	34,1	35,0	35,0	37,0	40,0	45,0	50,0	50,0	108,7	99,0	52,5	35,3	46,3
Prix des matières premières industrielles <sup>1</sup>	-2,0	-1,2	0,6	-6,6	-9,9	-2,5	-9,1	-7,8	-2,0	-0,7	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	-2,7	-4,9	-19,9	-7,3	-0,6
Taux de change 1 € = ...\$	1,36	1,38	1,34	1,25	1,11	1,10	1,11	1,09	1,10	1,10	1,07	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,32	1,33	1,11	1,08	1,05
Prix du Brent en €	79,4	79,8	76,2	61,1	48,5	56,0	45,1	40,2	31,0	31,8	32,7	35,2	38,1	42,9	47,6	47,6	82,2	74,1	47,5	32,7	44,0

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

2. En dollars, moyenne sur la période.

Sources : EIA (pétrole), indice HWWA Hambourg (matières premières industrielles), calculs et prévision OFCE avril 2016.

## A3. États-Unis : résumé des prévisions

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

	2015				2016				2017				2013	2014	2015	2016	2017
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>PIB</b>	0,2	1,0	0,5	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	1,5	2,4	2,4	1,9	1,7
<b>PIB par habitant</b>	0,0	0,8	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,7	1,7	1,7	1,2	1,0
<b>Consommation des ménages</b>	0,4	0,9	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	1,7	2,7	3,1	2,8	2,3
<b>Consommation publique</b>	0,4	-0,1	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	-2,5	-0,5	0,4	1,0	0,7
<b>FBCF totale dont :</b>	0,8	1,2	0,9	0,0	0,6	0,6	0,6	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	4,2	5,3	4,0	2,4	2,1
<b>Production privée</b>	0,4	1,0	0,6	-0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	3,0	6,2	2,8	0,9	0,7
<b>Logement</b>	2,4	2,3	2,0	2,4	2,0	2,0	2,0	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8	9,5	1,8	8,9	8,6	7,7
<b>Administrations publiques</b>	-1,8	3,7	1,0	-0,5	1,0	1,0	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-4,8	-1,1	2,3	3,6	1,5
<b>Exportations de biens et services</b>	-1,5	1,3	0,2	-0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	2,8	3,4	1,1	0,6	1,6
<b>Importations de biens et services</b>	1,7	0,7	0,6	-0,2	1,2	1,1	1,1	1,1	0,6	0,6	0,6	0,6	1,1	3,8	4,9	3,2	3,2
<b>Contributions :</b>																	
<b>Demande intérieure hors stocks</b>	0,4	0,9	0,7	0,4	0,6	0,7	0,7	0,7	0,4	0,5	0,4	0,5	1,2	2,6	2,9	2,6	2,1
<b>Variations de stocks</b>	0,2	0,0	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0
<b>Commerce extérieur</b>	-0,5	0,0	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	-0,6	-0,4	-0,3
<b>Prix à la consommation (IPCH) *</b>	-0,1	0,0	0,1	0,4	1,1	1,1	1,2	1,6	2,4	2,4	2,6	2,5	1,5	1,6	0,1	1,3	2,5
<b>Taux de chômage</b>	5,5	5,4	5,1	5,0	4,9	4,7	4,5	4,4	4,2	4,2	4,1	4,1	7,4	6,2	5,3	4,6	4,2
<b>Solde courant, en % du PIB</b>													-2,3	-2,2	-2,5	-2,8	-3,0
<b>Solde public, en % du PIB</b>													-5,4	-5,0	-4,3	-4,5	-4,0
<b>Impulsion budgétaire, en points de PIB</b>													-2,8	-0,4	-0,3	0,5	-0,3
<b>PIB zone euro</b>	0,6	0,4	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,2	0,9	1,5	1,8	1,7

