HAL
open science

La reprise qui s'annonce

Eric Heyer, Xavier Timbeau

To cite this version:

Eric Heyer, Xavier Timbeau. La reprise qui s'annonce. Revue de l'OFCE, 2015, 138, pp.7 - 80. 10.3917/reof.138.0005 . hal-03459880

HAL Id: hal-03459880

https://sciencespo.hal.science/hal-03459880v1

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.

LA REPRISE QUI S'ANNONCE

PERSPECTIVES 2015-2016 POUR LA ZONE EURO ET LE RESTE DU MONDE

Département analyse et prévision[1], sous la direction d'Éric Heyer et de Xavier Timbeau

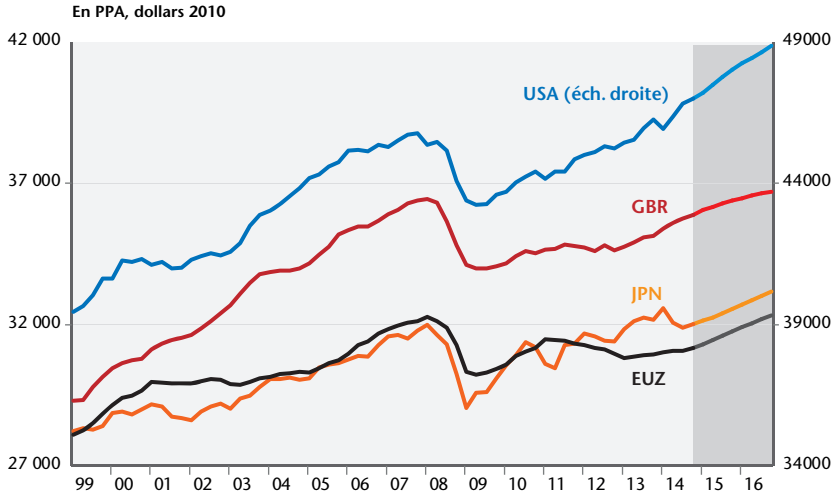
Alors que la croissance mondiale devrait s'accélérer en 2015-2016, la zone euro ne resterait pas, cette fois-ci, à l'écart de la reprise. Alors que la croissance des pays membres de l'Union monétaire avait été entravée depuis 2011 par des politiques budgétaires restrictives et des conditions financières dégradées, principalement pour les pays frappés par la crise des dettes souveraines, ces freins devraient progressivement s'atténuer. Les pays industrialisés profiteraient par ailleurs de la baisse du prix du pétrole qui permettra un transfert de revenu des pays producteurs de pétrole vers les pays industrialisés. Les ménages devraient en bénéficier rapidement *via* l'amélioration de leur pouvoir d'achat. En outre, ce choc favorable s'accompagne dans la zone euro d'une dépréciation de l'euro. Bien que celle-ci atténue en partie l'effet de la baisse du pétrole, elle stimule également les exportations, ce qui apporte un supplément de demande adressée et permet alors d'inscrire les pays de la zone euro dans une dynamique de reprise auto-entretenue, malgré le recul ou le ralentissement de la croissance dans certains pays émergents (Brésil, Russie et Chine). La croissance se consoliderait donc dans l'ensemble des pays avancés, ce qui permettrait la réduction du taux de chômage, déjà significative pour les États-Unis ou le Royaume-Uni et qui s'amorcerait enfin dans l'ensemble de la zone euro. L'hypothèse déflationniste serait donc écartée mais le risque serait toujours aussi prégnant. L'inflation sous-jacente a baissé significativement et la baisse du taux de chômage, dans la zone euro, sera trop faible pour lever tous les risques. De plus, les anticipations d'inflation ont été fortement révisées à la baisse et pourraient être durablement inférieures à la cible fixée par la BCE. Enfin, la reprise reposerait sur des facteurs tangibles, mais aussi fragiles. Le choc de demande positif lié à la baisse du prix du pétrole pourrait rapidement s'inverser, induisant un ralentissement de la croissance. De même, notre analyse exclut une sortie de la zone euro. La matérialisation de ce risque créerait de nouvelles incertitudes politiques et économiques qui pourraient remettre en cause notre scénario de croissance.

1. Ce texte synthétise l'analyse de la conjoncture menée par le Département analyse et prévision de l'OFCE au printemps 2015. Il s'appuie sur le travail d'une équipe dirigée par Éric Heyer et Xavier Timbeau, composée de Céline Antonin, Christophe Blot, Bruno Ducoudré, Amel Falah, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Hervé Péléraux, Mathieu Plane, Christine Rifflart, Raul Sampognaro et Sébastien Villemot. Il intègre les informations disponibles au 15 avril 2015.

Comme le résume le graphique 1, les perspectives pour l'ensemble des économies développées s'éclaircissent. Pour l'année 2015, la zone euro croîtrait au rythme annuel de 1,6 % et en 2016, la croissance atteindrait 1,9 %. Au Royaume-Uni comme aux États-Unis, la dynamique positive déjà constatée se prolongerait à défaut de s'accélérer. La croissance mondiale s'accélèrerait lentement, passant de 2,7 % en 2014 à 3,3 % en 2015 et 3,4 % en 2016. La plupart des pays émergents ne connaissent en effet pas d'accélération notable. Pour la première fois depuis le début de la crise, la dynamique positive repose sur les pays développés (tableau 1).

Ces évolutions contribueraient à fermer les écarts de production tels que définis par l'OCDE ou la Commission européenne. Elles seraient associées, y compris en zone euro, à une décrue significative du chômage. Ainsi, en zone euro, la baisse du chômage amorcée au cours de l'année 2014 s'accélérerait pour atteindre un demi-point de baisse par an. À ce rythme-là, il faudra attendre 2022 pour retrouver le niveau de chômage de 2007 (7,3 % de la population active), mais l'inversion de tendance est notable.

Graphique 1. PIB par habitant dans les grands pays développés



Sources : Comptabilités nationales, prévision OFCE avril 2015.

Tableau 1. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuel, en %

	Poids[1] dans le total	PIB en volume			Révision 2014 (écart avec la prévision d'octobre 2014)	Révision 2015 (écart avec la prévision d'octobre 2014)
		2014	2015	2016		
DEU	4,2	1,6	1,9	1,8	0,2	0,4
FRA	3,1	0,4	1,4	2,1	0,0	0,3
ITA	2,6	-0,4	0,7	1,1	-0,2	0,2
ESP	2,0	1,4	2,8	3,3	0,1	0,7
NLD	1,0	0,8	1,6	2,0	0,1	0,2
BEL	0,6	1,0	1,1	1,6	-0,3	-0,5
FIN	0,5	-0,1	0,7	1,4	0,0	-0,6
AUT	0,5	0,4	0,9	1,7	-0,5	-0,8
PRT	0,3	0,9	1,5	1,7	0,1	0,1
GRC	0,3	0,7	2,0	2,6	1,0	1,4
IRL	0,3	4,8	3,3	3,8	0,8	0,5
EUZ	**15,5**	**0,8**	**1,6**	**2,0**	0,0	0,3
GBR	3,2	2,6	2,6	2,0	-0,4	0,5
SWE	0,5	2,1	2,8	3,1	0,0	0,1
DNK	0,3	0,8	1,4	1,8	-0,6	-0,4
Union européenne à 15	**19,4**	**1,2**	**1,8**	**2,0**	0,0	0,3
13 nouveaux pays membres	2,7	2,0	2,2	2,2	0,0	0,0
Union européenne à 28	**22,1**	**1,2**	**1,8**	**2,0**	0,0	0,3
CHE	0,5	1,5	1,5	2,5	-0,2	-0,6
NOR	0,4	1,7	1,8	2,5	-0,5	-0,4
Europe	**22,9**	**1,3**	**1,8**	**2,0**	0,0	0,2
USA	20,8	2,2	3,1	2,7	0,0	0,0
JPN	6,3	-0,1	0,5	1,4	-1,0	-0,3
CAN	1,9	2,5	2,4	2,2	0,3	0,0
Pays développés	53,5	1,5	2,1	2,2	-0,1	0,1
Pays candidats à l'UE[2]	**1,5**	**2,9**	**3,4**	**3,8**	0,0	-0,1
RUS	3,3	0,6	-3,0	-1,0	0,4	-3,5
Autres CEI[3]	1,3	1,5	2,4	4,4	-0,5	-1,6
CHN	11,5	7,3	7,2	7,0	0,0	0,1
Autres pays d'Asie	13,2	4,6	5,3	5,4	0,6	0,5
Amérique latine	8,7	1,0	0,5	1,4	-0,2	-1,8
Afrique subsaharienne	2,3	4,8	4,9	5,2	-0,3	-0,9
M-O et Afrique du Nord	4,8	2,8	3,3	3,9	0,2	-0,5
Monde	**100**	**2,7**	**3,0**	**3,2**	0,0	-0,2

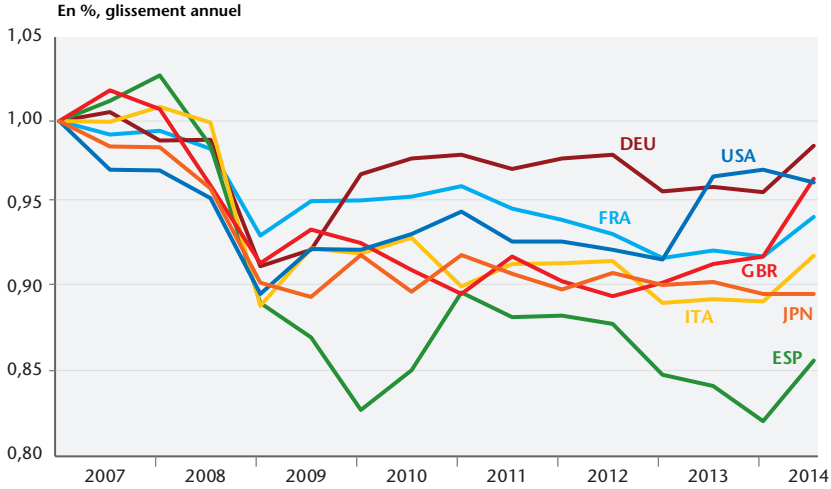
1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2008 estimés par le FMI.
2. Islande, Macédoine, Monténégro, Serbie et Turquie.
3. Communauté des États indépendants.
Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE avril 2015.

Le diagnostic est également mitigé pour les États-Unis. Le chômage est revenu à un niveau « de plein emploi » mais le taux d'emploi montre que le marché du travail est loin d'avoir été apuré. La croissance est donc là, elle referme lentement les effets de la crise de 2008-2009 et de celle des dettes souveraines en zone euro. La reprise que nous prévoyons resterait inférieure aux épisodes antérieurs de rebond de l'activité pour la plupart des pays développés. Il est possible que cette perspective d'une reprise molle ne reflète que le conservatisme des prévisions économiques qui ont tendance à minorer les inversions de croissance, à la hausse comme à la baisse. La révision des potentiels de croissance par l'OCDE, le FMI ou la Commission européenne depuis 2007 traduisent probablement en partie cette incapacité à imaginer une croissance forte (graphique 2). Difficile de promettre des lendemains qui chantent après une récession majeure pendant laquelle les effets de la consolidation budgétaire ont été négligés. Cependant, il existe une hypothèse alternative au pessimisme, à laquelle le FMI et la Banque des règlements internationaux (entre autres) ont apporté des éléments empiriques qui, sans être totalement convaincants, sont assez troublants[2]. La principale conclusion est que les crises bancaires ont un impact durable sur l'activité économique et que le niveau ou le rythme de croissance d'avant-crise ne sont en général pas récupérés. Cet impact persistant serait d'autant plus fort que l'endettement privé et public est élevé avant la crise (Schularick *et al.*, 2013). Il existe toutefois une explication plus fondamentale au pessimisme ambiant. Avant la crise, l'euphorie généralisée, des taux d'intérêt trop bas, une mauvaise estimation et valorisation des risques, ont pu produire des bulles d'actifs qui ont conduit à une mauvaise allocation du capital et à une croissance « anormalement » forte, dopée par l'endettement excessif. La réallocation des facteurs de production, la baisse de l'endettement vers un ratio soutenable et une valorisation plus juste des actifs (et donc un effet

2. Voir par exemple Cerra et Saxena (2008), Claessens, Kose et Terrones (2009), Zdzienicka et Furceri (2011), Schularick, Taylor et Jorda (2013). La principale critique que l'on peut formuler à cette littérature est de reposer sur une analyse historique des crises financières qui donne beaucoup de poids à des crises financières dans une série de pays et à des époques particulières. Mais il existe peu d'exemples de crises financières dans les pays développés modernes. Par ailleurs, ces analyses établissent des corrélations mais ne nous assurent pas que les liens ne sont pas inverses.

de richesse négatif) pourraient ne traduire qu'un retour à la réalité et à une croissance plus conforme à son potentiel effectif.

Graphique 2. Révision des potentiels estimés par l'OCDE



Note de lecture : Le graphique représente le niveau du potentiel de l'année 1996, pour chaque livraison de la base *Economic Outlook*, rapporté au niveau du potentiel de 2016 estimé en 2007 (eo82). Le niveau du potentiel en 2016 estimé en décembre 2014 est ainsi inférieur de 15% à celui estimé en 2007 pour l'Espagne.
Source : Economic Outlook, n° 82 au n° 96.

La reprise s'amorce alors que la crise des dettes souveraines en zone euro semble être terminée. La vague d'austérité budgétaire, principalement en zone euro, ainsi que le durcissement des conditions monétaires, lié à la hausse des taux souverains dans les pays périphériques de la zone euro et au passage de cette hausse aux taux pratiqués aux agents privés, dans un contexte de fragmentation bancaire, ont dominé les évolutions des années 2011 à 2013. La quantification de ces différents effets, que nous présentons dans cette étude (voir *infra*) permet de reconstituer l'ampleur du freinage que la crise des dettes souveraines a impliquée pour l'Europe. La fin de la crise des dettes souveraines, grâce à l'intervention de la Banque centrale européenne (BCE) en juillet 2012 et à la pause dans la consolidation budgétaire, sont des arguments puissants en faveur de la reprise de l'activité.

À ces moteurs, s'ajoute la forte impulsion de la baisse inattendue du prix du baril de pétrole à la fin de l'année 2014. En zone euro, la baisse du prix du baril de 80 euros à 50 euros, si elle se prolongeait jusqu'en octobre 2015, représente 1 point de PIB transféré aux

agents de la zone euro par les pays producteurs de pétrole. C'est un choc de demande très positif, favorable pour la croissance et pour les finances publiques. Il y a bien sûr des effets en retour, les pays producteurs perdant une source de revenu qui les conduira à moins importé dans les trimestres qui viennent. L'effet est ainsi moins positif pour l'économie américaine, même si le transfert des producteurs vers les consommateurs a bien lieu à l'intérieur de l'économie. Cette baisse du prix du pétrole contribue à dégrader la situation de certains pays émergents. Ainsi, au sein de ceux-ci, les pays d'Asie tirent bien mieux leur épingle du jeu que les pays d'Amérique latine, la Russie ou encore les pays du Moyen-Orient.

L'appréciation du dollar, provoquée par l'annonce de la normalisation prochaine de la politique monétaire aux États-Unis, vient encore accompagner la reprise naissante en Europe. Si la dépréciation de l'euro atténue la baisse du prix du pétrole, elle agit surtout comme un facteur supplémentaire qui permet à la zone euro de gagner des parts de marché et de capturer un peu de la croissance mondiale à son profit.

On pourrait voir dans ces éléments toutes les raisons d'être plus optimiste pour le futur. Il n'est pas encore question de réviser à la hausse les perspectives de moyen terme, mais sur la base de ces éléments on peut espérer une fermeture rapide des écarts de production, ou un retour au plein emploi à un horizon de quelques années. On peut toutefois craindre que la dynamique enclenchée, en particulier en zone euro, ne soit pas robuste.

Ainsi, la baisse du prix du baril de pétrole et la baisse de l'euro par rapport au dollar sont peu pérennes. C'est une demande de pétrole faible après une phase d'investissement important dans l'exploration et la production pétrolière qui ont conduit le pétrole au niveau actuel. La courbe de coût marginal de production du pétrole, telle qu'elle est estimée par les experts pétroliers, se coude en effet assez fortement entre 50 $/b et 100 $/b. De petites variations de l'offre ou de la demande peuvent se traduire par des effets rapides sur le prix. Un prix bas entraînera la fermeture ou l'arrêt d'exploitations de production non rentables et devrait à terme ramener le prix du baril vers 100 dollars. Le contexte géopolitique peut accélérer encore le mouvement et la remontée des prix du pétrole peut intervenir aussi brutalement que sa baisse à l'horizon

de quelques trimestres. Ce qui joue positivement aujourd'hui pourrait interrompre le mouvement de reprise demain.

La normalisation de la politique monétaire aux États-Unis, alors que la BCE a lancé un *quantitative easing* (*QE*), explique la dépréciation de l'euro relativement au dollar[3]. Celle-ci pourrait en conséquence être durable, au moins jusqu'à l'horizon annoncé pour la fin du *QE* en septembre 2016. Un retour de l'euro à un taux de change contre le dollar bien plus élevé ne peut cependant être exclu étant donné les multiples facteurs qui jouent sur les taux de change et la volatilité assez forte de cette variable. La forte baisse observée récemment pourrait traduire un surajustement du taux de change qui serait alors suivi d'une réappréciation, atténuant alors le gain de compétitivité réalisé aujourd'hui, surtout que la zone euro dégage un excédent de balance courante conséquent.

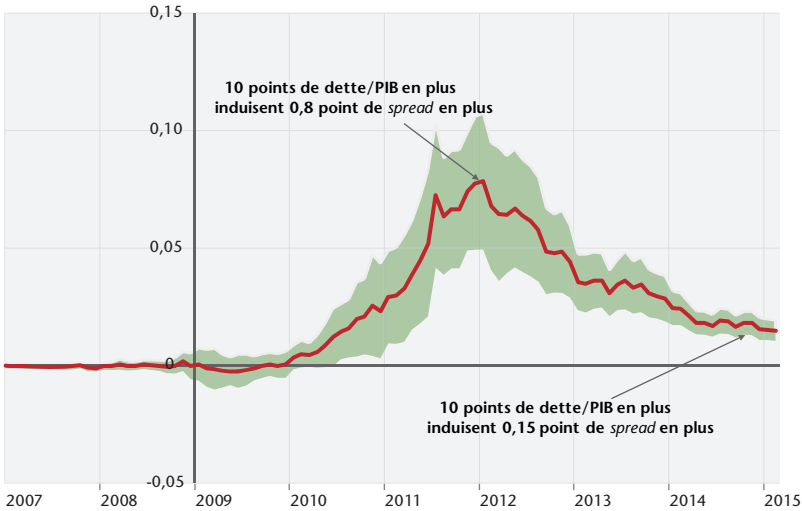
La possibilité de la sortie de la Grèce de la zone euro a pu jouer également, bien que les taux souverains en zone euro n'indiquent pas pour le moment un risque de contagion (graphique 3). La sortie de la Grèce de la zone euro peut mettre un coup d'arrêt à la reprise naissante (voir l'étude spéciale sur la Grèce dans ce numéro). Les instruments à la disposition de la BCE semblent cependant à même d'empêcher un risque de contagion, même s'il faut souligner que les conséquences de la sortie d'un pays de la zone euro plongeraient l'union monétaire dans une situation politique et économique très incertaine.

Les soutiens de la reprise apportée par la politique monétaire de la BCE et la relance du pouvoir d'achat par le transfert des pays producteurs vers les pays consommateurs de pétrole peuvent s'évanouir assez rapidement. Si c'était le cas, il faudrait souhaiter que le chômage ait suffisamment baissé lors de la phase initiale de reprise pour échapper au piège de la déflation (voir notre prévision de l'automne 2014). En effet, tant que le chômage reste élevé, une forte pression s'exerce à la baisse sur les salaires. Elle a été temporisée par les rigidités ou les dualités des marchés du travail européen, par les stabilisateurs automatiques et en particulier les assurances chômage, mais elle produit ses effets sûrement. En suivant l'analyse de l'OCDE, basée sur des courbes de Philips où les

3. Pour plus de détails, se référer à l'encadré 1.

anticipations de prix sont ancrées sur l'inflation-cible de la Banque centrale, on s'attend à ce que le rythme sous-jacent de l'inflation se réduise d'environ ½ point par point d'écart au chômage d'équilibre. Le rythme atteint aujourd'hui en zone euro est approximativement de cet ordre de grandeur (graphique 4).

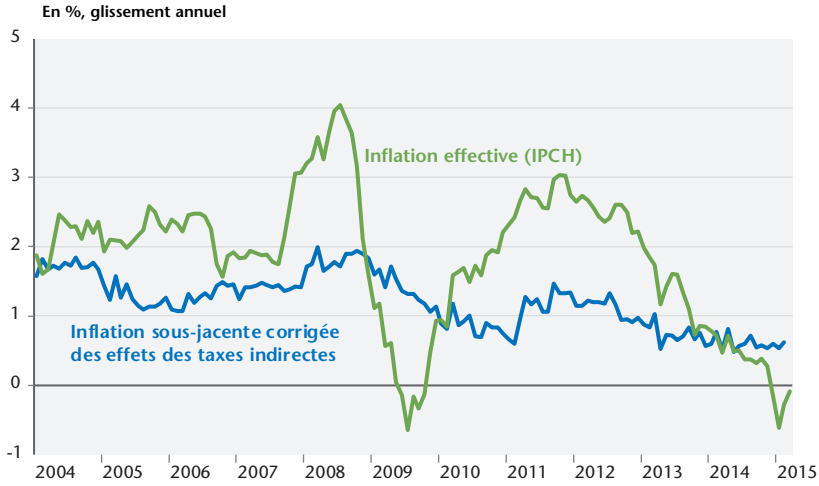
Graphique 3. Lien dette/*spread* en zone euro



Note de lecture : Le graphique rapporte pour chaque mois le coefficient de la régression faite sur 10 pays de la zone euro (les pays de la zone euro en 2007 moins la Grèce) entre la dette en points de PIB et le taux souverain à 10 ans. Les bandes représentent un écart type. Lorsqu'on inclue la Grèce, le coefficient remonte depuis le milieu de l'année 2014.
Sources : Eurostat, calcul OFCE.

Autrement dit, tant que les anticipations d'inflation restent ancrées sur la cible de la BCE, le sous-jacent remontera au fur et à mesure que l'écart entre le chômage et le chômage d'équilibre se réduit. Les enquêtes auprès des prévisionnistes (SBF) de la BCE montrent cependant que depuis quelques trimestres les anticipations sont en train de lentement se désancrer. L'inflation anticipée à 5 ans dans 5 ans, telle qu'approchée par le *swap* d'inflation 5y-5y, montre une remontée des anticipations depuis la mise en œuvre du *quantitative easing*, bien que l'inflation anticipée reste inférieure à la cible de la BCE. Le risque est donc que la BCE perde sa crédibilité à ancrer les anticipations d'inflation et ce risque augmentera probablement si l'écart de chômage persiste.

