

LA NOUVELLE GRANDE MODÉRATION ?

PERSPECTIVES 2017-2019 POUR L'ÉCONOMIE MONDIALE ET LA ZONE EURO

Sous la direction d'Éric Heyer
et de Xavier Timbeau

La croissance mondiale accélère dans les pays avancés comme dans les pays émergents. Le scénario de croissance semble en outre moins fragile et moins dépendant de facteurs exogènes. D'une part les politiques monétaires continuent de soutenir la croissance, mais d'autre part l'augmentation du prix du pétrole réduit le pouvoir d'achat des ménages et les pays de la zone euro cessent de bénéficier de la baisse de l'euro. La perspective du Brexit se traduit bien par un ralentissement de la croissance britannique mais qui a peu de répercussions sur les autres économies, notamment la zone euro où la croissance s'appuie désormais principalement sur des facteurs internes. Tous les signaux sont au vert et permettent d'anticiper une fermeture progressive des écarts de croissance, et partant, une baisse du taux de chômage. Pourtant, l'amélioration des perspectives de croissance ne se traduit pour l'instant pas par une accélération de l'inflation. En outre, les estimations de croissance potentielle suggèrent un ralentissement de la productivité tendancielle. À terme la croissance nominale pourrait être plus basse, ce qui freinerait la réduction des dettes – publiques comme privées, internes comme externes – héritées de la Grande Récession.

* Ce texte synthétise l'analyse de la conjoncture menée par le Département analyse et prévision de l'OFCE à l'automne 2017. Ces analyses s'appuient sur le travail de l'équipe internationale animée par Christophe Blot composée de Céline Antonin, Amel Falah, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Christine Riffart et Sébastien Villemot et de l'équipe France animée par Mathieu Plane composée de Bruno Ducoudré, Pierre Madec, Hervé Péléraux et Raul Sampognaro. Ont également contribué Guillaume Allègre et Paul Hubert du département des Études. Cette prévision intègre les informations disponibles au 1^{er} octobre 2017.

Perspectives 2017-2019 pour l'économie mondiale et la zone euro

1. Synthèse du scénario : la nouvelle Grande Modération 15

Parties thématiques

2. Inflation : l'effet des décalages conjoncturels 41

3. Politiques monétaires : le début de la fin de l'assouplissement quantitatif ? 51

4. Politiques budgétaires : la fin de la consolidation généralisée 59

5. Chômage et productivité : lente réduction des déséquilibres 70

6. Quels liens entre chômage et inégalités dans l'Union européenne . . . 77

7. Compétitivité : ajustement des coûts salariaux dans la zone euro et pressions désinflationnistes 84

8. Risque financier : y-a-t-il une bulle boursière aux États-Unis ? 91

9. Situation conjoncturelle : tour du monde 96

a. Zone euro : croissance partagée 96

b. Royaume-Uni : sous le signe du « Brexit » 100

c. États-Unis : en bout de course 105

d. Pays émergents : vers la fin du ralentissement 111

ANNEXE (tableaux)

A1. Principales hypothèses 119

A2. Équilibre marché pétrole 120

A3. États-Unis 121

A4. Zone euro 122

A5. Allemagne 123

A6. France 124

A7. Italie 125

A8. Espagne 126

A9. Royaume-Uni 127

A10. Asie 128

A11. Amérique latine 128

A12. Nouveaux États membres de l'Union 128

1. Synthèse : la nouvelle Grande Modération ?

L'économie mondiale s'est engagée sur un nouveau sentier de croissance, plus robuste, commun à un nombre croissant de pays et caractérisé par une faible inflation dans les pays industrialisés comme dans les pays émergents. Cette situation n'est pas sans rappeler la période dite de Grande Modération dans laquelle l'économie mondiale se trouvait avant l'éclatement de la crise financière globale en 2007. À court terme, l'accélération de la croissance permettra la poursuite de la réduction du taux de chômage et l'amélioration de l'emploi. Mais, à plus long terme se pose la question du potentiel de croissance qui pourrait être bien plus faible qu'avant la crise. La résorption des déséquilibres hérités de la Grande Récession, mais aussi la conduite des politiques monétaires risquent d'être complexes dans un contexte de faible croissance nominale. Plus qu'un fonctionnement vertueux de l'économie mondiale, cette nouvelle Grande Modération pourrait annoncer des difficultés à venir de l'économie mondiale.

Les chiffres du premier semestre 2017 indiquent une accélération de la croissance mondiale, ce qui devrait se traduire par une hausse du PIB de 3,3 % sur l'ensemble de l'année. Les prévisions de croissance pour 2017 sont donc révisées à la hausse – de 0,2 point par rapport à notre prévision de mars – et en accélération par rapport à la croissance de 2016 qui avait atteint 3 % (tableau 1). Les tensions financières observées en Europe en 2015 après la crise grecque ou dans les pays émergents – liées à la crainte d'un atterrissage brutal de l'économie chinoise – se sont dissipées. De même, le scénario de l'éclatement de la zone euro semble s'être éloigné. Le Brexit serait la principale entaille au projet européen¹. Pour 2017, la croissance britannique est révisée à la baisse et atteindrait 1,4 %. Le ralentissement se poursuivrait en 2018 avec une croissance de 1 %

1. Les tensions politiques en Catalogne ne reflètent aucunement un rejet du projet européen, mais elles pourraient cependant rejaillir dans le débat européen.

avant une légère accélération en 2019. Il aurait cependant une incidence limitée sur les autres économies européennes. Certains facteurs externes qui avaient permis de soutenir la reprise en 2015 – pétrole et taux de change pour les pays de la zone euro – se sont neutralisés, voire inversés. Mais la croissance s’est depuis renforcée et s’appuie désormais sur des ressorts internes, comme l’investissement des entreprises ou la consommation des ménages, ainsi que sur le soutien monétaire de la BCE. Dans la zone euro, la croissance s’élèverait à 2,2 % en 2017 avant de diminuer progressivement à 1,6 % en 2019. Aux États-Unis, la normalisation de la politique monétaire est amorcée depuis la fin d’année 2015, mais ne se traduit pas par une remontée significative des taux d’intérêt à long terme. Ainsi, les taux réels restent à des niveaux historiquement bas pour les États-Unis et l’ensemble des pays avancés. En 2018, l’économie américaine sera en outre soutenue par un plan massif de baisse d’impôts qui stimulera la croissance qui s’élèverait à 2,4 % avant de retomber à 1,8 % en 2019. Enfin, du côté des pays émergents, le ralentissement de l’économie chinoise amorcé en 2015 se confirme. Mais l’atterrissage de la deuxième puissance économique mondiale semble limité en grande partie grâce au soutien de la politique budgétaire du gouvernement chinois. Il s’ensuit que la croissance des pays émergents augmenterait à 4,4 % en 2017 avant d’accélérer en 2018 et 2019 pour atteindre 4,7 %. Il en résulterait une accélération de la croissance mondiale prévue à 3,4 % en 2018 et 3,3 % en 2019.

Tous les signaux sont au vert et permettent d’anticiper une fermeture progressive des écarts de croissance, et partant, une baisse du taux de chômage. Dans certains pays, notamment l’Allemagne et les États-Unis, l’écart de production se refermerait, plaçant à moyen terme ces économies sur leur sentier de long terme. Paradoxalement, bien que plusieurs méthodes d’estimation de la croissance potentielle existent et que de nombreuses incertitudes méthodologiques entourent ces différentes estimations, elles semblent toutes converger vers un le diagnostic d’un déclin de la productivité tendancielle. Associé à une faible inflation, cela alimente l’anticipation d’une faible croissance nominale qui ne réduira pas les dettes – publiques comme privées, internes comme externes – héritées de la Grande Récession. Par ailleurs, contrairement à l’interprétation avancée pour la Grande Modération des

Tableau 1. Scénario de croissance mondiale

Taux de croissance en %

	Poids ¹ dans le total	PIB en volume				Révision 2017 (écart avec la prévision de mars 2017)	Révision 2018 (écart avec la prévision mars 2017)
		2016	2017	2018	2019		
DEU	3,7	1,9	2,0	1,5	1,3	0,5	0,2
FRA	2,6	1,1	1,8	1,7	1,9	0,3	0,3
ITA	2,3	1,0	1,4	1,1	0,9	0,5	0,7
ESP	1,6	3,2	3,0	2,7	2,4	1,0	0,9
NLD	0,8	2,1	3,4	2,4	1,7	1,3	0,4
BEL	0,5	1,2	1,6	1,5	1,5	0,1	0,3
FIN	0,4	1,9	2,7	1,7	1,8	1,5	0,1
AUT	0,3	1,5	2,7	1,7	1,8	1,0	0,2
PRT	0,3	1,4	2,6	1,6	1,6	0,9	0,2
GRC	0,2	0,0	0,9	1,9	2,0	0,7	0,1
IRL	0,2	5,1	3,8	3,0	2,4	0,0	0,0
EUZ	13,4	1,8	2,2	1,8	1,6	0,6	0,4
GBR	2,4	1,8	1,4	1,0	1,2	-0,3	-0,1
SWE	0,4	3,1	2,9	2,5	2,3	0,4	0,3
DNK	0,3	1,7	2,5	2,1	2,1	1,0	0,4
Nouveaux pays membres ³	2,4	3,0	4,4	3,4	3,0	1,2	0,4
Union européenne à 28	18,6	1,9	2,3	1,8	1,7	0,6	0,3
CHE	0,4	1,4	1,4	1,7	1,7	-0,1	0,0
NOR	0,3	1,0	1,7	1,9	1,9	0,1	0,0
Europe	19,4	1,9	2,3	1,9	1,7	0,6	0,3
USA	17,2	1,5	2,0	2,4	1,8	0,3	0,1
JPN	4,8	1,0	1,6	1,3	0,9	0,2	0,2
CAN	1,6	1,5	3,0	2,1	2,0	1,2	0,1
Pays avancés	44,5	1,6	2,1	1,9	1,7	0,4	0,2
Pays candidats à l'UE ⁴	1,6	3,2	3,0	3,0	3,0	0,0	0,0
RUS	3,6	-0,2	1,8	1,6	1,5	0,7	0,4
Autres CEI ⁵	0,8	1,9	2,9	3,0	3,5	0,4	-0,3
CHN	14,9	6,7	6,8	6,6	6,5	0,0	0,0
Autres pays d'Asie	16,6	5,6	5,2	5,6	5,6	0,1	0,1
Amérique latine	8,8	-0,6	0,9	2,1	2,1	0,0	0,0
Afrique subsaharienne	2,3	1,3	2,7	3,5	3,5	-0,1	-0,2
M-O et Afrique du Nord	6,8	5,0	2,6	3,3	3,3	-0,5	-0,2
Pays en développement	55,6	4,2	4,4	4,7	4,7	0,2	0,1
Monde	100	3,0	3,3	3,4	3,3	0,3	0,1

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

2. À la suite d'une révision en hausse des actifs financiers intégrés dans les comptes nationaux, la croissance du PIB irlandais de 2015 a été révisée, en juillet 2016, de +7,8 à + 26,3 %. Pour plus de détails, voir http://www.cso.ie/en/media/csoie/newsevents/documents/pr_GDPexplanatorynote.pdf

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

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

5. Communauté des États indépendants.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2017.

années 1990-2000 selon laquelle la baisse de l'inflation était le fruit de politiques monétaires renouvelées, le contexte actuel pointe l'incapacité des banques centrales à (ré-)ancrer les anticipations d'inflation sur leur cible. Par conséquent, plus que le témoin d'un fonctionnement vertueux de l'économie mondiale, cette nouvelle Grande Modération pourrait au contraire ouvrir de nouvelles interrogations sur la soutenabilité du régime de croissance futur et sa capacité à absorber tout nouveau choc récessif.

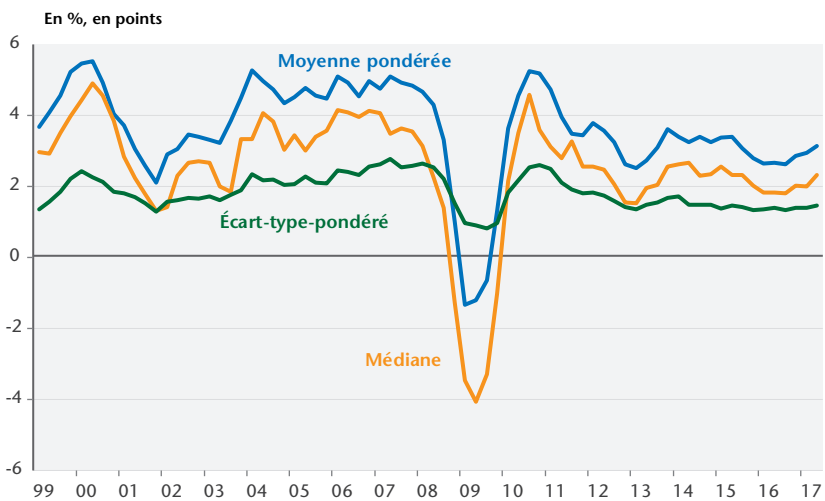
La croissance accélère modérément... l'inflation suit lentement

La situation conjoncturelle mondiale s'est améliorée au premier semestre 2017. En glissement annuel, la croissance moyenne pondérée des principales économies mondiales est passée de 2,6 à 3,2 % entre le troisième trimestre 2016 et le deuxième trimestre 2017 (graphique 1). Par ailleurs, cette embellie est également partagée par un nombre croissant de pays puisque dans le même temps, la croissance médiane passe de 1,8 % à 2,3 % et que la dispersion des performances économiques se réduit.

Dans les pays industrialisés, la croissance accélère aux États-Unis, dans la zone euro et au Japon. Après le ralentissement observé en début d'année 2016, le PIB américain a gagné un point de croissance en glissement annuel passant de 1,2 à 2,2 % entre le deuxième trimestre 2016 et le deuxième trimestre 2017. Dans le même temps, le glissement annuel du PIB est passé de 1 % à 1,6 % au Japon et de 1,7 % à 2,3 % dans la zone euro. Cette amélioration des performances dans la zone euro est dorénavant observée dans une majorité de pays, notamment en France et en Italie où le mouvement de reprise a été plus lent et plus tardif (graphique 2). Après de longues années de crise, le PIB de l'Espagne vient de dépasser son niveau du deuxième trimestre 2008 et la diminution du taux de croissance en glissement témoigne plutôt d'un ralentissement de la phase de rattrapage plutôt que d'un freinage de l'activité. Si le taux de chômage reste – dans de nombreux pays – supérieur à son niveau d'avant-crise, une reprise dynamique semble aujourd'hui à l'œuvre dans l'ensemble des pays. Parmi les grands pays industrialisés, il n'y a qu'au Royaume-Uni où la croissance a marqué le pas, ralentissant de 2,1 % fin 2015 à 1,7 % fin

2016 et 1,5 % au deuxième trimestre 2017. Les scénarios les plus pessimistes qui avaient été envisagés avant le vote du 23 juin 2016 ne se sont pas produits sans doute parce que les politiques économiques ont été ajustées pour éviter un ralentissement plus marqué. La Banque d'Angleterre avait en effet rapidement baissé son taux directeur et réactivé le programme d'assouplissement quantitatif tandis que le gouvernement réduisait ses ambitions de réduction du déficit budgétaire. Néanmoins, non seulement la croissance pour 2017 et 2018 a été révisée à la baisse mais il faut aussi ajouter que les négociations entre le Royaume-Uni et l'UE-27 sont loin d'avoir abouti.

Graphique 1. Croissance et volatilité de la croissance des principales économies



Note : Les calculs de croissance moyenne et d'écart-type sont pondérés par le poids du PIB de chaque pays, sur la base d'un échantillon de 19 pays représentant 80 % du PIB mondial. Ces pays sont les États-Unis, la Chine, le Japon, l'Allemagne, le Royaume-Uni, la France, l'Inde, l'Italie, le Brésil, le Canada, la Corée du Sud, la Russie, l'Australie, l'Espagne, le Mexique, l'Indonésie, la Turquie, les Pays-Bas et la Suisse.

Sources : Comptabilités nationales, FMI.

Cette croissance est principalement tirée par la demande intérieure. Aux États-Unis, la consommation des ménages américains contribue par exemple à hauteur de 1,9 point à la croissance du PIB au cours des quatre derniers trimestres pour une croissance de 2,2 %. Le rôle de la demande intérieure est un peu moins fort dans la zone euro et au Japon (à hauteur de 1 point pour respectivement 2,3 % et 1,6 % de croissance). Sur cette même période, la contribution du commerce extérieur à la croissance était encore positive

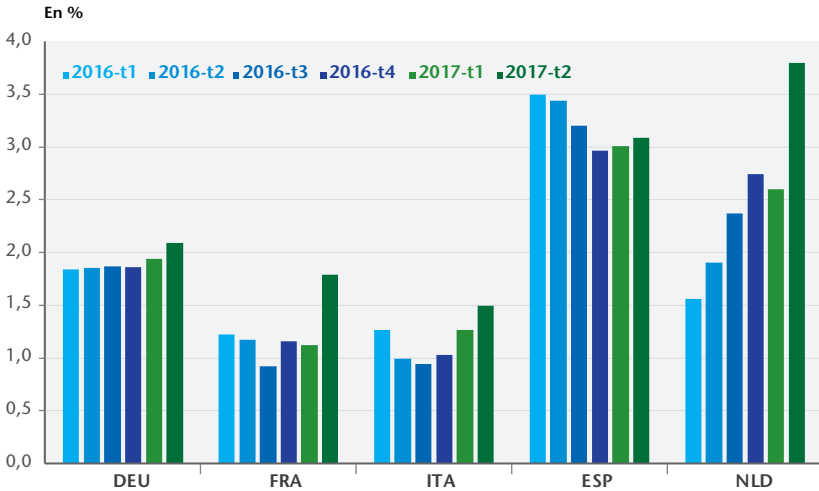
(0,4 point) dans la zone euro – malgré l’appréciation récente de l’euro – et au Japon. Elle était négative aux États-Unis (-0,2 point), ce qui s’explique notamment par les effets passés de l’appréciation du dollar. Dans la zone euro, on observe également un rééquilibrage des sources de la croissance allemande puisque le commerce extérieur n’est plus le principal moteur de la croissance. Entre 2000 et 2007, celui-ci avait contribué pour 0,9 point à la croissance annuelle moyenne. Cette contribution est retombée à 0,2 point entre 2014 et 2016 contre 1,8 point pour la demande intérieure. Il n’en demeure pas moins que l’excédent commercial allemand se maintient à un niveau record : 260 milliards d’euros en cumul sur les 4 derniers trimestres, soit plus de 8 % du PIB. La situation est globalement inversée en Espagne avec une croissance aujourd’hui qui reste principalement tirée par la demande intérieure mais qui n’est plus amputée par une contribution négative du commerce. Celle-ci est en effet nulle sur la période 2014-2016 alors qu’elle était de -0,7 point entre 2000 et 2007. Sur la période récente, la France semble toujours pénalisée par son commerce extérieur qui contribue même plus négativement à la croissance qu’entre 2000 et 2007 (-0,6 point contre -0,3 point). Enfin au Royaume-Uni, c’est essentiellement la consommation des ménages qui a marqué le pas, malgré la baisse du taux d’épargne, après le vote en faveur du Brexit sans que pour l’instant, l’effet positif de la dépréciation de la livre sur le commerce extérieur ne se traduise par une contribution positive.

Dans les pays émergents et en développement, la dynamique est également plus favorable avec la fin des récessions au Brésil et en Russie et la stabilisation de la croissance chinoise légèrement en dessous de 7 % depuis plusieurs trimestres (graphique 3). En glissement annuel, la croissance brésilienne est de nouveau positive au deuxième trimestre 2017 après 12 trimestres de recul. Quant à la Russie, la sortie de crise est également amorcée. En Asie, la croissance chinoise se maintient grâce au soutien apporté par la politique budgétaire. En Inde, la réforme monétaire² introduite en novembre 2016 a provoqué une baisse de la consommation des ménages et de la croissance. Le ralentissement devrait se poursuivre

2. Réforme visant à retirer de la circulation des billets de 500 et 1000 roupies afin de lutter contre la corruption.

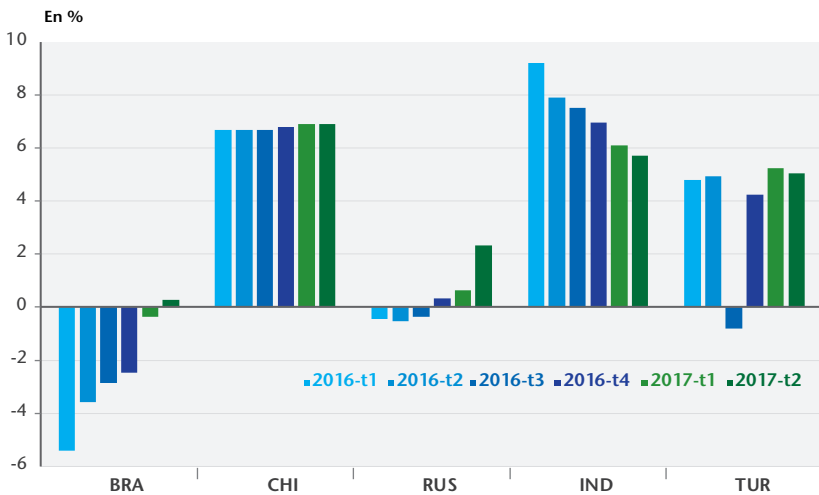
en 2017 avec une croissance attendue à 7 % avant de ré-accélérer ensuite. Sur l'ensemble des zones émergentes en développement, la croissance serait stable en 2017 à 4,2 % et accélérerait de nouveau en 2018 et 2019.

Graphique 2. Accélération de la croissance des pays de la zone euro...



Sources : Comptabilités nationales.

Graphique 3. ... et aussi des principaux pays émergents



Sources : Comptabilités nationales.

L'accélération de la croissance s'accompagne d'une inflation qui reste très modérée [voir la partie inflation pour plus de détails]. En zone euro et au Japon, l'inflation est même significativement inférieure à la cible fixée par la BCE et la Banque du Japon. Dans la zone euro, après un point bas atteint au cours du deuxième trimestre 2016, l'inflation est remontée notamment du fait de l'augmentation des prix de l'énergie. Ce mouvement laissait entrevoir un retour vers 2 %. Cette cible était même atteinte dans la zone euro en février 2017 pour la première fois depuis janvier 2013. Mais dès le mois suivant, l'inflation baissait à nouveau. Ces mouvements reflètent la volatilité de l'indice des prix à l'énergie mais ils témoignent aussi de la difficulté des banques centrales à atteindre la cible de 2 % malgré la mise en œuvre d'un ensemble de mesures destinées à stimuler l'activité et ancrer les anticipations d'inflation sur la cible. Aux États-Unis, l'inflation – qu'elle soit mesurée par l'indice des prix à la consommation ou par le déflateur de la consommation³ – est remontée depuis la fin de l'année 2015 et atteint 1,9 % au premier trimestre 2017 et 1,6 % au deuxième trimestre 2017. La principale exception reste le Royaume-Uni où l'inflation était proche de 3 % en août 2017, en forte augmentation depuis avril 2016 à la fois en raison de la remontée du prix du pétrole mais surtout en lien avec la dépréciation de la livre qui s'est traduite par une hausse du prix des biens importés.