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

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

## A4. Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2015				2016				2017				2013	2014	2015	2016	2017
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>PIB</b>	0,6	0,4	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,2	0,9	1,5	1,8	1,7
<b>PIB par habitant</b>	0,5	0,3	0,2	0,2	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,7	0,6	1,2	1,5	1,4
<b>Consommation des ménages</b>	0,5	0,3	0,5	0,2	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	-0,6	0,8	1,7	1,9	1,6
<b>Consommation publique</b>	0,5	0,3	0,3	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,8	1,3	1,5	1,2
<b>FBCF totale dont :</b>	1,4	0,1	0,4	1,4	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	-2,5	1,4	2,6	3,2	2,9
Productive hors bâtiment	2,3	0,9	0,7	2,1									-1,8	4,3	5,1		
Logement	1,1	-0,5	0,2	0,8									-3,2	-0,6	1,0		
Construction	1,1	-1,0	0,0	0,3									-3,4	-1,9	0,0		
<b>Exportations de biens et services</b>	1,4	1,7	0,2	0,4	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	2,2	4,1	4,9	3,1	3,6
<b>Importations de biens et services</b>	2,1	1,0	1,2	1,1	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,4	4,5	5,6	3,9	3,9
<b>Contributions :</b>																	
Demande intérieure hors stocks	0,6	0,2	0,4	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,8	0,9	1,7	2,0	1,7
Variations de stocks	0,2	-0,2	0,3	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0
Commerce extérieur	-0,2	0,4	-0,4	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	-0,1	-0,2	0,0
<b>Prix à la consommation (IPCH)*</b>	-0,3	0,2	0,1	0,2	0,0	-0,2	0,1	0,6	1,3	1,5	1,7	1,7	1,3	0,4	0,0	0,1	1,5
<b>Taux de chômage</b>	11,2	11,0	10,7	10,5	10,2	10,0	9,8	9,6	9,5	9,5	9,4	9,3	12,0	11,6	10,9	9,9	9,4
<b>Solde courant, en % du PIB</b>	3,3	3,2	3,2	3,2									2,1	2,5	3,2		
<b>Solde public, en % du PIB</b>													-3,0	-2,6	-2,1	-1,7	-1,4
<b>Impulsion budgétaire, en points de PIB</b>													-0,5	-0,2	-0,1	0,1	-0,1
<b>PIB États-Unis</b>	0,2	1,0	0,5	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	1,5	2,4	2,4	1,9	1,7

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

Sources : Eurostat, prévision OFCE avril 2016.



## A5. Allemagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2015				2016				2017				2013	2014	2015	2016	2017
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>PIB</b>	0,3	0,4	0,3	0,3	0,6	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	1,6	1,4	1,9	1,6
<b>PIB par habitant</b>	0,2	0,3	0,1	0,1	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	1,2	0,7	1,2	1,1
<b>Consommation des ménages</b>	0,4	0,2	0,6	0,3	0,8	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,8	1,0	1,9	2,2	1,8
<b>Consommation publique</b>	0,5	0,7	0,5	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	1,7	2,4	2,9	2,7
<b>FBCF totale dont :</b>	1,7	-0,2	-0,4	1,5	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	-1,3	3,5	1,9	2,5	2,4
Productive privée	1,6	0,7	-0,1	0,0	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	-1,6	5,2	3,3	1,6	1,7
Logement	1,9	-0,6	0,2	1,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	-0,7	3,3	1,0	2,8	2,8
Administrations publiques	-0,1	-2,4	3,1	5,0	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	0,3	-1,6	1,4	7,8	4,8
<b>Exportations de biens et services</b>	1,2	2,2	0,3	-0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	1,8	3,9	4,8	2,2	3,2
<b>Importations de biens et services</b>	1,9	0,8	1,1	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2	3,2	3,7	5,4	3,8	4,6
<b>Contributions :</b>																	
Demande intérieure hors stocks	0,6	0,1	0,4	0,6	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,3	1,6	1,8	2,3	2,0
Variations de stocks	-0,1	-0,4	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	-0,3	-0,5	0,1	0,0
Commerce extérieur	-0,2	0,7	-0,3	-0,5	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	0,4	0,1	-0,5	-0,4
<b>Prix à la consommation (IPCH)*</b>	-0,1	0,4	0,0	0,2	0,1	0,1	0,6	0,9	1,5	1,6	1,9	2,0	1,6	0,8	0,1	0,5	1,7
<b>Taux de chômage</b>	4,8	4,7	4,6	4,4	4,3	4,1	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	5,2	5,0	4,6	4,0	3,9
<b>Solde courant, en % du PIB</b>													6,7	7,3	8,5	7,7	6,5
<b>Solde public, en % du PIB</b>													-0,1	0,3	0,6	0,4	0,2
<b>Impulsion public, en points de PIB</b>													0,0	0,0	0,0	0,5	0,3
<b>PIB zone euro</b>	0,6	0,4	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,2	0,9	1,5	1,8	1,7