Graphique 4. Inflation effective et sous-jacente en zone euro



Source : BCE et Eurostat.

Dans le cas où les anticipations d'inflation décrochent, c'est une spirale de déflation par la dette qui peut s'enclencher. La hausse des taux réels anticipés dissuadera la reprise de l'investissement et la réalisation d'une inflation sous-jacente de plus en plus basse accroîtra le poids de l'endettement passé alors que la zone euro n'a pas encore véritablement entamé le processus de désendettement privé ou public.

1. Flux et reflux de la croissance : l'incidence des chocs économiques[4]

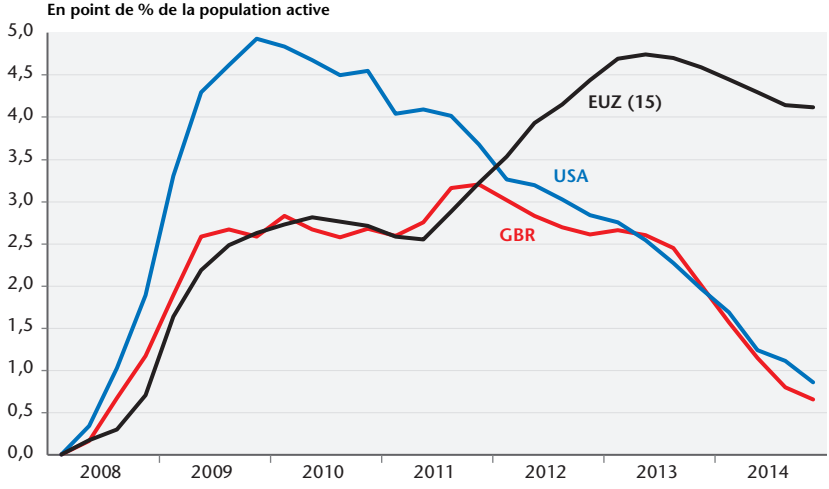
Après le choc initial de la Grande Récession de 2008, les économies développées avaient retrouvé la voie de la croissance à la mi-2009. Cette relative synchronisation des économies est le reflet des sources communes du choc initial – concordance des cycles financiers, contraction des échanges commerciaux mondiaux, auxquelles s'ajoute une correction brutale des prix des actifs, notamment des logements, dans certains pays – et de réponses conjointes – mise en place de plans de relance par les gouvernements concertés et effets positifs de la baisse du prix du pétrole.

4. Cette partie est une synthèse de l'étude spéciale « Le rôle des chocs économiques dans les performances de croissance depuis 2011 dans les pays développés », parue dans ce même numéro.

Au cours de la première moitié de 2011, ce processus de reprise s'est brutalement interrompu : la croissance mondiale est retombée à 2,8 % en 2012 et 2,7 % en 2013 alors qu'elle atteignait 5,0 % et 3,6 % les deux années précédentes. Il est toutefois notable que seules les économies de la zone euro sont entrées dans une phase de quasi-stagnation – voire de récession pour les pays du sud de la zone dont l'Italie et l'Espagne – dont elles ne sont d'ailleurs toujours pas sorties à la fin de l'année 2014. Ces performances plutôt décevantes pour l'ensemble de la zone euro contrastent avec la situation des États-Unis et du Royaume-Uni (voir *infra*) où la croissance est bien mieux orientée.

Les évolutions du taux de chômage portent les stigmates de ces divergences : alors qu'entre 2008 et 2011, la situation sur le front du chômage était similaire en zone euro, au Royaume-Uni et aux États-Unis en 2008 et 2011 – à savoir une forte dégradation dans les premiers trimestres de la Grande Récession, puis une stabilisation, et enfin une baisse progressive – à partir de 2011, la situation évolue différemment dans ces trois régions du monde. Au Royaume-Uni comme aux États-Unis, le chômage diminue à un rythme identique. Dans le même temps, le taux de chômage amorce une seconde phase de hausse dans la zone euro (graphique 5).

Graphique 5. Variation du taux de chômage depuis 2008 en zone euro, aux États-Unis et au Royaume-Uni



Sources : Enquêtes Emploi.

Les freins observés depuis 2011…

Quatre types de chocs – la politique budgétaire, les politiques de dévaluations compétitives internes ou de change, les conditions financières et les variations du prix du pétrole – rendent compte de ces différences et de l'étouffement dès 2011 de la reprise post-récession en zone euro[5].

Un choc budgétaire synchronisé et surdimensionné

Depuis 2011, l'ensemble des pays industrialisés, à l'exception du Japon, se sont engagés dans une stratégie de consolidation budgétaire, qui s'est traduite par des impulsions fortement négatives (tableau 2). En zone euro, les gouvernements se sont pliés aux exigences de réduction des déficits du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) afin de se protéger de la défiance des marchés et de limiter la hausse des primes de risque sur les taux souverains. En effet, à une situation budgétaire dégradée s'est conjuguée une crise institutionnelle dans la zone euro sans précédent qui a provoqué une forte hausse des taux d'intérêt publics à long terme en Grèce, en Irlande, au Portugal, en Espagne et en Italie, rompant avec le mouvement de convergence observé après l'adoption de l'euro. Une première phase de divergence était apparue pendant la Grande Récession mais les écarts de taux étaient restés modérés. L'annonce de la révision du déficit budgétaire de la Grèce intervenue en fin d'année 2009 a provoqué un changement de régime puisqu'elle a fait éclater au grand jour les risques de non soutenabilité de la dette grecque et mis en évidence les carences institutionnelles de l'Union monétaire. La hausse des taux d'intérêt des emprunts publics a été brutale et durable faisant état de la fragilité des modèles de croissance de certains pays (Irlande et Portugal, puis Espagne et Italie). La hausse des taux souverains dans les pays concernés par la défiance des marchés a précipité le besoin de consolidation budgétaire légitimé par ailleurs par les contraintes du PSC. L'objectif des gouvernements était de rassurer les marchés en montrant leur engagement à réduire rapidement les déficits budgétaires. Dans le même temps, le mouvement de défiance à l'égard de la dette souveraine des pays en crise a provoqué une

5. Une analyse détaillée de ces chocs et de leur impact est proposée dans l'étude spéciale « Le rôle des chocs économiques dans les performances de croissance depuis 2011 dans les pays développés » parue dans ce même numéro.

réallocation des portefeuilles au sein de la zone euro qui a eu pour contrepartie la baisse des taux d'intérêt dans les pays du cœur de l'Union, en particulier ceux de l'Allemagne et de la France, qui ont bénéficié de l'effet favorable de la fuite vers la qualité.

La rigueur a ainsi formaté la politique économique. La synchronisation des politiques budgétaires en a amplifié l'impact sur les économies : au frein budgétaire national s'est ajouté l'effet négatif des politiques de rigueur conduites pour les mêmes raisons chez les partenaires et qui, par le canal de la réduction de la demande adressée, ont renforcé l'impact de l'austérité sur la croissance. Cette politique a exercé des effets d'autant plus récessifs qu'elle a été appliquée alors que les économies, notamment du sud de l'Europe, portaient encore les stigmates de la récession, et que l'écart de production, toujours fortement négatif, témoignait de la persistance d'une situation de bas de cycle. L'impact de la politique budgétaire ne dépend pas uniquement du niveau de l'impulsion mais également de la taille du multiplicateur qui varie en fonction des conditions macroéconomiques, financières et monétaires, ainsi qu'en fonction de la composition de l'ajustement, selon qu'il porte sur les dépenses ou les recettes[6]. Ainsi, le multiplicateur augmente lorsque le chômage est élevé et quand l'écart de production est très fort, lorsque les conditions de crédit sont plus restrictives, ou lorsque la situation financière des agents est dégradée. Les agents deviennent alors plus sensibles à une baisse de leurs revenus qu'ils ne peuvent compenser par l'accès au crédit parce qu'ils subissent des contraintes de liquidités et/ou de solvabilité. Par ailleurs, les effets de la politique budgétaire peuvent être atténués par une politique monétaire plus expansionniste, ce qui n'est pas le cas lorsque la banque centrale ne peut plus réduire les taux d'intérêt qui ont atteint leur niveau plancher (*Zero lower bond*). Dans la zone euro, les arguments exposés précédemment nous amènent à penser que la valeur des multiplicateurs est restée élevée entre 2011 et 2014.

Au total, les politiques synchronisées d'austérité, menées dans un contexte de multiplicateurs budgétaires élevés, ont pesé fortement sur les performances économiques des pays développés au cours des quatre dernières années : elles ont amputé de 3,5 points

6. Voir Creel, Heyer et Plane (2011) ou Blot, Cochard, Creel, Ducoudré, Schweisguth et Timbeau (2014) pour une discussion plus approfondie.

de PIB l'économie allemande et américaine, d'un peu moins de 4 points l'économie britannique, de 4,5 points les économies française et italienne et de plus de 7 points de PIB l'économie espagnole (graphique 9).

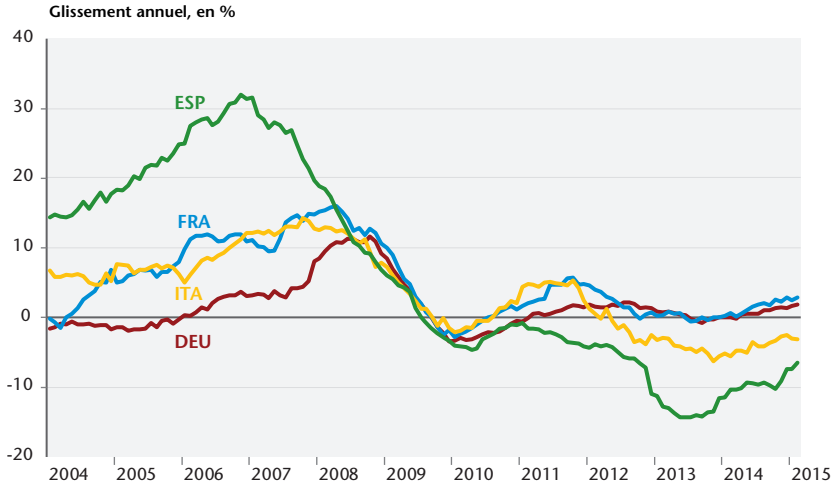
Une dégradation des conditions financières

Ce frein budgétaire a par ailleurs été renforcé par la dégradation des conditions financières. Si l'austérité outre-Atlantique a été tout aussi conséquente que dans un certain nombre de pays européens, les États-Unis ont échappé à cette double crise à la fois parce qu'ils n'ont pas été touchés par la panique sur leur dette publique et parce qu'ils ont bénéficié d'une politique monétaire plus expansionniste qui est parvenue à compenser en partie les mesures de consolidation budgétaire. Il en a résulté une évolution divergente des conditions financières, malgré l'assouplissement de la politique monétaire pratiqué par la BCE. Si le report des investisseurs sur les titres des États des pays non soumis à la défiance des marchés a permis une baisse des taux d'intérêt souverains en Allemagne ou dans une moindre mesure en France ; il a eu pour corollaire une forte augmentation des taux en Italie, Espagne, Portugal, Grèce ou en Irlande. En outre, les conditions de crédit se sont durcies à la fois parce que le bilan des banques avait été fragilisé par la crise financière mais aussi parce que l'accentuation de la récession a contribué à la hausse des créances douteuses. La dégradation de l'actif bancaire dans les pays périphériques a alors poussé les banques à privilégier l'assainissement de leur bilan. Dans ce contexte, les nouveaux crédits aux entreprises ont largement reflué, notamment au regard de leur niveau d'avant-crise (graphique 6).

Sur la période plus récente, le tarissement des flux de nouveaux crédits tient aussi au climat déflationniste qui s'installe peu à peu et dont on commence à percevoir les effets. La baisse des taux nominaux étant plus lente que celle de l'inflation les taux réels, la profitabilité attendue des projets que ces crédits financent est pénalisée.

Dans ce contexte, la dégradation des conditions financières aurait imprimé, selon nos évaluations, des pertes de croissance cumulées entre 2011 et 2014 comprises entre -0,2 point pour les États-Unis et -1,6 point pour l'Italie et l'Espagne.

Graphique 6. Crédit bancaire aux SNF



Source : Banque centrale européenne.

Variation du taux de change et mise en place des politiques de désinflation salariale en zone euro

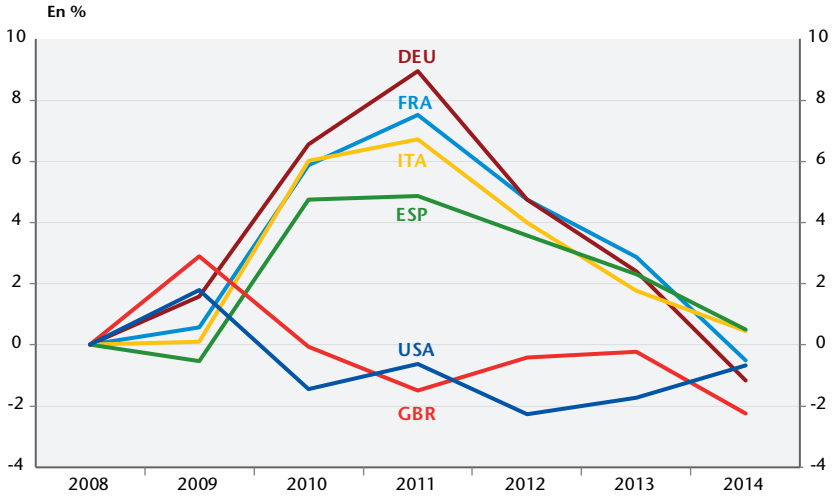
Au-delà des politiques budgétaires et de la dégradation des conditions financières, les performances économiques récentes ont également été affectées par les variations de taux de change et le fort mouvement de désinflation salariale qui s'est amorcé, particulièrement dans la zone euro, faisant écho au ralentissement de l'activité provoqué par l'austérité.

Du côté du taux de change, au cours des années 2011-2014, l'euro a connu deux phases distinctes : dans un premier temps, la monnaie unique s'est fortement dépréciée face aux principales monnaies (de 12 % face au dollar, de plus de 13 % face au yen et de 9 % face à livre sterling). Puis, dans un deuxième temps, entre le milieu de l'année 2012 et de 2014, cette tendance s'est inversée, l'euro s'appréciant face à ces mêmes monnaies. En s'établissant à 1,3927 dollar en mai 2014, l'euro avait vu sa valeur augmenter depuis juillet 2012 de plus de 12 % face au dollar. Au cours de la même période, la monnaie européenne s'était appréciée de près de 44 % par rapport au yen et de 3 % face à la livre sterling.

Ces deux événements se retrouvent dans l'évolution des variations cumulées des prix relatifs des grands pays développés (graphique 7) : après des forts gains de compétitivité-prix entre

2008 et 2011 liés à la dépréciation de l'euro, les pays de la zone euro ont connu deux années de dégradation de la compétitivité-prix. Au cours de cette période, l'Espagne a mieux résisté que les trois autres pays de la zone euro : à l'appréciation de l'euro se sont conjuguées les effets de la mise en place d'une stratégie de désinflation compétitive menée par un certain nombre de pays du Sud (Grèce, Espagne, Portugal). Ces derniers ont entrepris des réformes de leur marché du travail axées sur la réduction de leurs coûts salariaux. Par ailleurs, à l'image de ce qui s'est produit au cours de la décennie 2000 (Bricongne, Fontanié et Gaulier, 2011), les exportateurs français ont limité leurs marges à l'exportation afin de limiter les pertes de parts de marché. Plus exposées que leurs partenaires européennes au commerce hors-zone euro, les entreprises exportatrices allemandes ont connu des variations des prix relatifs plus importantes.

Graphique 7. Évolutions cumulées des prix relatifs à l'exportation



Note : Les prix relatifs des exportations sont construits comme le rapport entre les prix des concurrents et les prix nationaux à l'exportation libellés dans la même monnaie. Une hausse signifie donc des gains de compétitivité.
Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

Les effets de ces chocs de compétitivité sont différents selon les pays du fait des écarts d'élasticités du commerce extérieur, mais aussi de variations dans le degré d'exposition au commerce et à la concurrence intra/extra zone euro selon les pays. Selon Ducoudré et Heyer (2014a), à choc identique, l'Allemagne et l'Espagne béné-

ficieraient le plus d'une dépréciation du taux de change de l'euro et d'une politique de désinflation compétitive. L'Allemagne verrait ses exportations augmenter moins que l'Espagne et l'Italie, mais cet effet est contrebalancé par une baisse plus forte de ses importations. En effet, les importateurs allemands réduisent moins leurs marges en cas de hausse des prix à l'importation à la fois parce que l'élasticité-prix en volume des importations est élevée et l'élasticité des prix des importations au prix des concurrents est forte.

Dans ces conditions, et compte tenu des délais de diffusion des chocs de compétitivité sur l'activité réelle, ces évolutions de la compétitivité ont soutenu les pays de la zone euro jusqu'en 2013 et tout particulièrement l'Allemagne et l'Espagne.

Les fluctuations du prix du pétrole

Déjà malmenée par l'austérité budgétaire et salariale et la dégradation des conditions de crédit, la croissance a également été freinée par les fluctuations du prix du pétrole, notamment en 2012.

Le prix du baril de pétrole a connu depuis 2008 un certain nombre de fluctuations et de chocs, qui ont eu des conséquences importantes, même si l'évolution des caractéristiques structurelles des économies développées font que les variations des prix du pétrole ont un impact plus faible sur la croissance que ce que l'on pouvait observer dans les années 1970[7].

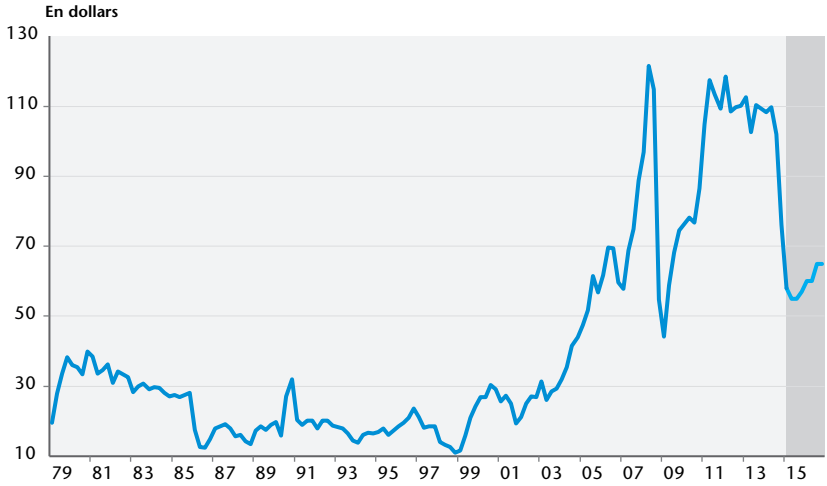
La forte hausse du prix du baril engagée en 2009 et son retour à un niveau proche de celui d'avant-crise a constitué un choc d'offre – en affectant le prix des consommations intermédiaires et donc la production des entreprises – et surtout de demande négative pour les pays importateurs de pétrole – par la forte hausse des prix de consommation et la baisse de la demande adressée (graphique 8).

En retenant la sensibilité des différents pays à une variation du prix du pétrole (détaillée dans ce même numéro), le choc pétrolier a impacté de manière homogène les pays de la zone euro. Compte

7. Les pays développés ont réduit l'intensité énergétique et pétrolière de leur production. Selon l'INSEE, il faut aujourd'hui en France, un tiers de baril de pétrole pour produire mille euros de PIB, alors qu'il en fallait trois fois plus en 1973 pour produire la même valeur réelle. La réduction de la consommation des ménages, grâce à l'adoption de technologies plus économes en énergie et à la substitution au pétrole d'autres sources d'énergie comme le gaz, l'électricité d'origine nucléaire ou les énergies renouvelables ont permis de diminuer la dépendance au pétrole.

tenu des délais de transmission, l'impact maximal a été atteint en 2012. L'économie britannique suit un schéma proche de celui des pays de la zone euro. L'impact est toutefois moins restrictif sur l'ensemble de l'économie, une partie du choc profitant à la production des secteurs de l'activité pétrolière de la Mer du Nord. Enfin, en rentabilisant l'exploitation du pétrole de schiste, le choc pétrolier de 2009 n'a eu que très peu de conséquence sur la croissance américaine au cours des dernières années[8].

Graphique 8. Évolution du prix du pétrole

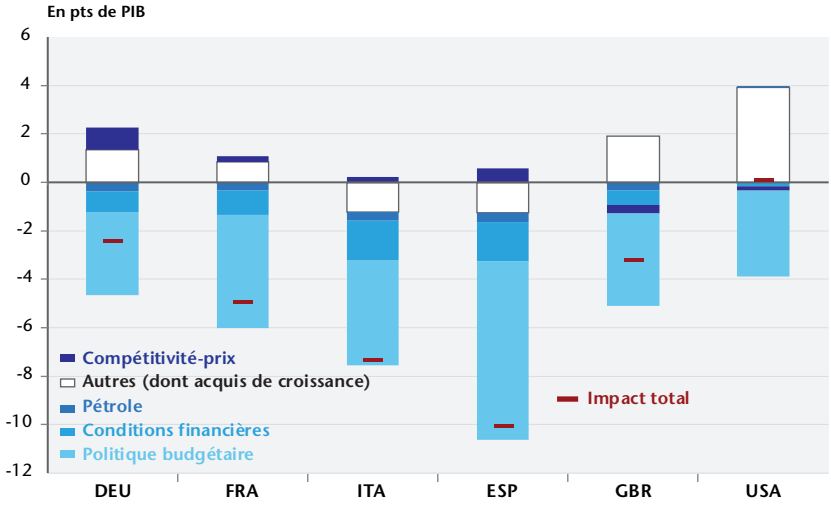


Sources : Datastream, prévision OFCE avril 2015.

La mesure de l'impact des chocs sur la croissance permet de comprendre la dynamique de croissance des diverses économies entre 2011 et 2014 et donne en creux la trajectoire qu'elles auraient pu suivre en leur absence. À l'exception des États-Unis, ces chocs ont eu un impact globalement négatif sur la croissance (graphique 9). Pour les autres pays, l'impact cumulé de ces facteurs a été fortement négatif, freinant le retour de la croissance vers la convergence du PIB vers son potentiel (graphique 10), la réduction des déséquilibres sur le marché du travail, la normalisation de l'utilisation de l'appareil productif et le redressement des comptes publics, tout particulièrement dans les pays de la zone euro.