L'inflation sous-jacente, qui ne tient pas compte des sous-indices plus volatils que sont les prix alimentaires et l'énergie, ne donne pas beaucoup de signe d'accélération – à l'exception du Royaume-Uni – malgré le contexte macroéconomique plus favorable (graphique 4). Dans la zone euro, le sous-jacent restait bas à 1,2 % à la fin de l'été 2017. L'inflation sous-jacente est un peu plus élevée aux États-Unis (1,7 %) mais elle reste modérée alors même que la faiblesse du taux de chômage – de 4,4 % – pourrait favoriser des tensions inflationnistes plus significatives. Au Japon, la faiblesse du chômage depuis plusieurs années n'a pas non plus créé de tensions inflationnistes ; l'indice sous-jacent est stable après une courte période d'accélération liée à la hausse de la TVA en 2014, ce qui témoigne aussi de l'incapacité de la Banque du Japon à ancrer les anticipations d'inflation à long terme sur une cible plus élevée.

3. La Réserve fédérale cible le déflateur de la consommation et non l'indice des prix à la consommation. Depuis 1999, l'inflation mesurée par l'indice des prix est en moyenne supérieure de 0,3 point à celle du déflateur de la consommation.

L'absence de tensions inflationnistes pourrait refléter l'existence d'un sous-emploi – et d'un halo du chômage – qui reste élevé y compris aux États-Unis et au Japon malgré le faible niveau du taux de chômage. La crise ne serait donc pas totalement effacée et le taux de chômage ne serait qu'un indicateur imparfait de l'absence de tensions sur le marché du travail. Une explication plus structurelle renvoie aux mutations du marché du travail qui ont notamment contribué à fragiliser le pouvoir de négociation des salariés. Ainsi, même en situation de faible chômage, la dynamique des salaires est freinée par la suppression des clauses d'indexation automatique des salaires sur l'inflation. Les réformes mises en œuvre récemment dans de nombreux pays européens pour gagner en compétitivité *via* la réduction des coûts salariaux unitaires ou pour rendre le fonctionnement du marché du travail plus flexible pourraient en outre renforcer ces mécanismes [voir la partie compétitivité pour plus détails] et maintenir une forte pression désinflationniste dans la zone euro. Enfin, une troisième explication suggère que l'absence d'inflation ne signifie pas nécessairement qu'il n'y a pas de tensions mais que celles-ci s'exercent sur le prix des actifs financiers⁴.

Le niveau de chômage qui reste élevé dans la zone euro ou la faiblesse du taux d'activité aux États-Unis semblent plaider pour la première explication, ce que reflète également les estimations d'écart de croissance faite par l'OCDE pour les États-Unis et la zone euro à respectivement -1,5 % et -1,8 %. Au Royaume-Uni, la dynamique de l'inflation sous-jacente a été fortement marquée par un ajustement de la livre et atteignait 2,6 % en août 2017 contre 1,1 % en mai 2016, juste avant le vote en faveur du Brexit qui s'est traduit par une dépréciation de plus de 10 % relativement à l'euro et au dollar.

L'inflation est également modérée – inférieure à 5 % – dans les BRIC (graphique 5). Il faut noter que la récession au Brésil et en Russie a été amplifiée par la forte hausse de l'inflation observée en 2015, qui s'est traduite par des pertes de pouvoir d'achat des ménages et par un durcissement de la politique monétaire des banques centrales russe et brésilienne. Le recul de l'inflation observé depuis est dès lors un facteur contribuant à la sortie de

4. C'est le sens des travaux de la BRI. Voir notamment Borio et Lowe (2002) et plus récemment Borio, Disyatat et Juselius (2016) qui proposent une évaluation de l'écart de croissance au PIB potentiel qui tient compte des tensions financières.

récession dans ces deux pays. En Inde, le recul de l'inflation est significatif depuis 2014 où elle dépassait 10 %. Ainsi, au-delà des variations liées au prix du pétrole, il ressort que la tendance de l'inflation dans les économies émergentes s'est également réduite. En Inde et en Chine, les niveaux actuels de l'inflation sont proches de ceux des années 2000 déjà caractérisées par un repli de l'inflation dans les économies émergentes. Ce mouvement est aujourd'hui aussi observé au Brésil et en Russie où la tendance de l'inflation semble plus faible que celle des années 2000.

Dans ces conditions, les banques centrales des pays industrialisés, dont l'objectif d'inflation est proche de 2 %, maintiennent des politiques monétaires accommodantes. La Réserve fédérale a mis un terme à son programme d'assouplissement quantitatif et a amorcé une normalisation du taux d'intérêt directeur depuis décembre 2015, mais ce dernier reste historiquement bas, à 1-1,25, étant donné la croissance et l'inflation, à l'automne 2017. La BCE, la Banque du Japon et la Banque d'Angleterre n'ont pas commencé à réduire leurs mesures non conventionnelles. Au Royaume-Uni, l'incertitude qui pèse sur l'économie depuis le vote en faveur du Brexit a poussé la Banque d'Angleterre à renforcer son soutien à l'activité, en baissant son taux directeur en août 2016 et en mettant en place de nouvelles mesures non conventionnelles. La Banque souhaitait avant tout rassurer les agents économiques. Dans un contexte d'incertitude accrue sur la situation macroéconomique, elle accepte pour l'instant une inflation plus élevée craignant que le ralentissement de l'activité soit durable.

L'orientation expansionniste de la politique monétaire se reflète également dans les conditions de financement favorables. Certes, les taux nominaux fluctuent au gré de l'augmentation de l'inflation *headline* – comme au cours de l'été 2016⁵ – et des changements d'anticipations relatives à l'évolution de la politique monétaire en zone euro ou aux États-Unis mais ils restent bas. Et même si l'inflation est faible, les taux d'intérêt réels publics à long terme se situent à des niveaux bas. Dans la zone euro, au Japon et au Royaume-Uni⁶, les taux réels de long terme⁷ sont négatifs (graphique 6). Aux

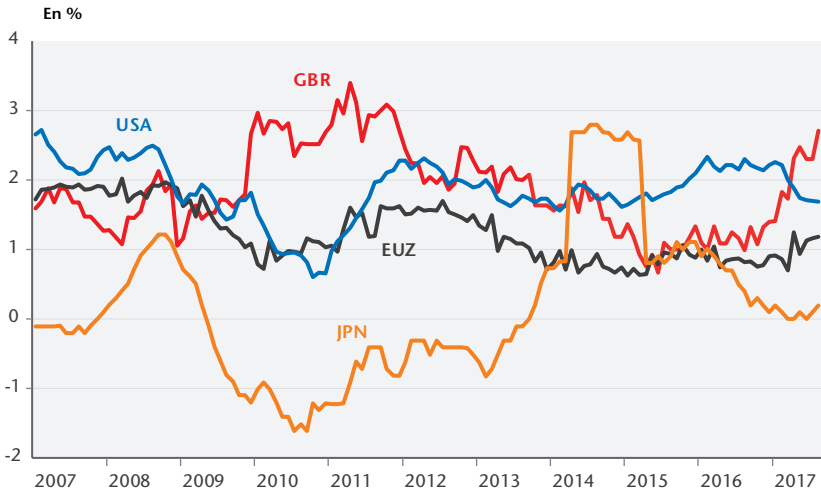
5. Voir OFCE (2017) : Quel impact de la hausse des taux sur la dette publique ?

6. La baisse du taux réel au Royaume-Uni résulte principalement de la hausse de l'inflation.

7. Calculés ici comme l'écart entre le rendement nominal souverain de référence (généralement à 10 ans) et le taux d'inflation courant.

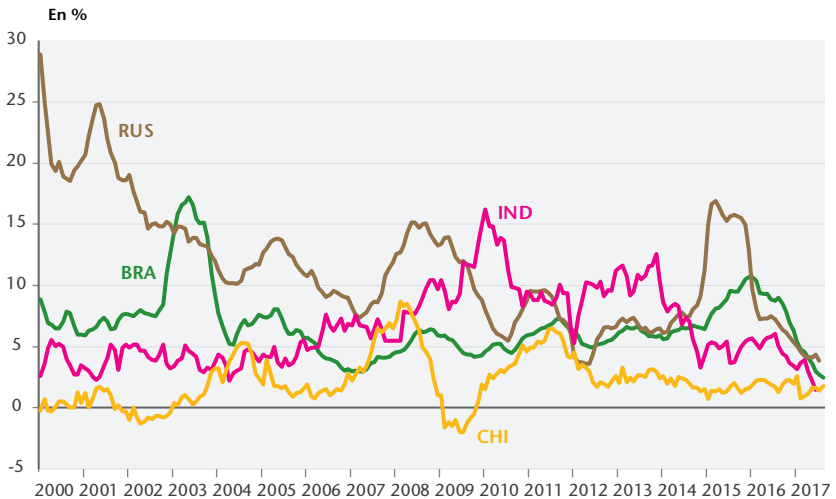
États-Unis, le taux réel est en moyenne de 0,2 % depuis le début de l'année 2017 soit un niveau bien plus faible que pendant les années 1990 et 2000.

Graphique 4. Inflation sous-jacente dans les pays industrialisés



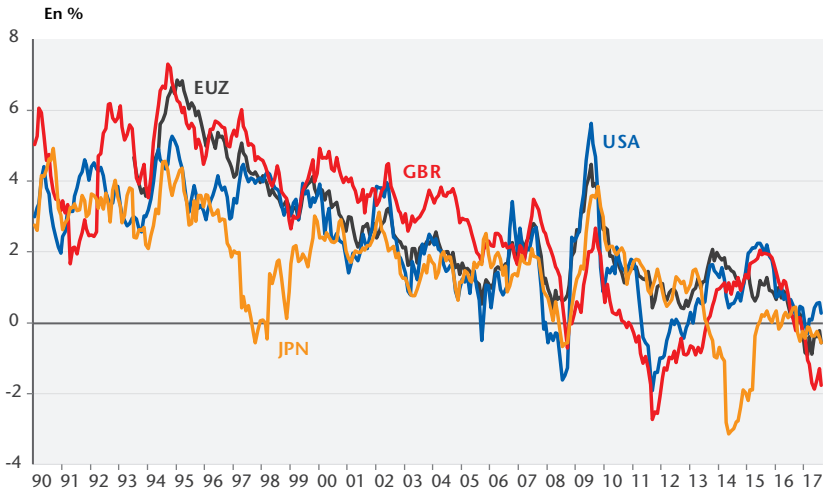
Sources : Eurostat, BLS, ONS, ministère des Affaires intérieures du Japon.

Graphique 5. Inflation dans les principaux pays émergents



Sources : Comptabilités nationales.

Graphique 6. Taux d'intérêt réels



Sources : Eikon Thompson Reuters, Comptabilités nationales.

L'environnement reste favorable

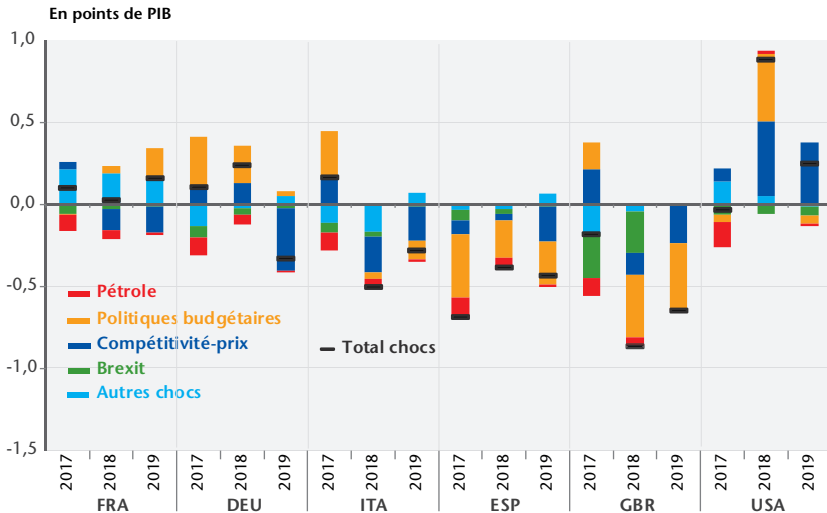
Ce scénario favorable devrait se poursuivre en 2017, en 2018 et 2019. La normalisation de la politique monétaire va se poursuivre aux États-Unis et pourrait s'enclencher à l'horizon 2018 au Royaume-Uni et dans la zone euro [voir la partie politique monétaire pour plus de détails] selon un plan assez conforme à celui mis en œuvre par la Réserve fédérale à partir de 2014. Malgré de nouvelles hausses des taux directeurs – probablement 3 en 2018 et 3 en 2019 – les conditions monétaires resteraient favorables aux États-Unis qui bénéficieraient en outre d'une dépréciation du taux de change effectif nominal du dollar d'un peu plus de 6 % depuis la fin 2016. La phase de resserrement sera bien moins rapide que les précédentes portant le taux d'intérêt à 3 % en fin d'année 2019. Par ailleurs, la Réserve fédérale va amorcer la réduction de la taille de son bilan. À l'exception de la première annonce effectuée par Bernanke en mai 2013 sur la fin possible de l'assouplissement quantitatif, la communication de la banque centrale a jusqu'ici permis d'éviter une forte hausse des taux longs. Nous anticipons que la Réserve fédérale va continuer à être prudente en ajustant son degré de resserrement et de réduction de bilan à l'aune de l'évolution de l'inflation. Il ne devrait donc pas y avoir de chocs négatifs

liés aux conditions financières aux États-Unis et encore moins en zone euro. La BCE mettra un terme à ses achats de titres dès 2018 et devrait augmenter son taux directeur d'ici la fin de l'année. Il n'en demeure pas moins que l'orientation de la politique monétaire resterait expansionniste.

Du côté de la politique budgétaire des grands pays industrialisés, les impulsions seront plutôt neutres en 2017 [voir la partie politiques budgétaires pour plus de détails], aux États-Unis et au Royaume-Uni. Au Royaume-Uni, le gouvernement de Theresa May est revenu sur les objectifs initiaux de réduction du déficit budgétaire. En avril 2016, l'impulsion anticipée avait été de -0,7 point pour l'année 2017. L'impulsion effective devrait être légèrement positive et l'ajustement serait atténué mais aussi décalé puisque l'orientation de la politique budgétaire du Royaume-Uni sera de nouveau négative (-0,4 point) en 2018 et 2019. Dans la zone euro, la phase de consolidation généralisée a pris fin et l'impulsion budgétaire est même positive, notamment en Allemagne (0,5 point) et en Italie (0,4) mais aussi aux Pays-Bas. Cette logique se poursuivrait en 2018 et 2019 avec une politique budgétaire qui restera expansionniste en Allemagne et dans une moindre mesure en Italie. L'impulsion resterait négative en France⁸ et en Espagne en moyenne sur les deux années. On reste cependant loin des ajustements qui ont été opérés au sein de la zone euro entre 2010 et 2014. De plus, le multiplicateur mesurant l'effet de ces décisions de politique budgétaire sur le PIB serait aussi plus faible dans la mesure où les niveaux des écarts de croissance ont diminué. Dans ces conditions, l'effet stimulant de l'expansion budgétaire allemande serait limité et l'impact récessif de la consolidation en Espagne serait également moindre que par le passé. Sur les quatre principaux pays de la zone euro, l'impact des politiques budgétaires serait surtout négatif pour l'Espagne mais positif ou neutre dans les trois autres pays (graphique 7). Quant aux États-Unis, ils bénéficieraient des réductions d'impôts mises en œuvre par la nouvelle administration Trump. C'est le principal levier par lequel la politique budgétaire aura un effet positif sur le PIB en 2018, estimé à 0,4 point.

8. L'impulsion serait toutefois positive si l'on tient compte de la bascule du CICE sur les cotisations sociales [voir la partie France pour plus de détails].

Graphique 7. Freins et leviers de la croissance dans les principaux pays



Sources : Comptabilités nationales, prévisions OFCE octobre 2017.

Certains facteurs favorables se sont toutefois inversés et pèseront négativement sur la croissance. C'est le cas du pétrole dont la baisse du prix avait soutenu le pouvoir d'achat des ménages et les marges des entreprises en 2015 et en 2016. La remontée du prix du pétrole, qui après un pic à 54 dollars au début de l'année 2018 se stabiliserait à 50 dollars en 2019, pèserait cette fois-ci négativement sur les performances économiques des économies avancées qui sont généralement importatrices nettes d'énergie. L'effet serait toutefois modéré et ne dépasserait pas -0,1 point de croissance dans la mesure où la hausse a été limitée et que le prix reviendrait ensuite à 50 dollars à partir du deuxième semestre 2018. Aux États-Unis, si la hausse du prix du pétrole ampute aussi le pouvoir d'achat des ménages, elle permet de rentabiliser le pétrole de schiste, ce qui a d'ailleurs contribué à stimuler l'investissement productif au cours des derniers trimestres. Pour les pays de la zone euro, l'effet de la compétitivité deviendrait négatif avec l'appréciation récente de l'euro. Après avoir atteint un point bas à 1,05 dollar pour un euro en avril 2017, la monnaie européenne est entrée dans une nouvelle phase d'appréciation, liée à la fois à l'amélioration des perspectives de croissance dans la zone euro, à une normalisation de la politique monétaire moins rapide qu'anticipée initialement par les marchés et par l'accroissement du solde courant dans la

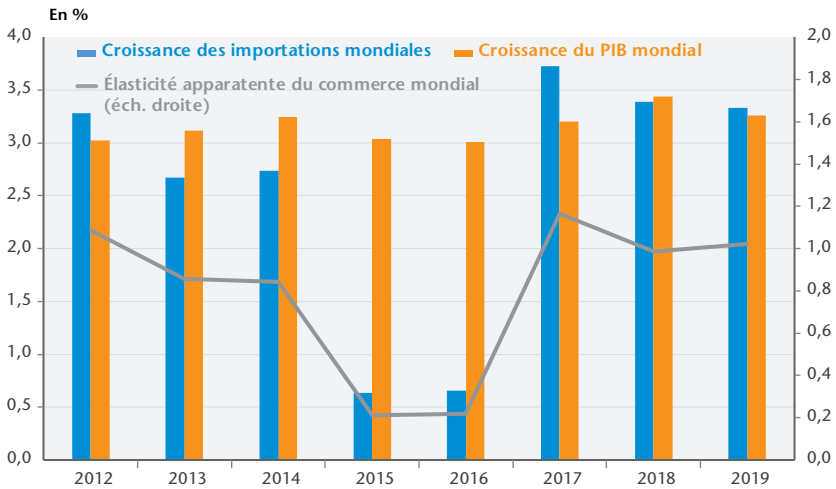
zone euro. Pour 2018 et 2019, nous retenons une stabilisation du taux de change euro-dollar à 1,2 si bien que l'effet cumulé de cette appréciation et des variations de prix à l'exportation dans les différents pays sur ces deux années s'élèverait à -0,2 point en Allemagne, -0,3 point en France, -0,4 point en Italie et -0,3 point en Espagne. Inversement, l'effet serait favorable pour les États-Unis, de l'ordre de 0,8 point cumulé en 2018 et 2019. Pour le Royaume-Uni, l'effet de la baisse de la livre consécutive au vote en faveur du Brexit est pris en compte dans l'effet du choc Brexit. Cette dépréciation jouerait favorablement sur le commerce extérieur mais se traduirait également par une hausse de l'inflation importée, réduisant ainsi le pouvoir d'achat des ménages britanniques et donc leur consommation.

L'effet total de ces différents chocs serait globalement positif en Allemagne notamment du fait de la politique budgétaire expansionniste au cours des trois années. Inversement, la plus grande austérité prévue en Espagne ainsi que l'effet négatif de la compétitivité expliqueront en partie le ralentissement anticipé de la croissance pour 2018 et 2019.

L'évolution récente du commerce mondial reflète aussi l'amélioration du climat des affaires. Après un fort ralentissement en 2015 et 2016 où la croissance des importations mondiales n'a pas dépassé 1 %, les résultats récents suggèrent une embellie et un rebond des chiffres du commerce. En 2017, nous prévoyons effectivement une accélération des échanges dans les pays industrialisés mais aussi dans les pays émergents, où le creux avait été plus marqué. La croissance des importations mondiales atteindrait 3,7 % soit un niveau légèrement supérieur à celui de la croissance mondiale du PIB, prévue à 3,2 %. Pour 2018 et 2019 la croissance des importations serait en ligne avec celle du PIB (graphique 8). L'élasticité apparente du commerce à l'activité augmenterait donc après deux années où elle était tombée à moins de 0,2. Elle serait cependant bien inférieure à celle qui prévalait avant la crise, qui se situait aux alentours de 2 en moyenne. L'intensification des échanges commerciaux pendant les années 1990 et 2000 reflétait un mouvement de fragmentation internationale des chaînes de valeur qui engendrait de multiples flux de commerce. Le ralentissement du commerce mondial en cours, se traduisant par une élasticité du commerce mondial convergeant vers une valeur

unitaire, pourrait alors être lié à une stabilisation de ce processus de fragmentation internationale des chaînes de valeur⁹.

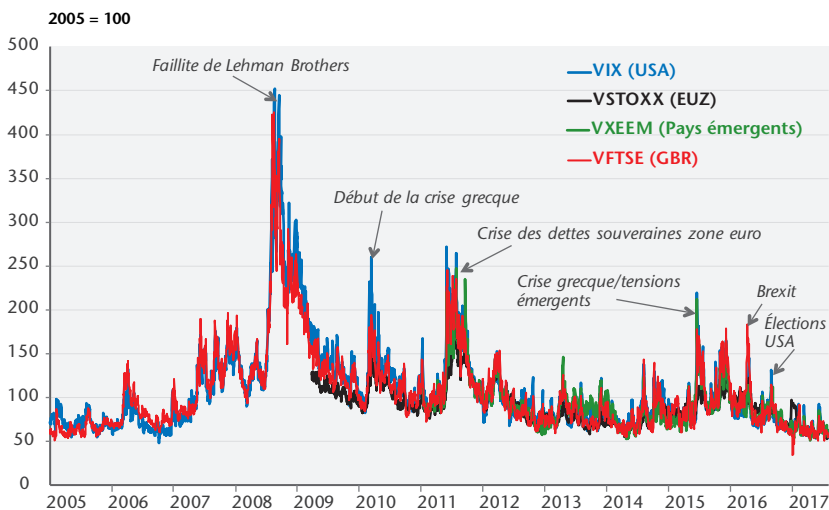
Graphique 8. Reprise du commerce mondial



Enfin, la réduction des tensions financières se traduit par une réduction de la volatilité implicite des indices boursiers. Ces indicateurs qui mesurent l'incertitude sont revenus vers des niveaux proches de ceux observés avant l'éclatement de la crise financière en 2007 (graphique 9). Si le Brexit ou l'élection de Donald Trump à la présidence des États-Unis en novembre 2016 ont créé quelques soubresauts, ces pics sont restés bien en-deçà de ceux causés par la faillite de Lehman Brothers ou par les nombreux rebondissements de la crise des dettes souveraines dans la zone euro en 2011-2012. Si ce mouvement pourrait refléter l'entrée dans une nouvelle phase de modération, l'expérience passée a également montré que ces mesures de la volatilité implicite étaient négativement corrélées à la prise de risques financiers. Reste donc à savoir si ce retour de l'appétit pour le risque est porteur d'investissement ou s'il ne fait que signaler de nouvelles bulles sur le prix des actifs et notamment de la bourse qui atteint de nouveaux records aux États-Unis (voir *infra*).