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

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

## A6. France : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2015				2016				2016				2013	2014	2015	2016	2017
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>PIB</b>	0,6	0,0	0,4	0,3	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	0,2	1,2	1,6	1,6
<b>PIB par habitant</b>	0,5	-0,1	0,3	0,2	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,3	0,7	1,2	1,2
<b>Consommation des ménages</b>	0,6	0,0	0,4	-0,1	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	0,6	1,4	1,4	1,5
<b>Consommation publique</b>	0,2	0,3	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3	0,2	0,4	0,4	0,5	0,4	1,7	1,5	1,5	1,6	1,5
<b>FBCF totale dont :</b>	0,4	-0,1	0,1	0,7	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	-0,4	-1,2	0,0	1,6	1,9
<b>Productive privée</b>	0,9	0,5	0,5	1,2	0,5	0,7	0,8	0,7	0,6	0,5	0,6	0,4	0,8	2,0	2,0	2,9	2,4
<b>Logement</b>	-0,5	-1,0	-0,5	-1,0	0,3	0,8	0,9	0,9	0,6	0,6	0,5	0,5	-1,5	-5,3	-2,8	0,3	2,7
<b>Administrations publiques</b>	0,0	-0,5	-0,4	1,1	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-6,9	-3,0	-1,5	-1,2
<b>Exportations de biens et services</b>	1,7	2,0	-0,2	1,1	1,4	1,0	1,0	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0	1,8	2,4	6,1	4,2	4,1
<b>Importations de biens et services</b>	2,2	1,0	1,8	2,4	0,5	0,9	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	1,8	3,9	6,7	4,8	3,8
<b>Contributions :</b>																	
<b>Demande intérieure hors stocks</b>	0,5	0,1	0,3	0,2	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,6	0,5	1,1	1,5	1,6
<b>Variations de stocks</b>	0,3	-0,3	0,7	0,6	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,4	0,4	0,1
<b>Commerce extérieur</b>	-0,2	0,3	-0,6	-0,4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,3	-0,3	0,0
<b>Prix à la consommation (IPCH)*</b>	-0,2	0,3	0,1	0,2	0,4	-0,4	0,2	0,6	1,2	1,4	1,6	1,7	1,0	0,6	0,1	0,2	1,5
<b>Taux de chômage</b>	10,0	10,0	10,1	10,0	9,9	9,8	9,6	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,9	9,9	10,0	9,7	9,5
<b>Solde public, en % du PIB</b>													-4,0	-4,0	-3,5	-3,1	-2,7
<b>Impulsion budgétaire, en points de PIB</b>													-1,3	-0,3	-0,5	-0,2	-0,2
<b>PIB zone euro</b>	0,6	0,4	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,2	0,9	1,5	1,8	1,7

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

Sources : INSEE, prévision OFCE avril 2016.

## A7. Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2015				2016				2017				2013	2014	2015	2016	2017
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>PIB</b>	0,4	0,3	0,2	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	-1,8	-0,3	0,6	1,2	1,0
<b>PIB par habitant</b>	0,4	0,2	0,1	0,0	0,2	0,3	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	-2,2	-2,2	-0,5	0,8	0,7
<b>Consommation des ménages</b>	0,1	0,4	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	-2,4	0,6	0,9	1,3	0,8
<b>Consommation publique</b>	-0,7	-0,3	0,2	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-1,0	-0,7	0,7	-0,3
<b>FBCF totale dont :</b>	0,6	0,0	0,2	0,8	0,6	0,6	0,9	0,7	0,5	0,4	0,4	0,4	-6,6	-3,3	0,6	2,4	2,2
<b>productive</b>	2,1	0,4	0,4	0,7	0,6	0,7	1,3	0,9	0,7	0,4	0,4	0,4	-8,2	-2,7	3,5	2,9	2,8
<b>logement</b>	0,0	0,0	0,3	0,9	0,7	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	-4,4	-2,7	-0,2	2,1	1,0
<b>Exportations de biens et services</b>	1,2	1,4	-1,3	1,3	0,8	0,8	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	2,9	4,1	2,8	3,8
<b>Importations de biens et services</b>	2,9	1,6	-0,2	1,0	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	-2,2	3,0	5,8	2,9	3,3
<b>Contributions :</b>																	
<b>Demande intérieure hors stocks</b>	0,0	0,2	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	-2,7	-0,4	0,5	1,3	0,8
<b>Variations de stocks</b>	0,8	0,1	0,2	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,5	-0,2	0,0
<b>Commerce extérieur</b>	-0,4	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	0,0	-0,3	0,0	0,2
<b>Prix à la consommation (IPCH)<sup>1</sup></b>	-0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	-0,1	0,1	0,4	0,8	1,4	1,5	1,5	1,3	0,2	0,1	0,1	1,3
<b>Taux de chômage</b>	12,3	12,2	11,5	11,5	11,1	11,0	10,9	10,8	10,7	10,7	10,6	10,6	12,2	12,6	11,9	10,9	10,6
<b>Solde courant, en % de PIB</b>													0,9	1,9	2,4	3,1	3,4
<b>Solde public, en % de PIB</b>													-2,9	-3,0	-2,6	-2,5	-1,8
<b>Impulsion budgétaire, en points de PIB</b>													-0,2	0,1	0,0	0,5	-0,3
<b>PIB zone euro</b>	0,6	0,4	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,2	0,9	1,5	1,8	1,7