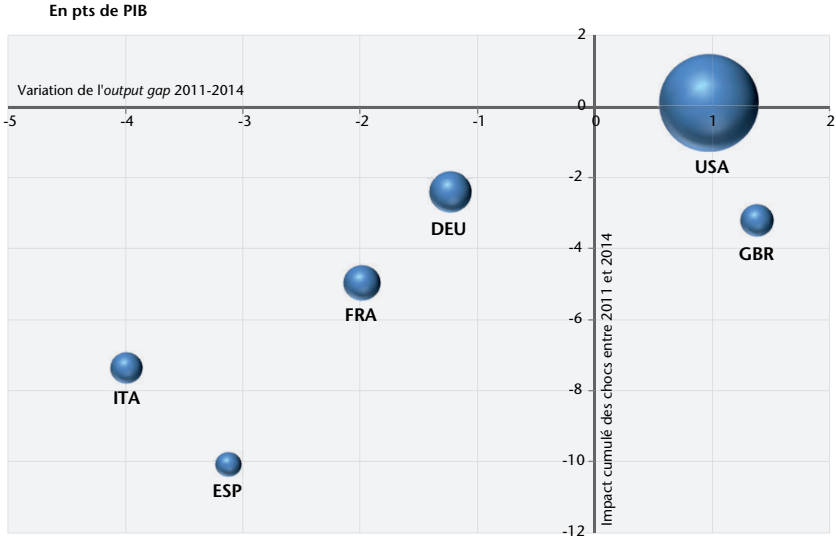
8. Pour plus de détails, le lecteur pourra se référer à l'étude spéciale « Pétrole : du carbone pour la croissance » dans ce même numéro.

Graphique 9. Impact cumulé sur le PIB des différents chocs depuis 2011



Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

Graphique 10. Variation de l'*output gap* et impact cumulé sur le PIB des différents chocs au cours de la période 2011-2014



Sources : OCDE eo96 pour l'*output gap*, comptabilités nationales, calculs OFCE pour l'impact des chocs.

… sont levés en 2015

Dans les années à venir, la croissance dans les pays développés devrait retrouver un peu de vigueur. Les freins qui avaient étouffé la croissance depuis 2011 sont levés ou atténués.

En premier lieu l'effort de consolidation budgétaire devrait être progressivement atténué, voire annulé, dans certains pays comme l'Allemagne par exemple (tableau 2). L'orientation restera restrictive et rognera donc encore la croissance mais de façon moins marquée qu'au cours de la période 2011-2014. Aux États-Unis, l'impulsion budgétaire sera nulle en 2015 et très légèrement restrictive en 2016 (-0,2 point de PIB). Par contre, la politique budgétaire devrait se durcir au Royaume-Uni. Si l'incertitude subsiste en raison des élections à venir, il reste que les deux partis envisagent la poursuite de l'ajustement budgétaire. Notre scénario suppose des impulsions de -0,6 point en 2015 et -0,8 point en 2016. Mais en dépit d'une impulsion qui reste plus forte que celle de l'ensemble de la zone euro, l'effet multiplicateur serait atténué par rapport à la situation de la France, l'Espagne ou l'Italie. La décrue du chômage justifie une telle hypothèse pour le Royaume-Uni.

Les conditions financières constitueront un soutien à l'activité à l'horizon de la prévision, notamment en zone euro. En particulier, la mise en place du *QE* en zone euro devrait permettre de stabiliser les taux d'intérêt à un très bas niveau et, couplée avec la mise en place de l'union bancaire, devrait diminuer la fragmentation bancaire en zone euro. Ainsi, le soutien à l'activité apporté par de meilleures conditions de financement devrait être plus important en Espagne (+0,2 point en 2015 et +0,3 pt en 2016) et en Italie (+0,1 point en 2015 et +0,2 en 2016)[9]. La croissance devrait aussi être soutenue par les évolutions des conditions de crédit, mais de façon plus modérée en France (+0,1 point en 2015 et 2016) et dans une moindre mesure en Allemagne (+0,1 point cumulé entre les deux années). Aux États-Unis les conditions de crédit devraient avoir un impact faible mais positif et ce malgré la remontée prévue des taux d'intérêt. La normalisation de la politique monétaire, qui est déjà intégrée dans les anticipations des acteurs du marché, se

9. Les détails de cette analyse sont développés dans l'encadré 1 de l'étude spéciale « Le rôle des chocs économiques dans les performances de croissance depuis 2011 dans les pays développés » publiée dans ce numéro.

ferait sans grand accident de marché, dans un contexte où les indices boursiers américains s'établissent à des niveaux historiquement élevés. Compte tenu des effets de richesse qu'ils génèrent, l'activité ne devrait pas pâtir fortement de la remontée prévue des taux d'intérêt (+0,1 cumulé pendant 2015-2016.

Tableau 2. Impulsions budgétaires dans les principaux pays développés

En % du PIB

	2008-09	2010	2011	2012	2013	2014	2015*	2016*	Cumul
DEU	0,5	1,4	-2,2	-1,0	-0,2	0,1	0,2	0,1	-1,2
FRA	2,6	-0,5	-1,3	-0,7	-1,6	-0,7	-0,5	-0,5	-3,2
ITA	1,1	-0,7	-0,4	-2,7	-0,5	0,3	-0,3	-0,5	-4,5
ESP	4,0	-1,4	-1,1	-4,2	-1,3	-0,6	-0,1	-0,4	-5,3
GBR	3,4	-2,7	-2,2	0,2	-1,0	-0,3	-0,5	-0,4	-3,5
USA	6,8	-0,8	-1,2	-1,2	-2,2	-1,1	-0,1	-0,3	0,9

* Prévisions.
Source : Calcul et prévisions OFCE.

Au-delà des évolutions du *policy mix*, les effets conjugués de la récente baisse du prix du pétrole et de la dépréciation de l'euro devraient booster les carnets de commandes des entreprises européennes.

La baisse de plus de 50 dollars du prix du baril enregistrée depuis février 2014 est un véritable soutien au pouvoir d'achat des ménages des pays consommateurs de pétrole. Ce choc de demande positif se traduit par un dynamisme de la consommation des ménages que l'on observe déjà fin 2014-début 2015 dans ces pays. Ce soutien devrait se maintenir à l'horizon de notre prévision, le prix du pétrole se stabilisant à 65 dollars en 2016[10]. Ce choc de demande positif s'accompagne d'un puissant choc de compétitivité pour les pays de la zone euro avec une dévaluation importante de la monnaie unique depuis le mois de mai 2014. Face à une croissance atone en zone euro et à un taux d'inflation qui baisse dangereusement, l'annonce par la BCE d'un programme d'assouplissement quantitatif indique ainsi sa volonté de déprécier l'euro face aux autres monnaies pour soutenir la croissance européenne et atteindre son objectif d'inflation[11] (encadré 1). Après s'être

10. Pour plus de détails, le lecteur pourra se référer à l'étude spéciale « Pétrole : du carbone pour la croissance » dans ce même numéro.
11. Voir Blot et Labondance (2014).

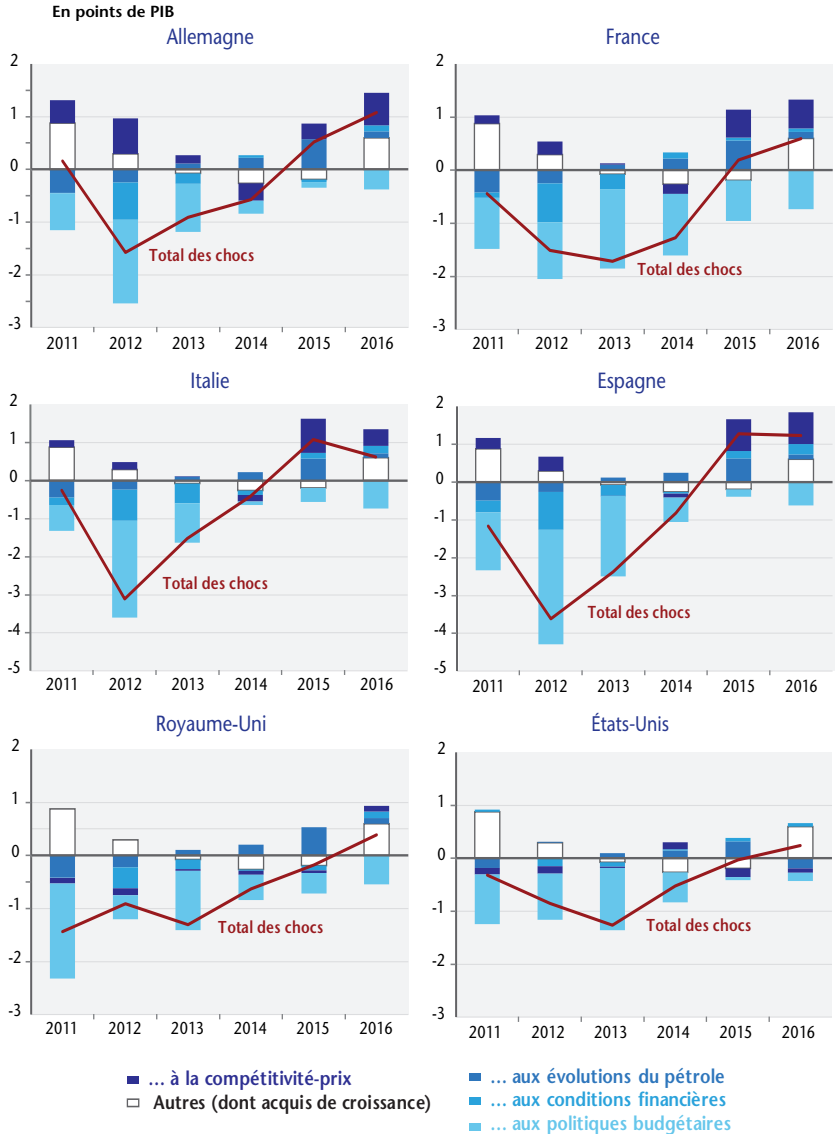
apprécié de plus de 8 % entre mi-2012 et mi-2014, le taux de change effectif réel de l'euro, qui pondère ces différents taux de change en fonction de la structure du commerce de la zone euro, s'est ainsi déprécié de 7 % depuis (graphique 17 encadré 1). De fait, en quelques mois la monnaie européenne s'est dépréciée de près de plus de 20 % par rapport au dollar, de 8 % par rapport au yen et de plus de 12 % par rapport à la monnaie britannique. Concernant le taux de change avec cette dernière, la baisse a débuté en août 2013 et s'élève à 18 % aujourd'hui. Avec une parité de 1 € = 0,95 $ en 2016, cette dévaluation devrait se prolonger à l'horizon de notre prévision. La relance de la croissance à court terme en zone euro *via* cette dépréciation du taux de change effectif de l'euro permettrait aussi de limiter les politiques non-coopératives de désinflation compétitive menées dans le sud de l'Europe et de reporter, au moins transitoirement, le déclenchement d'une spirale déflationniste qui menaçait en zone euro.

Ainsi, qu'ils soient internes – par le supplément de consommation des ménages soutenu par les gains de pouvoir d'achat résultant du contre choc pétrolier – ou externes – liés aux gains de compétitivité induit par les variations de change –, les carnets de commandes des entreprises de la zone euro devraient se remplir et permettre d'enclencher une reprise économique. Celle-ci serait d'autant plus dynamique que ces chocs se produisent dans un contexte d'une insuffisance de demande caractérisée. L'estimation d'un écart de production (*output gap*) négatif dans les principaux pays développés fait consensus entre les institutions : le diagnostic qualitatif porté sur la situation cyclique de ces économies est commun : il existe de marges de rebond. Ces marges ne diffèrent que par leur amplitude – avec des écarts de production selon les instituts compris entre 5 et 6 points de PIB pour l'Espagne, entre 4 et 6 points pour l'Italie, au-delà de 3 points et 2 points pour les États-Unis et la France, et proche de 1 point pour l'Allemagne et le Royaume-Uni. Au-delà, le potentiel de rebond serait plus vite épuisé d'après les estimations du FMI ou de la Commission européenne que d'après celles de l'OCDE.

Au total, les chocs exogènes affectant l'économie européenne vont changer de nature au cours des deux prochaines années : alors qu'ils ont fortement freiné la croissance entre 2011 et 2014, ils vont maintenant constituer un soutien important à l'activité à

l'horizon de notre prévision (graphiques 11). Après avoir amputé la croissance espagnole de 2,5 points de PIB en moyenne au cours des quatre dernières années, les chocs la soutiendront de 2 points de PIB en moyenne chaque année au cours des deux prochaines années. Ce phénomène se vérifie dans une moindre mesure en Italie, en Allemagne et en France (respectivement +0,7, +0,8 et +0,4 après -1,8, -0,8 et -1,2).

Graphique 11. Impact détaillé et cumulé des chocs à l'horizon 2016



Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

Encadré 1. L'euro baisse-t-il vraiment ?

En 2014, la BCE s'est engagée dans une nouvelle phase d'assouplissement de sa politique monétaire qui s'est notamment concrétisée, en juin, par le lancement d'une nouvelle opération d'octroi de liquidités pour les banques de la zone euro conditionnée à la distribution de crédits distribués aux agents non-financiers (TLTRO pour Targeted long term refinancing operation) et en septembre par l'annonce d'un plan d'achats d'actifs. Ce programme fut étendu et précisé en janvier 2015 de façon à inclure des achats de titres publics[12]. Le calendrier des opérations prévoit ainsi des achats mensuels, qui ont débuté en mars 2015, de 60 milliards d'euros qui devraient s'étaler jusqu'en septembre 2016, ce qui permettrait alors à la BCE d'atteindre son objectif d'expansion du bilan de près de 1 000 milliards d'euros.

Ces différentes annonces ont sans aucun doute contribué à la baisse de l'euro vis-à-vis du dollar observée depuis mars 2014. Cette baisse s'est d'ailleurs accentuée à chaque nouvelle étape de l'assouplissement de politique monétaire annoncée par Mario Draghi. Pour autant, s'il est indéniable que l'orientation de la politique monétaire dans la zone euro est devenue plus expansionniste, il faut aussi souligner que dans le même temps, la Réserve fédérale a préparé progressivement les marchés à une normalisation de politique monétaire américaine. En effet, dès janvier 2014, la banque centrale des États-Unis entame une phase de réduction de ses achats de titres, achats qui avaient débuté dans le cadre d'un troisième plan d'assouplissement quantitatif en septembre 2012. Par ailleurs, la Réserve fédérale menait une politique de communication active permettant de guider les anticipations de marchés sur le maintien des taux à leur niveau compris entre 0 et 0,25. La communication de la Réserve fédérale a ensuite évolué afin de préparer les marchés à l'augmentation du taux d'intérêt objectif pour les fonds fédéraux. Initialement, bien que les achats se réduisaient progressivement (politique dite de *tapering*), les communiqués de presse publiés à l'issue de la réunion du FOMC ont continué à préciser que les taux seraient maintenus à leur niveau plancher pendant une période « considérable ». Les achats de titres se sont arrêtés en octobre 2014 mais le terme « considérable » fut encore employé jusqu'à la réunion de décembre 2014. Il a alors été remplacé par le terme « patient », vocable moins fort que le précédent, indiquant ainsi que la date du resserrement monétaire était plus proche. Enfin, en mars 2015, ce terme n'est plus utilisé laissant dorénavant le champ ouvert pour une hausse des taux que Janet Yellen semblait toutefois exclure pour les réunions de mars et d'avril 2015.

12. Pour plus de détails, voir l'étude spéciale sur la politique monétaire « Que peut-on attendre de l'assouplissement quantitatif de la BCE ? » dans ce même numéro.

Ainsi, alors que la BCE augmentait son soutien à l'économie de la zone euro, la Réserve fédérale s'est attachée à donner des signaux sur la remontée prochaine des taux que nous anticipons pour le troisième trimestre 2015. Ces éléments conjugués ont donc poussé l'euro à la baisse mais aussi le dollar à la hausse.

Il faut en effet souligner que la BCE n'est pas la seule banque centrale qui a mené une politique monétaire plus expansionniste (voir BIS, 2015). Les banques centrales de Norvège, Suisse, Danemark, Canada, Australie et de Suède ont également décidé d'une ou de plusieurs baisses de taux d'intérêt directeurs depuis la fin de l'année 2014. La Banque du Japon est de son côté toujours engagée dans un programme d'assouplissement quantitatif. Enfin, le *statu quo* semble avoir encore la faveur du Conseil de politique monétaire de la Banque d'Angleterre. La baisse rapide de l'inflation a d'ailleurs modifié l'équilibre au sein du Conseil. Entre août et décembre 2014, deux voix au sein du Conseil s'exprimaient en faveur d'une remontée des taux d'un quart de point. Le maintien des taux fait l'unanimité des votes depuis janvier, ce qui retarde la perspective d'une hausse des taux, qui pourrait cependant intervenir au début de l'année 2016 dans notre scénario.

Dans les pays émergents, on constate également des baisses de taux directeur (Pérou, Inde, Turquie ou Pologne) ou une réduction du taux de réserves obligatoires comme ce fut le cas pour la Banque populaire de Chine. Il faut cependant souligner les exceptions notables de la Russie et du Brésil. La chute du rouble jusqu'en janvier 2015[13] et l'envolée des prix en Russie ont en effet poussé la banque centrale à monter le taux de politique monétaire qui est ainsi rapidement passé de 8 % en octobre 2014 à 17 % en janvier 2015 avant de le réduire à 14 % en mars en raison des risques pesant sur l'activité et des perspectives d'inflation revues à la baisse. Au Brésil, l'accélération de l'inflation depuis mi-2012 a entraîné la banque centrale dans un cycle de durcissement poussant les taux de 7,25 % en mars 2012 à 12,75 % en mars 2015.

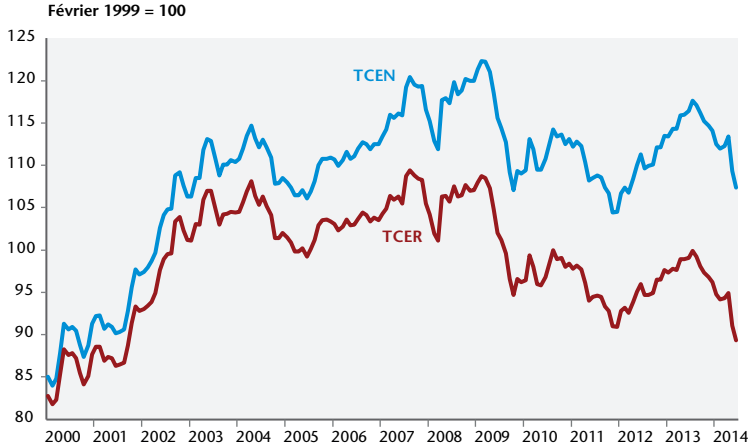
Ainsi, dans la grande majorité des pays, l'orientation de la politique monétaire reste expansionniste si bien que les variations de change pourraient en grande partie refléter des facteurs poussant le dollar à la hausse. Il faut ajouter que la hausse du billet vert entraîne également celle des monnaies qui sont ancrées *de facto* ou *de jure* à la monnaie américaine. Ainsi, la hausse du dollar provoque une appréciation relative du *renminbi* vis-à-vis de l'euro. Depuis mars 2014, la monnaie chinoise s'est appréciée de 23 %, soit des proportions équivalentes à celle du dollar. De fait, on retrouve un mouvement assez similaire pour la plupart des monnaies asiatiques (bath, won et roupie notamment) qui s'apprécient de près de 20 % vis-à-vis de l'euro. Bien que dans de

13. La monnaie russe s'est réappréciée depuis janvier 2015, de près de 15 % vis-à-vis du dollar.

moindres proportions, les monnaies des pays d'Amérique du Sud suivent le même mouvement, à l'exception du réal brésilien qui a baissé de 8 % depuis mars 2014. Du côté des autres pays industrialisés, l'euro se déprécie également vis-à-vis de la livre sterling, du dollar canadien et australien, du franc suisse et du yen. Les taux de change de l'euro vis-à-vis de la couronne danoise[14] et suédoise sont stables. En règle générale, à l'exception du Royaume-Uni, l'euro ne se déprécie pas ou peu relativement aux monnaies des autres pays européens, et notamment ceux de l'est de l'Europe, même si ces monnaies ne sont pas officiellement ancrées à l'euro[15].

Il semble donc que le mouvement récent résulte en partie d'une appréciation significative de la monnaie américaine et de perspectives divergentes en matière d'orientation de la politique monétaire des deux côtés de l'Atlantique. Il n'en demeure pas moins qu'en termes de taux de change effectif, la baisse de l'euro, calculée relativement à un panier de 38 monnaies, est de 8,7 % depuis mars 2014 (graphique 12). Elle est même légèrement amplifiée en termes réels (10,6 %), ce que traduisent aussi les efforts réalisés dans certains pays de la zone euro en matière de compétitivité.

Graphique 12. Taux de change effectif nominal et réel de l'euro



Note : Le taux de change effectif nominal est calculé en fonction du taux de change bilatéral de l'euro vis-à-vis des monnaies des pays partenaires pondéré par la part du commerce vers chacun de ces pays. Le calcul du taux de change effectif réel prend également en compte l'évolution des prix (ou des coûts) respectifs de l'ensemble des partenaires commerciaux.
Source : BCE.

14. La monnaie danoise est ancrée à l'euro dans le cadre du système monétaire européen.
15. Seule la Bulgarie a adopté une stratégie de *Currency Board* liant les évolutions de sa monnaie à celle de l'euro.

2. Vers la fin de la divergence dans la zone euro ?

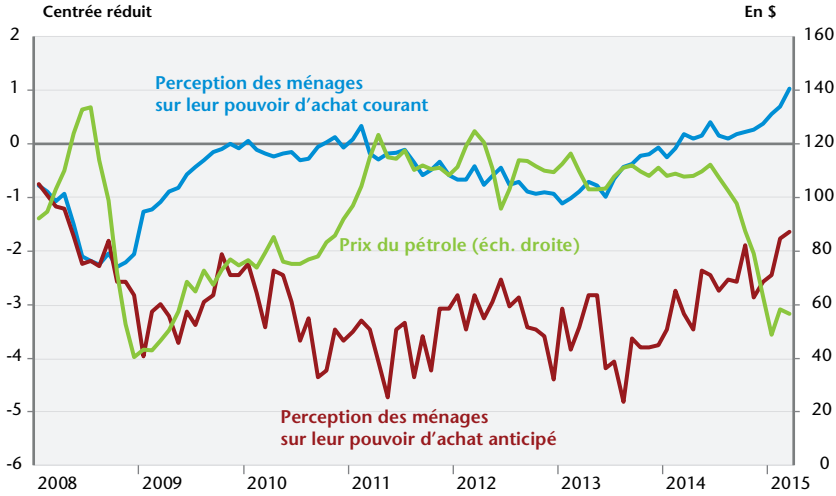
La zone euro passe dans le vert

Dès 2014, la croissance de la zone euro était déjà redevenue positive (+0,8 %) après deux années consécutives de recul de l'activité (-0,8 % en 2012 et -0,4 % en 2013). Mais certains pays connaissaient encore des trimestres de recul du PIB – l'Allemagne et la France au deuxième trimestre par exemple – et d'autres étaient toujours en récession, la Finlande, Chypre et surtout l'Italie. Alors que 2014 fut une année de redémarrage progressif et hétérogène de la croissance dans les pays de la zone euro, l'année 2015 sera marquée par une reprise plus vigoureuse dans l'ensemble de la zone. Aucun pays ne resterait cette fois-ci à l'écart du mouvement à l'exception de Chypre qui, après avoir traversé une grave crise financière en 2013, sera, plus que les autres pays de la zone euro, touchée par la crise Russe.

