

9. Situation conjoncturelle : tour du monde

Zone euro : croissance à petits pas

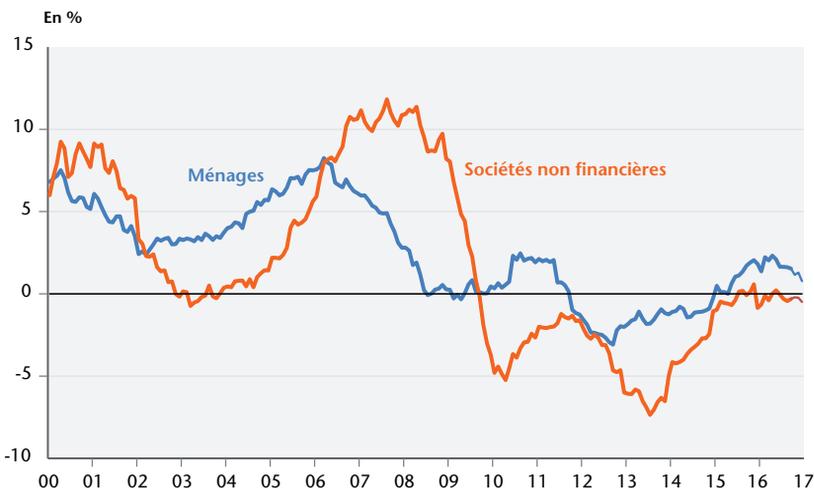
Fin 2016, soit huit ans après le début de la Grande Récession, le PIB par habitant de la zone euro était toujours inférieur à son niveau d'avant-crise et le taux de chômage sur l'ensemble de l'année supérieur de 2,5 points à celui de l'année 2007. Comparativement à la situation du Royaume-Uni ou des États-Unis, la reprise s'est enclenchée plus tardivement – à partir de mi-2013 – et sur un rythme plus modeste. L'accélération de la croissance en 2015 (1,9 % après 1,1% en 2014) laissait présager d'un rattrapage qui s'amplifierait. Cependant, la croissance n'a pas fait d'étincelles en 2016 et a marqué un léger ralentissement à 1,7 %, alors même que la zone euro a bénéficié de nombreux soutiens : une politique monétaire très expansionniste, un euro à son plus bas niveau depuis 2002, une politique budgétaire légèrement expansionniste en 2015 et 2016 pour l'ensemble de la zone euro après cinq années de restriction, et un faible prix du pétrole. En outre, la perspective du Brexit n'a pas encore eu les effets négatifs anticipés ne déclenchant ni nouvelle panique financière, ni chute de la croissance britannique au deuxième semestre. Notons aussi que le Brexit ne semble pas non plus provoquer de phénomène massif de relocalisation des investissements qui bénéficieraient à la zone euro. Le principal frein à la croissance est venu du commerce mondial. En 2016, les importations mondiales ont reculé de 0,5 %. Le rythme de croissance des exportations de la zone euro a été divisé par deux entre 2015 et 2016 et la contribution du commerce extérieur à la croissance est devenue nulle en 2016 contre un soutien de 0,1 et 0,3 point respectivement en 2015 et 2014. En revanche, les entreprises de la zone euro ont continué à gagner des parts de marché, grâce au taux de change. L'investissement productif a été lui aussi globalement décevant par rapport à 2015, avec un taux de croissance qui est passé de 5 à 3,7 % malgré des conditions de financement toujours bonnes et malgré la mise en œuvre du Plan

Junker dont l'impact sur l'investissement semble marginal. Le deuxième semestre a été particulièrement morose avec une baisse de l'investissement de 1,7 % au troisième trimestre et une croissance de 0,3 % au trimestre suivant. Si les mesures d'amortissement anticipé ont soutenu l'investissement en France, les performances de l'Allemagne en matière d'investissements se sont au contraire dégradées.

La consommation est restée relativement bien orientée (1,9 % en 2016) dans un contexte de faible inflation et de créations d'emplois relativement dynamiques (+0,3 % en moyenne par trimestre). Après un premier trimestre très bien orienté, la consommation a toutefois décéléré en ligne avec l'évolution du revenu disponible brut réel des ménages par habitant qui a cru de 0,8 % au premier trimestre puis de 0,2 % au cours des deux trimestres suivants. Quant à l'investissement en logement, sa croissance a accéléré, profitant des conditions de financement toujours avantageuses. Cette dynamique s'est traduite par un retour en territoire positif de la croissance de l'encours réel de crédit aux ménages, contrastant avec la persistance de l'atonie des crédits accordés aux entreprises non financières (graphique 40).

En 2017 et 2018, la croissance du PIB ralentirait légèrement (1,6 %, puis 1,4 %). Le commerce extérieur n'amputerait plus la croissance, bénéficiant de la reprise du commerce hors zone euro et de la dépréciation passée de l'euro. Les agents privés ne pourraient en revanche plus compter sur le soutien de la politique budgétaire qui serait neutre en 2017, puis restrictive en 2018 (-0,2), notamment en raison de l'ajustement budgétaire anticipé. A l'exception de l'Allemagne, les grands pays européens mèneraient des politiques restrictives, dès 2017 en Espagne à la suite de l'entrée en fonction du nouveau gouvernement en novembre 2016 et en 2018 en France sous l'hypothèse que le gouvernement qui sera élu en juin souhaitera respecter ses engagements budgétaires pour satisfaire les exigences du Pacte de stabilité. De plus, le rebond de l'inflation amputerait le pouvoir d'achat des ménages. Nous prévoyons donc un moindre dynamisme de la consommation privée, malgré des mesures de soutien dans plusieurs pays (dépenses de retraite en Italie et en Allemagne, impôt sur le revenu en Allemagne).

Graphique 40. Croissance de l'encours réel de crédits aux ménages et aux entreprises non financières de la zone euro



Source : BCE.

Avec la remontée du prix du pétrole, l'inflation a nettement accéléré en fin d'année 2016, passant de 0,6 % en octobre 2016 à 2 % en février 2017. Mais l'inflation sous-jacente est restée quasiment inchangée, à 0,8 % en février 2017. La poussée d'inflation est donc due uniquement à des facteurs exogènes et serait donc temporaire. Le pic serait atteint fin 2017 et l'inflation repasserait sous les 2 % en 2018. A l'exception de l'Allemagne, qui affiche un taux de chômage au sens du BIT de 3,9 % au quatrième trimestre 2016, les autres grands pays n'ont pas une situation du marché du travail qui justifie une accélération franche des salaires et donc un regain d'inflation sous-jacente. En Allemagne, les salaires devraient progressivement accélérer au fur et à mesure que les conventions collectives intégreront la remontée récente de l'inflation. De plus, les salaires observés continueraient de croître plus vite que les salaires négociés, bénéficiant notamment de l'impact positif de la mise en place d'un salaire minimum en 2015 et de sa revalorisation en 2017. En 2018, les salaires progresseraient donc à un rythme un peu supérieur à 3 %. Ils resteraient en revanche plus contenus en Italie, du fait de la stabilisation du taux de chômage à un haut niveau (à 11,8 %). L'enrichissement de la croissance en emplois observé récemment devrait s'amoinrir, avec l'arrivée à terme des dispositifs de soutien à l'emploi fin 2017 (baisses de charges pour les entreprises) et la productivité se redresserait en conséquence.

Le taux de chômage dans la zone euro, toujours élevé (9,6 % en janvier 2017), baisserait à 9,1 % fin 2018. Ce sont la France et l'Espagne essentiellement qui le pousseront à la baisse. Globalement, il y aurait moins de créations d'emplois qu'en 2016. En Allemagne, la croissance ralentirait, du fait d'un écart de production désormais nul, ce qui réduirait le rythme de créations d'emplois. Comme parallèlement la population active accélérerait légèrement au fur et à mesure de l'intégration des réfugiés¹⁶ sur le marché du travail, le taux de chômage remonterait un peu pour se stabiliser à 4 % en 2018. En France, nous supposons le maintien des politiques de baisse du coût du travail en vigueur (CICE, Pacte de responsabilité, Prime à l'embauche), qui permettrait la poursuite de la baisse du chômage, malgré le retour dans la population active des personnes ayant bénéficié du plan de formation en 2016 dans le cadre du Plan d'urgence pour l'emploi.