9. Voir l'encadré « Y-a-t-il un ralentissement structurel du commerce mondial ? », dans OFCE (2016).

Graphique 9. Incertitude mesurée par la volatilité des marchés financiers



Source : Eikon Thompson Reuters.

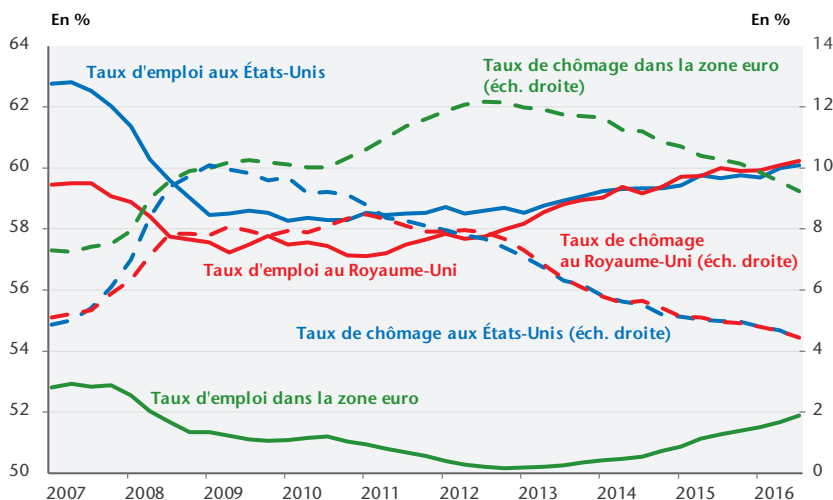
Une croissance riche en emplois ?

L'évolution récente de la croissance en cours permet la poursuite de la réduction du taux de chômage. Aux États-Unis, celui-ci a atteint 4,4 % au deuxième trimestre 2017, retrouvant ainsi le point bas qui avait été observé avant l'éclatement de la crise. Les créations d'emplois sont certes moins dynamiques qu'en 2014 et 2015 mais le taux d'emploi continue de progresser (graphique 10) et surtout, le taux d'activité repart à la hausse après une longue phase de baisse qui avait débuté au début de la crise. La remontée est timide et son niveau au deuxième trimestre 2017 (62,9 %) reste bien inférieur à son niveau d'avant-crise (un peu plus de 66 %). L'inversion de tendance suggère qu'il existe encore des réserves d'emplois aux États-Unis, [Voir la partie chômage et productivité pour plus détails] ce qui pourrait justifier en retour pourquoi l'inflation reste modérée alors que le taux de chômage a retrouvé un faible niveau historique.

Dans la zone euro, le taux de chômage a baissé de près d'un point en un an avec des améliorations dans la plupart des pays. Entre le deuxième trimestre 2016 et le deuxième trimestre 2017, la baisse du chômage dépasse deux points en Espagne et aux Pays-Bas. Elle est plus modérée en France et en Italie (de l'ordre de 0,5 point) et marginale en Allemagne où le taux de chômage se situe à un

niveau historiquement bas. Sur l'ensemble de la zone, plus de 600 000 emplois ont été créés au cours des deux premiers trimestres de l'année 2017, ce qui n'avait pas été observé depuis le premier trimestre 2008. Enfin, au Royaume-Uni, le taux de chômage a continué à baisser malgré le ralentissement de la croissance. En un an – depuis le deuxième trimestre 2016 – le taux de chômage a reculé de 0,5 point et le taux d'emploi a progressé de 0,5 point.

Graphique 10. Taux de chômage et taux d'emploi



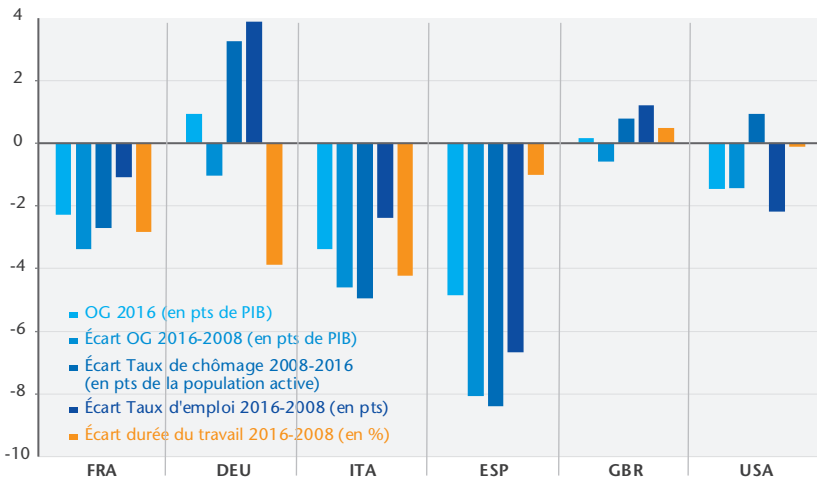
Sources : ONS, BLS, Eurostat.

Il faut ajouter que la baisse du chômage résulte également d'un enrichissement de la croissance en emplois. En effet, depuis la crise, la croissance moyenne de la productivité aux États-Unis ou dans la zone euro a baissé. Entre 1995 et 2007, la productivité horaire moyenne progressait de 1,7 % aux États-Unis alors qu'elle stagne depuis 2012. Dans la zone euro, la productivité horaire est passée d'un rythme annuel de croissance à 1,3 % entre 1996 à 2007 à un rythme de 0,8 % depuis 2013. Ce ralentissement de la productivité contribue certes à réduire le taux de chômage mais laisse également entrevoir un affaïssement de la croissance potentielle et donc de la croissance effective des pays industrialisés une fois que les écarts de croissance auront été refermés.

Des perspectives réduites à moyen terme par une faible productivité

Si les symptômes d'une reprise économique sont visibles dans les grandes zones développées y compris en zone euro, la faiblesse des rythmes de croissance associés à cette période de sortie de crise peut surprendre. Début 2017, malgré un processus de reprise qui se consolide et se généralise, la plupart des économies développées accusent encore du retard par rapport à la trajectoire d'avant-crise (graphique 11).

Graphique 11. Quelques mesures de l'écart de production en 2016



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

Ce ralentissement du sentier de croissance sur un horizon long a fait surgir des questions de fond sur la disparition possible du potentiel de croissance des économies développées. Le débat peut s'inscrire dans des considérations plus générales sur le devenir des économies industrialisées, et en particulier de l'économie américaine sur laquelle il s'est focalisé. Les tenants de l'entrée dans une phase de « stagnation séculaire » voient dans l'incapacité des économies à renouer avec un niveau d'activité conforme à la trajectoire d'avant la récession, l'effet d'un mécanisme de déflation par les bilans, conséquence d'un excès d'endettement des agents privés avant la récession, et publics depuis 2010. Face au gonflement des passifs, les agents sont contraints de réduire leurs dépenses pour

dégager des marges de désendettement et assainir leur situation patrimoniale. Le processus peut s'installer dans la durée, d'abord parce que l'apurement des dettes privées accumulées au cours de la bulle immobilière des années 2000 et la réduction des déficits publics abyssaux issus de la récession appellent un effort symétrique. Ensuite, parce que les pressions déflationnistes exercées par l'ajustement freinent le désendettement en s'opposant à la dévalorisation spontanée des dettes en termes réels et à la flexibilité des taux d'intérêt réels¹⁰.

En plus de ces questionnements sur la trajectoire de la dépense, l'affaissement du sentier d'expansion a nourri le débat à propos des répercussions de la récession de 2008/09 sur le potentiel des économies développées. Certaines études à l'instar de celles de Furcieri et Zdzienicka (2012), Furcieri et Mourougane (2012) ou Reinhart et Rogoff (2009) tentent d'éclairer les liens entre crises financières et pertes de potentiel pour conclure à des pertes définitives de production plutôt qu'à une inflexion de la croissance après la crise. Mais les preuves empiriques apportées sont loin d'être consensuelles et les canaux de transmission des crises financières au potentiel mal décrits.

Dans une vision de la question très élargie au-delà du seul impact de la récession sur le potentiel de production, Robert Gordon voit dans l'épuisement de l'effet des nouvelles technologies de l'informatique sur la croissance de la productivité observée depuis quelques années, la fin du sentier de croissance tel que les économies l'ont connu avant 2008. Sans exclure que de telles explications, une approche plus centrée de l'impact de la récession sur les déterminants du potentiel peut aussi être mise en avant.

Une décélération du potentiel...

L'évaluation de cet impact anime les débats avec d'un côté deux visions, l'une accédant à l'idée qu'une partie des pertes de production héritées de la récession sont irrécupérables, ce qui se traduirait par une marche d'escalier du potentiel vers le bas, l'autre que seul le taux de croissance du potentiel a été touché, ce qui se traduirait par une inflexion du sentier d'expansion de moyen terme de

10. Voir les développements de Larry Summers, chef de file de « la stagnation séculaire » et aussi Le Garrec et Touzé (2016).

l'économie. Ces deux visions ne sont naturellement pas exclusives l'une de l'autre, avec dans le cas le plus défavorable à la fois des pertes irrécupérables de production et un infléchissement du sentier.

Il ne fait guère de doute qu'après des années de quasi-stabilité de l'activité accompagnée d'un recul du volume d'investissement productif et d'une hausse du taux chômage, certains déterminants de la croissance potentielle, en dehors de la démographie qui n'a pas été affectée par la crise, se soient affaiblis. Le PIB potentiel dépend en effet de la quantité de facteurs de production disponibles, le travail et le capital, ainsi que de leur productivité. Le recul de l'investissement depuis le début de la crise a réduit le rythme de l'accumulation mais aussi très probablement la diffusion du progrès technique qui modère la trajectoire de la productivité. De plus, le niveau du PIB potentiel lui-même a pu subir un choc à la baisse, les faillites et les destructions de capacité lors de la récession ayant certainement amputé le volume de capital disponible.

... liée à un ralentissement généralisé des gains de productivité...

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

Entre les années 1990 et la première moitié des années 2000, la productivité a accéléré au Royaume-Uni et aux États-Unis, tandis qu'elle ralentissait modestement en France, fortement en Allemagne et s'écroulait en Italie et en Espagne. Entre 2007 et 2016, les gains de productivité horaire continuent de ralentir globalement dans l'ensemble des pays excepté en Espagne où ils accélèrent. Le ralentissement est plus prononcé entre 2008 et 2011 sous l'effet de la Grande Récession et de comportements d'ajustement différents selon les pays : certains d'entre-eux (France, Allemagne, Italie) privilégient les leviers d'ajustement internes (rétention de main-d'œuvre et baisse de la durée du travail) tandis que l'Espagne et les États-Unis ajustent plus rapidement l'emploi¹¹ (Cochard *et al.*, 2010).

11. Ces différences de stratégie peuvent éventuellement avoir des conséquences sur l'ampleur du rebond et ensuite sur le potentiel de croissance des économies concernées.

À partir de 2011, les gains de productivité accélèrent en France et en Allemagne, tandis qu'ils ralentissent en Espagne, aux États-Unis et au Royaume-Uni. Ils restent globalement stables et faibles en Italie (-0,3 %), au Royaume-Uni (0,3 %), en Allemagne (0,5 %) et aux États-Unis (0,5 %) entre 2011 et 2016. Par contre, les gains de productivité horaire ont mieux résisté au ralentissement et sont désormais plus élevés en France qu'en Allemagne, en Italie, au Royaume-Uni et aux États-Unis, contrairement à ce qui était observé entre 1990 et 2007. C'est également le cas de la productivité calculée par salarié.

Cependant, ces évolutions ne permettent pas de renseigner précisément l'évolution de la tendance de productivité dans la mesure où elles captent la dynamique des cycles de productivité. Nos estimations de la productivité tendancielle réalisées à partir d'un filtre de Kalman sur des équations d'emploi (voir étude spéciale) suggèrent une réduction progressive de celle-ci qui, toutes choses égales par ailleurs, implique une baisse de la croissance potentielle. Il ressort alors que la tendance de productivité s'élèverait à 0,8 % par an pour la France et le Royaume-Uni. Elle serait plus faible aux États-Unis (0,6 %) et en Allemagne (0,5 %) et nulle pour l'Italie. À l'horizon de notre prévision, nous avons retenu l'hypothèse d'un maintien de ces rythmes tendanciels.

... et de celui de la population active

Par ailleurs, l'évolution de la population active indique un ralentissement de sa croissance entre 2000 et 2016 dans les pays développés. Les raisons structurelles de ce ralentissement sont à chercher du côté de la baisse du taux de fécondité dans ces pays et de la fin de la montée de la participation des femmes au marché du travail. Plus conjoncturellement, on observe également un effet de flexion de la population active au moment de la crise de 2008, la hausse du chômage décourageant une partie des chômeurs, qui deviennent alors inactifs, surtout en Espagne et aux États-Unis.

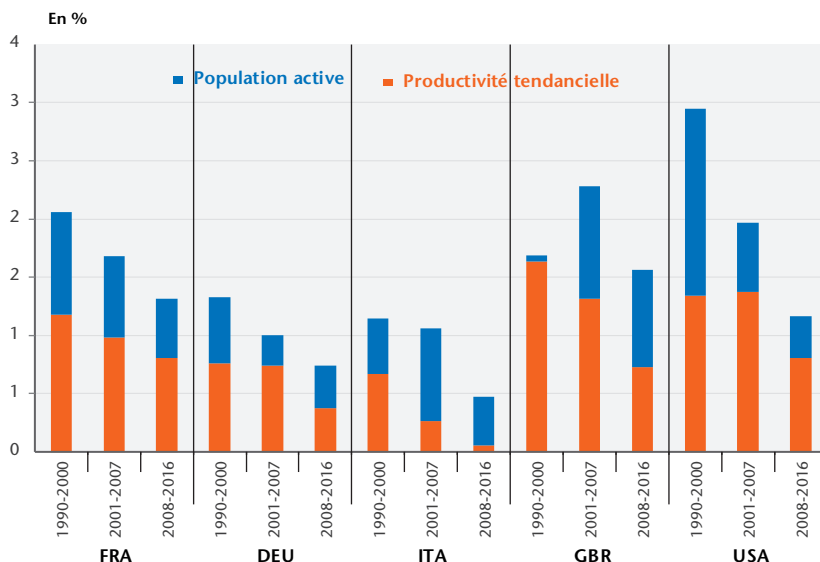
En Allemagne, la population active augmente de 0,4 % entre 2007 et 2016, avec une faible augmentation entre 2007 et 2011 (0,1 %) et une accélération plus franche entre 2011 et 2016 (+0,6 %). Sur l'ensemble de la période 2007-2016, la population en âge de travailler est quasiment stable en moyenne, alors que le taux d'activité augmente nettement. Mais si l'on décompose en sous-

périodes, on constate que la population active est d'abord soutenue par la hausse du taux d'activité (concentrée sur la période 2007-2011) avant de bénéficier d'une augmentation de la population en âge de travailler (+0,6 % entre 2011 et 2016), sous l'effet de l'immigration, en provenance principalement de l'Europe de l'Est.

Estimations du potentiel de croissance en 2017-2019

Nos estimations pour les grands pays industrialisés montrent un ralentissement de la croissance potentielle depuis 1990 (graphique 12), principalement dû à la baisse des gains de productivité alors que l'impact des évolutions de population active est plus hétérogène, comme en Allemagne et au Royaume-Uni. Ces estimations suggèrent que la référence pour juger de la normalisation du niveau d'activité ne serait plus la trajectoire d'avant-crise, mais une trajectoire plus basse, qui donnerait une image moins dégradée du retard de l'activité par rapport au potentiel. Mais même si l'on accrédite cette thèse, la question se pose toujours de la persistance d'un écart de production (l'*output gap*) négatif.

Graphique 12. Décomposition et évolution de la croissance potentielle



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

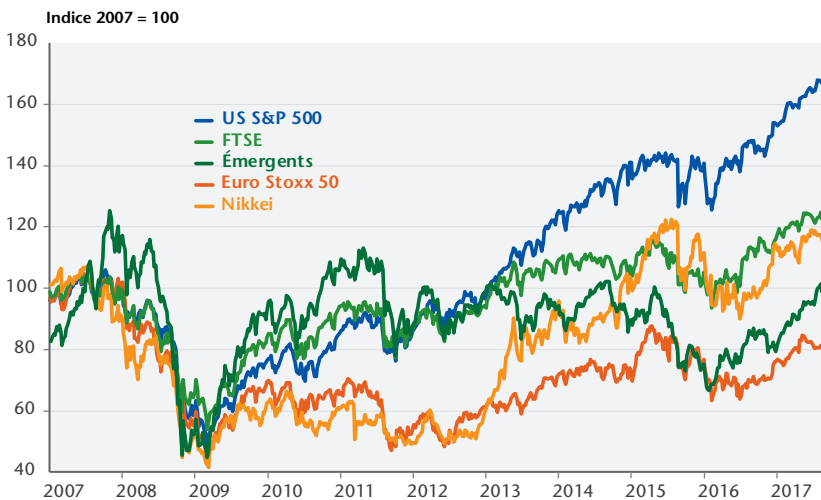
L'estimation des *output gap* est plus problématique encore dans la mesure où à l'incertitude sur la croissance potentielle mentionnée précédemment s'ajoute celle associée au niveau de cet écart dans le passé, en 2008 par exemple. Face à cette forte incertitude, il semble opportun d'établir un diagnostic sur la base de différents critères : *output gap* actuel, variation de cet *output gap* depuis 2008, écart du taux de chômage et du taux d'emploi depuis le début de la crise ou taux de croissance de la durée du travail durant cette même période. Le graphique illustre ces différents critères. Sur la base de ces derniers, le diagnostic qualitatif porté sur la situation cyclique des différentes économies est celui de l'existence de marges de rebond relativement élevées en Espagne, en Italie et en France (graphique 11). Ce potentiel de rebond est faible en Allemagne, aux États-Unis et au Royaume-Uni : seule l'augmentation du temps de travail pour le premier et du taux d'emploi pour les deux suivants pourrait le permettre.

Risques

La réduction de la dispersion des performances macroéconomiques des principaux pays ou de la volatilité financière ne doit pas occulter les risques qui pèsent sur l'économie mondiale. Les tensions financières liées à la situation en Grèce ou au risque d'atterrissage forcé de l'économie chinoise se sont apaisées mais l'euphorie qui a gagné certaines places financières pourrait signaler le retour du risque financier, notamment aux États-Unis où les principaux indices boursiers battent des records et dépassent largement les précédents pics de 2000 ou 2007. Une décomposition des prix des actifs boursiers et immobiliers aux États-Unis indique par ailleurs qu'ils résultent en partie d'une bulle même si cette composante bulle est de moindre ampleur que celle identifiée lors de pics précédents [voir la partie sur les risques financiers pour plus détails]. Du côté des émergents, la bourse est également très dynamique depuis le début 2016, retrouvant le niveau qui avait été observé en 2015 juste avant le mini-krach de l'été (graphique 13). Le risque financier doit donc être sérieusement analysé, ce qui pose la question de l'orientation de la politique monétaire mais aussi celle de la régulation financière.

Les conséquences d'une nouvelle crise financière internationale pourraient être d'autant plus dommageables que les marges de manœuvre sur les politiques économiques sont réduites. La Réserve fédérale a certes entamé la normalisation de sa politique monétaire mais le taux directeur reste proche de la borne de taux zéro et le bilan n'a pas encore été ajusté. Du côté de la politique budgétaire, le déficit en 2016 s'élevait encore à 5 % du PIB et la dette dépassait 100 % du PIB. Un nouveau choc pourrait alors plonger l'économie américaine dans une situation à la japonaise où l'inflation ne revient jamais vraiment à sa cible malgré l'accumulation d'actifs dans le bilan de la banque centrale et l'augmentation de la dette publique.

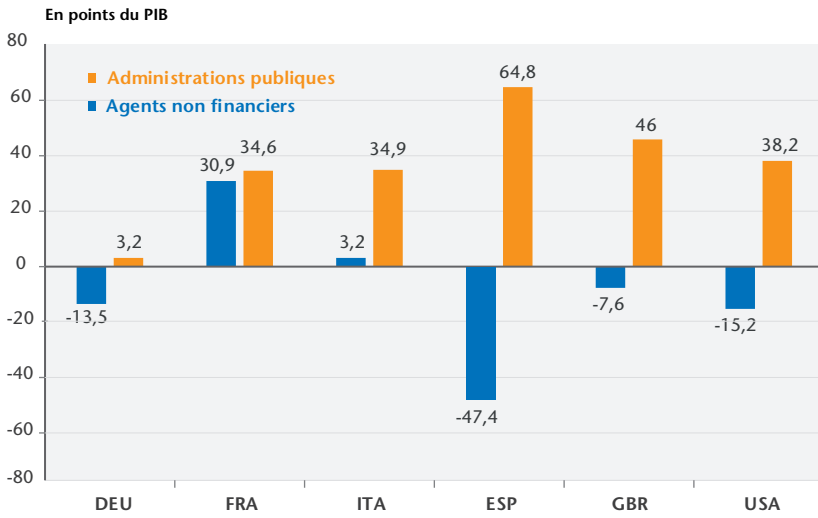
Graphique 13. Évolution des bourses mondiales



Source : Eikon Thompson Reuters.

La dette totale – des agents non financiers et des administrations publiques – s'est accrue dans les principaux pays industrialisés à l'exception de l'Allemagne (graphique 14), ce qui pose dès lors la question de la capacité de ces économies à absorber un nouveau choc financier ou une nouvelle récession. Au-delà du risque de court terme, ces déséquilibres seront aussi d'autant plus longs et difficiles à réduire que la croissance sera modérée et l'inflation basse. De ce point de vue, le retour de la Grande Modération n'est pas forcément une bonne nouvelle.

Graphique 14. Variation de l'endettement entre 2007t4 et 2017t1

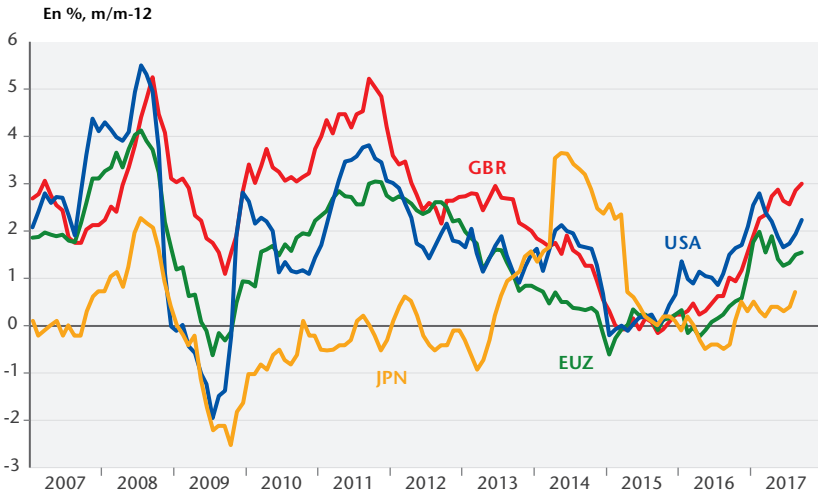


Source : Banque de France.