L'activité sera dans un premier temps stimulée par la baisse du prix du pétrole qui induit un gain de pouvoir d'achat rapidement engrangé par les ménages. Les enquêtes de confiance réalisées auprès d'eux montrent d'ailleurs que leur perception sur l'évolution de leur pouvoir d'achat s'est significativement améliorée avec la baisse du prix du pétrole (graphique 13). De fait, l'impact du prix du pétrole est assez immédiat sur le revenu des ménages, ce qui permet de stimuler leur consommation. En outre, cet effet positif intervient dans un contexte où le revenu disponible brut des ménages avait déjà commencé son redressement en 2014, du fait de l'amélioration du revenu nominal (tableau 3). En 2015 et 2016, les ménages bénéficieraient à la fois d'une croissance plus forte du revenu disponible brut nominal – en lien avec une masse salariale plus dynamique et une moindre austérité – mais aussi de la baisse des prix du pétrole qui se traduira par une stabilisation, voire un recul de l'inflation dans certains pays.

En Allemagne, l'effet de ralentissement des prix serait moins important que dans les autres grands pays de la zone euro mais la dynamique du revenu nominal y serait mieux orientée. La situation de quasi plein-emploi et l'introduction du salaire minimum permettrait en effet à la fois une hausse plus rapide des salaires mais aussi une accélération relative des prix.

Graphique 13. Enquêtes sur le pouvoir d'achat des ménages de la zone euro



Source : Eurostat.

Tableau 3. Croissance du revenu disponible brut des ménages

En %

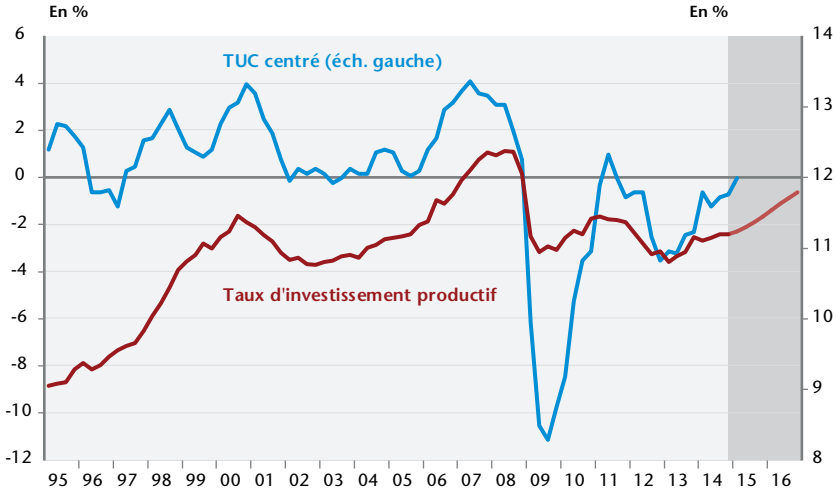
	DEU		FRA		ITA		ESP	
	RdB	Pouvoir d'achat	RdB	Pouvoir d'achat	RdB	Pouvoir d'achat	RdB	Pouvoir d'achat
2012	2,0	0,5	0,5	-0,9	-1,6	-4,2	-5,3	-3,0
2013	1,8	0,5	0,6	0,0	0,0	-1,1	-1,2	-0,3
2014	2,4	1,5	1,6	1,1	1,2	1,1	0,6	0,5
2015*	4,1	3,3	2,0	1,8	1,9	1,2	3,9	3,8
2016*	3,1	1,3	2,7	1,8	1,8	1,0	4,1	4,0

* Prévisions OFCE.
Sources : Comptes nationaux, Prévisions OFCE avril 2015.

Le deuxième facteur favorable à la reprise de la croissance est la baisse de l'euro. Entre mars 2014 et février 2015, l'euro a baissé de plus de 20 % vis-à-vis du dollar et de près de 9 % en termes de taux de change effectif nominal. Cette baisse stimulera donc les exportations des pays de l'union monétaire et accélèrera la croissance. Ainsi, la baisse simultanée du pétrole et de l'euro favoriseront les importations dans tous les pays, ce qui accroîtra la demande adressée et créera une logique vertueuse et auto-entretenue où la reprise alimentera la croissance dans tous les pays et se traduira en retour par une accélération des importations à l'intérieur de la zone euro qui se répercutera sur les exportations de l'ensemble des pays.

Enfin, ces perspectives favoriseront également l'investissement par un effet d'accélérateur. La hausse présente de la consommation des ménages et celle anticipée du commerce extérieur incite les entreprises à investir pour renouveler ou accroître leurs capacités de production, dans un contexte où les taux d'utilisation des capacités de production sont revenus à leur moyenne de long terme au premier trimestre 2015 sur l'ensemble de la zone euro (graphique 14). Ces investissements se réalisent d'autant plus facilement que les conditions de financement sont favorables. La baisse des taux s'amplifie dans la zone euro du fait de l'assouplissement quantitatif (*QE*). Par ailleurs, les enquêtes réalisées auprès des banques indiquent que les conditions de crédits s'améliorent pour les entreprises comme pour les ménages (graphique 15). Certaines difficultés de financement peuvent cependant subsister dans quelques pays et pour certaines entreprises pour lesquelles l'accès au crédit reste difficile[16]. Ainsi, le taux de croissance trimestriel de la FBCF passerait de 0,4 % au quatrième trimestre 2014 à 0,7 % en

Graphique 14. Taux d'investissement productif et taux d'utilisation des capacités de production dans la zone euro

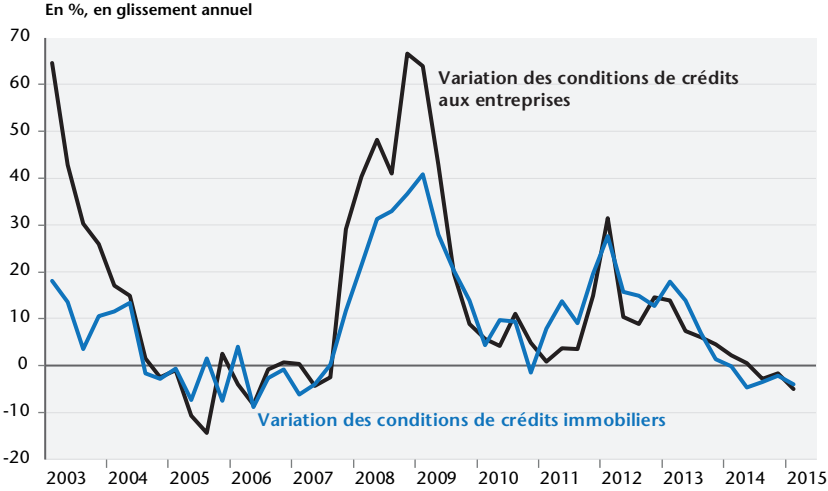


Sources : Eurostat, calculs et prévision OFCE avril 2015.

16. Selon l'enquête SAFE publiée par la BCE en novembre 2014 sur l'accès au crédit des PME, 32 % des entreprises grecques déclaraient que l'accès au financement était leur principal problème. Ce pourcentage s'élevait à 17 % pour les PME irlandaises, 18 % en Espagne et au Portugal et moins de 10 % en Allemagne.

fin d'année 2015 et 0,8 % sur l'ensemble de l'année 2016. Cette dynamique résulterait à la fois de l'investissement productif mais également de l'investissement en logement des ménages dont le rythme de croissance trimestriel serait encore négatif au cours du premier semestre 2015 mais atteindrait 0,9 % en fin d'année 2016, une fois que les ajustements, principalement en France et dans une moindre mesure en Italie, seront achevés.

Graphique 15. Conditions de crédit dans la zone euro



Source : BCE (Bank Lending Survey).

Ainsi, toutes les composantes de la croissance vont progressivement s'améliorer mais pas simultanément. Ces décalages résultent de l'enclenchement d'une mécanique vertueuse qui allume les signaux positifs les uns après les autres et entretient la croissance qui permet alors une amélioration significative et durable de l'emploi. Le premier stimulus viendra de la consommation finale – principalement celle des ménages – qui se réalisera au cours des deux premiers trimestres 2015. Son augmentation serait de 0,6 %, en rythme trimestriel en début d'année puis elle ralentirait légèrement au fur et à mesure que l'impact positif de la baisse du prix du pétrole s'affaiblira. En 2016, le rythme trimestriel atteindrait 0,4 % soit un niveau moyen proche de celui observé en 2014 mais bien plus élevé que sur la période 2011-2013 (-0,2 %). Ainsi, la consommation des ménages contribuerait pour 0,4 point à la croissance de 0,5 % qui est prévue pour le premier semestre 2015 (tableau 4).

L'investissement et les exportations prendront ensuite progressivement le relais. La contribution de ces deux composantes sera plus faible mais en progression entre 2015 et 2016. En outre, comme nous le soulignons, le soutien global de l'investissement à la croissance serait, au moins au début de l'année 2015, freiné par l'investissement en logement des ménages.

Tableau 4. Contributions à la croissance du PIB de la zone euro

En %, points

	PIB	Consommation (privée & publi.)	Investissement	Commerce extérieur
2015 – Q1	0,5	0,4	0,1	0,0
Q2	0,5	0,4	0,1	0,0
Q3	0,5	0,3	0,1	0,1
Q4	0,5	0,3	0,1	0,1
2016 – Q1	0,5	0,3	0,2	0,1
Q2	0,5	0,3	0,2	0,1
Q3	0,5	0,2	0,2	0,1
Q4	0,5	0,2	0,2	0,1

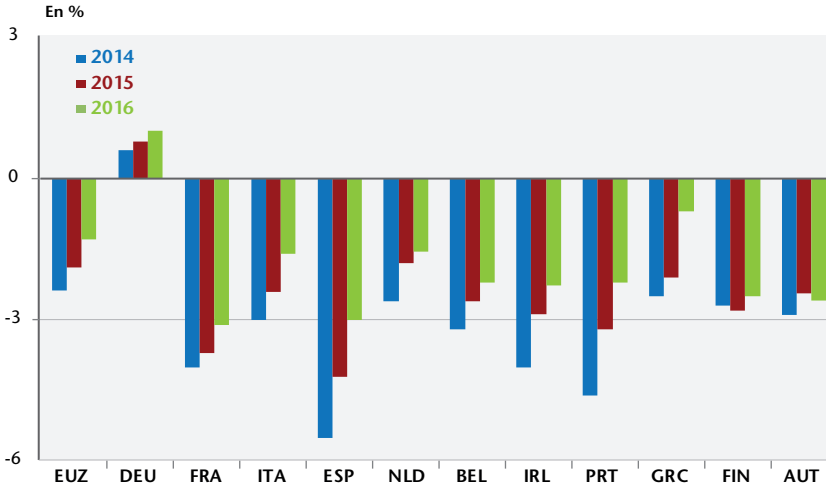
Sources : Eurostat, Prévisions OFCE avril 2015.

Sur l'ensemble de l'année 2015, la croissance de la zone euro atteindrait 1,6 %, puis accélérerait pour s'établir à 2 % en 2016, ce qui devrait permettre à la fois une amélioration de la situation de l'emploi, en progression de 1 puis de 1,2 %, et la poursuite de la baisse du chômage au rythme de 0,5 point par an. Si cette réduction montre bien que la zone euro est engagée sur un sentier de reprise, il n'en demeure pas moins qu'à cette vitesse, le taux de chômage d'avant-crise, qui était de 7,5 % en 2007, ne serait pas atteint avant 2022. La reprise est donc bien réelle mais la zone euro restera encore pendant de longues années dans une situation sociale détériorée. De fait, le rythme de croissance anticipé pour 2015-2016 n'est pas très élevé au regard des phases précédentes de reprise de la zone euro. Ainsi, la croissance de la zone euro avait été plus rapide après la première phase de récession en 2008-2009 : 2,8 % en glissement annuel au premier trimestre 2011. Cette dynamique de reprise avait été cependant interrompue par une nouvelle entrée de la zone euro en récession résultant de l'orientation des politiques budgétaires devenues restrictives alors qu'elles avaient permis de soutenir l'activité en 2009-2010. Cette phase de consolidation budgétaire s'atténue néanmoins en 2015 et 2016 avec une

impulsion budgétaire agrégée pour l'ensemble de la zone euro de -0,1 puis -0,2. Cette impulsion serait assez proche de celle observée en 2014 mais bien inférieure à celle de la période 2011-2013 qui était en moyenne de 1,3 % sur l'ensemble de la zone euro et dépassait 2 % en Espagne, Irlande, Portugal et en Grèce.

Malgré les contraintes du Pacte de stabilité qui s'exerceront sur les pays encore concernés par le volet correctif du Pacte de stabilité et de croissance (France, Espagne, Irlande, Portugal, Grèce, Slovénie, Chypre et Malte) et sur ceux concernés par le volet préventif, les ajustements budgétaires seront atténués. La France a notamment obtenu – le 27 février 2014 – un délai supplémentaire pour atteindre la cible de 3 %, ce qui lui éviterait de prendre des mesures contrecarrant la reprise en 2015. Ces efforts seraient cependant reportés à 2016 et 2017 puisque les ajustements requis par la Commission européenne atteindraient alors respectivement 0,8 et 0,9 point de PIB. À l'horizon 2016 tous les pays de la zone euro parviendraient à passer sous la barre de 3 % (graphique 16). Seule la France pourrait faire exception avec un déficit de 3,1 %, ce qui lui permettrait néanmoins de tenir ses nouveaux engagements pour 2017.

Graphique 16. Déficits budgétaires des principaux pays de la zone euro



Sources : Eurostat, prévision OFCE avril 2015.

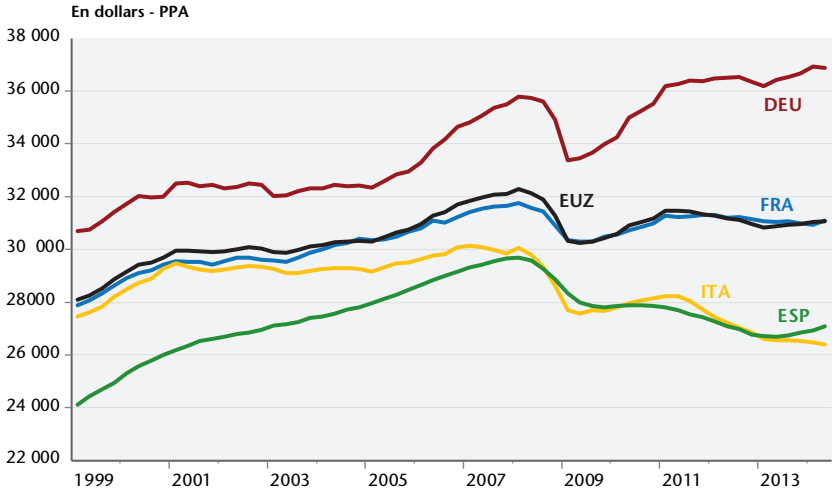
Une moindre croissance en Allemagne que dans la zone euro, une accélération dans les pays en crise

L'accélération de la croissance dans la zone euro se traduirait aussi par un rééquilibrage de celle-ci ; la croissance des pays pour lesquels la récession avait été plus forte serait cette fois-ci plus élevée, permettant de mettre un terme aux divergences observées depuis 2011. Depuis 2010, la croissance de l'Allemagne a toujours été supérieure à celle de la zone euro, cela cesserait d'être le cas en 2016. Avec un écart de production proche de zéro, le PIB allemand ne croîtrait plus vite que son potentiel (1,2 %) qu'en raison de facteurs particuliers qui exerceraient un effet positif à court terme sur la croissance : l'immigration d'une part, qui stimulerait la population active en 2015 et 2016, et l'introduction progressive du salaire minimum en 2015 qui, cumulée avec l'impact du pétrole, va soutenir largement la consommation des ménages en 2015. La croissance allemande serait légèrement inférieure à 2 % les deux prochaines années. La logique est toute autre dans les pays en crise qui retrouveraient un sentier de croissance bien plus dynamique, notamment en Espagne, permettant un effet de rattrapage, comme le montre l'évolution du PIB par tête (graphique 17). Bien que l'Italie sorte de la récession, sa croissance resterait en deçà de celle des autres pays de la zone euro. Elle serait de fait à l'écart du mouvement de rattrapage, ce qui refléterait notamment la faiblesse de la croissance potentielle et de la tendance de productivité.

Dans ces pays où l'écart de production s'est fortement creusé, l'impulsion budgétaire sera soit moins restrictive que les années précédentes, soit neutre, et la baisse du prix du pétrole constituera un facteur supplémentaire de soutien au revenu des ménages. En 2015 et 2016, l'Espagne et l'Irlande, qui doivent rattraper un très fort retard sur les autres pays de la zone, seront les pays connaissant les performances de croissance les plus fortes (2,8 puis 3,3 % pour l'Espagne et 3,3 puis 3,8 % pour l'Irlande). Déjà en 2014, la croissance de ces deux pays avait été supérieure à celle de la zone euro. L'Italie resterait à l'écart de ce mouvement de franche reprise, avec une croissance plus faible que celles des autres pays. En 2014, c'était déjà l'un des rares pays de la zone euro à afficher un recul de son PIB (-0,4 %), ce qui renvoie aux problèmes structurels de l'Italie (faible croissance de la productivité et chute de la compétitivité). Quant à la France, qui se trouvait en situation de stagnation depuis

2012 (avec une progression annuelle du PIB de 0,4 % pendant 3 années consécutives), sa croissance serait proche de celle de la zone euro en 2015 et 2016 (respectivement 1,4 et 2,1 %), bénéficiant notamment des mesures visant à réduire le coût du travail (CICE et Pacte de responsabilité), ce qui améliorera la situation des entreprises et stimulera l'emploi et la croissance.

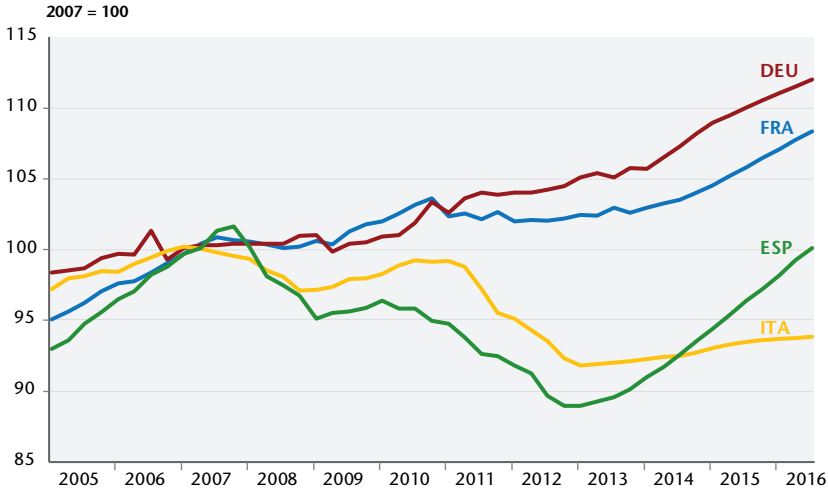
Graphique 17. PIB par habitant des pays de la zone euro



Sources : Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE avril 2015.

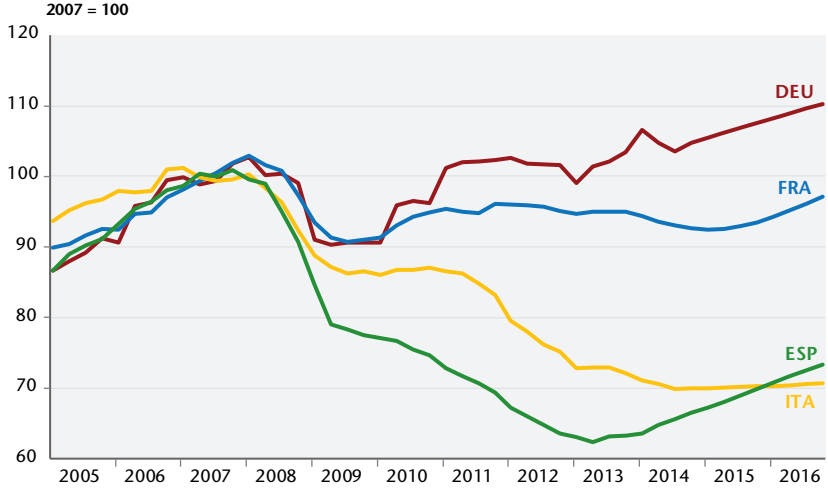
Au sein même des pays, la composition de la croissance se modifierait. Ainsi en Allemagne, dans la logique des années récentes, le commerce extérieur ne soutiendrait pas la croissance (0,1 point en contribution sur 2015 et -0,2 sur 2016). C'est la demande intérieure qui la tirerait. À la baisse du prix du pétrole s'ajoutera une dynamique plus favorable des salaires qui résulte non seulement du faible taux de chômage mais aussi de l'instauration progressive du salaire minimum. La demande intérieure sera aussi le moteur de la croissance espagnole en 2015 et 2016. Après des années de crise où la demande intérieure espagnole a été fortement impactée par l'effondrement du secteur de la construction et par les mesures d'austérité, elle est redevenue dynamique en 2014. La croissance de la consommation des ménages (graphique 18) et de l'investissement productif ont nettement accéléré, tandis que la chute de l'investissement des ménages s'est interrompue fin 2013 (graphique 19).

Graphique 18. Consommation des ménages des pays de la zone euro



Sources : Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE avril 2015.

Graphique 19. Investissement des ménages des pays de la zone euro



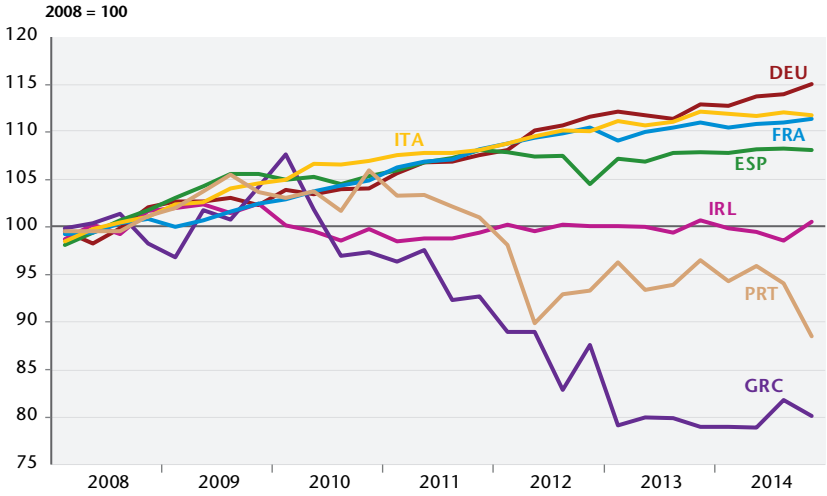
Sources : Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE avril 2015.