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

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

## A8. Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2015				2016				2017				2013	2014	2015	2016	2017
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>PIB</b>	0,9	1,0	0,8	0,8	0,9	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,4	0,4	-1,7	1,4	3,2	3,3	2,4
<b>PIB par habitant</b>	1,0	1,0	0,9	0,8	1,0	0,8	0,7	0,8	0,6	0,6	0,5	0,5	-1,3	1,7	3,3	3,4	2,6
<b>Consommation des ménages</b>	0,8	0,8	1,1	0,7	1,0	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	-3,1	1,2	3,1	3,5	2,5
<b>Consommation publique</b>	1,9	0,7	0,5	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-2,8	0,0	2,7	1,3	0,8
<b>FBCF totale<sup>1</sup> dont :</b>	1,6	2,3	1,3	1,1	1,5	1,3	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8	-2,5	3,5	6,4	5,7	4,4
Productive	1,9	2,8	1,9	1,7	1,5	1,3	1,3	1,0	1,0	0,8	0,8	0,5	3,9	8,1	7,6	6,4	3,9
Logement	0,1	1,0	0,4	0,6	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	-7,2	-1,4	2,4	4,0	5,2
<b>Exportations de biens et services</b>	1,0	1,4	1,8	0,9	1,3	1,3	1,3	1,3	1,0	1,0	1,0	1,0	4,3	5,1	5,4	5,2	4,4
<b>Importations de biens et services</b>	2,6	1,5	3,1	0,3	1,5	1,5	1,5	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	-0,3	6,4	7,5	6,0	5,3
<b>Contributions :</b>																	
Demande intérieure hors stocks	1,1	1,1	1,0	0,7	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	-2,8	1,3	3,6	3,4	2,5
Variations de stocks	0,2	-0,1	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0
Commerce extérieur	-0,4	0,0	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,3	-0,1	-0,4	0,0	-0,1
<b>Prix à la consommation (IPCH)<sup>2</sup></b>	-1,0	-0,3	-0,4	-0,3	-0,5	-0,6	-0,4	0,3	1,7	1,7	2,0	1,8	1,4	-0,2	-0,5	-0,4	1,8
<b>Taux de chômage</b>	23,8	22,4	21,2	20,9	20,4	19,9	19,4	19,0	18,7	18,4	18,1	17,8	26,1	24,4	22,1	19,7	18,3
<b>Solde courant, en % de PIB</b>													1,5	1,0	-1,0	-1,6	-2,1
<b>Solde public, en % de PIB<sup>3</sup></b>													-6,9	-5,9	-5,0	-4,0	-3,2
<b>Impulsion budgétaire, en points de PIB</b>													-1,3	-0,4	0,5	-0,1	-0,1
<b>PIB zone euro</b>	0,6	0,4	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,2	0,9	1,5	1,8	1,7

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 avril 2016.