2. Inflation : l'effet des décalages conjoncturels

L'année 2016 a marqué le retour de l'inflation en territoire positif dans les grandes zones industrialisées de l'économie mondiale, après être tombée à proximité de 0 durant l'année 2015 (graphique 15). Cette trajectoire réplique en partie les évolutions symétriques des indices de prix de l'énergie, composantes de l'indice d'ensemble, marquées par la division par 3 du prix du pétrole entre la mi-2014 et la mi-2016 qui a imprimé mécaniquement un repli de l'inflation, puis par sa remontée de 30 à 60 dollars le baril depuis lors. L'année 2017 n'a pas été exempte d'une certaine volatilité, les cours du brut s'étant repliés d'environ 20 % entre mars et juin, entraînant dans son sillage un tassement de l'inflation jusqu'en juillet. Au final, à l'exception du Japon où l'inflation reste structurellement faible, la progression des indices de prix en glissement annuel est comprise entre 1,5 % en zone euro et 3 % au Royaume-Uni.

Graphique 15. Taux d'inflation dans les pays développés



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

Pétrole : une stabilité pérenne

Notre prévision a été revue légèrement à la baisse pour 2017 et 2018. En effet, bien que la demande mondiale continue de progresser, portée par les pays émergents et les États-Unis, l'offre globale demeure abondante. Nous faisons l'hypothèse d'un maintien des quotas de production par l'OPEP au niveau actuel en 2018. Pour fin 2017 et début 2018, nous anticipons un prix du baril de Brent autour de 54 dollars. Grâce à une offre non OPEP toujours dynamique, et au niveau élevé des stocks, les cours baisseraient légèrement au deuxième semestre 2018, et se stabiliseraient autour de 50 dollars (tableau d'Annexe A2).

Des risques pesant sur l'offre ne peuvent être exclus. Parmi les risques haussiers, on peut citer la probabilité d'une baisse plus marquée et concertée de production de l'OPEP, un nouveau bras de fer entre les États-Unis et l'Iran, ou encore des regains de tension au Nigéria ou en Libye. Les risques baissiers sont quant à eux liés à la poursuite de l'accord OPEP : si l'OPEP décide de ne pas reconduire l'accord ou que son respect est limité, alors les prix pourraient baisser davantage.

Pas d'effet notable lié au retour des quotas de production

Les neuf premiers mois de l'année 2017 ont été marqués par la stabilité du cours du baril de Brent, qui a évolué dans une fourchette comprise entre 45 et 60 dollars. Plus précisément, on peut distinguer deux périodes depuis le début 2017 : une phase de baisse des cours entre janvier et juillet 2017, où l'on est passé de 54,7 à 46,4 dollars le baril ; puis un début de remontée des cours entre juillet 2017 et septembre 2017, où le baril atteignait 56,2 dollars.

Dans la mesure où deux accords de baisse de production ont été conclus fin 2016¹², conduisant à une baisse concertée de 0,8 million de barils par jour (Mbj) pour les membres de l'OPEP et de 0,5 Mbj pour les autres producteurs (tableau 2), la stabilité des prix a pu sembler surprenante. En effet, les pays de l'OPEP, en septembre 2017, respectaient – de façon très inégale – les plafonds

12. Les deux accords de baisse de production conclus fin 2016 sont l'accord du 30 novembre 2016 (accord de Vienne) entre pays de l'OPEP, qui prévoit le retrait de 1,2 Mbj du marché par rapport à octobre 2016, et l'accord du 10 décembre 2016 réunissant des pays non membres de l'OPEP, et entérinant une baisse de production de 0,55 Mbj.

Tableau 2. Respect des accords de baisse de production, septembre 2017

En millions de barils/jour

	Production septembre 2017	Référence : octobre 2016	Engagement de baisse de production	Baisse effective	Respect des engagements
Pays de l'OPEP					
Algérie	1,030	1,050	-0,050	-0,020	40 %
Angola	1,650	1,600	-0,078	0,050	-64 %
Équateur	0,530	0,550	-0,026	-0,020	77 %
Guinée équatoriale	0,130	0,160	-0,012	-0,030	250 %
Gabon	0,200	0,200	-0,009	0,000	0 %
Iran	3,840	3,700	0,090	0,140	156 %
Irak	4,540	4,540	-0,210	0,000	0 %
Koweït	2,730	2,910	-0,131	-0,180	137 %
Qatar	0,610	0,650	-0,030	-0,040	133 %
Arabie saoudite	10,190	10,550	-0,486	-0,360	74 %
Emirats arabes unis	2,920	3,070	-0,139	-0,150	108 %
Venezuela	1,950	2,090	-0,095	-0,140	147 %
Total OPEP 12	30,320	31,070	-1,176	-0,750	64 %
Libye	0,925	0,550			
Nigéria	1,705	1,470			
Total OPEP 14	32,950	33,090			
Pays hors OPEP*					
Azerbaïdjan	0,760	0,830	-0,035	-0,070	200 %
Kazakhstan	1,920	1,790	-0,020	0,130	-650 %
Mexique	2,280	2,420	-0,100	-0,140	140 %
Oman	1,010	1,020	-0,045	-0,010	22 %
Russie	11,120	11,450	-0,300	-0,330	110 %
Total hors OPEP	17,090	17,510	-0,500	-0,420	84 %

* On ne présente ici que les principaux pays hors OPEP ayant pris un engagement de baisse de production.

Source : EIA pour les données de production, Agence Internationale de l'Énergie (*Oil Market Report*) pour les plafonds de production.

de production à hauteur de 64 %, soit une baisse de 0,5 Mbj par rapport à octobre 2016. Les pays non membres de l'OPEP, à l'exception du Kazakhstan, ont réduit leur production, au total de 0,42 Mbj entre octobre 2016 et septembre 2017, respectant à 80 % l'objectif fixé. Pour autant, ce retrait de près d'un million de barils du marché n'a pas eu d'impact notoire sur les prix, pour quatre raisons : d'abord, le fait que la référence retenue pour établir les baisses de production ait été le niveau d'octobre 2016, à savoir un niveau élevé pour plusieurs pays ; par ailleurs, trois pays de l'OPEP ont été « épargnés » par les baisses de production. L'Iran s'est ainsi vu accorder un plafond de production de 4 Mbj (0,3 Mbj de plus qu'en octobre 2016), pour lui permettre de retrouver son niveau d'avant les sanctions occidentales. De même, la Libye ou le Nigéria n'ont pas été soumis à un plafond de production, or ils ont connu une forte hausse de production entre octobre 2016 et juillet 2017 (460 000 barils par jour pour la Libye et 190 000 barils par jour pour le Nigéria). En outre, la production des pays hors OPEP a continué sa progression dynamique : la production des États-Unis a ainsi augmenté de 1,1 Mbj entre octobre 2016 et juillet 2017, et celle du Brésil de 0,3 Mbj, ce qui a largement contrebalancé la baisse de la production russe (-0,3 Mbj) ou mexicaine (-0,1 Mbj). Enfin, les stocks demeurent à des niveaux élevés : ils représentent 102 jours de demande aux États-Unis et 99 jours de demande dans les pays de l'OCDE.

Vers un équilibre offre-demande en 2018-2019

En 2017 et 2018, nous anticipons une croissance soutenue de la demande mondiale (+1,3 Mbj en 2018 et +1,4 Mbj en 2019), sous l'effet des pays émergents (Chine et Inde notamment). La demande chinoise représenterait 0,4 Mbj supplémentaires par an, soit un tiers de la hausse globale.

Du côté de l'offre, le dynamisme vient de la croissance de l'offre non OPEP, qui augmenterait de 1 Mbj chaque année, de 2017 à 2019. En 2017, le supplément d'offre de l'Amérique du Nord représenterait 0,8 Mbj, dont 0,6 Mbj pour les États-Unis et 0,2 Mbj pour le Canada. Le Kazakhstan et le Brésil contribueraient à la hausse à hauteur de 0,2 Mbj chacun. La production baisserait en revanche au Mexique (-0,2 Mbj) et en Chine (-0,1 Mbj). Le scénario serait identique en 2018 et 2019. Du côté de l'OPEP, on s'attend à ce que

l'organisation maintienne sa cible d'octobre 2016 jusqu'en mars 2018. Cela étant, l'Iran a le potentiel pour augmenter sa production d'au moins 0,2 Mbj et on s'attend à ce que d'autres producteurs relâchent leur engagement en 2018, ce qui nous conduit à inscrire une hausse de 0,5 Mbj de la production OPEP en 2018.

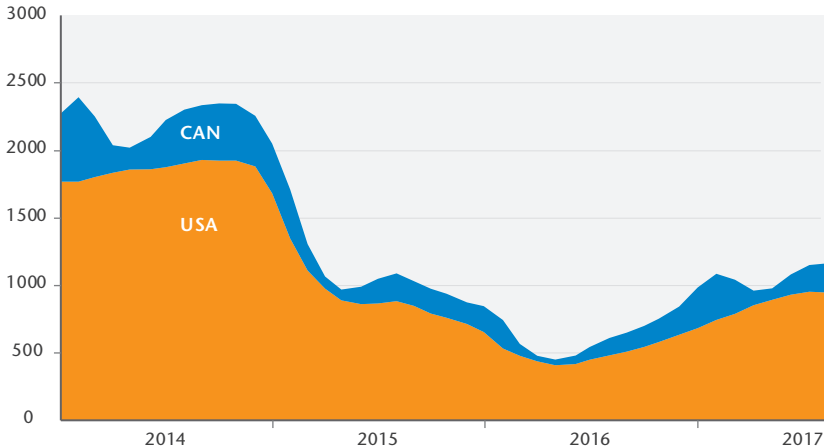
La production américaine : clef de voûte de la production mondiale

Notons tout d'abord que le passage de l'ouragan Harvey qui a touché le golfe du Mexique fin août 2017 n'a pas affecté les prix, malgré une baisse de production ponctuelle de 0,2 Mbj en août (d'après l'Agence internationale de l'énergie). L'évolution de la production américaine est cruciale pour le niveau des prix : par sa progression dynamique, cette dernière a permis, notamment depuis 2014, d'éviter une flambée du prix du baril. Le nombre de foreuses pétrolières en activité progresse depuis le point bas de mai 2016, mais se situe très en dessous du niveau de 2014 (graphique 16). Cependant, grâce à des techniques de forage plus efficaces qui permettent de se concentrer sur les zones les plus productives des gisements (*sweet spots*), la production de chaque nouveau puits augmente. En outre, les coûts de production et d'investissement ont baissé : les coûts de production se situent autour de 40 dollars d'après le US Bureau of Labor Statistics, soit une baisse de 35 % depuis fin 2014 ; quant aux dépenses d'investissement en amont, elles représentent moins de 15 dollars par baril produit (contre 27 dollars en 2014). Enfin, selon les chiffres de l'EIA, les dépenses d'investissement pétrolier ont représenté 67 milliards de dollars au deuxième trimestre 2017, soit une croissance de 4 % en glissement annuel. Cela motive notre hypothèse de hausse de production à hauteur de 0,6 Mbj en 2018 et en 2019.

Un profil marqué aussi par les fluctuations du taux de change

Les mouvements de change ont aussi modelé la trajectoire des indices de prix au cours de ces deux dernières années. En zone euro, la baisse de la monnaie unique de 20 % entre la mi-2014 et mars 2015 a modéré la baisse des prix des importations d'énergie, après leur conversion de dollars en euros, et a renchéri le prix des importations autres que l'énergie, prévenant l'apparition d'une inflation négative en 2015 et en 2016. En accentuant la désinflation

Graphique 16. Nombre de foreuses pétrolières en activité aux États-Unis et au Canada



Source : Baker Hughes.

importée, l'appréciation du dollar a eu un effet symétrique à celui de la zone euro aux États-Unis. La stabilisation du taux de change de l'euro autour de 1,1 dollar pour 1 euro jusqu'en mai 2017 a répercuté intégralement la remontée des cours du brut sur l'inflation en zone euro en 2016. Aux États-Unis, le niveau d'inflation supérieur à celui de la zone euro depuis le début de 2016 traduit davantage un effet du déphasage cyclique avec la zone euro, où la croissance est plus faible et le chômage plus élevé, qu'une plus forte répercussion des déterminants de l'inflation importée. Quant au Royaume-Uni, qui a cumulé la remontée des cours du brut et la dépréciation de la livre en 2016, l'inflation y est supérieure de 1 point à celle de ses partenaires.

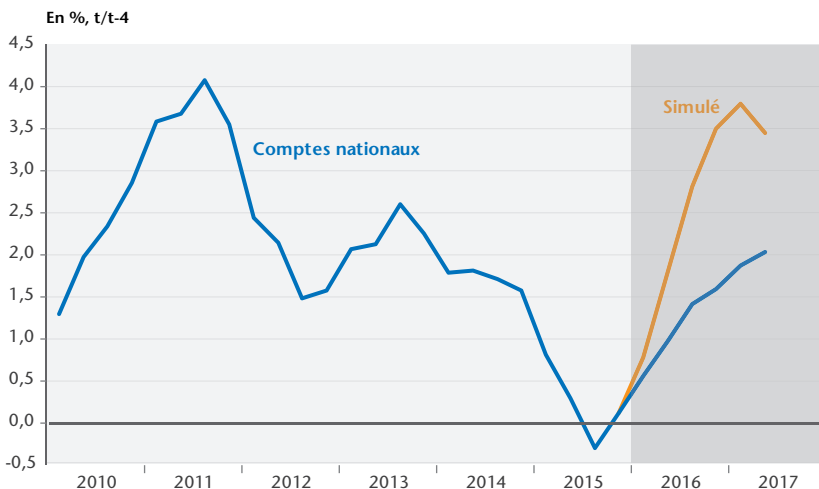
Purgée des fluctuations des prix de l'énergie et des produits volatiles, notamment alimentaires, l'inflation sous-jacente témoigne de tendances de fond contrastées des prix au sein des pays développés. En zone euro, l'inflation sous-jacente s'établit autour de 1 % en 2017 (graphique 4), loin de la cible des 2 % définie par la BCE, malgré la politique monétaire ultra-accommodante conduite après le début de la crise des dettes souveraines. Force est de constater que l'ouverture des vannes monétaires, notamment par la mise en place au début de 2015 d'un programme massif de rachat de titres privés et publics sur le marché secondaire de la dette, a eu peu d'effet sur l'inflation jusqu'à présent.

Au Japon, la situation est franchement préoccupante : la politique économique de relance menée par le Premier ministre Shinzo Abe, ainsi que les hausses de TVA, avaient permis d'interrompre la dynamique déflationniste à l'œuvre depuis la crise financière de 2007-2008, mais cet effet a disparu et l'économie japonaise flirte à nouveau dangereusement avec la déflation.

Les États-Unis sont revenus à la situation d'avant-crise, puisque leur inflation sous-jacente a rejoint la cible des 2 %, seuil autour duquel elle fluctue depuis la mi-2011. Au Royaume-Uni, l'inflation sous-jacente s'est nettement redressée à la fin de 2016 pour atteindre 2,7 % en août 2017, sous l'effet du mouvement de dépréciation de la livre engagé au début de 2016.

Néanmoins, le Royaume-Uni apparaît dans une configuration particulière. Selon les comptes nationaux, l'inflation mesurée par la variation du déflateur de la consommation des ménages en glissement annuel, s'est établie à 2 % au deuxième trimestre 2017 (graphique 17). Or sur la même période, le déflateur des importations, incluant les prix de l'énergie mais aussi ceux des biens importés autres que l'énergie affectés par la dépréciation de la livre, a crû de 5,8 %, ce qui, compte tenu du poids des importations dans

Graphique 17. Déflateur de la consommation au Royaume-Uni *



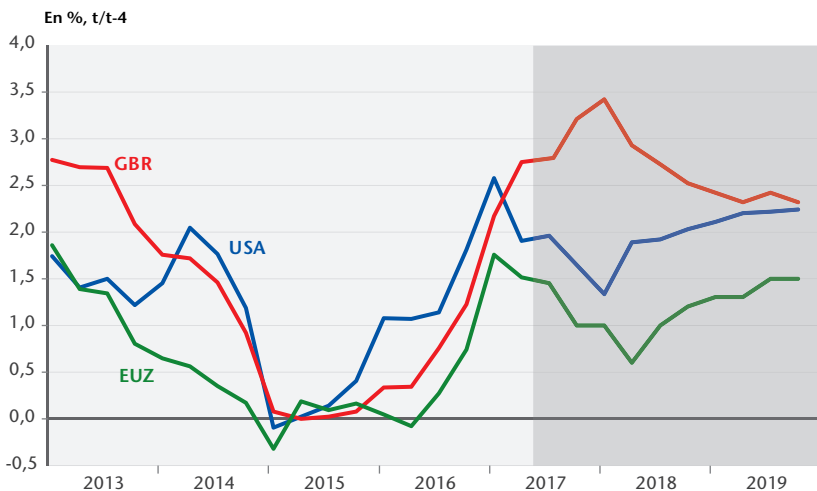
* : le déflateur de la consommation des ménages issu des comptes nationaux (+2 % au deuxième trimestre 2017) fournit une évaluation différente de la mesure de l'inflation par l'indice des prix harmonisé mensuel (+2,7 %) Sources : ONS, calculs OFCE.

l'indice d'ensemble, 18 %, impliquerait une inflation d'origine interne voisine de 1,1 %. Or ce constat est incompatible avec la mesure d'une inflation sous-jacente de 2,4 % en moyenne trimestrielle au deuxième trimestre 2017.

Il semble donc que la répercussion de la hausse du prix des importations sur le marché intérieur au Royaume-Uni n'ait été que très partielle avec probablement pour conséquence une baisse de marges consenties par les distributeurs de produits importés. La simulation sur l'année 2016 de l'évolution du déflateur de la consommation au Royaume-Uni, selon ses déterminants historiques, montre qu'au deuxième trimestre 2017 l'inflation aurait dû s'établir à 3,5 % et non pas à 2 % comme mesuré par les comptes nationaux.

Cette sous-répercussion du supplément d'inflation importée sur le marché britannique devrait maintenir les prix intérieurs sous pression si l'on admet que les distributeurs ne puissent concéder durablement un affaissement de leurs marges. Un pic à 3,4 % au Royaume-Uni serait ainsi atteint au premier trimestre 2018 avant une retombée qui maintiendrait toutefois l'inflation un peu au-dessus de la cible des 2 % à l'horizon 2019 (graphique 18). Aux États-Unis, les prix resteraient plus dynamiques qu'en zone euro,

Graphique 18. Taux d'inflation prévus dans les pays développés



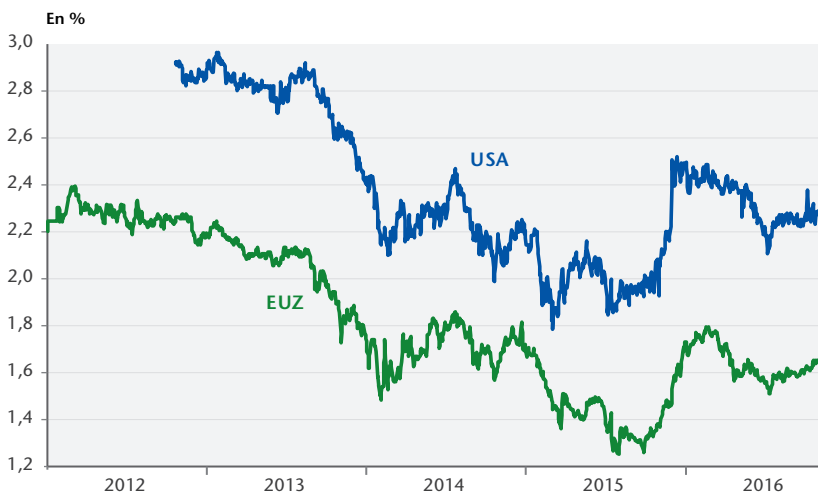
Sources : Eurostat, BLS, ONS, prévisions OFCE octobre 2017.

autour de 2 %, illustrant le décalage conjoncturel entre les économies à croissance rapide et à faible chômage et les économies à croissance plus lente et à chômage plus élevé.

Hormis dans les pays anglo-saxons, l'inflation resterait sous la cible de 2 % à l'horizon 2018. Ces prévisions sont à mettre en rapport avec les indicateurs de marché donnant les anticipations d'inflation dans cinq ans pour les cinq années qui suivent, autrement dit l'inflation moyenne anticipée, à la mi-octobre 2017, pour les années 2022 à 2027.

La crise entamée en 2007 et ses répercussions en zone euro avec la crise des dettes souveraines survenue en 2011 ont fait dangereusement pencher les économies vers la déflation, notamment l'économie européenne. Ces inquiétudes ont toutefois paru se dissiper et entre septembre et décembre 2016, les anticipations d'inflation se sont redressées aux États-Unis et en zone euro (graphique 19). Cette remontée des anticipations est directement liée à la reprise de l'inflation, notamment à l'inflation pétrolière, mais également à des facteurs spécifiques à chaque zone. Au Royaume-Uni, le vote pour le Brexit en juin 2016 et la dépréciation de la livre ont entraîné la hausse des anticipations d'inflation un peu avant les autres pays. En octobre 2017, les anticipations se

Graphique 19. Anticipations d'inflation à 5 ans dans 5 ans



Source : Eikon Thompson Reuters.

situent à proximité du seuil de 3,5 %, alors que les agents anticipent l'après-Brexit avec ses conséquences monétaires (baisse de la livre sterling) et commerciales (renchérissement du prix des produits importés).

Aux États-Unis, sous l'effet d'une croissance soutenue et de l'inflation, les anticipations sont également remontées autour de 2,5 %, au-dessus de la cible de 2 % de la Réserve fédérale, et le risque déflationniste semble définitivement écarté. La politique monétaire des États-Unis est en phase de normalisation, comme en atteste la remontée graduelle des taux directeurs depuis le quatrième trimestre 2015.

C'est en zone euro que les anticipations sont les plus basses. Même si leur remontée récente autour de 1,8 % en 2016, sous l'effet principalement de la dépréciation de l'euro et de l'allègement de la facture énergétique, a interrompu leur tendance à la baisse depuis 2013, elles restent en-deçà de la cible de 2 % malgré une politique monétaire ultra accommodante. Dès lors, la capacité de la BCE à ramener l'inflation à sa cible est mise en doute par les marchés. Ce changement de paradigme fait que le « désancrage » des anticipations de long terme rend la zone euro vulnérable au risque déflationniste en cas de nouvelle secousse.