En France, comme en Italie, une dynamique similaire serait à l'œuvre avec un accroissement de la demande intérieure. La contribution du commerce extérieure à la croissance serait également légèrement positive. Dans l'ensemble de la zone euro, cette dynamique de croissance permettrait de réduire le taux de chômage. En Espagne, la baisse serait de 3 points entre la fin de l'année 2014 et

la fin de l'année 2016. Elle serait plus faible en Allemagne, ce qui s'explique par le fait que le pays se trouve dans une situation de quasi plein emploi. Quant à la France ou à l'Italie, le chômage baisserait modérément (de 0,5 et 0,4 point respectivement), ce qui refléterait notamment une situation initiale de sureffectif qui serait résorbé progressivement, les entreprises privilégiant d'abord la restauration de leurs marges avant de décider de nouvelles embauches. De plus, dans le cas de l'Italie, la réforme du marché du travail – la mise en place d'un nouveau système d'assurance chômage devrait encourager de nouvelles entrées sur le marché du travail) – s'ajouterait à celle du système de retraite pour accroître la population active, limitant ainsi la baisse du chômage.

Par ailleurs, malgré une croissance plus élevée, la baisse relative de l'inflation dans les pays en crise, relativement à l'Allemagne, se poursuivrait. Ainsi, en Espagne, malgré la reprise de l'emploi, le taux de chômage reste trop élevé pour que les salaires accélèrent. L'indice du coût du travail (dans l'industrie, la construction et les services) a stagné en nominal en Espagne depuis la fin de l'année 2011 alors qu'il a cru de 7 % en Allemagne (graphique 20). De fait, une stratégie de désinflation compétitive a été mise en œuvre dans l'ensemble des pays en crise de la zone euro. En nominal, le coût du

Graphique 20. Coût de la main-d'œuvre dans l'ensemble de l'économie



Sources : Eurostat.

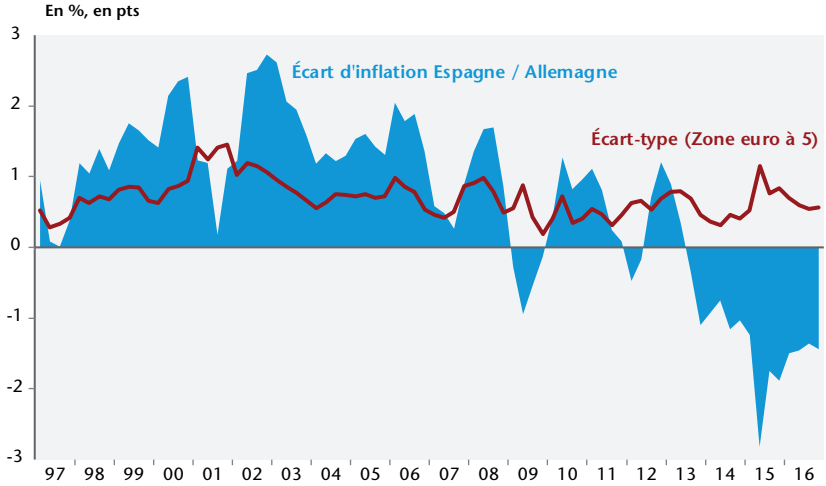
travail a baissé de 12,4 % au Portugal et de 13,6 % en Grèce. Seule l'Italie se distingue par une absence de baisse relative du coût du travail malgré une baisse de la croissance comparable à celle de l'Espagne. Nous anticipons que cette stratégie de désinflation compétitive à l'intérieur de la zone euro va se poursuivre. Les réformes du marché du travail mises en œuvre dans les pays en crise (notamment celles relatives à la décentralisation des négociations collectives) vont continuer à peser sur la dynamique des salaires dans un contexte où les écarts de chômage vont persister. En France, c'est *via* des mesures de crédit d'impôt et d'allégement de charges que l'État entend aider les entreprises à restaurer leur compétitivité. Ainsi le CICE (Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi), mis en place en 2013 pour les salaires inférieurs à 2,5 SMIC, est l'équivalent d'une baisse des charges pour les employeurs. Quant au Pacte de responsabilité qui est entré en vigueur en 2015, il conduit à une réduction des charges dégressives entre le SMIC et 3,5 SMIC[17]. L'Allemagne est à contre-courant, avec non seulement l'instauration du salaire minimum, mais aussi une situation de quasi plein emploi qui conduit à des négociations salariales plus favorables. Nous anticipons une augmentation de l'écart d'inflation entre l'Espagne et l'Allemagne (de 1,3 point en moyenne en 2015-2016) (graphique 21). L'inflation serait de 0,4 % en 2016 en Espagne contre 1,8 % en Allemagne. Eu égard à la forte inflation espagnole durant les années 2000 en comparaison avec l'Allemagne (1,3 point d'écart en moyenne entre 2000 et 2010), l'ajustement des prix sera de toute façon lent relativement à ce qui serait nécessaire pour résorber les déséquilibres dans la zone euro (voir iAGS, 2015). De plus, comme cet ajustement a lieu dans un contexte d'inflation basse (même en Allemagne où elle ne dépasserait pas 2 %), cela contraint l'inflation des pays en crise à être encore plus basse, ce qui maintient le risque de déflation (*cf. infra*).

La poursuite des ajustements de coûts et de prix permettra une amélioration de la compétitivité relative de la France et de l'Espagne vis-à-vis de l'Allemagne, conduisant à des évolutions différenciées des parts de marché à l'intérieur de la zone euro. En dehors de la zone euro, tous les pays bénéficieront de la dépréciation de l'euro. Au final, l'Allemagne et l'Italie perdraient

17. Pour plus de détails, se référer à Ducoudré et Heyer (2014).

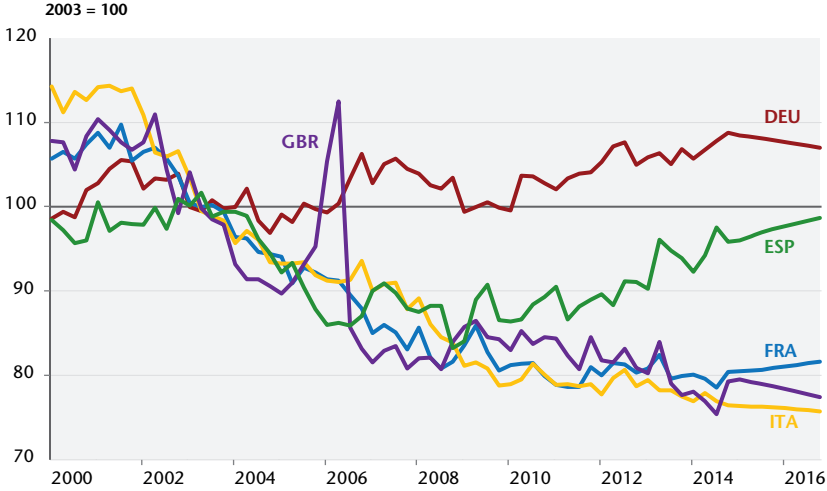
légèrement des parts de marché (graphique 22), tandis que la France et surtout l'Espagne en gagneraient. À l'exception du cas italien, on assisterait donc à une convergence des parts de marché entre les grands pays de la zone euro.

Graphique 21. Mesure de la dispersion de l'inflation dans la zone euro



Sources : Eurostat, prévision OFCE avril 2015.

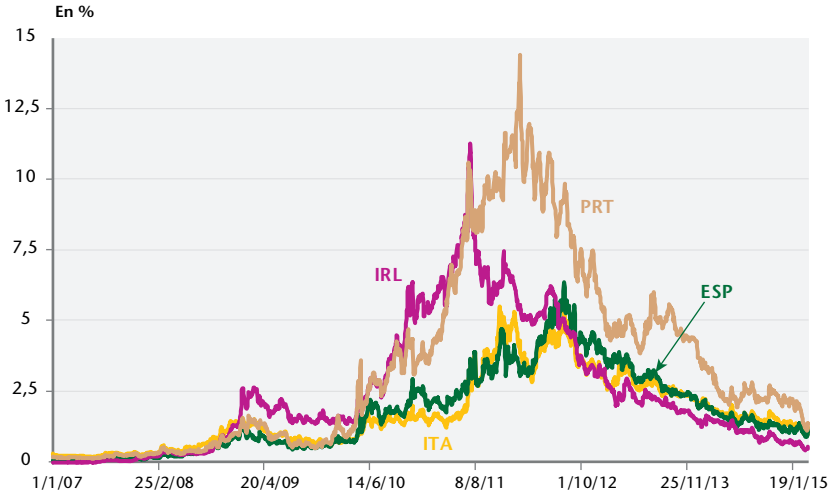
Graphique 22. Parts de marché à l'exportation des pays de la zone euro



Sources : FMI, Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE avril 2015.

Un autre facteur de convergence tient à la situation sur les marchés financiers. Avec le *quantitative easing* (*QE*), la baisse des taux longs s'est poursuivie dans tous les pays. Comme la baisse est plus rapide dans les pays périphériques qu'en France ou en Allemagne, les *spreads* souverains se sont considérablement réduits, retrouvant selon les pays les niveaux de 2009 ou 2010 (graphique 23). La répercussion sur les taux bancaires est favorable à une reprise du crédit et donc de l'activité dans ces pays.

Graphique 23. *Spreads* souverains des pays en crise



Source : Datastream.

3. Le régime de croissance des autres pays industrialisés

Les États-Unis et le Royaume-Uni conserveront leur régime de croissance, bénéficiant également de la baisse du prix du pétrole. De fait, comme le suggère la première partie de cette étude, les freins à leur croissance seront modérés. Les conditions financières restent favorables malgré la fin de l'assouplissement quantitatif aux États-Unis et la perspective du début du resserrement monétaire au dernier trimestre 2015 pour la Réserve fédérale et en début d'année 2016 pour la Banque d'Angleterre. Ainsi, l'appréciation respective du dollar et de la livre sterling n'amputeraient que faiblement la croissance. Celle-ci serait encore largement tirée par la demande intérieure et atteindrait 3,1 % et 2,5 % en 2015 aux États-Unis et au Royaume-Uni avant de décélérer en 2016.

États-Unis : l'année de grâce

Si l'année 2014 connaît une légère accélération de la croissance américaine par rapport à sa moyenne des 4 années antérieures (2,4 % pour une moyenne tout juste à 2,2 %), elle marque surtout un tournant dans l'étape de consolidation des ressorts de la croissance. Attendue depuis plusieurs années, l'amélioration du marché du travail s'est confirmée tout au long de l'année tandis que l'absence de tensions inflationnistes a permis la détente des taux d'intérêt à long terme. La chute des prix du pétrole depuis l'été dernier et l'appréciation du dollar intervenue vers la fin de l'année devrait prolonger cette détente. L'allégement de l'austérité budgétaire et un environnement financier encore très accommodant devraient permettre à l'année 2015 de poursuivre cette dynamique. La croissance s'accélérerait autour de 3,1 %. Elle reviendrait sur un rythme un peu plus lent en 2016, freinée par l'impact négatif du taux de change sur le commerce extérieur et un environnement financier un peu moins accommodant. Cette croissance devrait permettre de réduire l'écart de production à l'horizon de la fin 2016 mais il aura fallu, malgré des performances bien meilleures que dans la zone euro, sept années pour réduire significativement la sous-utilisation des facteurs de production.

En 2014, la consommation des ménages a été bien orientée, soutenue par un revenu plus dynamique que par le passé et surtout marquée par la reprise des créations d'emploi dans le secteur privé. De plus, le revenu a bénéficié de la légère désinflation induite par la baisse des prix de l'énergie en fin d'année pour accroître son pouvoir d'achat. Simultanément, les ménages ont profité des bas taux d'intérêt pour contracter des crédits à la consommation et acheter notamment des biens durables (+8,4 % sur un an à la fin de 2014). Résultat, si la dette à court terme des ménages reste modérée, une fois rapportée au revenu disponible, elle dépasse les plus hauts atteints à la veille de la crise. Néanmoins, les contraintes de désendettement des ménages demeurent encore présentes et pèsent sur leurs décisions d'investissement. Si les ménages plus riches bénéficient de l'envolée des cours boursiers, une partie des ménages reste aux prises avec une dette hypothécaire encore trop élevée. Rapportée au revenu disponible brut, la dette immobilière continue à baisser : après une baisse de 30 points, le taux est revenu

près de sa moyenne de long terme. Pour autant, l'ajustement ne permet pas encore de se relancer dans un nouveau cycle d'endettement. Il ne faut pas reproduire la situation de 2002, la reprise économique s'étant réalisée à l'époque dans un environnement monétaire très stimulant alors que les ménages n'avaient pas fini d'épurer leurs dettes. Entrés trop tôt dans une logique d'endettement, ils avaient alors pris le risque de se heurter très vite aux limites du surendettement. Rapportée à la valeur du patrimoine immobilier, cette dette reste là encore un peu trop élevée, même si de ce point de vue la hausse des prix immobiliers devrait favoriser un rééquilibrage rapide. Dans ces conditions, la reprise des crédits hypothécaires est restée timide en 2014 et l'investissement immobilier peu dynamique. Malgré les bonnes conditions financières, les mises en chantier et demande de permis de construire restent stables à la fin de l'année 2014.

Le grand changement vient surtout des entreprises. L'année 2014 a été soutenue par l'accélération de l'investissement productif (sauf en fin d'année) et la reprise des créations d'emploi. La production industrielle a progressé sur des rythmes qui ont frôlé les 5 % sur un an et les taux d'utilisation des capacités sont revenus sur leur moyenne de long terme. Le retour à des conditions habituelles d'utilisation des capacités productives en 2014 s'est accompagné d'un effort accru d'investissement depuis le milieu de l'année 2013. Rapporté au PIB, le taux d'investissement a atteint 16,2 % en 2014 après 15,8 % en 2013. Simultanément, les créations d'emplois se sont accélérées depuis le printemps dernier, et notamment l'emploi salarié privé (+2,5 % fin 2014 sur un an), au point de dépasser l'évolution naturelle de la population en âge de travailler. Le taux d'emploi s'est donc légèrement redressé en 2014 (+0,5 % de la population en âge de travailler par rapport à 2013) mais ne compense les 5 points de chute antérieure. Cette consolidation du marché de l'emploi qui devrait se poursuivre en 2015 et 2016 devrait s'accompagner du retour des travailleurs découragés, attirés par l'amélioration des perspectives de (re)trouver un emploi. Le taux de chômage devrait donc baisser beaucoup moins rapidement en 2015 et 2016. C'est d'ailleurs déjà ce que l'on observe en 2014. Après une baisse rapide de plusieurs années, le taux de chômage stagne depuis décembre 2014 autour de 5,5 %. S'il est faible, et tout particulièrement en ce qui concerne le chômage de

court terme (inférieur à 6 semaines, voire à 26 semaines), le taux de chômage de plus longue durée reste 1 point supérieur à sa tendance, avec une durée moyenne de chômage élevée. Surtout, au-delà des facteurs structurels et notamment démographiques qui expliquent son déclin tendanciel, le taux d'activité devrait augmenter pour des raisons conjoncturelles et donc freiner la baisse du taux du chômage. Cet ajustement sur le marché du travail pèsera sur les hausses salariales qui ne devraient pas s'accélérer avant l'automne 2015. Le maintien à un bas niveau de la part des salaires dans la valeur ajoutée a permis une forte profitabilité des entreprises américaines qui s'est reflétée dans l'évolution des cours boursiers : au début de 2015, le SP 500 et le Dow Jones dépassaient leur pic de 2007 de plus de 30 %. Cette envolée devrait s'interrompre prochainement. Pour autant la situation des entreprises devrait rester très favorable. Les taux sur le marché obligataire, principale source de financement des entreprises aux États-Unis, ont continué à baisser tout au long de l'année en 2014 pour revenir autour de 4 % et restent peu coûteux.

Malgré cette consolidation de la croissance américaine en 2014, le premier trimestre 2015 pourrait s'avérer décevant en raison de facteurs ponctuels. De mauvaises conditions météorologiques en janvier et surtout en février ont sensiblement affecté l'activité dans la construction ainsi que les achats des consommateurs. Les ménages n'ont donc pas pu profiter pleinement de la chute du prix des produits pétroliers (-20 % entre juin 2014 et février 2015) et du regain de pouvoir d'achat que celle-ci leur offrait pour des dépenses complémentaires. L'indicateur de confiance marque cependant une forte hausse en début d'année 2015. Par ailleurs, des mouvements chez les dockers ont perturbé l'activité portuaire et freiné l'exportation de marchandises. Ces facteurs ont été levés et un rebond est attendu au deuxième trimestre.

Les années 2015 et 2016 devraient voir la confirmation des transformations en cours d'autant qu'en 2015 ; d'autres facteurs joueront positivement sur la croissance américaine : la chute de 50 % du prix du pétrole, un environnement financier encore très favorable, et la désinflation importée du fait de la forte appréciation du dollar. Après deux années de repli, le dollar s'est apprécié de 27 % face à l'euro entre mai 2014 et mars 2015. Fin 2014, il avait retrouvé son niveau de juillet 2012 mais la hausse enregistrée

depuis le début de l'année l'a ramené à son niveau de 2003. La hausse est moins marquée sur le taux de change effectif (19 % depuis juillet 2014), l'euro s'étant déprécié face à toutes les monnaies, mais le mouvement amplifie une tendance déjà installée depuis l'année 2011. Derrière l'impact désinflationniste de 2014 et 2015, cette appréciation devrait peser sur la compétitivité-prix des producteurs nationaux et entraîner des pertes de parts de marché à l'exportation relativement fortes en 2015 et 2016. De même, elle devrait stimuler le recours aux importations et entraîner une dégradation du solde courant en 2016. Au final, l'évolution du commerce extérieur pourrait retirer 0,4 point de croissance sur chacune des années 2015 et 2016.

Si la baisse du prix du pétrole s'apparente à un choc de demande positif pour les ménages et entreprises consommatrices de pétrole, elle va néanmoins générer un ajustement de l'offre dans l'industrie du pétrole de schiste, et même au-delà (voir dans ce numéro l'étude spéciale sur le pétrole). Plusieurs risques sont associés à ce choc. Depuis décembre 2014, la chute de la rentabilité des investissements (exploration, forage) a entraîné une chute de 45 % des investissements dans le secteur qui va se traduire à un horizon relativement court par un ajustement sensible de l'offre de pétrole de schiste. La baisse des prix marque également la fin de l'avantage de compétitivité dont bénéficiaient les industries utilisatrices de gaz naturel (issue de l'activité de production du pétrole non-conventionnel). Elle devrait également affecter la richesse des ménages qui détiennent des actifs liés à l'industrie pétrolière.

Ce rééquilibrage de la croissance se fait sur fonds d'inflation très modérée. En février 2015, l'indice des prix à la consommation a reculé de 0,1 % sur un an (-0,2 % en janvier) et l'inflation sous-jacente demeure stable à 1,7 % depuis plusieurs mois. À la fin 2016, la fin des effets liées à l'énergie pourrait ramener l'inflation autour de 2 % avec un sous-jacent qui reste stable. La pression désinflationniste exercée par l'appréciation du taux de change combinée à l'objectif de ramener l'inflation vers sa cible de 2 % à moyen terme devrait dissuader la Réserve fédérale d'amorcer sa remontée des taux directeurs avant l'automne prochain. La hausse se fera à petits pas, moins vite que lors des précédents mouvements haussiers de taux. Les taux longs publics pourraient augmenter légèrement pour terminer l'année 2016 autour de 3 %. Simultanément, la politique

budgétaire sera presque neutre en 2015 et très légèrement restrictive en 2016 (-0,1 et -0,3 point de PIB en 2015 et 2016 après -1,1 en 2014). Cet assouplissement devrait toutefois s'accompagner d'une franche amélioration du déficit public, permise par une croissance supérieure à la croissance potentielle. Le solde budgétaire devrait ainsi passer de 5 % du PIB en 2014 à 3,7 % en 2016.

Royaume-Uni : la belle vitrine

Depuis deux ans, l'économie britannique s'est engagée sur le chemin de la reprise. Le PIB a augmenté de 2,8 % en 2014, après 1,7 % en 2013. Au quatrième trimestre 2014, le PIB était 5 % au-dessus de son niveau de 2007, après avoir chuté de près de 6 points en 2008. La reprise a été tirée par les secteurs des services, notamment de santé (qui représentent 7 % de la valeur ajoutée) et de l'immobilier (11 % de la valeur ajoutée). Dans l'industrie manufacturière (10 % de la valeur ajoutée), la production est encore 5 % en dessous de son niveau d'avant-crise, et la reprise y demeure plus lente que dans les services. L'économie britannique a été très tôt soutenue par une politique monétaire fortement expansionniste. La Banque d'Angleterre a rapidement baissé son taux directeur à 0,5 % et s'est engagée, dès 2009, dans une politique d'assouplissement quantitatif atteignant 375 milliards de livres d'achats d'actifs (soit 22 points de PIB) en juillet 2012, montant resté inchangé depuis. Les taux d'intérêt publics à long terme sont restés faibles. De 1,9 % en décembre 2012, ils sont ensuite remontés à 3 % en fin d'année 2013, avant de baisser à nouveau pour atteindre 1,6 % à la fin mars 2015, en termes nominaux, comme réels, ce qui est particulièrement faible compte tenu des taux de croissance. Ces conditions monétaires ont contribué à soutenir les prix des actifs et notamment immobiliers (graphique 24), qui sont par ailleurs structurellement élevés au Royaume-Uni du fait de l'insuffisance d'offres de logements. Les hausses des prix des actifs ont amélioré le patrimoine des ménages et généré ainsi un effet de richesse positif dans un contexte de progression limitée des salaires. La consommation des ménages fut ainsi un moteur important de la croissance en 2013 et plus encore en 2014 avec une croissance annuelle respective de 1,7 et 2,5 %. L'investissement privé, aussi, a redémarré, porté par de faibles taux d'intérêt et l'amélioration des

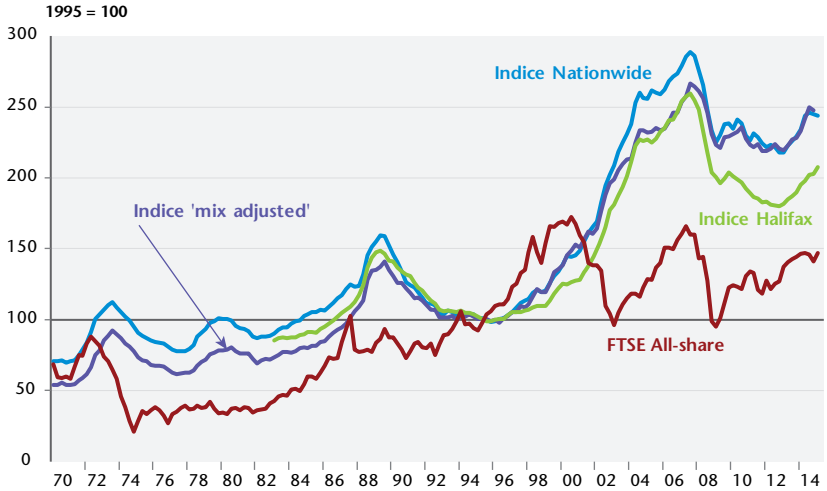
perspectives de demande : ainsi, l'investissement des entreprises en volume a progressé de 6,2 % en 2013 et de 9 % en 2014. Ceci ramène le taux d'investissement, particulièrement faible avant la crise, à des niveaux plus proches de ses niveaux du début des années 2000. L'investissement résidentiel a pour sa part progressé 4,3 % en 2013 et de 6,7 % en 2014.