Enfin, l'investissement productif ralentirait dans la zone euro, marqué notamment par la fin des mesures de suramortissement en France à la fin du premier trimestre 2017 et par un amoindrissement de la croissance du PIB. L'investissement ré-accélerait en 2017 en Allemagne après une fin d'année 2016 en-deçà des attentes (encadré 4). En Italie, l'investissement ralentira aussi du fait de ce moindre effet d'accélérateur, mais le taux d'investissement productif se redressera, soutenu par la baisse du taux d'imposition sur les sociétés de 27,5 % à 24 % en 2017 et la poursuite du suramortissement. Les entreprises italiennes restent néanmoins tributaires d'un financement délicat en raison du poids des créances douteuses dans les bilans des banques.

La croissance dans la zone euro continuerait donc à marquer le pas en 2017 et 2018 et s'établirait ainsi à 1,5 puis 1,4 %. Ce rythme de croissance permettrait de réduire le taux de chômage, mais la baisse serait néanmoins trop lente au regard des reprises passées et ne conduirait donc pas à résorber l'ensemble des déséquilibres sociaux qui ont été provoqués par la crise financière de 2007-2008. La situation sociale resterait particulièrement préoccupante dans les pays du sud de l'Europe.

16. Nous faisons l'hypothèse dans notre prévision que le ralentissement du nombre d'entrées de réfugiés se poursuit et que la population allemande augmenterait de 0,8% en 2017, puis 0,4% en 2018 (après 1,3 % en 2016).

Encadré 4. Un recul inexpliqué fin 2016 de l'investissement productif allemand

Malgré une conjoncture favorable en 2016 en Allemagne (croissance du PIB de 1,8 %), un coût du capital très bas, des taux de marges élevés et des taux d'utilisation supérieurs à leur moyenne historique, l'investissement productif privé (*i.e.* équipement privé, autres investissements privés et bâtiment privé hors résidentiel) a été inférieur aux attentes : après un bon début d'année, il a reculé les trois trimestres suivants. Or, d'après l'équation d'investissement que nous avons estimée¹⁷, les fondamentaux (taux de marge, effet d'accélérateur, coût du capital) ne justifient pas un tel mouvement et on observe un décrochage sur les derniers points entre l'investissement observé et celui simulé à partir de notre équation sur la période 1992-2016 (graphique 41). En effet, au cours des quatre derniers trimestres, l'investissement productif privé observé a reculé de 0,1 % alors que celui simulé indiquait une augmentation de 2 % et l'écart de niveau entre l'investissement simulé et l'observé est de 1,7 % à la fin 2016. Si cet écart s'est déjà observé historiquement, il montre cependant une véritable déconnection dans la dynamique récente entre l'investissement et l'évolution de ces fondamentaux. Notre équation ne nous permet pas en tout cas d'expliquer cette frilosité récente des entreprises allemandes.

Dans leur dernière prévision commune, les grands instituts de conjoncture allemands partagent ce constat et mettent en avant le rôle de l'incertitude qui n'est pas intégrée dans notre équation. L'incertitude liée à la politique économique de partenaires commerciaux importants de l'Allemagne (États-Unis et Royaume-Uni principalement) serait un facteur possible d'attentisme des entreprises (Langfassung, 2017). L'institut DIW, sur la base d'un VAR structurel, a quant à lui estimé que le Brexit pourrait entraîner une perte de 0,7 % de l'investissement dans la zone euro (1 % en Allemagne du fait de l'importance du secteur manufacturier) à l'horizon d'un an par rapport au niveau qu'il aurait atteint en l'absence de Brexit (Rieth, Michelsen et M. Pfiffer, 2016), en raison de l'augmentation de l'incertitude (approximée par un indice de volatilité des marchés boursiers). Le problème est que nos équations

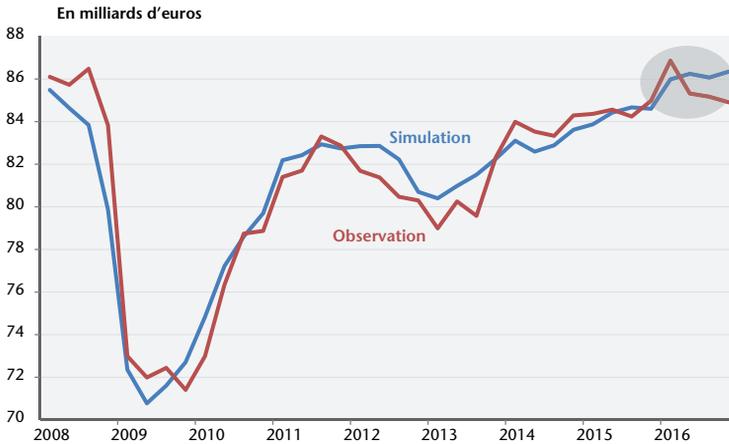
17. L'équation retenue est la suivante :

$$\Delta \log(I/VA) = -0,44 - 0,239 * (\log(I(-1)/VA(-1)) + 0,07 * \log(CRK(-1)) - 0,01 * TM(-1))$$

+ 0,375 * $\Delta \log(VA)$ + 0,616 * $\Delta \log(VA(-1))$ - 0,138 * $\Delta \log(I(-1)/VA(-1))$ + 0,026 * 19900 + 0,235 * AR(4),
Avec I/VA : le taux d'investissement, CRK le coût réel du capital (le coût du capital est calculé comme le prix de l'investissement que multiplie la somme du taux d'intérêt réel sur les nouveaux prêts aux entreprises non financières (déflaté par le prix de l'investissement) et du taux de dépréciation du capital productif ; il est déflaté par le prix de la valeur ajoutée marchande), TM le taux de marge des entreprises net de la consommation de capital fixe et de l'impôt sur les sociétés, VA la valeur ajoutée des entreprises et 19900 une indicatrice pour les années 1999 et 2000.

d'investissement pour les autres grands pays européens, basées sur des déterminants identiques et qui n'intègrent pas de variable d'incertitudes, reflètent relativement bien les comportements d'investissement récents, contrairement à l'Allemagne. Or, il n'y a pas de raison a priori que l'incertitude n'ait d'effet qu'en Allemagne et pas sur les autres pays européens qui ont des échanges commerciaux avec le Royaume-Uni d'une importance assez similaire.

Graphique 41. Investissement productif privé non résidentiel réel



Sources : Destatis, calculs OFCE.

La plupart des indicateurs conjoncturels sont relativement bien orientés (ventes domestiques des producteurs de biens en capital notamment), ce qui a conduit les grands instituts allemands à inscrire dans leurs prévisions une reprise dynamique dès le premier trimestre 2017 et qui se poursuivrait d'ici 2018. En l'absence d'explication supplémentaire, nous prévoyons un investissement plus modeste, sur la base des fondamentaux de notre équation qui donne des résultats satisfaisants sur longue période, sans rattrapage à l'horizon de fin 2018 du niveau actuel simulé par notre équation.

Royaume-Uni : jusqu'ici tout va bien

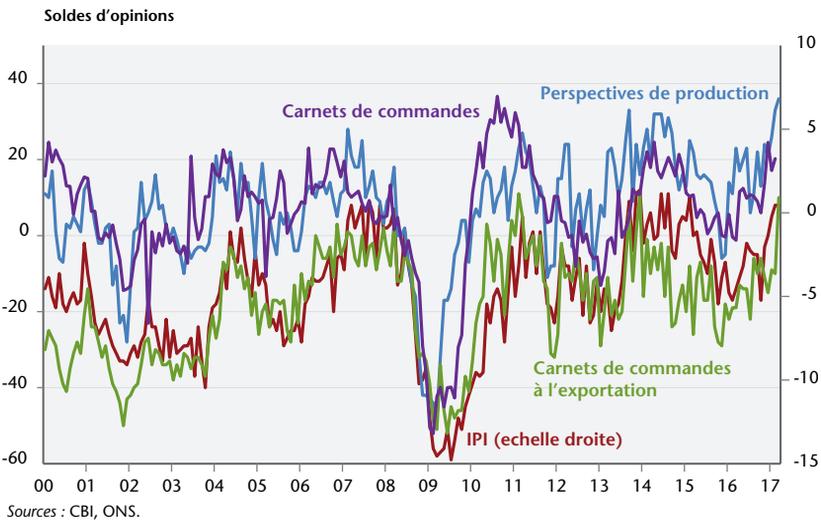
La croissance du PIB britannique a été de 0,7 % au quatrième trimestre 2016, soit, en 2016, de 1,8 % en moyenne annuelle et 1,9 % en glissement sur un an. Le vote des Britanniques en faveur d'une sortie du Royaume-Uni de l'UE le 23 juin 2016 n'a pas été suivi d'un ralentissement de l'économie au second semestre. Jusqu'à la fin 2016, la croissance a été tirée par la consommation des ménages, qui a continué d'augmenter de 0,7 % par trimestre (soit +3 % en glissement sur un an au quatrième trimestre). L'investissement des entreprises n'a pas connu de forte chute au second semestre : +0,4 % au troisième trimestre et -0,9 % au quatrième trimestre. Il est difficile de dire si cette baisse est entièrement liée au vote du 23 juin, car le taux d'investissement des entreprises avait atteint un pic en 2015, retrouvant alors son niveau d'avant la crise. À la fin de 2016, le PIB britannique était 8 % au-dessus de son niveau d'avant-crise (premier trimestre 2008), mais ceci résulte d'évolutions sectorielles divergentes : la hausse de la valeur ajoutée est restée plus forte dans les services, particulièrement de santé, l'activité s'étant stabilisée dans les services immobiliers en 2016, le deuxième secteur jusqu'alors le plus dynamique depuis 2008. La valeur ajoutée reste 4 % en dessous de son niveau d'avant-crise dans l'industrie manufacturière, elle a rejoint son niveau d'avant-crise dans le bâtiment, mais pas dans les services financiers.