3. Politiques monétaires : le début de la fin de l'assouplissement quantitatif ?

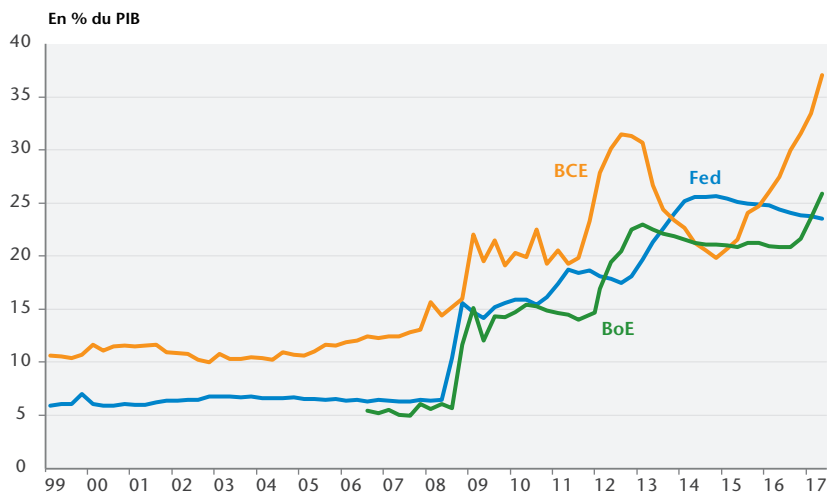
Announced lors de la réunion du 20 septembre 2017, la Réserve fédérale a amorcé à partir d'octobre la réduction de la taille de son bilan en mettant un terme à sa politique de réinvestissement. Après les deux hausses de taux décidées en 2017, cette décision confirme bien la volonté de normaliser la politique monétaire aux États-Unis. Dans la zone euro, l'accélération de la croissance pourrait pousser la BCE à suivre le chemin tracé par son homologue américain. Ce processus ne devrait cependant pas immédiatement se traduire par une baisse de la taille de bilan de la BCE mais plutôt par sa stabilisation. Du côté des taux d'intérêt directeurs en zone euro, ceux-ci n'augmenteraient pas dès la fin de la politique d'assouplissement quantitatif mais probablement au cours du deuxième semestre 2018. Ce faisant, la BCE devrait suivre une stratégie de normalisation assez proche de celle que la Réserve fédérale avait initié en décembre 2013 lorsqu'elle a commencé à réduire ses achats de titres. Au Royaume-Uni, la perspective du Brexit complique la tâche de la Banque d'Angleterre qui fait face à un dilemme. La dépréciation de la livre entraîne une augmentation de l'inflation dans un contexte marqué par le ralentissement de la croissance et une incertitude accrue sur l'issue des négociations. Dans l'hypothèse d'un effet relativement modéré du Brexit sur la croissance, la Banque d'Angleterre réagirait à la hausse de l'inflation et amorcerait à son tour la normalisation de la politique monétaire à un rythme proche de celui de la BCE. Bien que le cycle de normalisation des politiques monétaires ne soit pas synchronisé, les mouvements de taux de change devraient rester contenus. La politique monétaire américaine sera certes moins expansionniste que celle de la BCE mais c'était aussi le cas en 2016 et en début d'année 2017. Nous anticipons dès lors une stabilisation des taux de change à leur niveau de septembre 2017.

L'assouplissement quantitatif arrive à son terme...

En janvier 2014, la Réserve fédérale avait entamé la première étape du processus de normalisation de la politique monétaire en décidant de réduire progressivement ses achats nets de titres sur les marchés, ce qui a conduit à une stabilisation de son bilan à un niveau légèrement supérieur à 4 500 milliards de dollars à compter d'octobre 2014. Concrètement cela ne se traduisait pas par la fin des interventions de la banque centrale sur les marchés mais la poursuite d'achat d'obligations du Trésor et de titres garantis par actifs immobiliers (*MBS* pour *Mortgage-backed securities*) afin de compenser les titres de son bilan arrivant à échéance. C'est la fin de cette politique de réinvestissement que la Réserve fédérale a annoncé lors du conseil de politique monétaire de septembre 2017. La stratégie de réduction de la taille du bilan se fera également progressivement suivant des principes définis et annoncés en juin 2017. À compter d'octobre 2017, un encours mensuel de 6 milliards d'obligations et 4 milliards de *MBS* arrivant à échéance ne sera pas renouvelé. Cette limite sera ensuite augmentée par paliers respectifs de 6 et 4 milliards tous les 3 mois sans que la Réserve fédérale ne donne d'indications précises sur la taille qu'atteindra son bilan à l'issue de cette normalisation. Cette taille devrait notamment refléter la demande de réserves du système bancaire. Autrement dit, la Réserve fédérale ne considère pas nécessairement que l'ajustement prenne fin lorsque le bilan aura retrouvé son niveau d'avant-crise, soit un peu plus de 6 % du PIB contre 23,5 % actuellement (graphique 20). Dans sa communication de juin, le FOMC précise que « le niveau [du bilan] reflètera la demande de réserves du système bancaire et les décisions du Comité sur la façon de mettre en œuvre une politique monétaire plus efficace à l'avenir. ». Par ailleurs, Greenwood, Hanson et Stein (2016) ont récemment plaidé pour utiliser la taille du bilan de la Réserve fédérale comme outil de stabilisation financière reflétant un débat en cours sur la poursuite de l'utilisation de mesures dites non-conventionnelles même lorsque l'économie aura retrouvé un sentier de croissance et d'inflation conforme à ses objectifs.

À court terme, l'évolution du bilan de la Réserve fédérale se distinguera de celle de la BCE et de la banque d'Angleterre qui vont continuer à gonfler, accentuant la divergence de l'orientation des politiques monétaires. En effet, la BCE poursuivra ses achats

Graphique 20. Taille du bilan des banques centrales

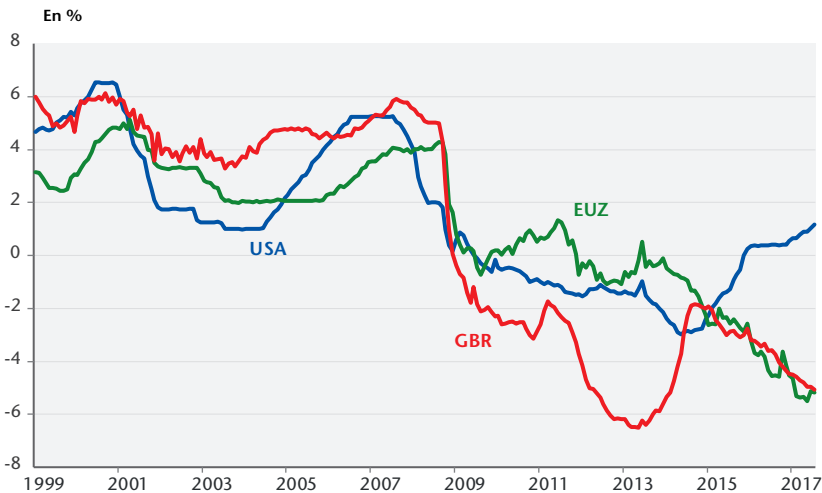


d'actifs à un rythme de 60 milliards d'euros par mois au moins jusqu'en décembre 2017, date envisagée pour la fin probable du programme d'achat d'actifs. Au-delà, se pose la question de la stratégie de normalisation de la politique monétaire dans la zone euro, Mario Draghi ayant jusqu'ici entretenu le mystère de ce qui sera mis en œuvre par la BCE à partir de janvier 2018. Nous anticipons que le rythme des achats devrait rapidement se réduire – à près de 10 milliards d'euros par mois –, ce qui stabiliserait la taille du bilan de la BCE à partir de l'été. Comme aux États-Unis, la deuxième étape du processus de normalisation devrait ensuite amener la BCE à augmenter ses taux directeurs à partir de la fin de l'année 2018 (voir supra). La réduction de la taille du bilan n'interviendrait que dans un troisième temps lorsque la BCE décidera de cesser de réinvestir le principal des actifs arrivant à échéance.

Au Royaume-Uni, si la Banque d'Angleterre a atteint son objectif d'achats de titres – 435 milliards de livres d'obligations du Trésor et 10 milliards d'obligations émises par les entreprises – son bilan augmente encore du fait des mesures destinées à améliorer la transmission de la politique monétaire aux ménages et aux entreprises. Dans la mesure où il n'est pas envisagé d'augmenter les plafonds de titres acquis par la Banque d'Angleterre, l'évolution du bilan dépendra uniquement de la demande de refinancement du système bancaire.

Il en résulte donc une divergence entre l'orientation de la politique monétaire aux États-Unis et dans la zone euro ou au Royaume-Uni. Celle-ci se reflète dans les taux d'intérêt implicites (graphique 21) de politique monétaire¹³. Comme la Réserve fédérale a augmenté son taux directeur à 4 reprises depuis décembre 2015, la borne de taux zéro ne contraint plus la politique monétaire américaine. Son orientation est donc de nouveau captée par le taux des fonds fédéraux qui reflète l'équilibre sur le marché monétaire au jour le jour aux États-Unis. Dans la zone euro et au Royaume-Uni, la poursuite de l'assouplissement quantitatif se traduit par des taux implicites de -5 %. Le retour en territoire positif ne devrait pas être observé en 2018 mais ces taux implicites se stabiliseraient dès lors que les banques centrales cessent d'intervenir sur les marchés d'actifs ou que la demande de réserves baissera au Royaume-Uni. L'écart entre ces taux cesserait cependant sans doute de se creuser au cours de l'année 2018. En effet, aux États-Unis, ce taux avait atteint un point bas à -3 % en mai 2014 et a commencé à diminuer régulièrement à partir de novembre 2014 lorsque la taille du bilan de la Réserve fédérale s'est stabilisée. Son retour en territoire positif coïncide ensuite par construction avec la remontée du taux des fonds fédéraux.

Graphique 21. *Shadow rate*



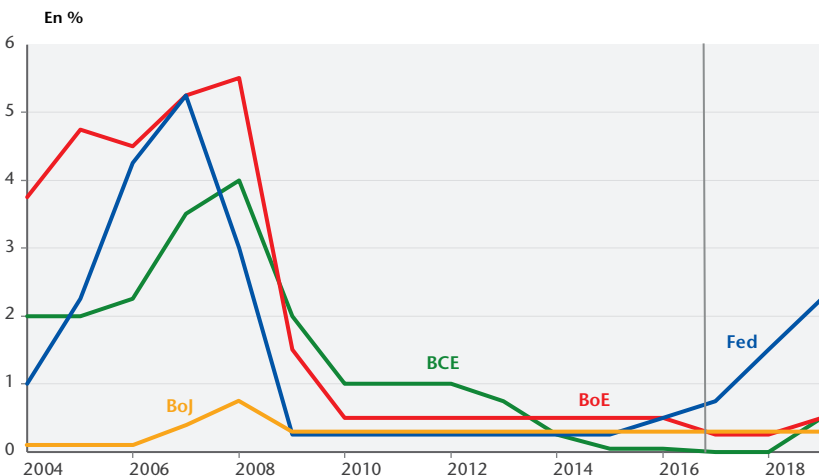
Sources : Réserve fédérale, BoE, BCE, Wu & Xia,
<https://sites.google.com/site/jingcynthiawu/home/wu-xia-shadow-rates>.

13. Le taux implicite (ou *shadow rate*) est une estimation d'un taux fictif qui reflète l'orientation de la politique monétaire en tenant compte des mesures non-conventionnelles prises par les banques centrales. Ce taux peut être négatif et constitue un indicateur de politique monétaire lorsque le taux directeur est contraint par la borne de taux zéro.

...mais les politiques monétaires restent accommodantes

La normalisation de la politique monétaire aux États-Unis se fait très progressivement. Le taux directeur n'a été augmenté qu'à quatre reprises entre décembre 2015 et décembre 2017. Comparativement, lors du précédent cycle de hausse de taux entre juin 2004 et juin 2006, la Réserve fédérale avait augmenté son taux directeur à 17 reprises. Ce resserrement très contrôlé de la politique monétaire traduit à la fois la fragilité de la reprise aux États-Unis, qui se caractérise toujours par un taux d'activité significativement inférieur à son niveau d'avant-crise et le fait que l'inflation ne converge que très lentement vers la cible de 2 %. Le déflateur de la consommation – indicateur ciblé par la Réserve fédérale – atteignait 1,6 % au deuxième trimestre 2017. Par conséquent, la banque centrale entend maintenir une orientation expansionniste de la politique monétaire. La normalisation se poursuivrait en 2018 et 2019 à un rythme assez proche de celui de 2017 puisque nous anticipons trois hausses de taux par an portant le taux directeur à 3 % en fin d'année 2019 (graphique 22). L'incertitude de ce scénario est en particulier liée à la décision qui sera prise par Donald Trump sur la présidence de la Réserve fédérale. Nous supposons ici que soit Janet Yellen sera reconduite soit qu'elle sera remplacée par une personnalité qui se montrera tout aussi prudente dans cette phase de normalisation de la politique monétaire.

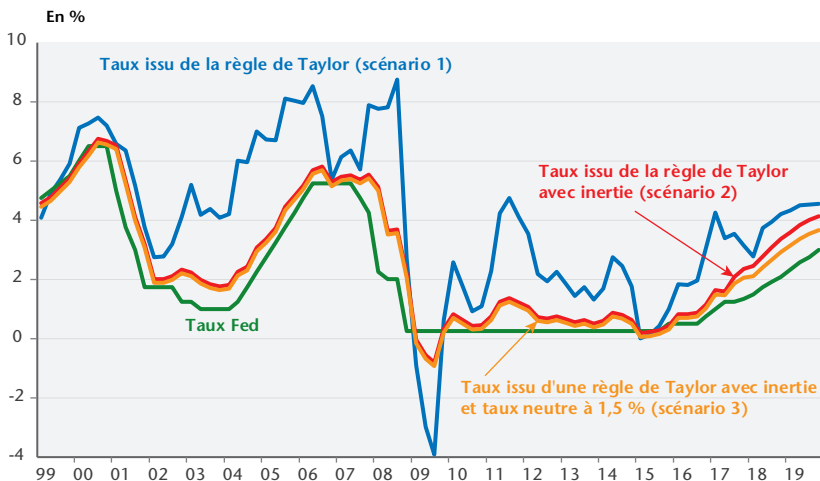
Graphique 22. Taux directeur des principales banques centrales



Sources : Réserve fédérale, BoE, BCE, Prévisions OFCE octobre 2017.

Ce niveau resterait d'ailleurs inférieur à celui issu d'une règle de Taylor (graphique 23). En considérant un taux neutre à 1,5 %, c'est-à-dire un niveau proche du taux de croissance potentielle aux États-Unis, le taux d'intérêt de la politique monétaire devrait tendre vers 3,5 % une fois que l'écart de croissance est refermé et que l'inflation retrouve sa cible. Ces conditions seront réunies en 2018 mais du fait de l'inertie de la règle, le taux de Taylor n'atteindrait ce niveau qu'en fin d'année 2019. En référence à ce qu'indique la règle de Taylor avec un taux neutre à 1,5 %, nous anticipons que la politique monétaire reste encore légèrement expansionniste. Par ailleurs, selon ce même indicateur mais en ajustant la valeur du taux neutre à l'anticipation de croissance potentielle effectuée par l'OCDE, le taux de Taylor pour la zone euro et le Royaume-Uni suggère une normalisation des taux d'intérêt qui aurait dû être mise en œuvre dès 2017 par la BCE et la Banque d'Angleterre (graphique 24). Fin 2018, le taux issu de la règle de Taylor s'élèvera à 1,9 et 3,9 % respectivement. Au Royaume-Uni, ce durcissement de la règle de politique monétaire traduit surtout l'accélération de l'inflation consécutive à la dépréciation de livre sterling. Néanmoins, la perspective du Brexit se traduit également par une incertitude macroéconomique plus élevée. Même si nous n'anticipons pas de récession au Royaume-Uni, l'économie ralentirait fortement passant de 1,8 % de croissance en 2016 à 1,5 % en 2017 puis 1 % en 2019. Dans la mesure où l'issue

Graphique 23. Taux issu d'une règle de Taylor pour les États-Unis

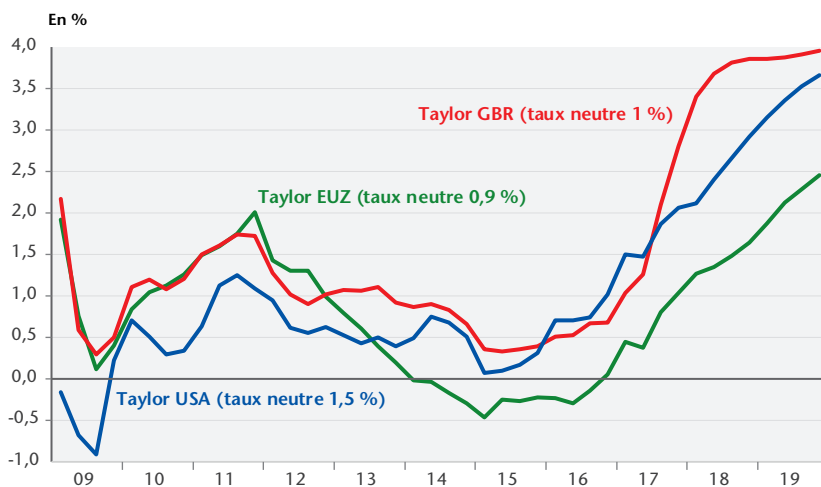


Note : la règle de Taylor est telle que ; $i_t = \rho \cdot i_{t-1} + (1 - \rho) \cdot (\bar{r} + \pi_t + \lambda_\pi \cdot (\pi_t - \bar{\pi}) + \lambda_{og} \cdot og_t)$ ou $\rho = 0,75$; $\bar{r} = 2\%$ ou $\bar{r} = 1,5\%$; $\bar{\pi} = 2\%$; $\lambda_\pi = \lambda_{og} = 0,5$.

Sources : Réserve Fédérale, Bureau of Economic Analysis, Prévisions OFCE octobre 2017.

des négociations sur le Brexit est incertaine, la Banque d'Angleterre restera relativement prudente à un cycle de resserrement durable. La normalisation ne débiterait qu'en fin d'année 2018 sous l'hypothèse d'une incertitude limitée sur les conséquences du Brexit pour l'économie britannique. Le taux directeur serait alors très progressivement relevé pour être porté à 1 % fin 2019, ce qui constituerait davantage le début d'une normalisation qu'un retour à une politique neutre. La Banque d'Angleterre continuerait d'accepter une inflation supérieure à 2 % (2,4 % fin 2019 dans notre prévision, soit à l'intérieur de la fourchette haute de 3 % de la cible de la politique monétaire), tant que la croissance reste modérée.

Graphique 24. Taux issu d'une règle de Taylor pour les États-Unis, la zone euro et le Royaume-Uni



Note : la règle de Taylor est telle que ; $i_t = \rho \cdot i_{t-1} + (1 - \rho) \cdot (\bar{r} + \pi_t + \lambda_{\pi} \cdot (\pi_t - \bar{\pi}) + \lambda_{og} \cdot og_t)$ où $\rho = 0,75$; $\bar{r}_{USA} = 1,5 \%$, $\bar{r}_{EUZ} = 0,9 \%$ et $\bar{r}_{GBR} = 1 \%$; $\bar{\pi} = 2 \%$; $\lambda_{\pi} = \lambda_{og} = 0,5 \%$.

Sources : Réserve Fédérale, BCE, BoE, Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Office of National Statistics Prévisions OFCE octobre 2017.

Du côté de la BCE, les meilleures perspectives de croissance (2,1 % en 2017 puis 1,7 % et 1,6 % en 2018 et 2019) et l'accélération de l'inflation qui atteindrait 1,8 % en 2019 inciteront la banque centrale à renouer avec la politique de taux d'intérêt. Avec une telle inflation, la BCE pourrait alors considérer qu'elle satisfait sa cible d'inflation définie comme « proche mais inférieure à 2 % ». Par ailleurs, la BCE – sans doute comme la Banque d'Angleterre – souhaitera se redonner des marges de manœuvre futures en cas de

chocs négatifs. En effet, si un choc récessif devait aujourd'hui affecter la zone euro, la BCE disposerait de peu de levier d'action pour mener une politique monétaire expansionniste. Le contexte macroéconomique européen mais aussi mondial plus favorable devrait donc inciter les banques centrales à normaliser leur politique monétaire et monter les taux directeurs afin de mener des actions contra-cycliques si nécessaire. Cet argument plaide aussi pour une normalisation qui pourrait s'effectuer moins lentement qu'aux États-Unis. Nous anticipons dès lors une première hausse des taux en zone euro en fin d'année 2018 puis trois nouvelles hausses en 2019, ce qui porterait le taux directeur à 1 % en fin 2019. En supposant un écart stable entre le taux des opérations principales de refinancement – aujourd'hui à 0 % – et le taux des facilités de dépôts – qui s'établit à -0,4 % – la sortie de la politique de taux d'intérêt négatif se ferait également en 2019. Deux éléments justifient néanmoins des hausses limitées des taux d'intérêt. D'une part, l'inflation anticipée à 5 ans dans 5 ans ne semble pas accélérer (voir graphique 19) reflétant une perte relative d'ancrage des anticipations de long terme. D'autre part, la BCE, comme la Réserve fédérale l'a fait depuis 2014, devrait être soucieuse de communication et guider les anticipations de marché afin d'éviter une trop forte volatilité et de limiter le risque d'un durcissement trop rapide et soudain des conditions de financement.

À court terme, l'orientation de la politique monétaire deviendra moins expansionniste aux États-Unis que dans la zone euro, ce qui devrait se refléter par la poursuite de la hausse du taux directeur de la Réserve fédérale et par la baisse pendant encore quelques mois du taux implicite en zone euro. L'écart se stabiliserait toutefois en début d'année 2018. Nous anticipons alors une stabilité du taux de change euro-dollar au taux de 1,2 dollar pour un euro. Si l'orientation de la politique monétaire plaide largement pour la poursuite de la dépréciation de la monnaie européenne, l'excédent courant et les meilleures perspectives de croissance sont des facteurs plutôt favorables à une appréciation de l'euro. Nous supposons par conséquent que ces deux forces opposées se neutraliseront.

4. Politiques budgétaires : la fin de la consolidation généralisée

Depuis le début de la Grande Récession, les politiques budgétaires ont joué un rôle majeur pour expliquer l'hétérogénéité des performances macroéconomiques des grandes économies avancées. Les États-Unis ont mené une politique expansionniste sur l'ensemble de la période et sont sortis plus rapidement de la crise que les grandes économies européennes. L'Allemagne a gardé une politique budgétaire neutre. Enfin, sur l'ensemble de la période, l'Espagne, le Royaume-Uni, l'Italie et la France ont mis en œuvre un ajustement structurel conséquent et sont les économies qui ont cumulé le plus de retard vis-à-vis de la situation d'avant-crise.