## A9. Royaume-Uni : résumé des prévisions

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

	2015				2016				2017				2013	2014	2015	2016	2017
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>PIB</b>	0,5	0,6	0,4	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	2,2	2,9	2,3	2,1	1,7
<b>PIB par habitant</b>	0,3	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	1,3	2,3	1,5	1,4	0,9
<b>Consommation des ménages <sup>1</sup></b>	0,8	0,9	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	1,9	2,5	2,9	2,6	1,8
<b>Consommation publique</b>	0,4	0,7	0,7	0,3	-0,6	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,5	2,5	1,5	0,2	0,6
<b>FBCF totale <sup>2</sup> dont :</b>	1,5	1,3	0,4	-1,1	1,5	1,0	0,8	0,8	0,8	0,6	0,6	0,4	2,6	7,3	4,1	2,5	3,0
<b>Productive privée</b>	2,9	0,7	1,3	-2,0	1,3	0,9	0,9	0,9	0,8	0,6	0,5	0,4	2,3	4,7	5,2	2,0	3,0
<b>Logement</b>	-1,6	5,1	-1,2	2,1	1,2	1,1	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	8,9	14,0	3,5	5,0	3,5
<b>Administrations publiques</b>	1,7	-2,4	-0,3	-3,4	2,5	0,9	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	-0,1	-4,9	5,8	1,5	0,2	1,9
<b>Exportations de biens et services</b>	-0,1	2,8	-0,5	0,1	0,4	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	1,2	1,2	5,1	1,9	3,1
<b>Importations de biens et services</b>	3,5	-2,5	2,9	0,9	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	2,8	2,4	6,3	3,1	3,1
<b>Contributions :</b>																	
<b>Demande intérieure hors stocks</b>	0,9	1,0	0,6	0,3	0,5	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	1,7	3,3	2,9	2,2	1,8
<b>Variations de stocks</b>	0,3	-1,7	0,7	0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,2	-0,4	0,1	0,0
<b>Commerce extérieur</b>	-1,2	1,7	-1,1	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	-0,1
<b>Prix à la consommation (IPCH) <sup>3</sup></b>	0,1	0,0	0,0	0,1	0,4	0,5	0,9	1,5	1,6	1,6	1,7	1,8	2,6	1,4	0,1	0,8	1,7
<b>Taux de chômage <sup>4</sup></b>	5,5	5,6	5,3	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,2	5,2	5,2	7,6	6,2	5,4	5,1	5,2
<b>Solde courant, en % du PIB</b>	-4,7		-5,6		-5,0		-5,0		-5,0		-5,0		-4,6	-5,1	-5,2	-5,0	-5,0
<b>Solde public <sup>5</sup>, en % du PIB</b>													-5,6	-5,6	-5,2	-3,7	-3,1
<b>Impulsion budgétaire, en points de PIB</b>													-0,7	-0,2	-0,2	-0,6	-0,7
<b>PIB zone euro</b>	0,6	0,4	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,2	0,9	1,5	1,8	1,7

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, mars 2016), prévision OFCE avril 2016.

### A10. Asie : résumé des prévisions de PIB

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2014	2015	2016	2017
Corée du Sud	6,8	3,3	2,6	2,5	2,5
Asie en développement rapide	20,3	4,0	3,4	3,5	3,5
Taïwan	3,9	3,9	0,7	1,2	1,5
Hong Kong	1,5	2,6	2,4	1,3	1,4
Singapour	0,9	3,3	2,0	1,5	1,8
Thaïlande	3,6	0,8	2,8	2,8	2,8
Indonésie	6,0	5,0	4,8	5,0	5,3
Malaisie	1,7	6,1	4,8	3,8	4,0
Philippines	2,6	6,1	5,5	5,9	5,7
Chine	48,5	7,3	6,9	6,3	6,1
Inde	24,4	7,0	7,3	7,4	7,7
Asie hors Chine	51,5	5,3	5,2	5,2	5,6
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>6,3</b>	<b>6,0</b>	<b>5,7</b>	<b>5,7</b>

Sources : CEIC, calculs et prévision OFCE avril 2016.

### A11. Amérique latine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>PIB</b>	2,8	1,1	-0,4	-0,9	1,5
Argentine	2,9	0,5	1,0	-1,1	1,6
Brésil	3,0	0,1	-3,9	-4,2	0,5
Mexique	1,6	2,3	2,5	2,1	2,1
<b>Importations</b>	4,3	1,8	-3,7	-0,9	2,8
<b>Exportations</b>	0,0	2,7	3,3	5,3	5,3
<b>Demande adressée</b>	2,4	2,7	1,3	2,5	2,8

Sources : FMI, calculs et prévision OFCE avril 2016.