Les indicateurs conjoncturels disponibles à la fin mars 2017 signalent la poursuite de la croissance au Royaume-Uni au premier trimestre 2017. C'est particulièrement le cas dans l'industrie manufacturière, où la production industrielle est en hausse de 3,2 % sur un an en février, en ligne avec l'amélioration des opinions des industriels. À la fin mars, les perspectives de production, les carnets de commande, surtout à l'exportation, sont orientés très favorablement (graphique 42). Du côté de la demande, la progression des ventes de détail a été très dynamique jusqu'en octobre 2016, où l'indice des ventes de détail en volume affichait une hausse de 7 % sur un an, avant de s'infléchir par la suite (+1,5 % seulement sur un an en janvier, mais 3,7 % en février). Ceci suggère un ralentissement de la consommation des ménages au premier trimestre.

L'inflation (mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisés – IPCH) est passée de 0,5 % en glissement sur un an en juin 2016, à 1,6 % en décembre et 2,3 % en février 2017 ; l'infla-

tion sous-jacente est dans le même temps passée de 1,4 % en juin, à 1,6 % en décembre et 2 % en février. L'inflation britannique reste modérée et proche de la moyenne de la zone euro, à 2 % en février (mais 0,9 % seulement pour le sous-jacent), 2,2 % en Allemagne, 3,2 % en Espagne, mais 1,4 % seulement en France). L'inflation accélérera au Royaume-Uni dans les mois à venir, du fait de la hausse des prix des produits importés résultant de la baisse passée de la livre, soit une dépréciation de 10 % en termes de taux de change effectif depuis juin 2016.

Graphique 42. Enquêtes de confiance au Royaume-Uni

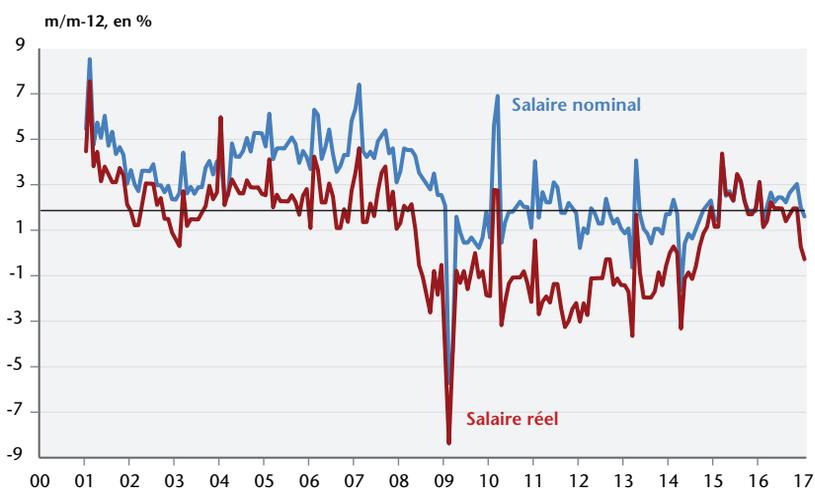


Le taux de chômage a baissé de 5,1 % à la fin 2015 à 4,7 %, au sens du BIT, en décembre 2016. C'est le plus bas taux de chômage depuis l'été 1975, mais cela ne signifie pas pour autant que l'économie britannique est au plein emploi. Le taux de chômage britannique est aujourd'hui plus faible qu'il ne l'était en 2007, mais plusieurs indicateurs montrent un certain sous-emploi persistant. Ainsi, 13 % des personnes en temps partiel déclaraient souhaiter travailler à temps plein à la fin 2016, alors qu'elles n'étaient que 10 % à la fin de 2007. Par ailleurs, l'emploi total a augmenté de 1 % sur un an en glissement en 2016, mais le nombre d'entrepreneurs individuels a augmenté de 3,2 %, signe que les emplois précaires continuent de se développer. Le nombre de personnes en contrats « zéro heure » s'est cependant stabilisé au

second semestre 2016, mais elles représentent 2,8 % de l'emploi total (905 000 personnes au quatrième trimestre 2016) contre 0,8 % jusqu'en 2012 (250 000 personnes). L'économie britannique s'est rapprochée du plein-emploi, mais elle peut encore croître sans buter, à court terme, sur des contraintes d'offre de main-d'œuvre.

Jusqu'à la fin de 2016, les salaires nominaux ne donnaient pas de signe d'accélération, affichant une hausse d'environ 2,2 % en rythme annuel, proche de leur progression moyenne depuis 2008 (1,9 % en rythme annuel) (graphique 43). Les salaires réels ont nettement baissé depuis le début de la crise de 2008, et n'ont pas encore retrouvé leur niveau d'alors. Dans notre prévision, nous faisons l'hypothèse que, cette fois aussi, les salariés absorberont en grande partie le choc de la hausse des prix.

Graphique 43. Évolution des salaires nominaux* et réels



* Salaire hebdomadaire moyen, en livres, pour l'ensemble de l'économie.

Source : ONS.

Le salaire minimum des adultes de plus de 25 ans augmentera au 1er avril 2017, de 4,2 % pour les plus de 25 ans, passant ainsi de 7,2 à 7,5 livres par heure), suivant les recommandations de la Low Pay Commission (Low Pay Commission, 2016). Ceci n'aurait qu'un impact marginal sur les salaires (encadré 5).

Encadré 5. La revalorisation du salaire minimum au Royaume-Uni

Depuis 2015, le gouvernement britannique s'est engagé dans une politique de revalorisation du salaire minimum. Au Royaume-Uni, c'est une commission indépendante, la Low Pay Commission, qui est chargée de faire des propositions de hausse des salaires minimum chaque année au gouvernement. Il existe cinq salaires minimum au Royaume-Uni selon l'âge des travailleurs (apprentis, 16-17, 18-20, 21-24, plus de 25 ans). Le gouvernement a donné à la commission le mandat de « porter le salaire minimum des plus de 25 ans, dénommé depuis avril 2016 le 'salaire national de subsistance', de 55 % du salaire médian à 60 % du salaire médian en 2020, sous réserve d'une croissance économique soutenue ». En octobre 2015, le salaire minimum des plus de 25 ans avait été augmenté de 3,1 %, puis la Low Pay Commission avait proposé, lors de la création du salaire national de subsistance (National Living Wage, NLW), une hausse de 7,5 % en avril 2016 (voir [Mathieu, 2016](#)).

En octobre 2016, la Low Pay Commission a proposé une augmentation du NLW de 4,2 % à compter d'avril 2017, faisant passer le taux horaire de 7,2 à 7,5 livres sterling. Cette recommandation de la commission tenait compte des prévisions réalisées à l'automne 2016 par l'Office for Budget Responsibility (OBR), d'une hausse des salaires moyens britanniques comprise entre 2 % et 3 % et du souhait de limiter les pertes de pouvoir d'achat pour les bas salaires résultant de l'accélération de l'inflation attendue, à la suite de la baisse de la livre en 2016.

Selon le premier bilan effectué par la LPC en octobre 2016, environ 1,6 million de salariés de plus de 25 ans (6,7 % de la cohorte), était alors couverts par le NLW. Les employeurs déclaraient avoir répercuté la hausse du salaire minimum de différentes façons : hausse des prix, baisse des profits, certains déclaraient avoir réduit le nombre d'heures travaillées et l'emploi, mais il n'y avait alors pas d'impact visible sur l'emploi dans les secteurs à bas salaires. La LPC, comme l'OBR, attendaient par ailleurs un impact marginal sur la masse salariale (de l'ordre de 0,1 % en 2016). C'est aussi ce que nous avons retenu dans notre prévision.