En janvier 2015, le taux de chômage britannique, au sens du BIT, n'était plus que de 5,7 %, contre 8,4 %, son précédent point haut, à la fin de 2011. Ce taux est l'un des plus bas de l'Union européenne, si l'on compare les taux de chômage harmonisés, au sens du BIT, publiés par Eurostat, certes derrière l'Allemagne (4,8 % seulement), mais loin devant la France (10,6 %), l'Italie (12,6 %). Si le taux de chômage britannique n'a pas encore rejoint son niveau d'avant-crise (5,2 %), il en est désormais proche.

En février 2015, l'inflation, mesurée selon l'indice des prix à la consommation harmonisé, est tombée à 0,0 %, contre 2 % à l'été 2014. Cette décélération s'explique principalement par la baisse des prix de l'énergie, mais au cours de la même période, l'inflation sous-jacente a aussi ralenti, passant de 2 % à 1,2 %. L'appréciation du taux de change effectif de la livre sterling, et la poursuite de faibles hausses des coûts salariaux contribuent à freiner l'inflation au Royaume-Uni. Comme dans les autres pays industrialisés, la poursuite de la désinflation soutiendra le pouvoir d'achat et la consommation des ménages britanniques au premier semestre 2015. L'inflation accélérerait progressivement pour atteindre 1,7 % en glissement sur un an en fin d'année 2016.

Du côté de l'environnement extérieur, l'économie britannique sera soumise à des forces exerçant des effets opposés. D'une part, le Royaume-Uni bénéficierait de la reprise annoncée en zone euro en 2015, ce qui sera bénéfique pour les exportations britanniques, dont 53 % sont à destination de la zone euro. Mais, d'autre part, les entreprises britanniques perdront en compétitivité, en particulier vis-à-vis de celles de la zone euro en raison de l'appréciation de la livre, proche de 16 % en termes nominaux depuis la fin 2012. La devise britannique s'est également appréciée vis-à-vis du dollar au cours de cette période, mais plus modérément (7 %), et son niveau reste relativement faible par rapport au dollar, ce qui permet aux exportateurs britanniques de pouvoir bénéficier du dynamisme des marchés de la zone dollar.

Graphique 24. Cours boursiers et prix de l'immobilier, en termes réels, au Royaume-Uni



Sources : Marchés financiers, ONS, Datastream.

La dynamique récente de l'inflation a conduit le Comité de politique monétaire (CPM) de la Banque d'Angleterre à repousser le resserrement de la politique monétaire qu'elle envisageait il y a quelques mois pour ce printemps 2015, au printemps 2016. La question des risques inflationnistes fait l'objet de débats au sein du Comité de politique monétaire depuis de nombreux mois : la croissance et le faible taux de chômage étant potentiellement annonciateurs de tensions inflationnistes à brève échéance, si l'on estime que l'économie est redevenue proche du plein emploi. Mais avec le ralentissement continu de l'inflation depuis 2012, sur fonds de faibles hausses des salaires, d'appréciation de la livre et des baisses des prix de l'énergie, la perspective d'une accélération de l'inflation s'éloigne à court terme. Les conditions financières resteront donc encore bien orientées en 2015 et ne commenceraient à se durcir qu'au cours de l'année 2016. Le mouvement conjugué du taux de change et des taux d'intérêt contribuerait alors au ralentissement progressif de la croissance puisque celle-ci s'établirait à 1,9 % en 2016 après 2,5 % en 2015.

Étant donné le resserrement de politique monétaire très progressif inscrit dans notre prévision, le risque d'une baisse brutale des prix de l'immobilier au Royaume-Uni très peu probable, surtout que le niveau de l'offre de logements reste structurellement

insuffisant par rapport à la demande. Les ménages continuent certes de se désendetter mais de façon assez lente. Leur endettement représentait 136 % de leurs revenus annuels à la fin 2014, contre 160 % au début de la crise.

La demande intérieure restera le principal moteur de la croissance, même si elle sera en partie amputée par la poursuite de l'ajustement budgétaire. À l'approche des élections du 7 mai 2015, les perspectives budgétaires sont particulièrement incertaines. Mais le parti conservateur comme le parti travailliste, au coude à coude dans les sondages, annoncent qu'ils poursuivront les objectifs de réduction des déficits et de la dette publique, bien que de façon plus nette pour le parti conservateur que pour les travaillistes. Nous avons inscrit dans notre compte une impulsion budgétaire qui resterait négative (de l'ordre de 0,4 point de PIB par an en 2015 et 2016).

Japon : encore sous l'effet de la hausse de la TVA

Parmi les grands pays industrialisés, seul le Japon ferait figure d'exception et manquerait dans un premier temps le train de la reprise. Nous anticipons une croissance autour de 0,5 % en 2015 après un recul du PIB de 0,1 % cette année. La tentative de consolidation budgétaire, initiée par le Premier ministre Shinzo Abe s'est soldé par retour en récession. La hausse de la taxe sur la consommation entrée en vigueur en avril 2014 (+ 3 points, portant le TVA à 8 %) a fait chuter la consommation des ménages (de 5 % au deuxième trimestre) et la croissance. Cette situation a montré la fragilité de la reprise japonaise amorcée en 2012 obligeant le gouvernement à revenir sur ses engagements en renonçant à la deuxième hausse de 2 points du taux de TVA initialement prévue en octobre 2015, et qui devait porter ce taux à 10 %. Cette décision n'implique cependant pas un changement radical de la politique budgétaire puisque l'impulsion resterait négative (de l'ordre de -1 point par an selon l'OCDE), le gouvernement souhaitant ramener le déficit primaire à 3,3 % du PIB cette année fiscale (qui débute en avril), ce qui correspondrait à une baisse de moitié du solde par rapport à 2010. En outre, l'objectif à moyen terme est d'atteindre un excédent primaire en 2020. Au premier trimestre 2015, les indicateurs conjoncturels suggèrent une croissance modérée de la demande intérieure privée (consommation des

ménages, investissement des entreprises). C'est du côté de la demande étrangère que se trouvent actuellement les moteurs de la reprise japonaise : la forte baisse passée du yen (30 % en termes de taux de change effectif réel entre 2012 et 2014) amène ce dernier a son niveau le plus bas depuis le début des années 1980 et se traduit par le retour de gains de parts de marché à l'exportation. Le solde commercial est revenu à l'équilibre grâce à une vive reprise des exportations et à la chute des importations. La baisse des prix du pétrole est une bonne nouvelle pour l'économie japonaise, mais elle se traduit aussi par un ralentissement de l'inflation. Celle-ci est encore de 2,2 % en glissement sur un an en février 2015, mais cela résulte de la hausse passée de la TVA et les prix ne progressent plus depuis novembre dernier. La perspective d'un retour de la déflation à brève échéance conduit la Banque du Japon à repousser le resserrement monétaire (en ce qui concerne les mesures d'assouplissement quantitatif) qu'elle envisageait il y a quelques mois. Dans ces conditions, il faudrait attendre 2016 pour voir une accélération plus significative de la croissance avec un PIB qui progresserait de 1,4 %.

Les émergents : une croissance à géométrie variable

La crise de 2008 a marqué la fin d'une période d'expansion rapide dans les pays émergents qui avait débuté au début des années 2000. Cette croissance était portée par le boom du prix des matières premières, le dynamisme du commerce international ou par l'intégration européenne dans le cas des économies d'Europe centrale et orientale. La crise du tournant des années 1990-2000 qui s'était propagée de l'Asie à la Russie puis à l'Amérique latine, avait corrigé les déséquilibres financiers et macroéconomiques et d'importantes réformes structurelles avaient été mises en place. Les dettes publiques et privées avaient été restructurées et les taux de change étaient revenus à des niveaux plus compétitifs. Les économies avaient alors pu tirer parti d'un environnement international favorable pour renouer avec la croissance, mais parfois sans investir suffisamment pour rendre cette croissance vertueuse en améliorant leur potentiel d'offre. Depuis l'éclatement de la crise financière, les économies émergentes évoluent au gré de la situation des grandes économies, et cela d'autant plus qu'elles sont plus ouvertes finan-

cièrement, commercialement, et pour certaines, plus dépendantes du commerce de matières premières qu'auparavant. Après la récession de 2009, l'activité était repartie rapidement mais depuis 2012, la croissance s'est grippée à nouveau et fluctue au gré des flux d'entrées et sorties des capitaux. Certaines régions (Amérique latine) sont plus exposées que d'autres (Asie) mais partout les performances ont été dégradées. L'année 2014 n'a pas fait exception, tant dans les pays émergents d'Asie, d'Amérique latine et dans une moindre mesure dans les pays d'Europe de l'Est. En 2015 et 2016, la levée partielle des freins à la croissance dans les économies de la zone euro et le plus fort dynamisme aux États-Unis devraient être de nature à soutenir la croissance en Asie mais l'Amérique latine restera encore une fois la grande perdante de ce jeu à géométrie variable.

Une croissance bousculée au gré des chocs extérieurs depuis 2011

Attirés par des placements plus risqués mais aux rendements aussi plus élevés qu'aux États-Unis et en zone euro, les investisseurs se sont massivement orientées vers les économies émergentes en 2011 et 2012 pour placer leur liquidités. Au moment où la croissance du commerce international était négative et où le cycle du prix des matières premières était clairement engagé sur des mouvements baissiers, ces économies ont vu un accès au crédit facile qui a pu soutenir la demande intérieure, et notamment la consommation privée. L'année 2013 a vu à l'inverse un violent mouvement de repli de la croissance dans certaines économies émergentes frappées par les sorties massives de capitaux à la suite de l'annonce par Bernanke d'une prochaine diminution du *QE* et le dévissage de certaines monnaies face au dollar (Brésil, Russie, Indonésie, Inde, Afrique du Sud, ...).

Dès lors, la fin de l'assouplissement quantitatif aux États-Unis en 2014 et le changement d'orientation de la politique monétaire de la Réserve fédérale anticipé à l'horizon fin 2015 soulèvent la question de l'exposition des économies émergentes à un nouveau risque de retrait des flux de capitaux témoignant de la dépendance de ces pays à l'environnement extérieur. Après l'abondance de liquidité internationale disponible en 2011 et 2012 et son revirement en 2013, le changement de paradigme en cours pourrait à nouveau peser sur le coût des emprunts sur les marchés financiers

internationaux, modifier le niveau des taux de change et impacter la croissance. En effet, nous supposons que le programme de rachats de titres publics européens entrepris par la BCE, pour un montant un peu inférieur à celui du *QE*3 qu'avait réalisé la Fed entre le début 2013 et l'automne 2014, pourrait ne pas avoir les mêmes effets sur les marchés financiers internationaux. Car si les investisseurs internationaux étaient à l'époque tentés par des placements vers les émergents, jugés plus rémunérateurs, les arbitrages pourraient jouer davantage cette fois en faveur des placements aux États-Unis où les perspectives de rendements sont désormais orientées à la hausse. Le relais pris par la BCE dans le maintien d'une liquidité mondiale abondante ne se traduirait pas par d'importants flux de capitaux étrangers à destination des émergents. Le resserrement des conditions de financement déjà visible en 2014 devrait se perpétuer dans les années à venir dans un contexte économique encore morose.

Par ailleurs, la très forte appréciation du dollar au détriment principalement de l'euro s'est faite également vis-à-vis d'un certain nombre de monnaies émergentes. Or l'impact sur la situation économique et financière sera différent selon les caractéristiques du pays. Ainsi, une baisse du taux de change peut donner lieu à un surcroît d'inflation *via l*e renchérissement du prix des importations et mettre en péril la crédibilité des banques centrales – c'est notamment le cas des pays qui ont une cible d'inflation comme ceux d'Amérique latine, ou une inflation déjà élevée –, ou une dette extérieure importante. Elle peut aussi être accueillie positivement du fait du regain de compétitivité-prix qu'elle permet – c'est notamment le cas pour les pays qui ont un déséquilibre courant extérieur élevé –, ou par les pays qui veulent attirer des capitaux étrangers.

La même distinction se fait sur le prix des matières premières. La baisse des prix du pétrole enregistrée depuis l'été dernier et des matières premières industrielles et alimentaires n'a pas les mêmes effets selon qu'un pays est exportateur net (Amérique latine notamment et Russie, Indonésie et Malaisie), ou importateur net (Asie hors Japon et Europe de l'Est).

Dans ce contexte, les caractéristiques idiosyncratiques de chaque pays sont centrales et expliquent la vulnérabilité aux chocs extérieurs positifs ou négatifs, notamment ceux rencontrés en 2014 et qui s'annoncent à l'horizon 2015-2016 : reprise du

commerce international, stabilisation suivie d'une légère remontée du prix du pétrole (à 65 dollars le baril fin 2016) et des matières premières hors pétrole, accès aux marchés financiers internationaux un peu plus coûteux que par le passé. On fait ici l'hypothèse d'absence de chocs violents sur les sorties de capitaux, donc sur les taux de change. Globalement, la région qui devrait profiter au mieux du contexte économique et financier en 2015 et 2016 est l'Asie. Importatrice nette de matières premières (à l'exception notamment de l'Indonésie et de le Malaisie), elle bénéficiera et du bas prix des matières premières et de l'accélération de la croissance dans les économies avancées. De même, la dépréciation de leur monnaie vis-à-vis du dollar peut leur faire regagner en compétitivité ce qu'elles avaient perdu avec la baisse du yen. Le grand perdant est l'Amérique latine, exportatrice nette de matières premières, structurellement dépendante des capitaux étrangers pour financer sa croissance et très sensible à la volatilité des flux de capitaux spéculatifs. Enfin, les problèmes d'inflation demeurent présents dans plusieurs pays. Les pays d'Europe centrale et de l'Est, bien que plus sensibles au contexte géopolitique russe et ukrainien, seraient également relativement épargnés par ces chocs négatifs. Leur taux de change ont globalement suivi les évolutions de l'euro et leur connexion avec les pays de la zone euro leur permettrait de bénéficier de la reprise.

La situation conjoncturelle des BRIC illustre parfaitement cette hétérogénéité

Particulièrement vulnérable aux chocs extérieurs malgré une base productive importante, le Brésil est dans une situation très difficile. Avec une croissance à 0,2 % en 2014, le pays termine l'année sur un rythme de croissance annuel de -0,3 % et les perspectives pour 2015 vont vers une récession de l'ordre de 0,8 %. Confronté au resserrement des conditions de financement du fait de la baisse des entrées de capitaux, à la dégradation des termes de l'échange liée à la chute du prix des matières premières agricoles et minières, le pays connaît un net ralentissement de sa demande intérieure. Simultanément, les politiques économiques deviennent de plus en plus restrictives. Face à une inflation qui dépasse la cible autorisée par la Banque centrale, les taux directeurs ont été relevés régulièrement pour atteindre 12,75 % en mars 2015 et la marge de manœuvre des autorités monétaires pour soutenir l'économie sont

inexistantes. La baisse du real face au dollar redonne de la compétitivité à un pays qui en manque mais elle attise également les tensions inflationnistes et encourage de ce fait au maintien, voire au durcissement, d'une politique monétaire stricte. Du côté des finances publiques, là aussi, les marges de manœuvre sont épuisées après la réapparition d'un déficit primaire, disparu depuis 2002. D'autant que la menace de la perte du statut *d'investment grade* oblige les autorités à la vigilance. La crise politique que traverse le pays à la suite notamment du scandale de corruption qui implique le parti de la Présidente récemment élue Dilma Rousseff et les membres du congrès n'arrange rien.

Frappée de plein fouet par la baisse du prix des hydrocarbures, la Russie cumule les problèmes. Sa dépendance au pétrole s'est renforcée au fil des années, tant du point de vue de l'activité pétrolière, des recettes d'exportations et des recettes fiscales. Le pays est devenu de plus en plus intégré financièrement aux marchés des capitaux étrangers, et donc plus vulnérables aux flux de capitaux. Et enfin, le contexte géopolitique est particulièrement tendu. L'embargo russe sur les importations de produits alimentaires en provenance de l'Europe, comme représailles des sanctions européennes mises en place en place en mars 2014, pèse sur l'activité. Bien que le contre-choc pétrolier soit assez proche de celui de 1998, et aura à cet égard un fort impact sur la situation globale du pays, le risque que se reproduise la crise de 1998 reste malgré tout écarté : la dette publique est moins élevée et surtout détenue par des résidents, la dette extérieure est plus faible et les réserves de change plus élevées. L'ajustement se fait désormais *via* le taux de change. Le rouble s'est d'ailleurs effondré en 2014 avant de remonter depuis janvier 2015 (contrairement à 1998 où le régime de change était très rigide). Pour autant, une récession de l'ordre de 5 % est attendue en 2015, ainsi qu'une forte accélération de tensions l'inflation.

En Inde, la croissance atteint 5,6 % en 2014 contre 4,7 % en l'année précédente. Les déséquilibres se sont atténués. L'économie indienne fut fragilisée par l'assouplissement quantitatif de la Réserve fédérale, qui avait provoqué des sorties de capitaux, et par des freins structurels à la croissance. La fin du *QE* et l'assainissement des finances publiques (au niveau de l'État fédéral) sont allés de pair avec une baisse de l'inflation (passée de 9,4 % en 2011 à 7,8 % en 2014) et une forte diminution du déficit courant (4,2 %

du PIB en 2011, 2,1 % en 2014). La dévaluation de la roupie a permis un rebond des exportations au second semestre.

La Chine a vu sa croissance économique légèrement ralentir en 2014, à 7,3 %, en retrait de la croissance de 7,7 % enregistrée en 2013. Après une décennie de croissance supérieure à 10 % par an en moyenne de 1999 à 2011, l'activité, bien que toujours dynamique, a nettement décéléré depuis 2012. Si le ralentissement concerne l'ensemble des secteurs de l'économie, il est particulièrement prononcé dans l'industrie. Ce secteur n'a progressé que de 5 % en 2012 et 2013, progression comparable à celle observée en 2009 au moment de la Grande Récession. La croissance chinoise a pâti de l'essoufflement du plan de relance massif mis en place par les autorités (4 000 milliards de yuans, soit 13 % du PIB). Ce plan avait permis un redémarrage rapide de l'activité, notamment dans la construction, pour deux ans jusqu'à la fin 2010. La croissance chinoise a également pâti de l'entrée en récession de la zone euro en 2011, premier client de la Chine (20 % des exportations).

4. Déflation : le risque demeure

La consolidation de la croissance aux États-Unis comme au Royaume-Uni et la reprise naissante dans la zone euro devraient permettre aux principales économies industrialisées d'éviter le piège de la déflation. Le recul actuel des prix résulte principalement de la baisse des prix à l'énergie. Hors cet effet pétrole et l'effet taux de change, l'estimation d'une boucle prix-salaire (encadré 2), montre que le glissement annuel de l'inflation serait légèrement plus élevé en France, en Espagne et en Italie (de l'ordre de 0,4 point avec un pic atteint dès le premier trimestre 2015, graphique 25). L'impact serait plus significatif en Allemagne et au Royaume-Uni et plus encore pour les États-Unis avec une inflation de 1,2 % au troisième trimestre 2015 contre une baisse de 0,4 % prévue dans notre scénario central. L'effet s'atténuerait progressivement en 2016 et deviendrait négatif pour les pays de la zone euro, en lien avec une légère augmentation du prix du pétrole en euros, si bien que dans un scénario hors choc, l'inflation en Allemagne, en France, en Italie et en Espagne serait plus faible en fin d'année 2016 : entre 0,2 et 0,4 point.

Encadré 2. Modélisation de l'impact des chocs sur l'inflation dans une boucle prix-salaire

L'impact du prix du pétrole sur l'indice des prix à la consommation peut-être évalué à partir d'un modèle décrivant la boucle prix-salaire (voir OFCE, 2012) :

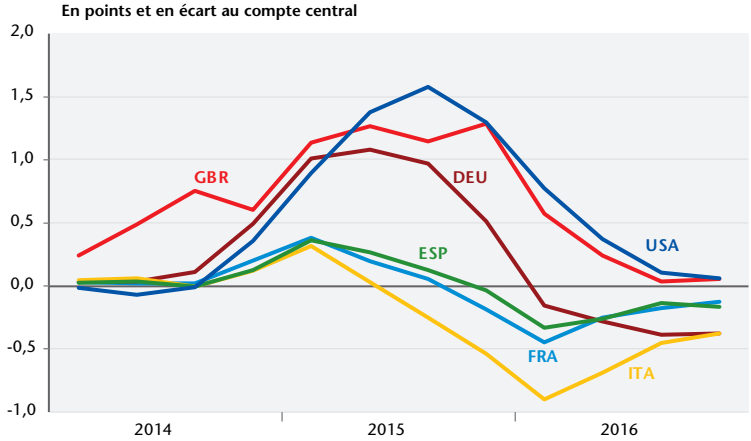
$$\begin{cases} P_t^C = ((P_t^M)^{\alpha}(P_t^{VA})^{1-\alpha})(1+tx_{TVA}) & (1) \\ P_t^M = f_2\left((P_t^{pétrole})^{\beta}, (TCER_t)^{\psi}\right) & (2) \\ P_t^{VA} = f_3\left((W_t - \Pi_t), (TU)^{\sigma}\right) & (3) \\ W_t = f_4\left((P_t^C)^{\delta}, (\Pi_t)^{\eta}, (Smic_t)^{\phi}, (U_t)^{\lambda}\right) & (4) \end{cases}$$

La première équation (1) est une relation comptable où l'indice des prix à la consommation (PC) est exprimé comme la somme pondérée des indices des prix à la valeur ajoutée (PVA) et des prix à l'importation (PM) hors taxe. Le paramètre α est imposé, et calculé comme la part moyenne des importations dans le PIB. Afin de simuler les prix TTC, nous multiplions cette combinaison linéaire par un taux de TVA apparent (txTVA). La deuxième équation (2) retrace la formation des prix d'importation qui dépendent du taux de change effectif réel (TCE) ainsi que du prix du pétrole (Ppétrole). L'équation (3) est celle des prix de la valeur ajoutée (PVA) : ces derniers sont fonction du coût salarial unitaire, qui se décompose comme la différence entre les salaires (W) et la productivité du travail (Π), et du taux d'utilisation des capacités de production (TU). Dans notre formulation, nous imposons une élasticité unitaire entre PVA et W-Π, ce qui revient alors à estimer une équation du taux de marge des entreprises. Enfin, l'équation (4) est l'équation de formation des salaires qui dépend de l'indexation au prix à la consommation (PC), de la productivité du travail (Π), du salaire minimum (SMIC) ainsi que du taux de chômage (U). Partant des estimations réalisées par l'OFCE (2012), nous pouvons évaluer l'impact de l'évolution du prix du pétrole et du taux de change sur l'inflation. À cette fin, nous retenons un scénario alternatif où ces deux prix sont maintenus au niveau observé au quatrième trimestre 2013 et ce jusqu'à la fin de l'année 2016. Ainsi, en 2014, pour l'ensemble des pays (États-Unis, Royaume-Uni, Allemagne, France, Italie et Espagne), l'inflation aurait été plus élevée en 2014 et 2015 sous l'hypothèse de stabilité du prix du pétrole et du taux de change. Les effets s'inverseraient pour 2016 (sauf pour les États-Unis et le Royaume-Uni) dans la mesure où notre scénario central suppose une légère remontée du prix du pétrole et la poursuite de la dépréciation de l'euro, ce qui explique, dans ce scénario, une remontée des prix dans les pays de la zone euro.