Si au début de la crise les politiques budgétaires ont été coordonnées, elles ont commencé à diverger à partir du déclenchement de la crise de la zone euro. Cette divergence s'est maintenue en 2016 et en 2017, et s'est accentuée récemment avec l'élection de Trump. Ainsi, alors que la zone euro avait enfin mis fin au cycle d'austérité sévère de 2010-2014, les États-Unis ont lancé une impulsion budgétaire positive, tandis que le Royaume-Uni a entamé un fort ajustement budgétaire. En 2016, les États-Unis ont soutenu leur activité de 0,4 point de PIB grâce à la politique budgétaire, la zone euro a eu une politique globalement neutre (+0,1 point d'impulsion budgétaire) et le Royaume-Uni a sensiblement contraint ses comptes publics (-1,2 point). En 2017, les écarts se sont resserrés et les trois grandes zones analysées ont mis en œuvre des politiques neutres (tableau 3). Toutefois, la politique budgétaire devrait recommencer à diverger à partir de 2018 : les États-Unis mettront en place une impulsion budgétaire positive, en lien avec la réforme fiscale annoncée par Trump, la zone euro appliquera une politique neutre et le Royaume-Uni annonce la poursuite de la consolidation budgétaire.

Tableau 3. Impulsion budgétaire et comptes publics

En pts de PIB

	Impulsion budgétaire				Solde public				Dettes publiques			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
DEU	0,3	0,5	0,4	0,1	0,8	0,7	0,4	0,4	68,1	67,4	66,9	66,5
ESP	-0,1	-0,4	-0,2	0,2	-4,5	-3,0	-2,0	-1,3	100,6	100,4	99	97,3
FRA	-0,1	-0,2	0,1	-0,3	-3,4	-2,9	-2,6	-2,9	96,3	96,7	96,8	96,5
ITA	0,2	0,4	0,1	0,1	-2,4	-2,1	-1,6	-1,3	132,7	132,5	131,4	130,2
EUZ	0,1	0,2	0,1	0,0	-1,5	-1,1	-0,8	-0,7	89,2	87,6	86,1	84,2
USA	0,5	0,0	0,6	0,0	-5,0	-4,9	-5,2	-5,0	102,8	103,7	103,9	104,5
GBR	-1,3	0,1	-0,4	-0,4	-2,9	-2,9	-2,8	-2,6	88,3	88,0	88,6	89,0

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

Politique budgétaire dans la zone euro : un soutien à la demande en 2018 qui pourrait s'estomper en 2019

Selon nos prévisions, la politique budgétaire dans la zone euro dans son ensemble serait légèrement expansionniste en 2017 (+0,2 point de PIB). Cette évolution masque d'un côté la forte impulsion positive allemande et néerlandaise et de l'autre la politique restrictive espagnole et française.

En 2018, la politique budgétaire resterait un soutien à la demande de l'ensemble de la zone euro grâce au maintien de l'impulsion budgétaire positive en Allemagne. En revanche, la politique budgétaire serait faiblement restrictive en Espagne et en Belgique. Lors de notre dernière prévision, la politique d'ensemble de la zone euro était jugée restrictive pour 2018. Ce changement d'orientation s'explique par la nouvelle trajectoire des finances publiques françaises. Celle-ci ne sera plus restrictive, comme annoncé dans le Programme de stabilité du mois d'avril rédigé par la majorité sortante, mais neutre. Enfin, la politique budgétaire deviendrait neutre dans la zone euro en 2019.

Toutefois, la prévision de 2019 est à prendre avec prudence. Les gouvernements ont tendance à afficher un respect strict du Pacte de stabilité lors de la publication de leurs programmes mais au moment du vote des lois de finances les ajustements sont plus proches d'un respect à minima des engagements européens (encadré 1). Au sein des pays de la zone euro, l'hétérogénéité des politiques budgétaires observée en 2016 et en 2017 persistera en 2018.

En Allemagne, la politique budgétaire restera franchement expansionniste en 2018, à un rythme proche à celui de 2017 (+0,4 point de PIB en 2018 après +0,5 point en 2017). Selon le Programme de stabilité publié en avril 2017, c'est-à-dire avant les élections législatives, l'impulsion budgétaire resterait positive en 2019 mais dans une moindre mesure (+0,1 point de PIB). Le soutien à la demande annoncé passerait essentiellement par la dépense publique. Sauf surprise majeure, l'Allemagne sera gouvernée par une coalition « Jamaïque », intégrant notamment les libéraux. Ceci devrait se traduire par une politique économique où la dépense publique serait plus contrainte mais avec des baisses de fiscalité plus marquées¹⁴.

L'Italie cumulerait 5 années sans réaliser d'ajustement budgétaire. Ainsi, la politique budgétaire transalpine devrait être relativement neutre en 2018 et en 2019 (+0,1 point d'impulsion budgétaire en 2018 et neutre en 2019). Le gouvernement italien ne compte pas augmenter la fiscalité au cours des deux prochaines années et tâchera de contenir la dépense publique. Ainsi, le gouvernement cherche à éviter l'activation des clauses de sauvegarde, qui consistent à augmenter la TVA automatiquement si la réduction de déficit est insuffisante au regard des objectifs de finances publiques. En dépit de l'absence de consolidation budgétaire, l'Italie garderait une marge confortable vis-à-vis de la barre des 3 %, grâce à l'amélioration du solde conjoncturel. Ceci pourrait donner un répit au gouvernement, notamment dans un contexte d'incertitude politique à l'approche de nouvelles élections législatives (prévues en 2018). En suivant la trajectoire actuellement annoncée, le solde public est prévu proche de 1 % du PIB en 2019.

En France, la politique budgétaire a gardé en 2017 une orientation légèrement restrictive malgré la tenue des élections présidentielle et législative (-0,2 point). Au second semestre 2017, le nouveau gouvernement a assuré le passage sous la barre des 3 % grâce à la gestion administrative de la dépense publique qui a permis de contenir la dépense de 4,2 milliards. Cette situation persistera en 2018 (-2,6 % de déficit anticipé) alors même que la

14. La prévision actuelle s'appuie sur la trajectoire annoncée dans le Programme de stabilité. Il est néanmoins possible que cette impulsion soit révisée à la hausse selon le contrat de coalition qui sera accepté par les différents partis qui formeront le gouvernement.

politique budgétaire sera neutre avec une variation du solde structurel nulle. La première loi de finances du quinquennat se traduira par des baisses des prélèvements obligatoires en 2018 (-6,7 milliards d'euros) qui seront compensées par des économies en dépenses publiques, ce qui assure le maintien d'une impulsion budgétaire nulle. Ces économies sont concentrées dans la politique du logement, la politique de l'emploi, l'assurance maladie et le fonctionnement des collectivités locales. L'analyse de la politique budgétaire prévue pour 2019 est brouillée par la transformation du CICE en baisses de cotisations sociales. Selon les règles de la comptabilité nationale, cette transformation aura un impact double sur le solde public et constituera une baisse importante des prélèvements obligatoires (1 point de PIB). Malgré l'importance de la baisse des prélèvements, les effets économiques seront faibles. Le CICE serait intégré dans le calcul économique des entrepreneurs plutôt au moment où la créance fiscale est générée – c'est-à-dire en 2018. Seul un effet de trésorerie pourrait avoir un impact économique, mais en absence de tensions financières fortes, cet effet serait modeste. Hors transformation du CICE, la politique budgétaire serait restrictive (-0,4 point d'impulsion budgétaire hors CICE) avec une quasi stabilisation des autres prélèvements obligatoires et surtout un effort conséquent sur la dépense publique. Selon notre prévision, si cette politique budgétaire est mise en place le déficit augmenterait du fait de l'année double (CICE et baisse de cotisations sociales) pour s'établir à 2,9 %, ce qui permettrait d'éviter l'ouverture d'un dossier d'évaluation de déficit excessif. La marge de manœuvre sera faible pour le gouvernement français en 2019.

Après une année de fort ajustement structurel en 2017 (-0,4 point), l'impulsion budgétaire devrait s'atténuer en Espagne (-0,2 point par an prévu pour 2018 et 2019). L'effort prévu sera réalisé essentiellement à travers la dépense publique. Selon notre prévision, l'Espagne sera le dernier pays de la zone euro à rester soumis au volet correctif du Pacte de stabilité. Le retour du déficit sous la cible des 3 % serait assuré à partir de 2019 grâce au maintien d'une conjoncture favorable. Les tensions en cours en Catalogne constituent un risque important sur cette prévision, en particulier si la crise politique s'aggrave, dans un contexte où le gouvernement national est minoritaire au Parlement.

La relance budgétaire aux États-Unis : la quadrature du cercle budgétaire

Aux États-Unis, la politique budgétaire serait fortement expansionniste en 2018. Nous attendons que la grande réforme fiscale sur les ménages et les entreprises promise pendant la campagne présidentielle de Trump soit au moins partiellement adoptée et mise en œuvre au début de l'année 2018.

Pour l'heure, le budget 2018 (qui a commencé le 1^{er} octobre 2017 et s'achève le 30 septembre prochain) est toujours en cours de discussion. Il vise plusieurs objectifs : simplifier le système fiscal, alléger la charge fiscale qui pèse sur les classes moyennes et les entreprises, notamment les petites entreprises, inciter les entreprises travaillant avec l'étranger à rapatrier le travail, le capital et les revenus tirés de l'étranger.

Parmi les grandes mesures annoncées figurent pour les ménages la réduction du nombre de tranches d'imposition de 7 à 3, la baisse des taux marginaux à 12 %, 25 % et 35 %, la suppression de l'impôt sur les successions, et pour les entreprises, la baisse du taux marginal supérieur de 35 % (l'un des plus élevés du monde) au taux unique de 20 % et autour de 10 % pour les profits réalisés à l'étranger et rapatriés aux États-Unis, de même que la possibilité de bénéficier pendant 5 ans d'un amortissement accéléré sur tout nouvel investissement en machines et équipements. Cette baisse des taux d'imposition s'accompagnerait de la suppression d'un grand nombre d'avantages fiscaux, qui serait compensée pour les ménages par le relèvement de l'abattement forfaitaire. Par ailleurs, le système d'imposition alternatif *via* l'Alternative minimum Tax serait supprimé.

Nous prévoyons une impulsion budgétaire de 0,6 point de PIB en 2018 avant de retrouver une politique budgétaire neutre en 2019. Le déficit budgétaire s'établirait à 5,2 % en 2018 et à 5,0 % en 2019. Dans ce contexte, la dette du gouvernement fédéral augmenterait à 104,5 % du PIB. Ce scénario soulève la question du respect du plafond de la dette autorisée. C'est probablement là que réside le principal défi du président Trump pour faire passer ses réformes : convaincre les membres du Congrès de la nécessité de nouveaux relèvements du plafond de la dette.

Royaume-Uni : une politique budgétaire prête à soutenir l'économie britannique, sur fond de *Brexit*

La politique budgétaire britannique serait quasiment neutre cette année avant de devenir restrictive en 2018 et 2019, de 0,4 point de PIB par an. Cette restriction serait de moindre ampleur qu'annoncée dans le budget de mars dernier (où elle était annoncée de l'ordre de 0,8 point de PIB par an). Le budget était construit sur la base d'une hypothèse de croissance plus favorable que la nôtre, à savoir un PIB en hausse de 2 % en 2017, 1,6 % en 2018 et 1,7 % en 2019 (et atteignant 2 % en 2021). Le ralentissement de la croissance et l'absence d'accord sur la sortie du Royaume-Uni de l'UE conduiraient le gouvernement à être moins restrictif qu'annoncé. L'arbitrage sera délicat pour le gouvernement qui doit présenter son nouveau budget le 22 novembre : Philip Hammond, le chancelier de l'Échiquier, devra probablement construire un budget sur la base d'hypothèses de croissance plus faibles qu'il y a six mois, comme le suggère l'OBR (Office for Budget Responsibility), organisme indépendant chargé de faire les prévisions du budget, dans son Rapport (*Forecast Evaluation Report*) publié le 10 octobre). Le chancelier de l'Échiquier souhaite ramener le déficit public à l'équilibre « dès que possible » et s'est fixé l'objectif de ramener le déficit structurel en dessous de 2 % du PIB (contre un déficit estimé dans le budget de mars dernier à 3,7 % du PIB en 2015-16) et de faire baisser la dette publique rapportée au PIB à partir de 2020-21. Cela était le cas dans les projections du budget de mars 2017, mais ces prévisions furent réalisées avec une prévision de croissance de 1,8 % du PIB par an en moyenne à l'horizon de 2021, soit un rythme similaire à la croissance potentielle évaluée à l'époque par l'OBR. Les révisions à la baisse de croissance et de croissance potentielle, telles qu'elles sont évaluées par l'OBR rendront probablement plus difficile le respect de cet objectif dans le budget présenté en novembre 2017. De nombreuses voix s'élèvent aussi au Royaume-Uni pour demander l'arrêt de l'austérité, non seulement dans le camp des Travailleurs, qui ont fait campagne avec succès sur ce thème lors des élections de juin 2017, mais aussi chez les syndicats des salariés du secteur public. Ainsi, le gouvernement a accepté de lever la limite de 1 % de la hausse des salaires publics. L'investissement public augmenterait un peu plus rapidement qu'annoncé en mars dernier, et la baisse des dépenses publiques ne

serait pas aussi forte qu'annoncé, où le gouvernement affichait une baisse du ratio des dépenses publiques au PIB (hors investissement public), de 0,6 point de PIB en 2017-2018 (en termes d'année fiscale, qui débute en avril), et de 0,8 point en 2019-2020. L'austérité passerait principalement par les recettes, qui, dans le budget de 2017 augmentaient de 36,2 % du PIB en 2015-16 (exercice budgétaire, d'avril à mars), à 36,7 % en 2016-2017 et 37,2 % en 2019-2020. Parmi les mesures annoncées en mars dernier : une hausse du taux de cotisations sociales des entrepreneurs individuels de 1 point d'avril 2018 et 1 point supplémentaire en avril 2019, pour les porter à 11 % ; une réduction du seuil d'exonération de l'impôt sur les dividendes, de 5 000 à 2 000 livres par an, ici aussi pour réduire l'écart d'imposition entre les entrepreneurs individuels et les salariés. Sous nos hypothèses de croissance, le déficit public resterait légèrement supérieur à 3 % du PIB cette année et l'an prochain et serait de 2,9 % en 2019.

Encadré 1. La politique budgétaire de la zone euro au regard du volet préventif du Pacte de stabilité

À partir de 2019, la totalité des États membres de la zone euro auront un déficit inférieur à 3 % du PIB. Ainsi, la France passera sous cette barre en 2017 et l'Espagne devrait le faire en 2018. La dégradation des comptes publics a été l'une des principales conséquences de la crise financière globale. En mettant fin à l'ensemble des procédures de déficit excessif, l'Union européenne tournera une page importante de la crise. La fermeture de toutes les procédures ne signifie pas pour autant que la consolidation budgétaire sera terminée. Si la gouvernance budgétaire peut être très stricte dans le volet correctif du Pacte, le volet préventif peut aussi restreindre fortement la politique budgétaire.

Les règles du volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance

1. Les pays de la zone euro sortant d'une procédure de déficit excessif ont deux obligations principales à respecter dans le volet préventif :
2. Avoir une cible de déficit structurel (c'est-à-dire après correction des effets de la conjoncture) au moins inférieur à 0,5 point de PIB potentiel. Cette cible est l'Objectif de Moyen Terme (OMT) de l'État membre.

Avoir une dette publique inférieure à 60 % du PIB, ou qui soit en train de converger vers cette cible à un horizon de 20 ans. Ceci est connu comme le respect du critère de dette.

Le cœur du volet préventif est défini par l'OMT. Cet objectif est défini par chaque État, mais doit être – pour les pays membres de l'union monétaire – au moins supérieur à -0,5 point de PIB potentiel. L'OMT défini par un pays doit assurer la réalisation du critère de dette à l'issue d'une phase transitoire de 3 ans à la suite de la fin de la dernière procédure de déficit excessif. Si l'OMT ne suffit pas pour respecter le critère de dette, alors le pays doit réaliser un sur-ajustement au cours de la phase transitoire. Toutefois, cette dernière règle s'est avérée extrêmement difficile à respecter – notamment par des effets non anticipés par le législateur, comme le risque déflationniste. Dans ce contexte, le critère de dette n'a pas été appliqué pour les pays concernés, notamment l'Italie.

L'OMT est ainsi le chiffre qui synthétise la définition de finances publiques saines dans la gouvernance européenne. Atteindre cet objectif doit donner les marges de manœuvre nécessaires pour faire face aux chocs conjoncturels futurs et faire que la dette publique engage une trajectoire décroissante.

Un pays sortant de procédure avec un déficit structurel supérieur à son OMT doit converger vers celui-ci. La vitesse de convergence était définie à 0,5 point de PIB par an, mais les flexibilités introduites dans l'application du Pacte du 13 janvier 2015, permettent d'adapter la vitesse de convergence à la situation conjoncturelle. En particulier, l'*output gap*, le niveau de croissance et le niveau de la dette publique déterminent l'ajustement structurel requis. Cet ajustement va de 0,75 point de PIB (pour les pays à « conjoncture favorable ») à 0 pour les pays en « période conjoncturelle exceptionnellement défavorable ». Pour les pays en situation « normale », c'est-à-dire avec un *output gap* compris entre -1,5 % et 1,5 %, l'effort exigé reste de 0,5 point de PIB.

La politique budgétaire effective dans le volet préventif

En 2012, l'Allemagne est le premier pays à clôturer sa procédure de déficit excessif (tableau 4). À partir de cette date, les différents pays ont suivi le même chemin et à partir de 2019, cela devrait être le cas de tous les pays de l'union monétaire, les derniers pays en procédure devant en sortir entre 2017 et 2019 (Portugal, France et Espagne).

L'Allemagne et le Pays-Bas sont sortis de la procédure en respectant leur OMT et avec une dette publique convergeant à la vitesse demandée vers la cible de 60 %. Dans ce contexte, le volet préventif était peu contraignant sur leur politique budgétaire. Toutefois, ces deux pays ont gardé une politique relativement restrictive¹⁵.

15. Tous les calculs d'ajustement réalisés à partir de la fin des procédures de déficit excessif sont réalisés avec les données de la Commission européenne, Ameco. Ceci permet de se rapprocher au maximum des évaluations faites par la Commission, même si nous pouvons avoir des évaluations différentes de la croissance potentielle.

Ensuite, une série de pays sont sortis de leur procédure de déficit excessif (PDE) sans problème de dette, mais avec un solde structurel moins favorable que -0,5 point de PIB. L'Irlande et Malte ont réalisé des ajustements en moyenne supérieurs à 0,5 point de PIB par an. Ainsi, sur l'ensemble de la période ils ont respecté l'esprit des règles européennes. La Lituanie et la Slovaquie ont bien réalisé des ajustements structurels, mais légèrement inférieurs au *benchmark* des règles européennes.

En revanche, la Finlande et la Lettonie n'ont pas réalisé d'ajustement structurel à la suite de la fermeture de leur PDE. Depuis la fin de la DPE finnoise en 2013, la Commission a ouvert des rapports d'évaluation – pouvant aboutir à l'ouverture d'une nouvelle DPE – après chaque présentation d'un nouveau budget. En 2013, la dette publique du pays dépassait le seuil des 60 %, ce qui pouvait conduire à l'ouverture d'une procédure en lien avec le critère de la dette. Ceci a été évité car la hausse de la dette s'expliquait par les fonds dégagés pour assister les pays en crise. En 2014, le déficit est repassé au-dessus des 3 %, mais à nouveau sans conséquence en termes de procédure. La Commission a considéré que ce dépassement s'expliquait par le changement des règles de la comptabilité nationale (ESA 2010) et par un contexte conjoncturel qui provoquait un dépassement ponctuel du seuil. Ensuite, la Finlande a raté ses cibles d'ajustement structurel¹⁶. La Commission a tenu compte à chaque fois de circonstances exceptionnelles pour éviter l'ouverture d'une nouvelle procédure (mise en place d'une réforme des retraites en 2015, aides aux migrants en 2016 et mise en place de réformes structurelles en 2017).

Ainsi, même si la Finlande a mis en place une politique budgétaire systématiquement à la frontière de ce qui est permis par les règles européennes, elle a échappé aux sanctions. Ceci s'explique notamment par la lecture flexible de la Commission des obligations dans le cadre du volet préventif, qui tient compte à la fois du contexte économique et de la politique économique appliquée.

Enfin, l'Autriche, la Belgique et l'Italie ont intégré le volet préventif avec un déficit structurel supérieur à l'OMT et avec une dette publique élevée. Parmi ces pays, censés être les plus contraints après la DPE, seule la Belgique s'est approchée de l'ajustement structurel *benchmark* des traités. Ceci masque le fait que la Belgique a réalisé la quasi-totalité de l'ajustement sur la seule année 2017. Au cours des deux premières années hors DPE, l'ajustement structurel mis en place n'a été que de 0,1 point de PIB.

Contrairement à ce qui a été fait en Belgique, l'Autriche et l'Italie ont même relâché leurs efforts budgétaires une fois sortis de leur PDE. Le cas transalpin est informatif sur la lecture flexible des règles européennes

16. Selon la Commission sur l'ensemble de la période 2015-2017 le solde structurel finnois se serait dégradé de 0,1 point.

réalisée par la Commission. La Commission a ouvert des rapports en 2015, 2016 et 2017. En 2015, l'Italie a sensiblement dévié de l'ajustement requis au titre du critère de dette. Elle a notamment admis que le critère de dette était très dur à tenir dans un contexte conjoncturel défavorable et déflationniste. En 2016, la Commission a autorisé au gouvernement italien à dévier de l'ajustement structurel nécessaire pour assurer la convergence vers l'OMT. Pour faire cela, elle a appliqué le niveau maximal de déviation autorisée par les nouvelles flexibilités, notamment la clause d'investissement et la clause de réformes structurelles. Finalement, en avril 2017, la Commission a pointé à nouveau des risques de déviation à la suite de la publication du Programme de stabilité. En revanche, la Commission n'a pas imposé de sanctions et a annoncé la réévaluation de la situation à la fin de l'exercice comptable.

Tableau 4. Les procédures de déficit excessif depuis 2009

	Début de la procédure	Fin de la procédure	Dette à la sortie	Solde structurel à la sortie de PDE	Ajustement structurel annuel moyen depuis la sortie de PDE	Réduction moyenne du solde public depuis la sortie
Pays sortant de la procédure sans problème de dette ni d'OMT						
DEU	2009	2012	79,9	-0,1	0,1	0,1
NLD	2010	2014	67,9	-0,5	0,3	0,9
Pays sortant de la procédure sans problème de dette mais devant converger vers leur OMT						
FIN	2010	2013	56,5	-1,2	0,0	0,1
LVA	2009	2013	39	-0,9	-0,1	0,1
LTU	2009	2013	38,7	-2,1	0,3	0,6
MLT	2009	2015	60,6	-2,6	1,5	0,9
SVK	2010	2014	53,6	-2,1	0,3	0,5
IRL	2009	2016	75,4	-1,7	0,6	0,0
Pays sortant de la procédure avec problème de dette et devant converger vers leur OMT						
AUT	2009	2014	84,4	-0,8	-0,1	0,5
BEL	2010	2014	106,7	-2,8	0,4	0,4
ITA	2009	2013	129	-0,9	-0,3	0,2
PRT	2009	2017	128,5	-2,2	—	—

Note : L'ajustement structurel est calculé comme la variation du solde structurel.

Source : Ameco.