La revalorisation du salaire minimum britannique laisse celui-ci en dessous de celui des pays de l'OCDE où il est traditionnellement le plus élevé. Ainsi, au 1er avril 2017, avec un taux horaire brut de 7,5 livres, soit 8,75 euros, le NLW reste inférieur au salaire minimum en France (9,76 euros).

La LPC a d'autre part fait des recommandations de revalorisation des salaires minimum pour les moins de 25 ans : pour ces derniers, le gouvernement britannique a souhaité que les salaires horaires diffèrent selon l'âge, ceci afin de tenir compte du risque de chômage plus élevé chez les plus jeunes. La LPC est supposée proposer, pour les moins de 25

ans, des revalorisations de salaires qui ne nuisent pas à l'emploi. Ainsi, en avril 2017, les taux horaires seront portés à 7,05 livres pour les 21-24 ans, soit une hausse cumulée de 5,2 % depuis octobre 2015, dernière date à laquelle les salaires minimum des moins de 25 ans avaient été revalorisés ; à 5,6 livres pour les 18-20 ans, soit une hausse cumulée de 5,7 % depuis octobre 2015 ; à 4,05 livres pour les 16-17 ans (soit une hausse cumulée de 4,7 % depuis octobre 2015) ; à 3,5 livres pour les apprentis (soit une hausse cumulée de 6,1 % depuis octobre 2015). L'écart a donc été creusé de façon délibérée par le gouvernement depuis octobre 2015 entre les salaires minimum des jeunes et ceux des adultes des plus de 25 ans.

La productivité, l'un des points faibles de l'économie britannique depuis le début de la crise de 2008, a retrouvé sa croissance d'avant-crise au second semestre 2016. Ainsi, la productivité par habitant pour l'ensemble de l'économie a accéléré à près de 0,4 % aux troisième et quatrième trimestres. Il est trop tôt pour dire si cette accélération sera durable. Sur la base des estimations présentées, dans la « partie 3.Productivité » de cette prévision, la productivité tendancielle de l'économie britannique serait, sur la période 2011-2016, de 0,8 %.

Le déficit public était de 3,3 % du PIB en 2016, il serait de 3,1 % du PIB en 2017 et de 2,9 % du PIB en 2018, sous l'hypothèse d'une impulsion budgétaire nulle cette année et restrictive de 0,4 point de PIB en 2018 (voir partie politique budgétaire).

Au quatrième trimestre, le déficit de la balance des paiements courants s'est fortement réduit, passant de plus de 5 à 2,4 points de PIB. Ceci est principalement dû à la réduction du déficit commercial, du fait de la forte hausse des exportations de marchandises (+7,6 milliards de livres). Cependant, hors exportations erratiques de marchandises (or, avions, ...) et de pétrole (1,6 milliard), la hausse des exportations de marchandises est de 3,5 milliards (dont 1 milliard sont des exportations de machines).

La croissance du PIB britannique serait de 1,7 % cette année et ralentirait à 1,1 % l'an prochain. Les effets du Brexit (voir infra : « Quels impacts du Brexit ? ») contribueraient à freiner la croissance d'environ 0,3 point cette année et de 0,1 point l'an prochain. En 2018, le durcissement de la politique budgétaire contribuerait à

freiner la croissance britannique à hauteur de 0,4 point. Hors effets du Brexit et de la politique budgétaire, la croissance britannique serait de 1,6 % en 2018. Dans notre scénario, la consommation des ménages ralentirait sous l'effet de la hausse des prix à la consommation qui réduirait le pouvoir d'achat des ménages. Nous faisons l'hypothèse que les salaires nominaux accéléreront à peine, malgré l'inflation, comme cela a été le cas après la crise de 2008, et que cela restera aussi le cas pour les prestations sociales, dont la plupart sont gelées, à l'exception notable des retraites publiques. L'accélération de l'inflation conduira donc à une perte de pouvoir d'achat des ménages et bridera la consommation à l'horizon de notre prévision. Le taux d'épargne, de 3,3 % seulement à la fin 2016, resterait stable. Les entreprises freineraient leurs investissements en attendant que les négociations sur le Brexit se précisent. Le commerce extérieur apporterait une contribution positive à la croissance (de l'ordre de 0,9 point de PIB en rythme annuel) : ceci résulterait à la fois de la croissance des exportations, soutenue par des gains de parts de marché permis par la baisse passée de la livre, et d'un recul des importations, freinées par le ralentissement de la demande intérieure et la hausse des prix des produits importés. Le taux de pénétration des importations serait stable cette année et baisserait légèrement en 2018¹⁸.

Quels impacts du Brexit ?

Depuis juin 2016 et le vote des Britanniques en faveur du Brexit, les scénarios noirs qui annonçaient une chute de l'activité à court terme ne se sont pas produits.

Une partie du scénario s'est effectivement réalisée :

1. Chute des cours boursiers – mais elle a été de très courte durée. Les cours boursiers ont baissé au lendemain du vote, mais ceci n'a duré que quelques jours et ont très vite recommencé à croître. À la fin mars, l'indice FTSE-All share était 15 % au-dessus de son niveau du 23 juin, soit une hausse similaire à celui de l'indice Euro Stoxx ou au SP 500.
2. Baisse de la livre sterling : la livre a baissé jusqu'en octobre 2016 (au point le plus bas : baisse de 13 % du taux de change effectif

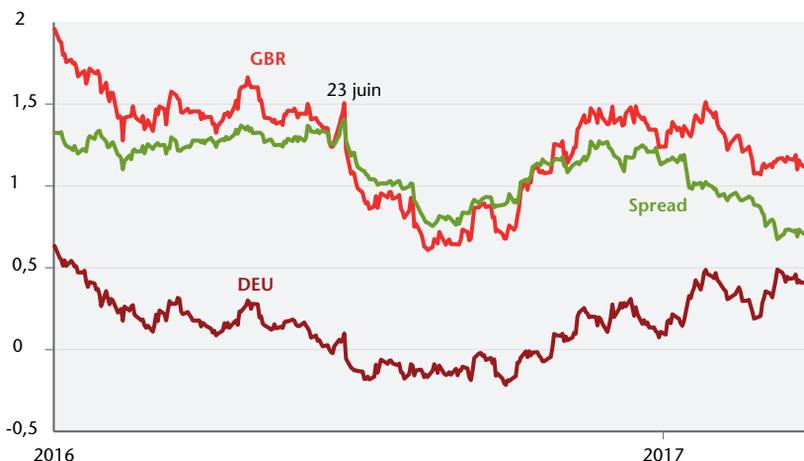
18. Le taux de pénétration est défini comme le rapport des importations à la demande intérieure.

nominal de la livre). Elle s'est ensuite stabilisée par rapport au dollar et a légèrement remonté par rapport à l'euro. De juin 2016 à mars 2017, la baisse du taux de change effectif nominal de la livre est de 10 %. Nous faisons l'hypothèse que le taux de change effectif de la livre restera stable à l'horizon de la fin 2018.

Mais, un certain nombre de risques ne se sont pas (encore ?) concrétisés :

- 1) Pas de remontée des taux d'intérêt et des primes de risque : le taux sur les titres publics à 10 ans était de 1,25 % à la veille du 23 juin, il est ensuite brièvement monté à 1,5 %, mais les marchés ont vite retrouvé confiance, comme en atteste l'évolution du taux d'intérêt et de l'écart de taux avec l'Allemagne (graphique 44) : fin mars, le taux britannique à 10 ans était de 1 %, l'écart avec le taux allemand de 0,8 point.

Graphique 44. Taux d'intérêt publics à 10 ans au Royaume-Uni et en Allemagne



Source : Thomson Reuters.

- 2) Chute de l'investissement des entreprises : le vote pour une sortie du Royaume-Uni de l'UE a induit de nombreuses incertitudes : quels seront les accords négociés avec l'UE ? Les entreprises britanniques garderont-elles l'accès aux marchés de l'UE (près de 50 % des exportations britanniques) ? Ces incertitudes peuvent conduire les entreprises – britanniques et étrangères – à différer leurs décisions d'investissement sur le sol britannique, voire à investir ailleurs (éventuellement dans l'UE).