Ainsi, dans notre scénario central, l'inflation atteindrait son point bas au cours du premier semestre 2015 puis remonterait progressivement. Aux États-Unis et dans la zone euro, elle s'établirait respectivement à 1 %

et 1,1 % en 2016 ; elle serait un peu plus élevée au Royaume-Uni (1,6 %). Il faut également rappeler qu'à l'intérieur de la zone euro, des écarts d'inflation subsisteront. S'ils peuvent progressivement participer à l'ajustement des déséquilibres passés, ils maintiendront de fait également une situation de risque déflationniste plus forte en Espagne ou Italie puisque dans ces pays l'inflation y serait encore nettement inférieure à 1 %.

Graphique 25. L'impact du prix du pétrole et du taux de change sur l'inflation



Sources : Calculs et prévision OFCE avril 2015.

Bien que ces tendances indiquent que le scénario déflationniste est écarté, notamment dans la zone euro, il n'en demeure pas moins que les niveaux d'inflation seront toujours largement inférieurs aux cibles visées par les banques centrales[18]. Surtout l'inflation sous-jacente, qui exclut les composantes volatiles de l'indice des prix, reste faible et toujours orientée à la baisse, ce qui montre que malgré le contexte de reprise, le risque déflationniste est plus important que celui d'une accélération de l'inflation. C'est le cas en particulier de la zone euro où l'inflation sous-jacente corrigée des effets temporaires des taxes est inférieure à 1 % depuis la fin de l'année 2012 (graphique 4). La Grèce est déjà dans une situation déflationniste avec un indice sous-jacent corrigé qui reculait de 0,6 % en février 2015. Le risque est également important en France et en Espagne, même si dans ce dernier cas il semble que le

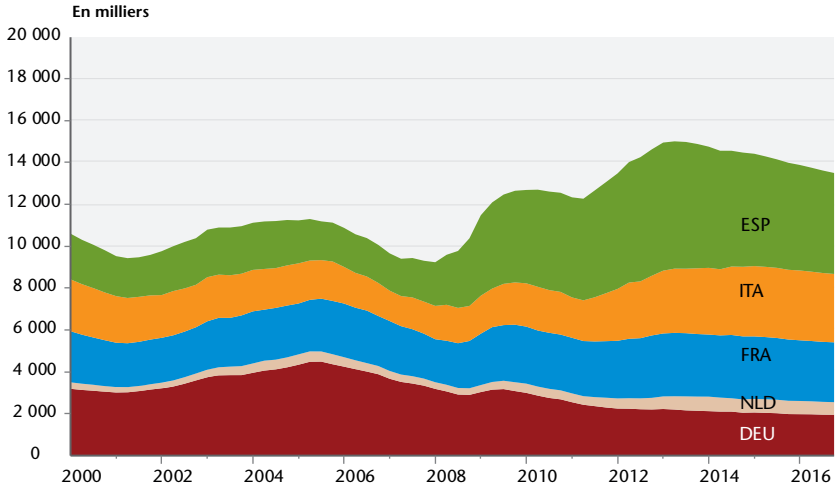
18. Bien qu'il y ait des nuances dans la formulation des différentes cibles, ces trois banques centrales (BCE, Banque d'Angleterre et Réserve fédérale américaine) ont un objectif d'inflation proche de 2 %.

pic déflationniste soit passé puisque l'indice sous-jacent corrigé se stabilise depuis le début de l'année 2015 alors qu'il baissait de 0,6 % au troisième trimestre 2013.

Dans ces conditions, un scénario moins favorable que celui que nous anticipons ferait ressurgir le spectre déflationniste. En particulier, la dynamique du chômage jouera un rôle essentiel dans les trimestres à venir. Le retour de la croissance et la baisse annoncée du chômage atténuent le risque déflationniste mais, dans l'éventualité d'un choc négatif sur la croissance, les pressions à la baisse des salaires se renforceraient à nouveau, ce qui entretiendrait une spirale déflationniste. De fait, si nous anticipons bien une baisse du chômage, elle restera assez lente (graphique 26), si bien que le taux de chômage se maintiendra à un niveau élevé et supérieur au NAIRU (*non-accelerating inflation rate of unemployment*) dans de nombreux pays, ce qui continuera à alimenter le processus désinflationniste. En fin d'année 2016, le cumul du nombre de chômeurs dans les grands pays sera encore significativement plus élevé qu'au début de l'année 2008. Cette situation alimente le risque de pauvreté (iAGS, 2015) et pèse nécessairement sur la dynamique des salaires dont les perspectives de progression seront vraisemblablement limitées, à l'exception notable de l'Allemagne qui conserve sa spécificité dans la zone euro.

En effet, l'Allemagne, les États-Unis et le Royaume-Uni seront dans une logique différente puisque leurs taux de chômage ont déjà significativement baissé. Bien que la reprise américaine fut pauvre en créations d'emplois, elle a permis une réduction de près de 4 points du taux de chômage depuis la fin de l'année 2009. L'Allemagne est également dans une situation de quasi plein-emploi ce qui donne des marges de manœuvre pour y négocier des augmentations de salaire significatives dans un contexte de mise en œuvre progressive du salaire minimum. Dans ces deux pays, la baisse du chômage se poursuivrait en 2015 et 2016. Au Royaume-Uni, le retour de la croissance s'est effectué sans gains de productivité et s'est répercuté intégralement sur l'emploi. Le taux de chômage a entamé une décrue significative dès la fin de l'année 2011. Les entreprises pourraient cependant dans un second temps reconstituer leurs marges si bien que la tendance à la baisse du chômage s'arrêterait en 2016. La faiblesse du taux (5,4 % en fin d'année) serait cependant peu propice à l'émergence d'un risque déflationniste élevé.

Graphique 26. Chômage dans les grands pays de la zone euro



Sources : Eurostat, prévisions OFCE avril 2015.

Un autre facteur joue un rôle important dans la dynamique de l'inflation : les anticipations d'inflation. En effet, le processus de négociation des salaires et de fixation des prix par les entreprises est fondamentalement tourné vers le futur : si les agents anticipent une inflation élevée demain, ils vont dès aujourd'hui demander des salaires et des prix plus élevés, afin d'atteindre leurs objectifs de pouvoir d'achat ou de marge. Le processus de formation des anticipations d'inflation est donc déterminant dans la dynamique générale de l'inflation, et une large part de l'activité des banques centrales consiste précisément à modeler ces anticipations en acquérant de la crédibilité.

L'enjeu pour les banques centrales consiste plus précisément à ancrer les anticipations, c'est-à-dire à faire en sorte que les anticipations d'inflation à moyen et long terme restent proches de la cible d'inflation qu'elles se sont fixée, indépendamment des variations conjoncturelles de court terme.

En particulier, le fait que les anticipations sont ancrées ou non va avoir un impact déterminant sur la dynamique de l'inflation dans le cadre d'un scénario de reprise économique et de baisse du chômage. On peut résumer de la façon suivante la dynamique selon que les anticipations sont ancrées ou pas :

— Si les anticipations sont restées ancrées pendant toute la période de crise, alors la sortie de crise devrait ramener

l'inflation à la cible de long terme de la banque centrale. L'idée sous-jacente est que la baisse de l'inflation observée pendant la crise est due à la hausse du chômage qui affaiblit le pouvoir de négociation des salariés, et que ceux-ci se trouvent donc contraints d'accepter des hausses de salaires inférieures à ce qu'ils souhaiteraient. Mais, dans ce scénario, l'inflation anticipée reste sur la cible de long terme. Ainsi, dès que le chômage revient à un niveau plus bas, et que le pouvoir de négociation des salariés se rétablit, ces derniers obtiennent des hausses proches de leurs anticipations d'inflation, et donc de la cible de long terme. La sortie de crise s'accompagne alors d'un retour de l'inflation vers la cible de la banque centrale.

— À l'inverse, si les anticipations perdent leur ancrage, la situation devient radicalement différente. Tout dépend alors de la façon dont les agents forment leurs anticipations, maintenant qu'ils ont perdu toute certitude quant à l'évolution future de l'inflation. Une possibilité est qu'ils vont alors former leurs anticipations en fonction de l'évolution récente de l'inflation, autrement dit que leurs anticipations deviennent adaptatives, c'est-à-dire tournées vers le passé. La courbe de Phillips prédit alors un tout autre comportement de l'inflation pendant et après la crise. Tant que le chômage reste élevé, les salariés négocient des hausses de salaire inférieures à leurs anticipations, ce qui conduit à un mécanisme auto-entretenu de baisse de l'inflation, avec une possible plongée en déflation. Et lorsque la crise se termine, les anticipations d'inflation restant à un niveau très bas, la baisse de l'inflation s'arrête mais sans pour autant entamer une remontée vers la cible. L'économie se stabilise à un niveau d'inflation très faible, en deçà de la cible.

On le voit, les anticipations d'inflation jouent un rôle crucial dans le processus de formation des prix, et elles sont par conséquent scrutées de près par les banques centrales. Ces dernières se doivent de réagir rapidement à tout signe de perte d'ancrage des anticipations d'inflation pour maintenir la crédibilité de la cible de long terme et éviter l'enclenchement du processus déflationniste décrit ci-dessus.

Les anticipations d'inflation ne sont toutefois pas directement observables, car il s'agit d'une variable subjective, volatile et hétérogène en fonction des agents. Il existe cependant des indicateurs, utilisés par les banques centrales dans leur processus de décision, qui permettent d'avoir une information sur l'évolution de ces anticipations. Ces indicateurs se répartissent en deux catégories : des enquêtes qui sondent directement l'opinion de certains agents économiques et des indicateurs de marché qui déduisent l'inflation anticipée par les acteurs de marché à partir des prix de certains actifs.

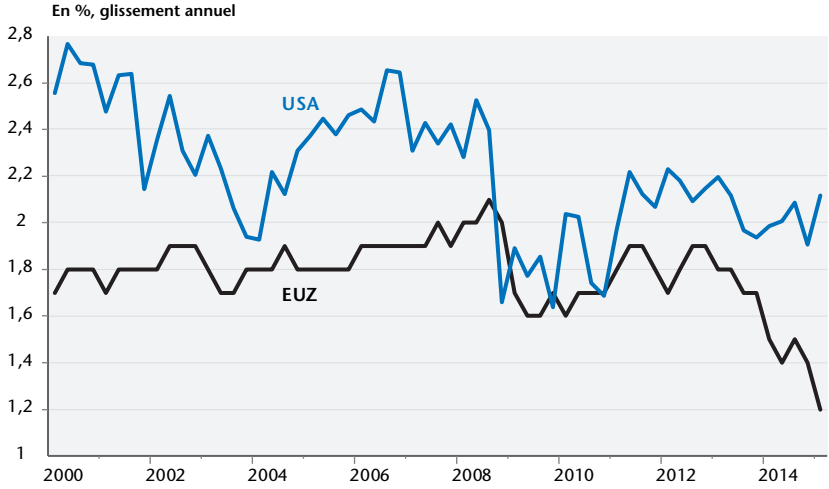
Le graphique 27 donne l'inflation moyenne prédite dans 2 ans par les économistes prévisionnistes interrogés en zone euro par la BCE et aux États-Unis par la Réserve fédérale de Philadelphie, depuis 2000. Il s'agit d'une anticipation d'inflation à assez court terme, qui est donc influencée par des facteurs conjoncturels (encadré 3), comme le niveau de l'activité économique, du chômage, du prix des matières premières ou des surprises d'inflation[19]. Le décrochage en 2008, à la suite de la crise financière, est particulièrement net dans les deux zones, suivi d'un rebond. La désynchronisation entre les deux zones est ensuite aussi très nette. Aux États-Unis, on observe une stabilisation de l'anticipation d'inflation autour de la cible de 2 %, avec l'effet de la chute du pétrole qui se retrouve compensé par l'amélioration de la situation conjoncturelle et en particulier la baisse du chômage. Les anticipations décrochent au contraire nettement en zone euro à partir de 2013, du fait de la persistance d'une situation récessive, qui entraîne une forte montée du chômage, à laquelle s'ajoute la chute des prix du pétrole sur les derniers trimestres. L'inflation anticipée dans deux ans est actuellement aux alentours de 1,2 % en zone euro, ce qui est nettement en dessous de la cible de la BCE.

Une évaluation dynamique des anticipations d'inflation pour la zone euro, réalisée à partir de l'estimation d'un modèle à correction d'erreurs (encadré 3) sur les anticipations d'inflation issues de l'enquête auprès des prévisionnistes (Survey of Professional Forecasters), permet d'analyser la dynamique récente des anticipations à deux ans observée relativement à celle prédit par le modèle (graphique 29). Il apparaît alors qu'en fin de période le modèle

19. Voir Miccoli et Neri (2015) pour une application récente.

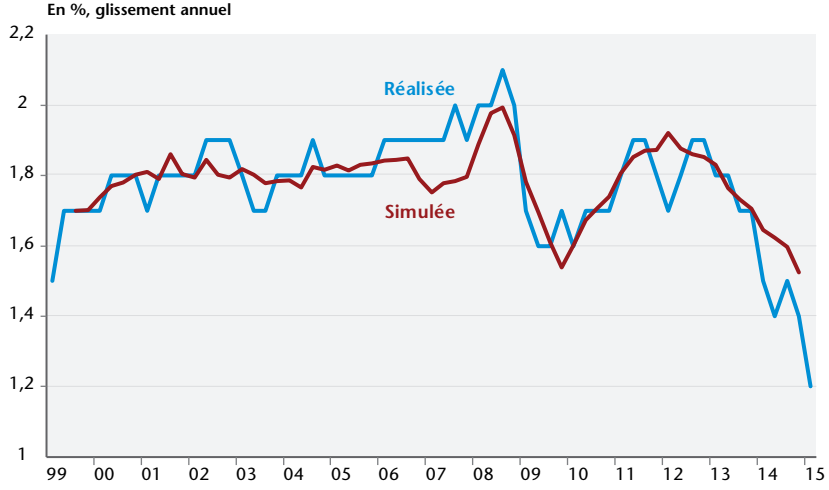
tend à surestimer l'inflation anticipée. Dit autrement, les anticipations d'inflation ont baissé plus rapidement que ce qui pouvait être suggéré par le modèle. Si cet élément ne permet pas de conclure qu'il y aurait une perte récente d'ancrage des anticipations ou un changement de cible implicite d'anticipation, il montre néanmoins que le mouvement récent est rapide au regard du comportement passé de cette variable.

Graphique 27. Anticipation d'inflation à 2 ans – Données d'enquêtes



Sources : BCE (Survey of Professional Forecasters), Réserve fédérale de Philadelphie (Survey of Professional Forecasters)

Graphique 28. Simulation dynamique des anticipations d'inflation à deux ans



Sources : BCE (SPF), calcul des auteurs.

Encadré 3. Une mesure de l'ancrage des anticipations

L'ancrage des anticipations d'inflation est aujourd'hui un élément essentiel de la conduite de la politique monétaire. C'est pourquoi les banques centrales s'inquiètent régulièrement de l'évolution des anticipations et développent des outils de communication tant qualitatifs (discours, communiqué de presse, publications, …) que quantitatifs (publication des prévisions d'inflation) afin d'influencer les agents et de rendre la transmission de la politique monétaire plus efficace. Les anticipations d'inflation jouent de fait un rôle important dans la dynamique des prix et dans la formation des taux réels. Des anticipations de déflation conduiraient notamment à une hausse du taux d'intérêt réel qui limiterait l'efficacité de la politique monétaire. Nous évaluons cet ancrage des anticipations pour la zone euro et les États-Unis sur une période trimestrielle allant de 1999 à 2014. Nous considérons le modèle à correction d'erreur où, à long terme, l'inflation anticipée à 2 ans dépend d'une constante et de l'inflation observée, tandis que nous intégrons également dans le court terme la variation du taux d'inflation observée, celle du pétrole et, dans une seconde spécification, celle du taux de chômage. Le modèle estimé est représenté de la façon suivante :

$$\pi_t^a - \pi_{t-1}^a = -\lambda(\pi_{t-1}^a - \alpha - \beta\pi_{t-1}) + \rho(\pi_{t-1} - \pi_{t-2}) + \gamma d(petrole) + \delta(chômage_{t-1} - chômage_{t-2})$$

En supposant qu'à long terme, l'inflation est égale à l'inflation anticipée, le niveau d'ancrage est mesuré par $\alpha / 1 - \beta$. Les résultats des différentes spécifications sont résumés dans le tableau ci-dessous.

Tableau 5. Résultats des estimations

	Zone euro		États-Unis	
	Variable expliquée : $\pi_t^a - \pi_{t-1}^a$			
λ	-0,355 (-3,79)	-0,36 (-3,14)	-0,316 (-3,57)	-0,316 (-3,54)
$\alpha / 1 - \beta$	1,74	1,75	2,1	2,1
β	0,135	0,14	0,17	0,17
ρ	0,0475 (1,64)	0,0359 (1,52)	0,01 (0,44)	0,0099 (0,40)
γ	0,0028 (2,71)	0,003 (2,19)	0,0099 (5,57)	0,0099 (5,45)
δ	—	-0,04 (-0,96)	—	-0,0038 (-0,06)
R^2 ajusté	0,27	0,27	0,40	0,39
Jarque-Bera	0,97 (0,61)	0,49 (0,78)	1,23 (0,54)	1,22 (0,54)
Breusch-Godfrey (4)	7,60 (0,11)	6,02 (0,20)	4,65 (0,32)	4,64 (0,33)

Note : pour la zone euro, le prix du pétrole est en euros. Entre parenthèses, le *t* de Student.
Source : Calculs OFCE.

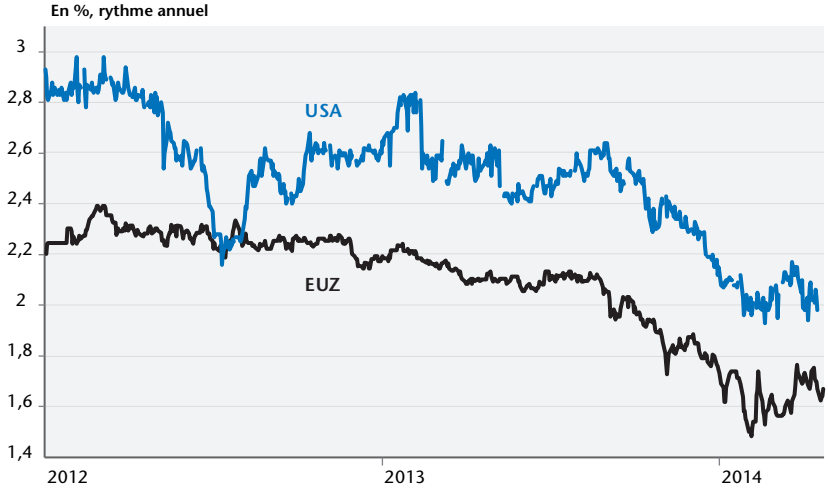
Pour les Etats-Unis comme dans la zone euro, la cible implicite sur laquelle sont ancrées les anticipations est assez proche de celle annoncée par la BCE ou la Réserve fédérale. Dans le cas de la BCE, la définition précise de la cible a évolué au cours du temps. Elle était initialement comprise entre 0 et 2 %. Maintenant, la BCE vise une inflation proche mais inférieure à 2 %. L'ancrage autour de 1,75 % traduit bien cette logique. Si l'annonce d'une cible explicite d'inflation pour la Réserve fédérale ne date que de 2012, elle était néanmoins avant cette période déjà implicitement calée sur la valeur de 2 %. Une estimation faite sur plus longue période aux États-Unis modifie néanmoins significativement les résultats dans la mesure où l'inflation observée comme l'inflation anticipée ont baissé significativement depuis le début des années 1980 et ne se stabilisent autour de 2 % qu'à la fin des années 1990, ce qu'indique également l'estimation implicite de l'ancrage pour les États-Unis, évalué à 2,1 %. Pour les États-Unis comme pour la zone euro, le taux de chômage n'a pas d'impact à court terme sur les anticipations d'inflation alors que le pétrole exerce un effet significativement positif. Ce résultat n'est pas surprenant dès lors que la variable expliquée est une anticipation d'inflation à une échéance relativement courte. De même, pour l'ensemble des spécifications retenues, la variation passée du taux d'inflation (dans la dynamique de court terme) n'a pas d'effet significatif sur les anticipations d'inflation.

Les anticipations à 2 ans, même si elles fournissent une information sur la dynamique attendue de l'inflation, sont donc assez volatiles car elles incorporent des éléments conjoncturels et qu'elles sont notamment sensibles aux surprises d'inflation. Elles ne sont donc pas la mesure la plus pertinente de l'ancrage des anticipations à long terme. Il faut donc se tourner vers d'autres mesures de l'anticipation à long terme. Le graphique 29 montre l'inflation anticipée dans 5 ans, à un horizon de 5 ans (autrement dit, le dernier point donne l'inflation moyenne anticipée sur la période 2020–2025), depuis décembre 2012. Cet indicateur est particulièrement surveillé par la Réserve fédérale américaine et la BCE, qui le considèrent comme représentatif des anticipations de long terme des agents. Cette mesure est calculée à partir de données de marché, en comparant les prix d'actifs indexés sur l'inflation et d'autres qui ne le sont pas, et en déduisant l'inflation anticipée par les acteurs de marché (*via* une équation d'arbitrage).