À l'horizon de prévision, la France, l'Espagne et le Portugal entreront dans le volet préventif du Pacte. Ces trois pays représentent un tiers du PIB de la zone euro, le changement des règles qui s'appliqueront à eux pourrait avoir un impact significatif sur la politique budgétaire de l'ensemble de l'Union. En outre, ils seront dans un cas comparable à celui de l'Italie, l'Autriche et la Belgique à la suite de leur sortie de DPE, donc le cas le plus contraint a priori. Néanmoins, la pratique montre

que l'on peut éviter de mettre en œuvre ces politiques de contraction budgétaire, sans faire sourciller (ou sans risque vis-à-vis de) Bruxelles.

Depuis leur sortie de PDE, seulement trois pays ont tenu les objectifs d'ajustement fixés par le volet préventif : Malte, l'Irlande et la Belgique. Malgré la faiblesse des ajustements budgétaires mis en œuvre, la totalité des pays ayant sorti de PDE ont amélioré leur solde public et ceci au-delà de l'ampleur de l'ajustement structurel réalisé. Ainsi, les marges budgétaires données par l'embellie conjoncturelle ont été utilisées pour alléger la consolidation budgétaire au cours des dernières années, en contradiction avec le renforcement souhaité des règles du volet préventif.

5. Chômage et productivité : lente réduction des déséquilibres

Fermeture des cycles de productivité

Notre analyse de l'emploi marchand pour la France, l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne, le Royaume-Uni et les États-Unis repose sur celle du cycle de productivité. De fait, les évolutions de l'emploi reposent principalement sur celles de l'activité économique, et dans une moindre mesure sur l'évolution du coût du travail et de la durée du travail. À court terme toutefois, l'emploi peut augmenter plus (ou moins) vite relativement à l'activité économique selon que l'économie se situe en haut (en bas) du cycle de productivité, ce qui nécessite de poser un diagnostic sur la productivité tendancielle et la position dans le cycle [cf. étude spéciale sur l'estimation des tendances et des cycles de productivité].

Plus précisément, en période de ralentissement conjoncturel (et symétriquement en période de reprise), les entreprises attendent généralement la confirmation de la baisse de l'activité (et symétriquement le redressement) avant de procéder à des réductions d'effectifs (et symétriquement des embauches), ce qui se traduit dans un premier temps par une dégradation des gains de productivité (et symétriquement une amélioration). Ce n'est que dans un second temps, quand la baisse (hausse) d'activité se confirme, qu'elles procèdent à des suppressions (créations) de postes ou à moins (plus) d'embauches. Le ralentissement (l'accélération) de l'activité se traduit d'abord par des pertes (gains) de productivité par rapport à la tendance de long terme, donc par le creusement du cycle de productivité, qui se rétablit progressivement, une fois passé le creux (pic) d'activité. Par ailleurs, les politiques d'enrichissement de la croissance en emplois favorisent les créations d'emplois en ralentissant la progression de la productivité pour une progression de l'activité donnée.

Nous avons calculé le cycle de productivité pour la France, l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne, le Royaume-Uni et les États-Unis (graphique 25). Au moment de la crise, la contraction de l'activité économique s'est traduite par une forte baisse de la productivité horaire par rapport à sa tendance dans les quatre pays. Celui-ci s'est ensuite refermé au bout de 7 à 8 trimestres. L'ajustement s'est fait principalement par l'emploi pour les États-Unis et l'Espagne, tandis que la France, l'Allemagne et l'Italie ont privilégié les ajustements internes. Par la suite, les cycles ont suivi deux mouvements différents, avec d'un côté la France, l'Espagne et l'Italie qui ont connu un nouveau creusement du cycle avec la crise de la zone euro et la rechute de la croissance à partir de la mi-2011. Par contre, l'Allemagne, les États-Unis et le Royaume-Uni ont globalement connu un cycle de productivité légèrement positif sur l'ensemble à partir de 2011, les entreprises ajustant rapidement la main-d'œuvre à la progression de l'activité économique.

Au deuxième trimestre 2017, les cycles de productivité sont globalement refermés, excepté pour l'Italie, et dans une moindre mesure le Royaume-Uni. En Italie, malgré le ralentissement de la productivité tendancielle en fin de période du fait des mesures de baisses ciblées du coût du travail qui ont enrichi la croissance en emplois (et dont l'effet est ici répercuté sur la tendance de productivité pour 0,15% par trimestre entre 2015 et 2016), le cycle de productivité se serait creusé en 2016. Ce creusement du cycle de productivité peut s'expliquer pour partie par une croissance de l'activité économique plus lente qu'anticipée (1,1 % de croissance en 2016 contre 1,3 % anticipé dans le consensus fin 2015). Au Royaume-Uni, le retournement du cycle de productivité a débuté en 2015 avec le ralentissement de la croissance et s'est poursuivi au premier semestre 2017. Le cycle de productivité est maintenant en territoire négatif (-0,3 % au deuxième trimestre 2017).

En prévision, la productivité accélérerait à court terme en France sous l'effet de la suppression du dispositif Embauche PME, puis le cycle se refermerait à l'horizon de la prévision (cf. partie emploi France). L'Italie refermerait très progressivement son cycle de productivité et l'emploi serait peu dynamique à l'horizon de la prévision. Au Royaume-Uni, le cycle de productivité se creuserait jusqu'au premier semestre 2018 avant de se refermer progressivement sous l'effet de la timide accélération de la croissance. En

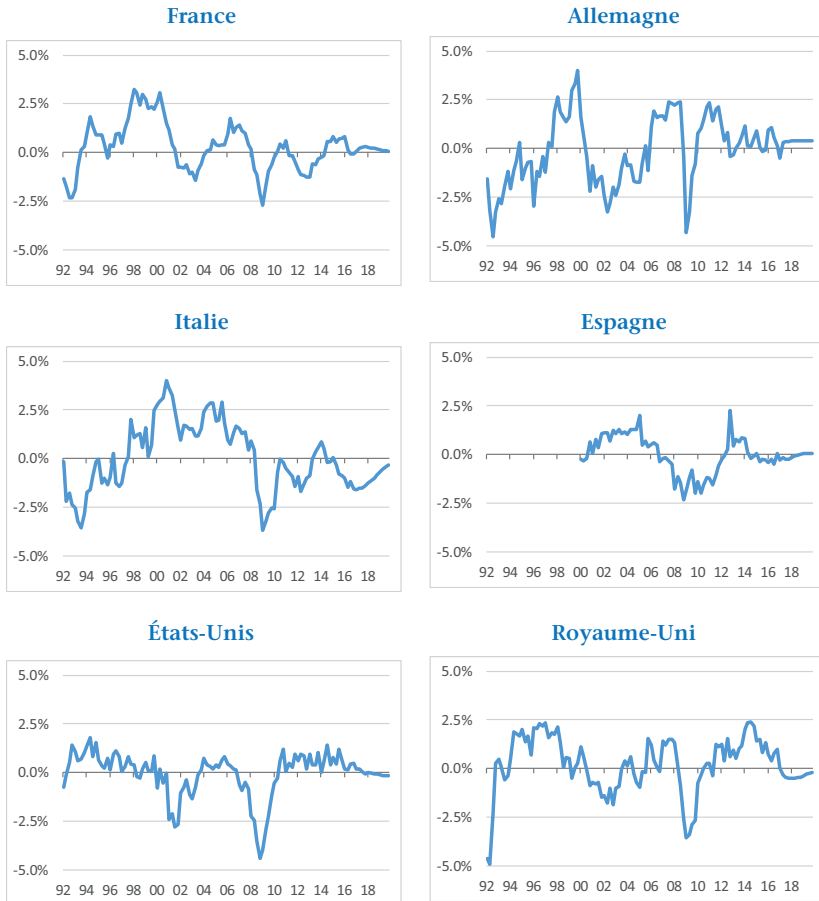
conséquence, l'emploi serait quasi stable en 2018-2019, compte tenu de la tendance de productivité (+0,8 % par an) et de la croissance de la population active (+ 0,5 % en moyenne en 2018-2019).

En Allemagne, en Espagne et aux États-Unis, le cycle étant refermé, la productivité croîtrait à un rythme proche de son rythme tendanciel, soit 0,6 % par an en Allemagne, 0,7 % en Espagne et 0,8 % aux États-Unis. L'emploi total en Allemagne continuerait de progresser (+1,4 % en 2017 puis +0,6 % en 2018 et 0,4 % en 2019). Il serait bien plus dynamique en Espagne (+2,0 % en 2018, +1,6 % en 2019) et aux États-Unis (+1,7 % en 2018, +1,1 % en 2019) du fait d'une croissance plus élevée.

La vitesse de fermeture des cycles de productivité conditionne l'évolution de l'emploi et celle du taux de chômage une fois que l'on tient compte de la population active. Sur la base de ces éléments, nous prévoyons la poursuite de la baisse du taux de chômage en France, en Espagne et en Italie (graphique 26). Dans ces trois pays, la baisse s'inscrit dans une logique de croissance supérieure à son potentiel, ce qui permet de réduire les déséquilibres hérités de la crise. En Espagne, le chômage a baissé de 2,8 points entre le deuxième trimestre 2016 et le deuxième trimestre 2017 où il s'élevait néanmoins encore à 17,3 %, soit encore plus de 9 points au-dessus de son niveau d'avant-crise. D'ici la fin de l'année 2017, le taux de chômage atteindrait 16,4 %. La baisse serait cependant moins marquée en 2018 et 2019 avec un taux de chômage qui s'établirait à 14,1 % en fin d'année 2019. Bien que significative, cette moindre baisse du taux de chômage espagnol éloignerait la perspective d'un retour au chômage d'avant-crise. Avec un rythme de réduction de 1 point par an – profil anticipé en 2018 et 2019 – il faudrait encore 6 années à l'économie espagnole pour retrouver un taux de chômage de 8 % qui était le point bas atteint en juin 2017. En Italie, le chômage avait amorcé une baisse en fin d'année 2014 et 2015 avant de se stabiliser autour de 11,6 % en 2016. Une nouvelle période de baisse est observée depuis le début de l'année 2017 et se poursuivrait. Ainsi, en fin d'année 2017, le taux de chômage italien atteindrait 11 % soit 5 points de plus que le point bas de 2007. La baisse serait ensuite très lente, de 0,2 point en moyenne en 2018 et 2019, les entreprises privilégiant la fermeture du cycle de productivité. Enfin, pour la France, les créations d'emploi marqueraient le pas en 2018 par

Graphique 25. Cycles de productivité horaire

En %



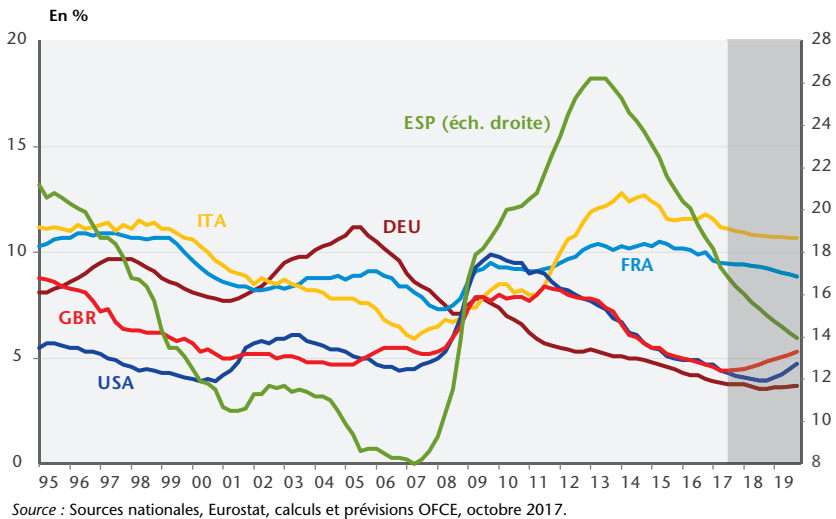
Source : calculs et prévision OFCE 2017-2019, octobre

rapport à 2017, ce qui ralentirait le rythme de baisse du taux de chômage à seulement 0,2 point contre 0,6 en 2017. Il y aurait cependant une nouvelle accélération en 2019, même si le taux de chômage reste en fin d'année encore à 1,4 point au-dessus du niveau du deuxième trimestre 2008.

Aux États-Unis et en Allemagne, la situation en termes de sous-emploi est assez différente puisque la reprise a été plus rapide et forte dans ces deux pays où le taux de chômage a d'ores et déjà retrouvé un niveau proche, voire inférieur, à son niveau d'avant-

crise. En prévision, le taux de chômage se stabiliserait en Allemagne, l'économie convergeant progressivement vers son niveau de croissance potentiel. Quant aux États-Unis, l'accélération de la croissance en 2018 permettra de réduire le chômage qui atteindrait un point bas à 3,9 % en fin d'année avant de remonter ensuite en 2017. La croissance serait effectivement en ralentissement et le taux d'activité augmenterait. Finalement, la réduction de la croissance britannique liée à la perspective du Brexit se répercutera sur le taux de chômage qui augmenterait à partir de la fin de l'année 2017, passant ensuite de 4,4 % à 5,3 % en fin d'année 2019.

Graphique 26. Taux de chômage



Un fort effet du taux d'activité sur le chômage, compensé par une baisse de la durée du travail

La plupart des pays européens ont, au cours de la crise, réduit plus ou moins fortement la durée effective de travail, *via* des dispositifs de chômage partiel, la réduction des heures supplémentaires ou le recours aux comptes épargne-temps, mais aussi *via* le développement du temps partiel (particulièrement en Italie et en Espagne), notamment le temps partiel subi. *A contrario*, l'évolution favorable du chômage américain s'explique en partie par une baisse importante du taux d'activité.

En supposant qu'une hausse d'un point du taux d'activité entraîne, à emploi constant, une hausse du taux de chômage, il est possible de mesurer l'impact de ces ajustements (durée du travail et taux d'activité) sur le chômage, en calculant un taux de chômage à emploi constant et contrôlé de ces ajustements. Excepté aux États-Unis, du fait entre autres des réformes des retraites menées, l'ensemble des pays étudiés ont connu une augmentation de leur population active (actifs occupés + chômeurs) plus importante que celle observée dans la population générale. Mécaniquement, sans création d'emploi, ce dynamisme démographique a pour effet d'accroître le taux de chômage des pays concernés.

Si le taux d'activité s'était maintenu à son niveau de 2007, le taux de chômage serait inférieur de 1,7 point en France, de 2,7 points en Italie et de 1,8 point au Royaume-Uni (tableau 5). Par contre, sans la contraction importante de la population active américaine, le taux de chômage aurait été supérieur de plus de 3 points à celui observé en 2016. Il apparaît également que l'Allemagne a connu depuis la crise une baisse importante de son chômage (-5,1 points) alors même que son taux d'activité croissait de 2,2 points. À taux d'activité inchangé, le taux de chômage allemand serait de... 1,2 %. Il reste que les évolutions des taux d'activité résultent aussi de facteurs démographiques structurels si bien que l'hypothèse d'un retour vers les taux de 2007 est arbitraire. Pour les États-Unis, une partie de la baisse du taux d'activité s'explique par l'évolution de la structure de la population. Aussi, le chiffre de sous-emploi peut être considéré comme surévalué.

Tableau 5. Taux de chômage observé au t2 2017 et taux de chômage si...

En point de %

	Observé au t2 2017	...si maintien de la durée du travail à son niveau de 2007	...si maintien du taux d'activité à son niveau de 2007	...si maintien de la durée du travail et du taux d'activité à leur niveau de 2007
DEU	3,8	7,7	1,2	5,1
ESP	17,7	18,0	15,5	15,8
FRA	9,3	10,1	7,6	8,4
ITA	11,6	15,0	8,9	12,3
GBR	4,6	4,9	2,8	3,1
USA	4,7	4,9	6,9	7,1

Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

Concernant la durée du travail, les enseignements semblent bien différents. Il apparaît ainsi que si la durée du travail avait été maintenue dans l'ensemble des pays à son niveau d'avant-crise, le taux de chômage aurait été supérieur de 3,9 points en Allemagne, de 3,4 points Italie et de 0,8 point en France. En Espagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis, le temps de travail n'a que très peu évolué depuis la crise. En contrôlant le temps de travail, le taux de chômage évolue donc comme celui observé dans ces deux pays.

Il faut rappeler que la baisse de la durée du travail est tendancielle, ce qui se reflète dans les évolutions observées pendant la crise indépendamment des mesures spécifiques prises pour amortir le choc sur l'emploi par des mécanismes comme le chômage partiel ou l'utilisation de comptes épargne temps. Depuis la fin des années 1990, l'ensemble des pays étudiés ont fortement réduit leur temps de travail. En Allemagne, entre 1998 et 2008, cette baisse a été en moyenne de 0,6 % par trimestre. En France, le passage aux 35 heures a entraîné une baisse similaire sur la période. En Italie, au Royaume-Uni et aux États-Unis, ces ajustements à la baisse de la durée moyenne du travail ont été respectivement de -0,3 %, -0,4 % et -0,3 % par trimestre. Au total, entre 1998 et 2008, la durée du travail a été réduite de 6 % en Allemagne et en France, de 4 % en Italie, de 3 % au Royaume-Uni et aux États-Unis et de 2 % en Espagne, *de facto* seul pays à avoir intensifié, durant la crise, la baisse du temps de travail entamée à la fin des années 1990.

6. Quels liens entre chômage et inégalités dans l'Union européenne

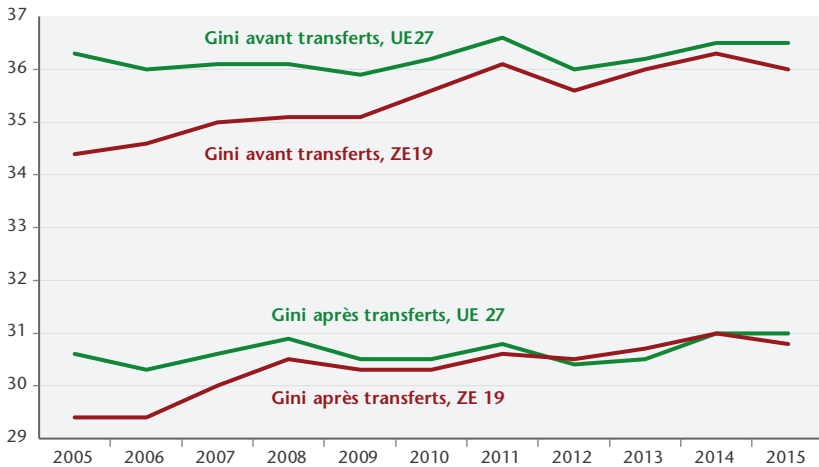
Une diminution du chômage sans impact sur les inégalités

Le chômage a amorcé une nette décrue dans l'Union européenne et la zone euro depuis un pic au deuxième trimestre 2013. Les chômeurs se situant le plus souvent dans le bas de l'échelle des niveaux de vie¹⁷, on s'attend à ce que cette décrue du chômage réduise les inégalités. Pourtant cette décrue du chômage ne se traduit pas systématiquement par une baisse des indicateurs d'inégalités de revenus. Entre 2013 et 2015, l'indice de Gini mesurant le niveau de vie (avant ou après transferts) est, au mieux, stable dans l'Union européenne et la zone euro. Notons qu'en s'appuyant sur les déclarations fiscales de revenus, les indicateurs d'inégalités – calculés sur la base des enquêtes EU-SILC¹⁸ – ne sont disponibles qu'avec retard : nous ne disposons aujourd'hui de données pour l'ensemble des pays européens que pour l'année 2015. Si l'on s'intéresse à l'ensemble de la période (2005-2015), on peut conclure à une relative stabilité des inégalités de niveaux de vie (graphique 27) dans l'Union européenne (+0,2) et à une hausse dans la zone euro (+1,4). Cette hausse précède la crise de 2008 et l'augmentation subséquente du chômage entre 2008 et 2013 : les inégalités sont en effet en augmentation dès le début de la période (2005). La hausse des inégalités de niveaux de vie dans la zone euro est entièrement due à l'augmentation des inégalités avant transferts (+1,6) : ce n'est donc pas le système socio-fiscal qui est devenu moins redistributif.

17. Le niveau de vie est égal au revenu disponible du ménage divisé par le nombre d'unités de consommation (uc). Les uc sont calculées selon l'échelle d'équivalence dite de l'OCDE modifiée qui attribue 1 uc au premier adulte du ménage, 0,5 uc aux autres personnes de 14 ans ou plus et 0,3 uc aux enfants de moins de 14 ans. Elles tiennent ainsi compte des possibilités d'économie d'échelle ainsi que des moindres besoins des enfants de moins de 14 ans.

18. L'enquête EU-SILC (*EU Statistics on income and living conditions* / Statistiques de l'UE sur le revenu et les conditions de vie) a été lancée en 2003 dans six États membres puis étendue à tous les pays de l'Union européenne en 2005. Elle permet de recueillir des données comparables sur le revenu, la pauvreté, l'exclusion sociale et les conditions de vie.

Graphique 27. L'indice de Gini avant et après transferts, 2005-2015

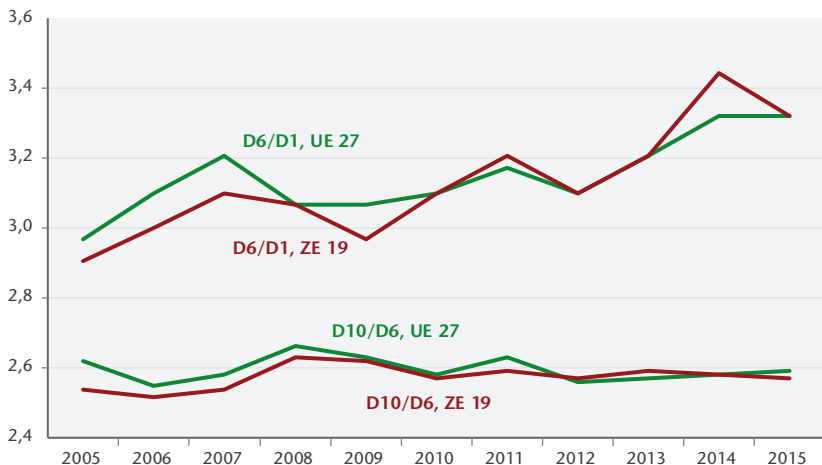


Source : Eurostat, EU-SILC.

Dans l'évolution des inégalités, il est possible de distinguer ce qui relève du haut de la distribution des niveaux de vie de ce qui relève du bas de la distribution. Pour ce faire, on peut comparer les parts de niveau de vie perçues par les individus appartenant au dixième décile (D10), soit les 10 % des individus les plus aisés, au sixième décile (D6) et au premier décile (D1), soit les 10 % des individus les moins aisés. Le graphique 28 montre que dans l'Union européenne et dans la zone euro, ce sont surtout les inégalités en bas de l'échelle des niveaux de vie (D6/D1) qui progressent tandis que les inégalités en haut de l'échelle (D10/D6) sont relativement stables sur la période étudiée. Environ la moitié de la hausse des inégalités dans le bas de l'échelle des niveaux de vie a lieu dans la période de forte hausse du chômage (2008-2013) ; l'autre moitié a lieu durant des périodes où le chômage baisse (2005-2008 ; 2013-2015).