Au second semestre 2016 : cet effet n'a pas été massif. L'investissement des entreprises a augmenté de 0,4 % au troisième trimestre et baissé de 0,9 % au quatrième trimestre. Comme le taux d'investissement avait atteint un pic à la mi-2015, et avait depuis commencé à baisser, il n'est pas évident de séparer ce qui, dans le ralentissement observé depuis l'été 2016, est dû au Brexit et ce qui ne l'est pas. Un certain nombre d'annonces faites dans la presse suggèrent que les entreprises étrangères continuent à investir au Royaume-Uni (Toyota, Google, ...). Par ailleurs, les enquêtes auprès des industriels suggèrent une stabilité, voire une amélioration de l'investissement au début de 2017. Mais les négociations n'ont pas encore commencé entre le gouvernement britannique et l'UE, et l'on ne sait rien des accords qui lieront le Royaume-Uni et l'UE lorsque le Royaume-Uni aura quitté l'UE. À la fin mars 2017, alors que Theresa May souhaite dès à présent négocier un « partenariat spécial avec l'UE », l'UE répond qu'elle ne négociera les termes d'accords commerciaux qu'après la sortie effective du Royaume-Uni, soit après avril 2019.

Ceci nous conduit à maintenir notre prévision de l'automne dernier, d'un choc exogène de -10 % de l'investissement des entreprises. Compte tenu de taux d'intérêt plus bas de l'ordre de 1 point qu'en l'absence de Brexit¹⁹, la baisse induite de l'investissement serait de 8 % à l'horizon de la fin 2018²⁰.

- 3) Investissement logement : pas de chute des prix de l'immobilier jusqu'à présent, mais un ralentissement de la hausse des prix de l'immobilier, désormais de l'ordre de 4 % en rythme annuel au lieu de 10 %. Ceci est bienvenu, étant

19. En avril 2016, nos prévisions de taux d'intérêt directeurs étaient de 1,0 % pour 2017, elles sont maintenant de 0,25 seulement, et de 0,4 pour 2018 – nous n'avions pas réalisé en avril 2016 de prévision à l'horizon 2018, mais les anticipations des marchés et du consensus des économistes étaient alors celles de la poursuite d'une hausse des taux directeurs en 2018 ; nos prévisions de taux d'intérêt publics à 10 ans étaient en avril 2016 de 2,1 % pour 2017, elles sont maintenant de 1,3 % et de 1,6 % en 2018 alors qu'en l'absence de Brexit elles auraient été probablement au moins de 2,5 %. Envisager des taux d'intérêt sur les crédits des entreprises plus faibles de 1 point qu'en l'absence de Brexit semble donc une hypothèse raisonnable.

20. Les estimations des impacts des taux d'intérêt sur l'investissement sont fragiles. L'ordre de grandeur que nous retenons est probablement prudent : la baisse d'un point du taux d'intérêt aurait un impact de 2 % sur l'investissement des entreprises et de 0,5 % sur l'investissement logement au bout de deux ans ce qui est par exemple deux fois moins élevé que ce qui figurait dans : « Mimosas, un recueil de variantes », Document de Travail de l'OFCE, novembre 1997.

donné les niveaux historiquement élevés des prix. Nous maintenons un choc exogène de l'investissement-logement de 5 % (de 4,5 % en tenant compte de taux d'intérêt plus faibles qu'en l'absence de Brexit).

- 4) La politique monétaire soutient et continuera de soutenir la croissance : La Banque d'Angleterre a annoncé qu'elle est prête à laisser l'inflation dépasser le haut de la fourchette de la cible de politique monétaire (2 %, dans une fourchette de +/-1 %), tenant compte du caractère temporaire de l'accélération de l'inflation (qui a longtemps été inférieure à la cible). Le taux directeur resterait à 0,25 au moins jusqu'à l'été 2018 ; les taux d'intérêt nominaux à long terme seraient de 1,7 % au second semestre 2018.
- 5) Assouplissement de la politique budgétaire : neutre en 2017 dans le budget de mars 2017 (alors qu'elle était annoncée restrictive de 1 point dans le budget de mars 2016) et restrictive de 0,4 point en 2018, au lieu de 0,8 annoncé dans le budget de mars 2017, en faisant l'hypothèse que le gouvernement, pragmatique, assouplirait, comme il le fait depuis plusieurs exercices budgétaires, la politique budgétaire au vu de la situation de l'économie britannique.
- 6) Le bas niveau de la livre permettait des gains de parts de marché et le commerce extérieur aurait une contribution positive à la croissance (de l'ordre de 0,8 point par an en moyenne en 2017 et 2018).

Les élasticités-prix des exportations et des importations ont un impact déterminant sur l'impact macroéconomique d'une dévaluation. Les estimations réalisées sur les périodes récentes suggèrent de faibles élasticités-prix, de l'ordre de 0,2 % seulement pour les élasticités-prix à l'exportation et de 0,6 % pour celles à l'importation. Les estimations sont de façon générale probablement faussées par l'incertitude sur les vrais prix des échanges, due à la pratique des prix de transfert. Néanmoins, on peut considérer que les exportateurs britanniques ne bénéficieront pas entièrement dans les mois qui viennent des gains de compétitivité permis par la baisse de la livre, car l'incertitude sur de futures barrières à l'entrée pourrait les décourager de s'engager dans la

conquête de marchés de l'UE, ce qui peut conduire à une faible élasticité-prix à l'exportation.

- 7) Le pouvoir d'achat des ménages sera réduit du fait de l'accélération de l'inflation, ce qui conduira à une baisse de la consommation des ménages. Cet effet jouera plus tardivement que nous l'avions envisagé dans notre prévision d'automne, où la consommation ralentissait dès 2016, du fait d'une accélération plus précoce de l'inflation.

Le délai de transmission de la hausse des prix d'importations, à la suite de la baisse de la livre, aux prix à la consommation est l'une des incertitudes de notre prévision (voir partie inflation). La répercussion serait totale au bout de 3 ans : la baisse observée du taux de change de 10 % aurait au total un impact de 3 % sur l'inflation. La baisse de la consommation pourrait cependant s'avérer plus faible, car nous supposons que les revenus des ménages ne seraient que peu indexés sur prix et que le taux d'épargne, déjà faible, ne diminuerait pas.

Tableau 24. Décomposition des impacts ex ante du Brexit sur le PIB britannique à l'horizon 2018

	Impacts sur le PIB (en points)		
	En 2017	En 2018	En 2 ans
(1) Baisse de 10 % de la livre			
Exportations	0,3	0,2	0,5
Importations	-1,1	-0,7	-1,8
Consommation des ménages	-1,1	-0,7	-1,8
<i>Impact total (1)</i>	<i>0,3</i>	<i>0,2</i>	<i>0,5</i>
(2) Baisse de l'investissement			
Investissement des entreprises (-8%)	-0,5	-0,4	-0,9
Investissement logement (-4,5%)	-0,1	-0,0	-0,1
<i>Impact total (2)</i>	<i>-0,6</i>	<i>-0,4</i>	<i>-1,0</i>
Impact total (1) + (2)	-0,30	-0,15	-0,45

Source : Estimations OFCE.

Au total, sous nos hypothèses, l'impact du Brexit sur l'économie britannique, que nous avons estimé à -0,8 point en 2017 lors de notre prévision d'octobre dernier, ne serait que l'ordre de -0,3 point cette année et de -0,1 l'an prochain. L'estimation de l'impact du Brexit est nécessairement fragile et discutable (pour une présentation et discussions des estimations sur l'impact du

Brexit, voir [Mathieu \(2016\)](#). Les Britanniques ont déclenché officiellement l'article 50, marquant le début du processus de sortie de l'UE du Royaume-Uni le 29 mars. C'est à partir de cette date que s'ouvrent officiellement deux années de négociations et c'est peut-être un tout autre scénario qui se réalisera.

États-Unis : retour à la normale (ou presque)

Avec 1,6 % en 2016, la croissance américaine a été 1 point plus faible qu'en 2015. Elle a nettement moins bénéficié des soutiens de 2015 du fait notamment de la fin de la baisse des prix du pétrole, du resserrement des conditions de crédit, et d'un taux de change encore un peu plus pénalisant pour la compétitivité. Malgré tout, la politique budgétaire est devenue expansionniste en 2016, année électorale oblige. Le retrait de ces soutiens est apparu alors que le coût des facteurs de production se renchérisait avec l'émergence des tensions notamment sur le marché du travail. Entre février 2016 et février 2017, les marges de baisse du taux de chômage se sont épuisées, le taux n'a baissé que de 0,2 point, à 4,7 % en février 2017. Certes, si l'on considère l'ensemble du sous-emploi (travailleurs découragés ou à temps partiel pour raisons économiques), elles sont un peu plus élevées. En février dernier, le taux de sous-emploi était à 9,2 % contre 9,8 % un an plus tôt, soit encore loin des 8 % atteints en 2006, et surtout des 7 % de 2000.