Pour la zone euro, après une période de stabilité des anticipations à long terme légèrement au-dessus de la cible de 2 %, on observe un

décrochage au second semestre 2014 qui ramène les anticipations jusqu'à 1,5 %. L'annonce de la politique d'assouplissement quantitatif au début 2015 a permis de faire légèrement remonter ces anticipations vers 1,6-1,7 %, ce qui reste en deçà de la cible de long terme sans pour autant annoncer clairement une déflation.

Graphique 29. Anticipation d'inflation – à 5 ans dans 5 ans



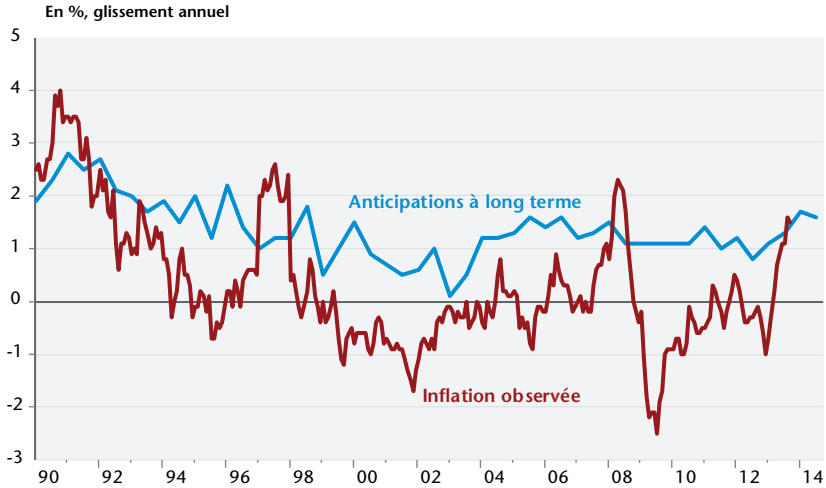
Source : Datastream, Réserve fédérale de Saint-Louis.

Pour comprendre dans quelle mesure un décrochage des anticipations d'inflation à long terme peut annoncer une déflation, il est utile de regarder le cas du Japon, qui a connu un épisode déflationniste prolongé dans les années 1990 et 2000. Le graphique 30 montre l'inflation observée et l'inflation de long terme anticipée entre 1990 et 2014.

Le fait majeur est que les anticipations d'inflation sont très inertes : il a fallu 10 ans à celles-ci pour passer de 2 % en 1993 à presque 0 % en 2003, alors que l'inflation en glissement annuel devient très rapidement négative, et ce dès 1994. Il faut donc que la déflation soit installée depuis un certain temps pour que les anticipations de long terme tombent à un niveau réellement bas, sans pour autant qu'elles soient négatives. Ainsi, plus que le niveau de ces anticipations, c'est la possibilité d'un décrochage sur un niveau durablement plus faible qui peut maintenir l'économie dans une situation déflationniste, c'est-à-dire dans un schéma où les prix baissent, faiblement mais durablement, comme ce fut le cas au Japon à partir du milieu des années 1990. À la lumière de cette expé-

rience japonaise, il reste donc légitime de s'inquiéter du décrochage, même modeste, des anticipations d'inflation en zone euro : celui-ci marque un début de concrétisation du scénario déflationniste dans les anticipations des agents. On comprend donc que la BCE ait choisi de réagir vigoureusement dans ce contexte, en lançant un programme ambitieux de rachats d'actifs financiers publics.

Graphique 30. Inflation observée et inflation anticipée au Japon



Source : FMI.

Cette dynamique est d'autant plus préoccupante qu'elle rend difficile le processus de désendettement public comme celui des agents privés. Dans la phase actuelle de consolidation budgétaire, elle peut conduire les gouvernements à amplifier et poursuivre dans la durée leurs efforts de réduction des déficits. En effet, les objectifs de dépenses publiques sont fixés lors du vote du budget en fonction d'une anticipation donnée d'inflation. Or, si *ex-post* l'inflation est inférieure à l'anticipation, l'effort réel de consolidation se trouve atténué, ce qui écarte le gouvernement de sa cible et le contraint à adopter de nouvelles mesures d'ajustement. Par ailleurs, même en l'absence de surprise, la déflation accroît le fardeau réel de la dette, ce qui réduit en retour durablement le niveau des dépenses (consommation des ménages et investissement des entreprises) et donc de la croissance. Une étude récente menée par Borio *et al.* (2015), à partir d'un échantillon sur très longue période de pays ayant traversé un épisode de déflation, suggère cependant que le lien statistique entre

baisse des prix et baisse de la croissance n'est pas avéré. Il serait surdéterminé par l'épisode historique de la Grande Dépression. Il nous semble cependant difficile de tirer de cette étude la conclusion selon laquelle un épisode de déflation en zone euro n'aurait pas nécessairement de conséquence négative sur la croissance. D'une part, l'échantillon auquel les auteurs s'intéressent n'inclut que 4 épisodes de déflation prolongée après la Seconde Guerre mondiale. Le résultat est donc essentiellement tiré par des épisodes où la convertibilité métallique de la monnaie était en vigueur (si on excepte quelques années après la Première Guerre mondiale), un régime monétaire très différent de celui actuellement appliqué. D'autre part, les auteurs effectuent uniquement des calculs de corrélation qui ne permettent donc pas de mettre en évidence une causalité[20].

Ainsi, bien que notre scénario suppose que le risque déflationniste est moins prégnant que dans nos prévisions précédentes, il nous semble pour autant qu'il ne peut être encore complètement écarté. À court terme, l'inflation est certes plus basse qu'anticipée en raison de la baisse du prix du pétrole. L'inflation repartirait ensuite à la hausse mais il sera difficile de revenir vers 2 % dans la zone euro. Cette dynamique restera donc encore pénalisante pour la réduction de dette puisque l'inflation aujourd'hui est plus faible que celle qui était anticipée. Enfin, à terme, la baisse durable de l'inflation réduit l'efficacité de la politique monétaire qui dispose de moins de marges de manœuvre pour baisser les taux, ce qui maintient mécaniquement les taux réels à un niveau plus élevé.

Références

Angelopoulou E., B. Hiona et G. Heather, 2013, « Building a financial conditions index for the euro area and selected euro area countries: what does it tell us about the crisis? », *Working Paper Series,* Banque centrale européenne,1541.

BIS, 2015, « A wave of further easing », *BIS Quarterly Review*, mars, 1-12.

Blot C., M. Cochard, J. Creel, B. Ducoudré, D. Schweisguth et X. Timbeau, 2014, « Fiscal consolidation in time of crisis: is the sooner really the better? », *Revue de l'OFCE/Débats et Politiques*, 132 : 159-192.

20. Ces deux points nous amènent à formuler l'hypothèse suivante : il est possible que le résultat des auteurs corresponde en réalité à une causalité inversée, à savoir qu'en régime de convertibilité métallique (où la base monétaire est par définition quasi-stable) la croissance engendre la désinflation (voire la déflation). C'est d'ailleurs la prédiction que fait la théorie quantitative de la monnaie.

Blot C. et F. Labondance, « Pourquoi un taux d'intérêt négatif ? », *Blog de l'OFCE*, 23 juin 2014.

Borio C., M. Erdem, A. Filardo et B. Hofmann, 2015, « The costs of deflation: a historical perspective », *BIS Quarterly Review*, mars, 31-54.

Bricongne J-C, L. Fontanié et G. Gaulier, 2011, « Une analyse détaillée de la concurrence commerciale entre la France et l'Allemagne », *Document de travail*, Banque de France.

Cerra V. et S.C. Saxena, 2008, « Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery », *American Economic Review*, 98(1) : 439-457. doi:10.1257/aer.98.1.439

Claessens S., M. A Kose. et M.E. Terrones, 2009, « What happens during recessions, crunches and busts? », *Economic Policy*, 24(60) : 653–700. doi:10.1111/j.1468-0327.2009.00231.

Creel J., É. Heyer et M. Plane, 2011, « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps. Les multiplicateurs budgétaires au cours du cycle », *Revue de l'OFCE,* 116 : 61-88.

Darracq Pariès M., L. Maurin et D. Moccero, 2014, « Financial conditions index and credit supply shocks for the euro area », *Working Paper Series*, Banque centrale européenne, 1644.

Ducoudré B. et É. Heyer, 2014a, « Baisse de l'euro et désinflation compétitive : quels pays en profitera le plus ? », *Revue de l'OFCE*, 136, octobre.

Ducoudré B. et É. Heyer , 2014b, « Les enjeux du Pacte de responsabilité pour l'économie française », in *L'économie Française 2014*, coll. Repères, La Découverte.

Hatzius J., K.L. Schoenholtz et M.W. Watson, 2010, « Financial Conditions Indexes: A Fresh Look after the Financial Crisis », *NBER Working Papers,* National Bureau of Economic Research, 16150.

iAGS, 2015, « A Diverging Europe on the Edge – The independent Annual Growth Survey 2015 », *Revue de l'OFCE.*

Miccoli M. et S. Neri, 2015, « Inflation surprises and inflation expectations in the euro are », *Banca d'italia Occasional Papers,* 265.

OFCE, 2012, « Déflation sous-jacente », *Revue de l'OFCE,* 123 : 159-200.

Swiston A., 2008, « A U.S. Financial Conditions Index: Putting Credit Where Credit is Due », *IMF Working Paper,* WP/08/161.

Zdzienicka A. et D. Furceri, 2011, « How Costly are Debt Crises? », *IMF Working paper*, 11/280, 1-30.

Schularick M., A. Taylor et O. Jorda, 2013, « Sovereings versus Banks: Credit, Crises, and Consequences », *CES*, 4431.

A1. Zone euro : Résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Sources : Eurostat, prévision OFCE avril 2015.

A2. Allemagne : Résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Sources : Bundesbank, Statistisches Bundesamt, prévision OFCE avril 2015.

A3. France : Résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Sources : INSEE, prévision OFCE avril 2015.

A4. Italie : Résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2014				2015				2016				2013	2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,3	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	-1,7	-0,4	0,7	1,1
PIB par habitant	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	0,2	0,3	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	-2,1	-0,7	0,4	0,8
Consommation des ménages	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	-2,8	0,3	0,8	0,5
Consommation publique	-0,4	-0,5	0,2	0,4	0,2	0,2	0,2	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,9	0,6	-0,1
FBCF totale *dont*	-1,5	-0,7	-1,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	-5,8	-3,2	-0,3	0,5
productive	-2,5	-0,4	-1,3	1,4	0,5	0,5	0,4	0,3	0,1	0,2	0,3	0,4	-5,5	-2,5	1,5	0,9
logement + bâtiment	-1,2	-0,9	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	-6,8	-4,1	-0,7	0,4
construction totale	-1,5	-1,2	-0,9	-0,6	-0,5	-0,3	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-7,1	-4,7	-2,0	0,1
Exportations de B&S	0,4	1,3	0,4	1,6	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	0,7	2,4	4,5	4,8
Importations de B&S	-0,1	1,1	0,7	0,3	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	-2,2	1,6	2,6	2,7
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	-0,3	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,8	-0,6	0,6	0,4
Variations de stocks	0,0	-0,2	-0,1	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,1	-0,5	0,0
Commerce extérieur	0,2	0,1	-0,1	0,4	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,8	0,3	0,6	0,7
Prix à la consommation[1]	0,5	0,4	-0,1	0,1	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,4	0,6	0,7	0,8	1,3	0,2	-0,1	0,6
Chômage	12,6	12,4	12,8	13,0	13,0	13,0	12,9	12,9	12,9	12,8	12,7	12,6	12,2	12,7	13,0	12,7
solde courant, en points de PIB													0,0	0,0	1,0	1,2
Solde budgétaire, en point de PIB													-2,8	-3,0	-2,4	-1,6
Impulsion budgétaire													-0,5	0,3	-0,3	-0,5
Dette publique brute, en point de PIB													127,9	132,1	133,7	133,2
PIB zone euro	0,3	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	-0,4	0,8	1,6	2,0

1. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Sources : ISTAT, calculs de l'auteur, prévision OFCE avril 2015.

A5. Espagne : Résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2014				2015				2016				2013	2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,3	0,5	0,5	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8	-1,2	1,4	2,8	3,3
PIB par habitant	0,4	0,6	0,6	0,8	0,7	0,8	—	0,8	0,9	0,8	—	0,8	-0,4	1,8	2,9	3,1
Consommation des ménages	0,6	1,0	0,8	0,9	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	-2,3	2,4	3,8	3,4
Consommation publique	1,0	-0,4	-0,1	-1,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,9	0,1	-1,3	-0,2
FBCF totale[1] ***dont***	0,4	2,0	1,1	1,4	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	1,3	1,1	1,1	-3,8	3,4	5,2	5,3
Productive	1,9	3,0	1,8	1,5	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	1,7	1,2	1,2	3,8	9,6	7,9	7,4
Logement	0,0	0,5	1,2	0,4	0,5	0,5	0,8	0,8	1,0	1,0	1,2	1,2	-7,6	-1,8	2,5	3,8
Construction totale	-0,9	1,3	0,5	1,4	0,3	0,4	0,7	0,7	0,9	0,9	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations de biens et services	0,1	0,7	3,9	0,0	1,2	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	4,3	4,2	5,8	6,6
Importations de biens et services	1,1	2,1	5,0	-0,6	1,5	1,7	1,7	1,7	1,5	1,5	1,5	1,5	-0,5	7,6	6,7	6,4
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	0,6	0,9	0,6	0,6	0,8	0,7	0,8	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	-2,6	2,0	3,0	3,0
Variations de stocks	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,0
Commerce extérieur	-0,2	-0,3	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	1,3	-0,7	0,0	0,3
Prix à la consommation (IPCH)[2]	0,0	0,2	-0,4	-0,6	-0,4	-1,1	-0,6	-0,3	0,0	0,3	0,6	0,6	1,5	-0,2	-0,6	0,4
Taux de chômage, au sens du BIT	25,3	24,7	24,1	23,7	23,3	22,9	22,4	22,1	21,7	21,4	21,0	20,7	26,1	24,5	22,7	21,2
Solde courant, en points de PIB													1,4	0,8	2,2	2,9
Solde public, en points de PIB[3]													-6,8	-5,5	-4,2	-3,0
Impulsion budgétaire													-1,3	-0,6	-0,1	-0,4
PIB zone euro	0,3	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	-0,4	0,8	1,6	2,0

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 2015.

A6. Royaume-Uni : Résumé des prévisions

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

	2014				2015				2016				2013	2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,9	0,8	0,6	0,6	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	1,7	2,8	2,6	2,0
PIB par habitant	0,7	0,7	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,8	2,4	1,8	1,2
Consommation des ménages	0,8	0,5	1,0	0,4	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	1,7	2,5	2,7	2,2
Dépenses publiques [1]	0,2	1,7	0,5	-0,2	0,2	0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	1,7	0,7	-0,7
FBCF privée *dont*	3,1	0,6	1,8	-0,3	1,1	1,1	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	2,8	7,3	3,7	4,4
Logement	1,6	2,5	0,4	-0,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,2	1,1	1,1	1,1	4,3	6,7	4,1	5,0
Productive	2,0	3,5	1,4	-1,1	1,0	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,0	6,2	9,0	3,4	4,6
Exportations de biens et services	11,5	-11,0	8,9	1,6	0,1	0,1	0,2	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	-7,7	7,2	2,9	1,8
Importations de biens et services	1,7	-0,7	-0,1	4,6	1,2	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	1,5	0,6	5,8	3,3
Variations de stocks	1,2	-1,2	1,4	1,6	1,2	1,2	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	1,4	2,2	4,4	3,5
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	1,1	0,8	1,0	0,1	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	1,6	3,2	2,5	2,0
Variations de stocks	-0,2	-0,2	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,4	0,0
Commerce extérieur	0,1	0,2	-0,5	0,8	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,3	-0,1
Prix à la consommation [2]	1,7	1,7	1,4	0,9	0,1	0,0	0,7	1,3	1,5	1,5	1,5	1,7	2,6	1,4	0,5	1,6
Taux de chômage, en %	6,8	6,3	6,0	5,7	5,5	5,4	5,3	5,3	5,3	5,3	5,4	5,4	7,6	6,2	5,4	5,3
Solde courant, en points de PIB													-4,9	-5,5	-4,9	-4,4
Solde public, en points de PIB													-5,7	-5,7	-5,2	-4,7
Impulsion budgétaire													-1,0	-0,3	-0,5	-0,4
PIB zone euro	0,3	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	-0,4	0,8	1,6	2,0

1. Conformément aux comptes nationaux américains, le poste dépenses publiques inclut la consommation et l'investissement publics.
2. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Sources : Bureau of Economic Analysis (BEA), *Bureau of Labor Statistics* (BLS), prévision OFCE avril 2015.

A7. États-Unis : Résumé des prévisions

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

	2014				2015				2016				2013	2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	-0,5	1,1	1,2	0,5	0,6	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	2,2	2,4	3,1	2,7
PIB par habitant	-0,7	0,8	1,0	0,4	0,4	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	1,5	1,6	2,3	2,0
Consommation des ménages	0,3	0,6	0,8	1,0	0,7	1,2	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	2,4	2,5	3,7	3,6
Dépenses publiques [1]	-0,2	0,4	1,1	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,0	-0,2	0,3	0,0
FBCF privée *dont*	0,1	2,3	1,9	1,1	1,0	1,2	1,3	1,2	0,9	0,9	1,0	1,0	4,7	5,4	5,3	4,1
Logement	-1,3	2,1	0,8	0,8	0,6	1,0	1,5	1,8	2,0	2,0	2,5	2,5	11,9	1,6	4,2	8,0
Productive	0,4	2,3	2,2	1,2	1,1	1,3	1,2	1,0	0,6	0,6	0,6	0,6	3,0	6,3	5,6	3,2
Exportations de biens et services	-2,4	2,7	1,1	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	3,0	3,1	4,0	3,4
Importations de biens et services	0,6	2,7	-0,2	2,4	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,1	4,0	5,7	5,3
Variations de stocks	35,2	84,8	82,2	88,4	100,0	80,0	88,0	88,0	88,0	88,0	88,0	88,0	63,6	72,7	89,0	88,0
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	0,2	0,9	1,0	0,8	0,6	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	2,0	2,5	3,4	3,2
Variations de stocks	-0,3	0,3	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0
Commerce extérieur	-0,4	-0,1	0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	-0,2	-0,4	-0,4
Prix à la consommation [2]	1,4	2,1	1,8	1,2	-0,1	-0,5	-0,4	0,3	1,6	1,8	2,2	2,0	1,5	1,6	-0,2	1,9
Taux de chômage, en %	6,6	6,2	6,1	5,7	5,6	5,5	5,4	5,3	5,2	5,1	5,0	5,0	7,4	6,2	5,5	5,1
Solde courant, en points de PIB	-2,4	-2,2	-2,2	-2,6	-1,6	-1,5	-1,6	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9	-2,0	-2,4	-2,4	-1,6	-1,9
Solde public, en points de PIB	-0,5	1,1	1,2	0,5	0,6	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	-5,7	-5,0	-4,2	-3,7
Impulsion budgétaire	1,9	2,6	2,7	2,4	3,6	3,2	2,8	3,0	3,0	2,8	2,6	2,5	-2,2	-1,1	-0,1	-0,3
PIB zone euro	0,3	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	-0,4	0,8	1,6	2,0

1. Conformément aux comptes nationaux américains, le poste dépenses publiques inclut la consommation et l'investissement publics.
2. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Sources : Bureau of Economic Analysis (BEA), *Bureau of Labor Statistics* (BLS), prévision OFCE avril 2015.

A8. Asie : Résumé des prévisions de PIB

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2013	2014	2015	2016
Corée du Sud	6,8	3,0	3,4	3,6	3,6
Asie en développement rapide	20,3	4,4	3,8	4,4	4,7
Taïwan	3,9	2,2	3,0	2,7	2,9
Hong Kong	1,5	2,9	2,2	2,6	3,1
Singapour	0,9	4,4	2,9	2,8	3,4
Thaïlande	3,6	2,8	0,7	3,5	3,8
Indonésie	6,0	5,8	5,1	5,6	6,0
Malaisie	1,7	4,9	6,1	4,9	5,0
Philippines	2,6	7,1	6,1	6,5	7,0
Chine	48,5	7,7	7,3	7,2	7,0
Inde	24,4	4,7	5,6	6,5	6,5
Asie hors Chine	51,5	4,3	4,6	5,3	5,4
Total	100,0	6,0	5,9	6,2	6,2

Sources : CEIC, calculs et prévision OFCE avril 2015.

A9. Amérique latine : Résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

Sources : FMI, calculs et prévision OFCE avril 2015.

A10. Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières

	2014				2015				2016				2014	2015	2016
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Taux de change [1]															
1 €=...dollars	1,37	1,37	1,33	1,24	1,13	1,00	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95	1,33	1,01	0,95
1 $=...yens	103,4	102,0	103,3	114,2	119,6	120	120	120	120	120	120	120	105,7	119,9	120,0
1 £=...euros	1,21	1,22	1,25	1,27	1,34	1,38	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,24	1,38	1,40
Taux d'intérêt directeurs des banques centrales[1]															
USA	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75	1,00	1,25	1,50	0,25	0,31	1,13
JPN	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
EUZ	0,25	0,23	0,13	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,16	0,05	0,05
GBR	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00	0,50	0,50	0,88
Taux d'intérêt à long terme[1]															
USA	2,7	2,6	2,5	2,3	2,1	2,1	2,1	2,2	2,4	2,6	2,8	3,0	2,5	2,1	2,7
JPN	0,6	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,6	0,3	0,3
EUZ	3,1	2,5	2,0	1,6	1,2	1,0	0,9	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	2,3	1,0	0,6
GBR	2,8	2,7	2,5	2,1	1,7	1,7	1,7	1,8	2,0	2,3	2,5	2,8	2,5	1,7	2,4
Prix du pétrole Brent, en $[1]	108,3	109,7	102,0	76,2	54,1	55	55	57	60	60	65	65	99,0	55,3	62,5
Prix du pétrole Brent, en €[1]	79,1	79,8	76,1	61,0	46,8	55,0	57,9	60,0	63,2	63,2	68,4	68,4	74,0	54,9	65,8
Matières premières industrielles[2]	-2,0	-1,2	0,6	-6,6	-9,9	5,0	6,3	2,4	0,6	0,6	0,6	0,6	-4,9	-7,8	7,6

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 2015.