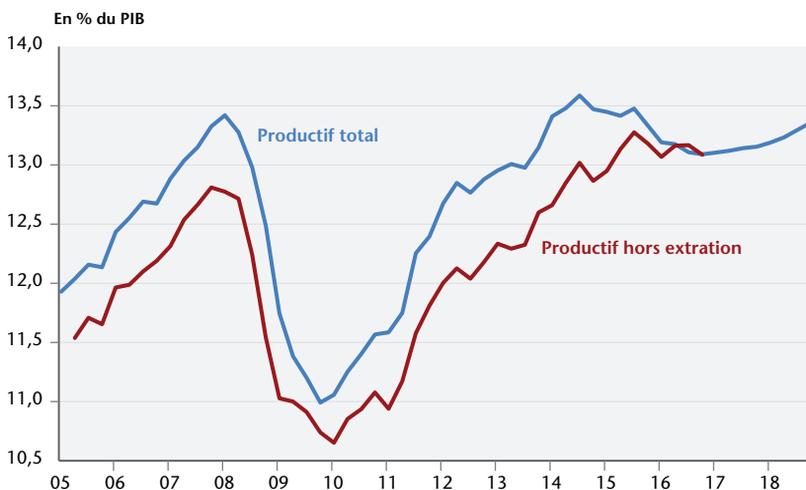
Le ralentissement de la croissance en 2016 s'explique exclusivement par celui de la demande intérieure, la contribution du commerce extérieur ayant été nettement moins négative en 2016 qu'en 2015. Le facteur le plus important tient à la normalisation du comportement de stockage des entreprises. Après l'augmentation régulière observée depuis la reprise de 2010, le niveau des stocks, rapporté au PIB avait retrouvé fin 2015 sa moyenne d'avant 2008, et s'est stabilisé à ce niveau tout au long de 2016. Les enquêtes de conjoncture soulignaient même un excès de stockage en 2015 qui nécessitait des corrections en 2016. L'autre origine du ralentissement vient de celui de la consommation des ménages et de la baisse de l'investissement productif. Le ralentissement des dépenses des ménages est intervenu dans un contexte de ralentissement du revenu réel, marqué par le retour de l'inflation et de la stabilisation du taux d'épargne par rapport à 2015. L'emploi a progressé un peu

moins vite qu'en 2016, tout comme la durée du travail a baissé dans le secteur privé, mais les salaires horaires connaissent une légère accélération depuis fin 2015 (2,7 % sur un an fin 2016 contre 2 % deux ans plus tôt), ce qui a permis de consolider la progression de la masse salariale. En termes nominaux, le revenu des ménages est resté dynamique. L'investissement logement qui a connu deux trimestres consécutifs de baisse en 2016 s'est redressé en fin d'année, en phase avec la reprise des mises en chantier et des permis de construire. Les crédits hypothécaires, hors refinancement, ont repris au deuxième semestre 2016, les conditions restant encore très attractives sur le marché de l'immobilier malgré la hausse des taux. Le taux d'endettement des ménages a continué de baisser en 2016 pour atteindre 68,7 % du RDB des ménages, soit plus de 30 points plus bas qu'en 2007. Mais le désendettement touche à sa fin, la dette étant revenue à son niveau de 2002. Les crédits à la consommation sont en forte augmentation.

Du côté de l'investissement des entreprises, l'année 2016 a été une nouvelle fois marquée par la crise dans le secteur des hydrocarbures. La chute des prix du pétrole de début 2014 à la fin 2015 s'est traduite par un ajustement brutal des capacités de production : l'investissement dans le secteur extraction (mining) a reculé de 32 % en 2015 et de 45 % en 2016 (graphique 45). Si l'on exclut ce secteur, l'investissement productif a progressé de 4,8 % en 2015 et encore de 1,8 % en 2016 (au lieu de 2,1 % et -0,5 % pour les deux années respectivement) et le taux d'investissement est resté stable. La reprise des prix du pétrole depuis plus d'un an a relancé l'installation de nouveaux forages, et quelques mois plus tard la production de pétrole. Dans l'hypothèse où les prix du pétrole ne devraient pas dépasser les 60 dollars le baril, l'investissement dans le secteur devrait continuer d'augmenter jusqu'à stabiliser les capacités productives à un niveau bien inférieur à celui de 2013-2014. En 2017 et 2018, l'impact, positif cette fois, sur l'investissement total devrait donc rester marginal. La situation financière des entreprises américaines a continué de se dégrader en 2016 avec la hausse des coûts salariaux unitaires observée depuis fin 2014. Le taux de marge (EBE/VA) a ainsi perdu 2 points en deux ans. De fait, après le fort rattrapage de 2010 et 2011, la productivité horaire reste stable tandis que les salaires s'accroissent. Les prix de produc-

tion augmentent de 5,4 % en février 2017, alors qu'ils baissaient de plus de 5 % un an plus tôt.

Graphique 45. Taux d'investissement productif, total et hors extraction



L'inflation sous-jacente reste autour de 2,2 % depuis plus d'un an. La hausse des prix du pétrole poussant l'indice général à la hausse ; celui-ci a augmenté de 2,8 % sur un an en février 2017, après 1 % un an plus tôt.

Si le commerce extérieur freine la croissance américaine depuis plus de trois ans sous l'effet notamment de la hausse du dollar (le taux de change effectif réel s'est dégradé de 13 % depuis fin 2013), l'impact a cependant été moindre en 2016 qu'en 2015. Les exportations ont accéléré, notamment au troisième trimestre sous l'effet d'une très bonne récolte de soja, tandis que les importations ralentissaient sensiblement jusqu'au troisième trimestre. La fin d'année a par contre connu une accélération notoire des importations (notamment automobiles et autres biens de consommation), que l'on peut partiellement attribuer aux craintes de mesures protectionnistes annoncées pendant la campagne du candidat Trump.

Dans ce contexte, les perspectives pour 2017 et 2018 restent modérées. En 2017, la croissance américaine devrait rester sur un rythme très légèrement supérieur à celui de 2016 (1,8 % après 1,6 %) et pourrait accélérer en 2018 à 2,4 % sous l'effet des mesures

annoncées par le nouveau président. Un certain nombre de facteurs déjà présents en 2016 devraient continuer de peser sur la croissance américaine :

- la hausse des prix du pétrole, qui pénalisera le pouvoir d'achat des ménages. Néanmoins, comme on l'a dit, cette hausse soutiendra l'activité dans le secteur des hydrocarbures, au risque d'alimenter l'excédent d'offre sur le marché pétrolier et de faire pression sur les prix ;
- le niveau toujours élevé du dollar et ses effets négatifs sur la compétitivité-prix des produits américains. Malgré une demande extérieure plus dynamique qu'en 2016, les exportations ne devraient bénéficier que partiellement de cette reprise. À l'inverse, les importations devraient accélérer, notamment en 2018. La hausse pourrait être freinée par les mesures protectionnistes annoncées par le président (taxe ajustable aux frontières ou autres) et qui devraient avoir un impact inflationniste sur les importations. Mais en l'absence d'informations plus précises sur leur contenu et leurs modalités d'application, nous n'intégrons pas cette hypothèse dans notre prévision. La contribution du commerce extérieur sera plus négative qu'en 2016 et le solde extérieur devrait se dégrader sensiblement. Le solde courant qui termine l'année 2016 à 2,4 % pourrait atteindre 3,2 % au quatrième trimestre 2018.
- Enfin, le resserrement des taux d'intérêt qui devraient augmenter en 2017 et 2018 avec l'accélération des tensions inflationnistes. Le mouvement devrait être moins rapide que lors des précédentes phases de hausses des taux. Si l'on considère la hausse de décembre comme amorce de cette accélération, les taux devraient augmenter de 2 points d'ici à fin 2018, alors qu'ils avaient augmenté de 4,25 points entre mai 2004 et juin 2006.

Néanmoins, comme en 2016 mais pour des raisons différentes, la politique budgétaire devrait rester expansionniste en 2017 et surtout 2018. Après 0,5 en 2016, l'impulsion pourrait atteindre 0,3 en 2017 et 1 en 2018. Nous faisons l'hypothèse que la réforme fiscale de baisse de l'impôt sur les sociétés (IS) et sur les ménages pourrait être votée au cours de l'été 2017 et appliquée dès le début de l'année fiscale 2018, c'est-à-dire au 1er octobre 2017. Une partie

ne manquera pas d'être épargnée mais une autre sera consommée ou investie. Les entreprises sont peu contraintes financièrement par un manque de liquidité pour investir, mais l'effet combiné de la baisse de l'IS et les incitations fiscales à l'investissement des entreprises (dans les infrastructures notamment) pourraient avoir un impact sur l'investissement des entreprises. Après 5 % en 2016, le déficit budgétaire devrait atteindre 5,2 % en 2017 puis 6,1 % en 2018.

Avec une croissance à 2,3 % en 2018, l'économie américaine devrait clore le déficit de production qu'elle connaît depuis 2008. Les tensions sur le marché du travail devraient alors augmenter. Le taux de chômage devrait rester autour de son point bas de 5 % (sachant que la croissance de la population active peut augmenter légèrement), ce qui soutiendrait l'accélération des salaires (3,4 % en fin 2018, après 2,6 % fin 2016). A l'horizon de la fin de la prévision, l'inflation sous-jacente devrait atteindre 2,7 % et l'inflation totale, 2,5 %.

Pays émergents : vers la fin du ralentissement

La croissance a ralenti en 2015 assez nettement. Ce ralentissement s'expliquait pour la baisse du prix du pétrole et des matières premières pour les pays producteurs, par le ralentissement de l'économie chinoise, le poids lourd des émergents, et par des mouvements de capitaux dans la perspective de la hausse des taux aux États-Unis. Si l'été 2015 a été marqué par les craintes d'une chute plus brutale des économies émergentes, le risque s'est finalement avéré relativement contrôlé à l'exception du Brésil et de la Russie. En 2016, la croissance des pays en développement est restée dynamique et devrait progressivement accélérer en 2017 et 2018.

La Chine : priorité à la stabilisation de la croissance

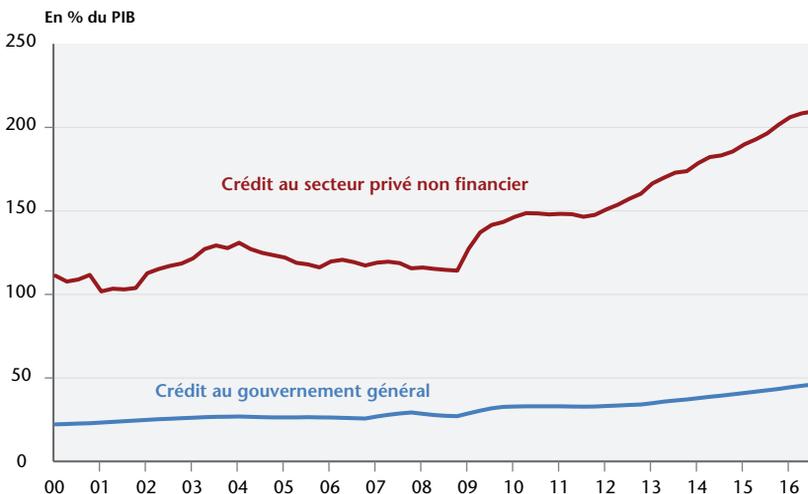
Après avoir été supérieure à 10 % l'an entre 2003 et 2010, la croissance chinoise n'a cessé de ralentir depuis 2011 au point que les autorités sont intervenues pour freiner le mouvement. Selon les données officielles, le taux de croissance s'est stabilisé à 6,7 % sur un an depuis le deuxième trimestre 2016 après avoir atteint 6,9 % en 2015. Sans être brutal, ce ralentissement n'en inquiétait pas moins les autorités qui, dans le cadre du nouveau plan quin-

quennal présenté en mars 2016, se sont fixées un objectif de croissance d'au moins 6,5 % par an sur la période 2016-2020. Face à une croissance de moins en moins tirée par l'investissement et les exportations, et une consommation privée qui tarde à prendre le relais, la politique économique du gouvernement est devenue largement proactive depuis 2015. Le taux d'intérêt directeur est à un niveau relativement bas depuis octobre 2015 (4,35 %) et la politique budgétaire est devenue fortement expansionniste. Ce soutien commence à porter ses fruits. La situation conjoncturelle s'est nettement améliorée en 2016. Le secteur de l'immobilier a vu le nombre des transactions augmenter et les prix accélérer en 2016. Les indicateurs conjoncturels sont mieux orientés depuis mi 2016 : l'indicateur avancé calculé par les autorités se redresse sensiblement, sous l'effet de l'amélioration des carnets de commande. L'inflation reste faible (2,5 % en janvier 2017) mais a ré-acceléré l'année dernière, éloignant quelque peu le risque de déflation.

L'objectif de stabilisation de la croissance chinoise n'est pas simple. Dans un contexte de transition – plutôt bien gérée jusque-là – du régime de croissance vers un modèle mieux équilibré et davantage tourné vers la demande intérieure, la croissance est nécessaire pour réduire les déséquilibres (surcapacités dans l'industrie, excès d'endettement, mauvaise qualité de l'actif des institutions financières), mais ces déséquilibres pèsent à leur tour sur la croissance et rendent étroites les marges de manœuvre des autorités. Le soutien à l'économie par la voie du crédit est à risque et doit être ciblé vers des secteurs jugés sans risque et la politique monétaire doit rester prudente. La dette du secteur non financier continue d'augmenter pour atteindre des niveaux très élevés (210 % du PIB au troisième trimestre 2016 contre 150 % en 2011) (graphique 46), soutenue en partie par les prêts aux ménages, dont notamment les prêts à l'immobilier. Mais la vigilance demeure face à la montée des risques de crédits du côté des entreprises et des collectivités locales. Celles-ci sont en train de restructurer leur dette au travers d'accords de swaps de crédits bancaires par des obligations émises sur les marchés locaux. Dans ces conditions, le soutien vient essentiellement de la politique budgétaire qui est devenue très expansionniste et qui pourrait l'être encore davantage si besoin était. Un vaste plan de dépenses publiques dans les infrastructures, prévu dans le plan quinquennal, est mis en place :

les investissements en capital fixe auraient augmenté de 8,1 % en 2016. Le déficit budgétaire a doublé en 2015 et 2016 (pour atteindre 3,8 % cette dernière année) par rapport aux années précédentes, mais la dette du gouvernement, bien qu'en progression régulière, reste à un niveau encore relativement faible (46 % du PIB au troisième trimestre 2016).

Graphique 46. Dette du secteur non financier en Chine



Source : BRI.

Le changement de régime, conjugué au risque de change, s'est traduit depuis 2014 par d'importantes sorties de capitaux qui fragilisent la monnaie et obligent les autorités à intervenir massivement sur les marchés des changes pour éviter une forte dépréciation. Ces inquiétudes se sont renforcées vers la fin de 2016 avec l'élection de Trump à la présidence des États-Unis et la montée des tensions entre les deux pays. Les réserves de change ont à nouveau fortement baissé (-25 % par rapport au point haut de début 2014) et de nouvelles mesures de contrôle des capitaux pourraient être introduites, après le durcissement mené déjà mi 2015. La balance des paiements courants s'est dégradée en 2016, avec un excédent courant qui est passé de 3 % en 2015 à 1,9 % l'année dernière. Les exportations ont chuté en dollars de 8,3 % tandis que les importations reculaient de 5,7 %. La perte de compétitivité des exportations chinoises face à ses principaux partenaires pèse sur les performances à l'exportation.

Autres pays d'Asie : résilience au ralentissement de la Chine

La croissance des pays asiatiques (hors Japon et hors Chine) a bien résisté au ralentissement du commerce, en partie grâce à des mesures de relance budgétaire et à la baisse des taux directeurs dans de nombreux pays dans un contexte inflationniste relativement maîtrisé. Elle demeurerait soutenue, avec un taux de croissance qui ne devrait que légèrement fléchir en 2017, avant de retrouver en 2018 le même rythme qu'en 2016 (6%). Mais les exportations de la zone ne pourront plus bénéficier de l'accord Trans-Pacifique signé en 2016 par 12 pays d'Amérique, d'Asie et du Pacifique et remis en cause en janvier 2017 par Donald Trump. Elles pourraient même pâtir de mesures protectionnistes américaines à l'encontre de la région.

L'Inde a affiché une croissance de 7,5 % en 2016, comme en 2015, une bonne performance due tant aux stimuli fiscaux que monétaires (baisse des taux par la banque centrale de près de 2 points depuis début 2015, à 6,25 %), qui lui ont permis de compenser les effets du rééquilibrage de la Chine. De plus, l'économie indienne a bénéficié de la baisse des prix des matières premières et d'un ralentissement de l'inflation au second semestre 2016 (3,4 % fin 2016, contre 5,6 % fin 2015). Néanmoins, le PIB a reculé au dernier trimestre 2016, vraisemblablement en raison de la démonétisation des billets de 500 et 1000 roupies annoncée début novembre par le Premier ministre, pour lutter contre l'économie souterraine. L'impact de cette mesure ne devrait être que temporaire et la croissance redémarrerait pour atteindre 7 % en 2017 et 7,7 % en 2018.

La croissance de l'économie coréenne s'est stabilisée à 2,7 % en 2016, contre 2,6 % en 2015. La forte progression de l'investissement dans la construction (11 % en 2016, contre 3,9% en 2015) a contribué pour plus de la moitié à la croissance annuelle, grâce à la politique de relance par l'immobilier amorcée en 2014. La consommation des ménages a accéléré, soutenue notamment par les mesures de relance mises en place par le gouvernement. Le taux directeur est à un très bas niveau (1,25 %), facteur de soutien à la croissance. Du fait de la crise politique actuelle (déstitution de la présidente de la république en mars 2017) mais aussi de la faiblesse attendue des exportations, la croissance resterait toutefois modérée, à 2,5 % en 2017 comme en 2018.

La croissance de Singapour a ralenti à 1,9 % en 2015 et 2 % en 2016, bien loin des rythmes supérieurs à 3,5 % affichés les années précédentes. Dans ce pays très dépendant des échanges internationaux, le ralentissement des exportations a pesé sur la croissance : ces dernières n'ont progressé que de 1,6 % en 2016 (contre 2,7 % en 2015). La demande intérieure n'a pas été en mesure de prendre le relais.

La croissance de Taïwan a légèrement accéléré en 2016 (à 1,5 %, après 0,7 % en 2015), grâce au rebond des exportations au second semestre 2016. Elle progresserait un peu plus vite à l'horizon de 2018, mais resterait modérée (2,4 % en 2018).

L'Amérique latine a touché le fond

Après cinq trimestres consécutifs de baisse d'activité, la croissance s'est stabilisée en Amérique latine au deuxième semestre 2016. En moyenne annuelle, elle reste négative (-0,6 % par rapport à 2015) mais l'inflexion marque le retour vers une croissance positive en 2017 et 2018 (0,9 et 2,1 % en 2017 et 2018 respectivement). Cette stabilisation résulte notamment de meilleures performances au Mexique et de la fin de la récession en Argentine au quatrième trimestre 2016 (le PIB a augmenté de 0,9 % par rapport au trimestre précédent après quatre trimestres de récession). Mais c'est faire silence sur la crise économique qui se poursuit au Brésil encore en fin d'année (-0,9 % par rapport au trimestre précédent, soit une baisse du PIB de 8 % en 2 ans). Pourtant, la situation y apparaît désormais plus dégagée. Depuis la prise de fonction officielle à l'été 2016 du nouveau président Temer, un vaste programme d'ajustement budgétaire a été mis en place (plafonnement des dépenses publiques indexées sur l'inflation, au cours des 20 prochaines années) et d'importantes réformes structurelles (marché du travail, retraites, ...) sont annoncées. L'inflation a reflué (6,3 % en décembre 2016 contre 10,7 % un an plus tôt) et la banque centrale a pu baisser son taux directeur de 2 points entre septembre 2016 et février 2017. La fin de la crise politique et le retour de la confiance des investisseurs (réappréciation du réal, hausse de la Bourse) devraient finir par profiter à l'économie mais la croissance restera faible dans les deux prochaines années.

L'ensemble de la région a bénéficié de la légère remontée du prix des matières premières en 2016 et d'une bonne compétitivité-

prix à l'exportation. Mais la croissance reste faible. Le reflux de l'inflation observé dans certains pays (Chili, Colombie et Argentine, notamment) a permis un desserrement des politiques monétaires.

Le pays le plus exposé à un choc extérieur est le Mexique. L'annonce par le président des États-Unis de vouloir renégocier l'accord de libre-échange avec le Canada et le Mexique a jeté un froid dans les relations entre les deux pays, car il remet en cause notamment les perspectives de croissance des exportations mexicaines vers les États-Unis, c'est-à-dire sur 80 % des exportations mexicaines. Par ailleurs, les menaces proférées sur les entreprises américaines installées au Mexique ou qui investiraient au Mexique viennent là encore attiser les craintes sur les entrées de capitaux étrangers. Résultat, le peso mexicain a poursuivi sa chute face au dollar jusqu'en décembre dernier, renforçant les pressions inflationnistes (l'inflation atteint 5 % en février 2017) et poussant les taux d'intérêt à la hausse. La politique monétaire, déjà très restrictive, s'est à nouveau durcie en février 2017 (+0,5 point).

Pays membres de l'Europe de l'Est

La croissance des pays d'Europe de l'Est, membres de l'UE, a significativement ralenti en 2016 mais reste dynamique à plus de 3 %. La croissance est principalement portée par la demande intérieure mais l'investissement s'est contracté en 2016 en Pologne (-5,5 %), en Bulgarie (-0,5 %), en République tchèque (-1,6 %) et en Hongrie (-9,6 %). Ce coup de frein sur l'investissement est lié en grande partie à la baisse des financements en provenance de l'UE. Mais le lancement d'un nouveau programme devrait permettre un rebond dès l'année 2017. Néanmoins, la consommation des ménages est restée solide, soutenue par des créations d'emploi – le taux de chômage ayant baissé de plus d'un point en 2016 dans l'ensemble des pays à l'exception de la Roumanie (baisse de 0,8 point) – et une dynamique favorable des salaires. Les exportations ont continué à bénéficier de la reprise dans la zone euro et les rythmes de croissance se sont globalement maintenus dans un contexte de commerce mondial pourtant morose. La République tchèque et la Croatie ont enregistré une forte correction du taux de croissance des exportations qui a été divisé par deux entre 2015 et 2016. Quant aux importations, elles ont été moins dynamiques

en Bulgarie, en République tchèque et en Croatie, mais ont continué à progresser dans les trois autres pays. Le commerce extérieur a soutenu la croissance en Hongrie, en Bulgarie et en République tchèque.

L'inflation est remontée dans tous les pays de la zone et cette tendance se confirmerait en 2017 en lien avec le rebond du prix du pétrole mais aussi avec la bonne situation macroéconomique d'ensemble. La croissance resterait bien orientée en 2017 et 2018. Après le trou d'air de 2016, l'utilisation progressive d'une nouvelle enveloppe de financements de l'Union favoriserait un rebond de l'investissement. La consommation ralentirait légèrement du fait notamment d'un pouvoir d'achat rogné par la hausse de l'inflation. Sur l'ensemble des six États, la croissance se maintiendrait au-dessus de 3 % en 2017.

Références

- Abiad A., G. Dell'Ariccia et B. Li, 2011, « Creditless recoveries », *IMF Working Paper* 11/58.
- Blanchard O. et F. Giavazzi, 2002, « Current account deficits in the Euro area : the end of the Feldstein-Horioka puzzle ? », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2 : 147-186.
- Blot C., P. Hubert et F. Labondance, 2017, « Does monetary policy generate asset price bubbles ? », *OFCE Working Paper*, 2017-05.
- Borio C. et A. Zabaï, 2016, « Unconventional monetary policies : a reappraisal », *BIS Working Paper*, n° 570.
- Brender A. et F. Pisani, 2011, « La crise de la finance globalisée », *Economie et Statistique*, 438-440 : 85-104.
- Cline, 2016, « Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rate », *Peterson Institute for International Economics, Policy Brief*, 16-22.
- Cochard M., G. Cornilleau et E. Heyer, 2010, « Les marchés du travail dans la crise », *Revue de l'OFCE*, 113 : 261-282.
- Cochard M., G. Daudin, S. Fronteau et C. Riffart, 2016, « Commerce vertical et propagation des chocs de prix », *Revue de l'OFCE*, 149 : 131-166.
- Daudin G., P. Monperrus-Veroni, C. Riffart et D. Schweisguth, 2006, « Le commerce en valeur ajoutée », *Revue de l'OFCE*, 8 : 129-165.

- Diev, 2004, « Differences between Balance of Payments and Foreign Trade Statistics », *Eurostat Working Papers and Studies*.
- Langfassung Z., 2017, « *Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2017: Aufschwung festigt sich trotz weltwirtschaftlicher Risiken* », *Medieninformation*, 12 avril.
- Mathieu C., 2016, « Le saut dans l'inconnu », *OFCE policy brief*, 1.
- Mathieu C., 2016, « Le salaire national de subsistance : un nouveau dispositif de revalorisation des bas salaires au Royaume-Uni », *OFCE le blog*, 18 avril.
- OFCE, iAGS 2017, « The Elusive Recovery », *Revue de l'OFCE*, 222 pages.
- Rey H., 2013, « Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence », *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium*.
- Rieth M. C., Michelsen et M. Pfiffer,, 2016, « Uncertainty shock from the Brexit vote decreases investment and GDP in the Euro Area and Germany », *DIW Economic Bulletin* 32+33.