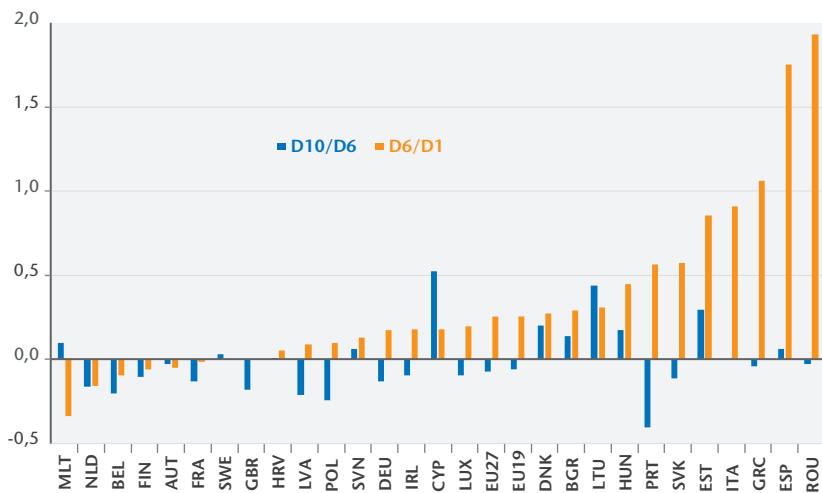
Le graphique 29 présente l'évolution des inégalités dans le bas (D6/D1) et le haut de l'échelle des revenus (D10/D6) de 2008 à 2015 dans les différents pays de l'Union européenne. Dans le bas de l'échelle, on remarque une forte hétérogénéité selon les pays, avec de fortes hausses en Roumanie, Espagne, Grèce et Italie et des baisses aux Pays-Bas, en Belgique, en Finlande et en Autriche. L'hétérogénéité est beaucoup moins forte pour les évolutions en haut de l'échelle des niveaux de vie.

Graphique 28. Évolution des inégalités après transferts dans le bas et le haut de la distribution, 2005-2015



Source : Eurostat, EU-SILC.

Graphique 29. Évolution des inégalités en bas et en haut de la distribution de niveaux de vie dans les différents pays de l'Union européenne, 2008-2015



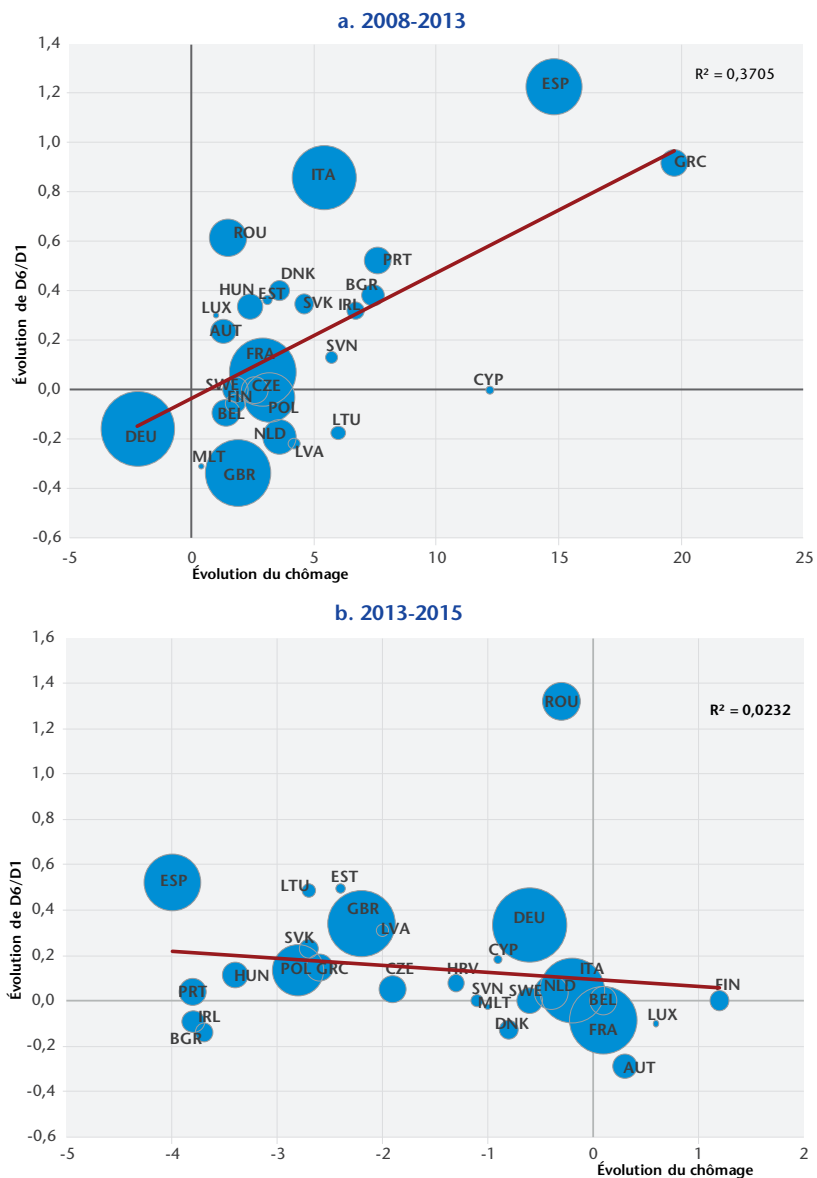
Source : Eurostat, EU-SILC.

Existe-t-il un lien entre la hausse des inégalités dans le bas de l'échelle de revenus et la hausse du chômage ? Le graphique 30a montre que dans la période 2008-2013, durant laquelle le chômage et les inégalités augmentent en moyenne dans l'Union euro-

péenne, il existe bien une forte corrélation au sein des pays européens entre évolution du chômage et évolution du ratio D6/D1. Les pays où la hausse du chômage a été la plus forte durant la période (Grèce, Espagne, Portugal et Italie) ont aussi vu les inégalités dans le bas de l'échelle des niveaux de vie augmenter. À l'inverse, le chômage et les inégalités ont légèrement diminué en Allemagne. Cette corrélation disparaît sur la période 2013-2015 (graphique 30b), durant laquelle le chômage diminue en moyenne mais les inégalités augmentent : dans de nombreux pays, les inégalités dans le bas de l'échelle des niveaux de vie ont augmenté malgré la baisse du chômage (Espagne, Portugal, Grèce, mais aussi Hongrie, Royaume-Uni et Pologne). En Irlande et en Bulgarie, les inégalités diminuent peu malgré une forte baisse du chômage. On constate une forte hausse des inégalités en Roumanie malgré la légère baisse du chômage. Une hypothèse serait que la baisse du chômage concerne dans un premier temps les chômeurs relativement plus qualifiés (les chômeurs qui retrouvent un emploi sont en moyenne plus qualifiés que l'ensemble des chômeurs), ce qui aurait un effet sur D6 en même temps que sur D1. En fait, la part de niveau de vie perçue par D6 est stable en moyenne entre 2013 et 2015 alors que l'on s'attendrait selon cette hypothèse à une augmentation. Dans les pays où les inégalités dans le bas de l'échelle des niveaux de vie augmentent, en Espagne, en Grèce, au Royaume-Uni, en Roumanie, c'est la part de niveaux de vie perçue par D1 qui recule. Une seconde hypothèse fait intervenir les transferts sociaux et donc le rôle des politiques d'austérité qui ont conduit certains pays à réduire les transferts sociaux : la stabilité de D1 malgré la baisse du chômage serait due à une baisse corolaire des transferts sociaux en direction des ménages les plus pauvres. Pour tester cette hypothèse, nous regardons la façon dont les transferts sociaux réduisent la pauvreté en comparant le taux de pauvreté avant et après transferts : la réduction de la pauvreté par les transferts évolue-t-elle entre 2013 et 2015 ? Entre 2013 et 2015, on observe une forte baisse de la réduction de la pauvreté par les transferts en Irlande (-3,6 points), en Hongrie (-2,8 points) et en Roumanie (-2,5 points), ce qui pourrait contribuer à expliquer la mauvaise performance en termes d'évolution des inégalités dans le bas de l'échelle des niveaux de vie de la Roumanie et les performances somme toutes décevantes de la Hongrie et de l'Irlande.

Toutefois, ce facteur ne permet pas d'expliquer l'évolution des inégalités dans le bas de l'échelle des niveaux de vie en Espagne où la baisse de la réduction de la pauvreté par les transferts sociaux est faible (-0,2), au Portugal (+0,2), en Grèce (-0,2), en Pologne (-0,2) ou au Royaume-Uni (-0,4).

Graphique 30. Évolution de D6/D1 en fonction de l'évolution du chômage

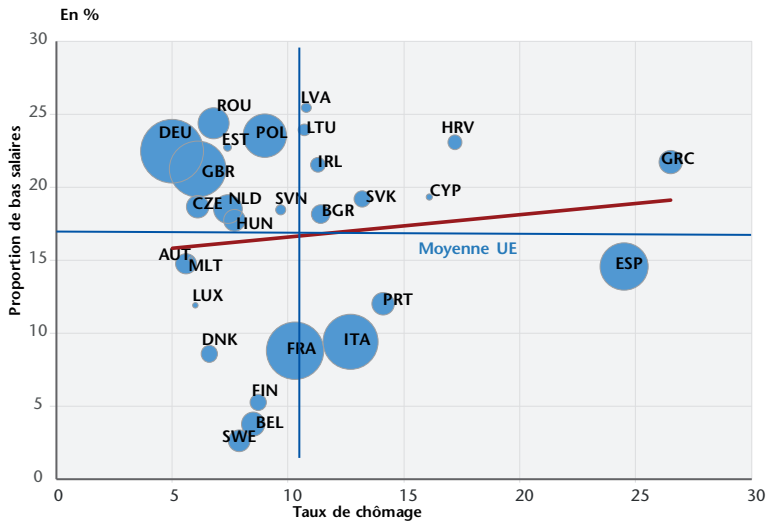


Source : Eurostat, EU-SILC.

Encadré 2. Un arbitrage entre chômage et inégalités sur le marché du travail

Selon l'hypothèse de Krugman (1994), l'augmentation des inégalités aux États-Unis et celle du chômage en Europe continentale dans les années 1980 sont dues toutes les deux à la baisse de la demande de travail peu qualifié et à la hausse de la demande de travail qualifié, conséquences de la mondialisation et de l'automatisation. La réponse à ce changement de demande aurait été différente des deux côtés de l'Atlantique du fait d'institutions différentes sur le marché du travail, avec un marché du travail plus rigide en Europe continentale (salaires minima élevés, négociations collectives centralisées, législation relative à l'emploi plus stricte, ...). Dans l'arbitrage chômage-inégalités, l'Europe continentale aurait ainsi fait le choix du chômage et les États-Unis celui des inégalités. L'hypothèse de Krugman ne fait pas consensus entre les économistes du travail du fait de contre-exemples : au Royaume-Uni dans les années 1980, un chômage élevé a persisté malgré l'augmentation des inégalités salariales ; au contraire, en Allemagne, le chômage est resté faible dans les années 1980 malgré le fait que les inégalités salariales n'ont pas augmenté (Storeret Van Audenrode, 1998). Dans une revue de littérature sur l'arbitrage entre chômage élevé et inégalités, Blank (1995) conclut qu'il n'y a pas assez de preuves empiriques pour confirmer l'hypothèse de Krugman. Une revue plus récente conclut que si arbitrage il y a, il est spécifique à chaque pays (Dumont, 2013). Si l'hypothèse de Krugman concernait les différences entre l'Europe et les États-Unis dans les années 1980, elle reste pertinente aujourd'hui : avec les lois Hartz, l'Allemagne aurait fait le choix de baisser le chômage au prix d'une hausse des inégalités. Pourtant, au niveau européen en 2014, il ne semble pas y avoir de corrélation entre proportion de bas salaires et niveau du chômage (graphique 31). Concernant le taux de chômage, il est difficile de dissocier ce qui relève de l'aspect structurel de ce qui relève du conjoncturel. Si l'on exclut les pays les plus touchés par la crise économique (Grèce, Espagne, Portugal), plusieurs modèles semblent co-exister. Le Royaume-Uni et l'Allemagne cumulent de faibles taux de chômage et une proportion élevée de bas salaires, malgré l'introduction récente d'un salaire minimum en Allemagne (Chagny et Le Bayon, 2014), et son augmentation rapide au Royaume-Uni. À l'inverse, la France et l'Italie ont un taux de chômage relativement élevé et une faible proportion de bas salaires. Il semble également exister un modèle scandinave (Danemark, Finlande, Suède) qui cumule faible proportion de bas salaires et un taux de chômage modéré. La Belgique fait également partie de ce groupe. Au contraire, une partie des pays de l'Est (Bulgarie, Slovaquie, Lituanie, Lettonie) ont à la fois une proportion élevée de bas salaire et un taux de chômage élevé.

Graphique 31. Proportion de bas salaires et taux de chômage, 2014



Source : Eurostat.

7. Compétitivité : ajustement des coûts salariaux dans la zone euro et pressions désinflationnistes

La crise financière de 2007-2008 a révélé certains facteurs de divergence internes à la zone euro, qui avaient été occultés pendant les premières années de l'euro. En particulier, la divergence nominale, c'est-à-dire la disparité des taux d'inflation et des dynamiques salariales entre pays partageant une même unité monétaire, est devenue un élément central du débat, en l'absence de possibilité d'ajustement des taux de change.

Ainsi, cette divergence nominale est accusée d'être, au moins en partie, à l'origine de la divergence des balances courantes avec la partition très marquée entre pays excédentaires (Allemagne en tête) et pays déficitaires (essentiellement au Sud). Ces déséquilibres courants ont eux-mêmes pour contrepartie des déséquilibres financiers, avec des flux de capitaux privés importants du Nord vers le Sud, dont l'arrêt brutal en 2008 a déstabilisé les banques des pays du Sud. Des flux de capitaux publics les ont ensuite remplacés, dans le cadre des programmes d'ajustement macroéconomique, avec toutefois un certain nombre de conditionnalités, parmi lesquelles la conduite de réformes structurelles visant à faire baisser le coût du travail.

Les pays « sous programme » (Grèce, Espagne, Portugal, Irlande) se sont ainsi vu imposer des réformes du marché du travail visant à regagner en compétitivité, vis-à-vis de leurs partenaires de la zone euro comme de ceux en dehors de celle-ci. Ces pays (à l'exception de l'Irlande) ont en commun un mode de régulation des relations de travail qui repose largement sur un cadre juridique contraignant, dans lequel l'État joue un rôle déterminant. Les réformes structurelles ont donc pris la forme d'un assouplissement de ce cadre juridique : facilitation des licenciements individuels comme collectifs, décentralisation des négociations collectives sur salaires et temps de travail au niveau des branches, voire des entreprises, durcissement des conditions d'indemnisation lors des périodes de

chômage. En Irlande, ces réformes ont eu une portée plus limitée dans la mesure où la régulation des relations sociales était déjà très largement déléguée aux mécanismes de marché.

Les réformes du marché du travail ne sont toutefois pas limitées aux pays « sous programme ». D'une part parce que d'autres pays font face à des problèmes de compétitivité extérieure. D'autre part parce que la baisse du coût du travail est aussi perçue comme un moyen de réduire le chômage, indépendamment de la contrainte extérieure ; l'idée sous-jacente, dans une perspective néoclassique, est que les salaires sont trop rigides et trop élevés pour permettre à l'équilibre sur le marché du travail de se réaliser, et également qu'une diminution du coût du travail favorisera son utilisation au détriment du capital, dans une logique de substitution entre facteurs de production. La Commission européenne en particulier s'est faite l'avocate de ce type de réformes dans l'ensemble des pays de l'Union.

Ainsi la France et l'Italie, qui ont également un modèle plutôt étatisé, ont appliqué des réformes similaires à celles des pays « sous programme », bien que ne subissant pas la même contrainte institutionnelle et macroéconomique. En France en particulier, ces réformes se sont incarnées dans les différentes réformes du Code du travail, ainsi que dans le CICE puis le Pacte de responsabilité. Même les Pays-Bas, en fort excédent extérieur, et dont le modèle est fondé sur la négociation entre partenaires sociaux, a participé de ce mouvement, avec une réforme sur la décentralisation au niveau de l'entreprise, et la baisse des indemnités chômage.

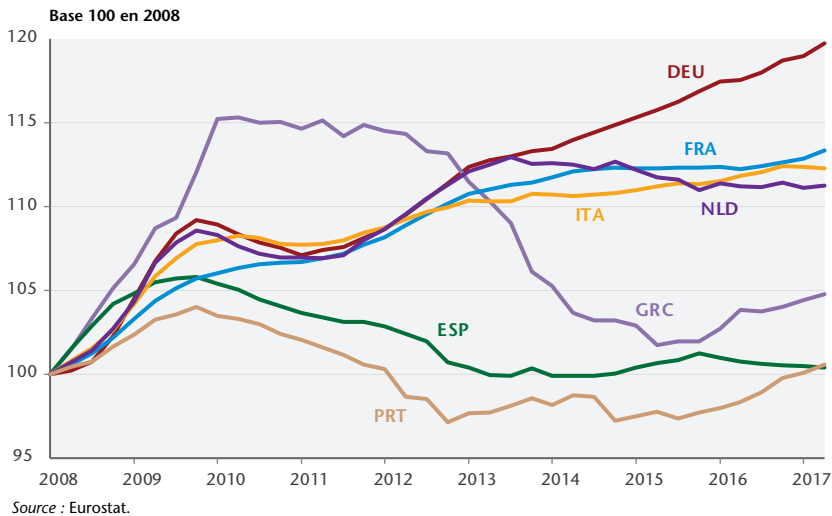
Dans ce paysage, seule l'Allemagne se singularise, en ce sens qu'elle semble à contre-temps du mouvement général en zone euro. En effet, les coûts salariaux ont été fortement réduits dans la période qui a précédé la crise (*via* les lois Hartz, mais surtout dans les négociations collectives entre partenaires sociaux, dans un modèle où l'État joue un rôle limité). Depuis le déclenchement de la crise en 2008, la tendance s'est inversée, avec notamment la création d'un salaire minimum fédéral entré en vigueur en 2015.

Il est donc légitime de se demander dans quelle mesure ces politiques ont atteint leur objectif immédiat (réduire le coût du travail et améliorer la compétitivité) et leur objectif ultime (améliorer le solde extérieur et faire baisser le chômage). Répondre de façon plei-

nement satisfaisante à ces questions demande des techniques économétriques avancées, compte tenu des multiples causalités à l'œuvre, mais nous donnons néanmoins quelques éléments d'analyse ci-dessous, sans prétendre épuiser la question.

Le graphique 32 donne les coûts salariaux unitaires (CSU) nominaux depuis le début de la crise dans sept pays de la zone euro. Rappelons que les CSU sont un des principaux indicateurs de compétitivité, car ils correspondent aux coûts salariaux par unité produite ; ils incorporent donc la productivité apparente du travail. Il faut toutefois préciser qu'ils ne prennent pas en compte les marges des entreprises, qui affectent également la compétitivité-prix. Le graphique 33 montre, avec la même échelle que le graphique précédent, l'évolution des CSU dans l'ensemble de la zone euro, en les comparant à la « règle d'or des salaires », c'est-à-dire un chemin hypothétique d'augmentation des CSU de 1,9 % par an ; en effet, à marges et prix d'imports constants, une augmentation des CSU à ce rythme garantirait que la cible d'inflation de la BCE (« inférieure à » mais proche de 2 %) soit atteinte.

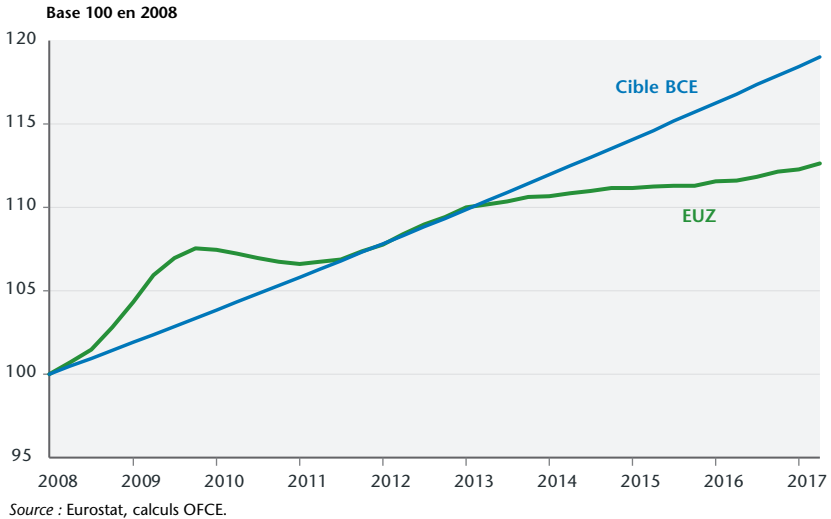
Graphique 32. Comparaison des CSU nominaux en zone euro



L'évolution des CSU des différents pays est globalement cohérente avec l'historique des réformes structurelles brossé ci-dessus. Les trois pays « sous programme » (Grèce, Espagne, Portugal) ont fait un effort significatif, à la fois dans l'absolu (entre 15 et

20 points sous la règle d'or durant la période) et relativement aux autres pays. Les pays ayant fait des réformes structurelles hors programme d'ajustement (France, Italie, Pays-Bas) sont environ 8 points sous la cible sur la période. Enfin, l'Allemagne a augmenté ses CSU relativement aux pays précédents, essentiellement à partir de 2014, et dépasse même légèrement la règle d'or.

Graphique 33. Évolution des CSU nominaux de la zone euro



Les réformes du marché du travail ne sont toutefois pas le seul déterminant des CSU, qui sont aussi affectés par le cycle économique, par le biais de deux mécanismes : d'une part *via* la courbe de Phillips, c'est-à-dire la relation inverse entre chômage et inflation salariale ; et d'autre part *via* le cycle de productivité, c'est-à-dire l'apparition de sureffectifs en début de phase récessive. En particulier, l'augmentation généralisée des CSU entre 2008 et 2010 (particulièrement en Grèce) est largement due à une chute de la productivité, dans un contexte de forte baisse de la production qui ne s'est pas immédiatement traduite par des licenciements. L'impact du niveau du chômage est également manifeste : en Allemagne, son niveau historiquement bas limite les pressions déflationnistes, tandis que le chômage de masse en Espagne ou en Grèce alimente au contraire les tendances déflationnistes.

En dépit de ces réserves, il est donc probable que les réformes structurelles ont eu l'effet attendu en matière de coût du travail et de compétitivité, et ont contribué à réduire la divergence nominale entre pays de la zone euro depuis 2008. Mais, si c'est bien le cas, ces politiques sont également porteuses d'un risque déflationniste généralisé (outre leur impact social négatif).

Sur le graphique 33, on voit en effet qu'à partir de 2013, la dynamique des CSU en zone euro décroche nettement par rapport à la cible de la BCE, même si au cours des trimestres les plus récents une certaine accélération s'est manifestée. La raison en est simple : la compétitivité étant une notion relative, l'objectif de reconvergence nominale de la zone euro ne peut être atteint si tous les pays se lancent dans la modération salariale ; il n'en sortira qu'une déflation généralisée, ne faisant que des perdants. Il est donc nécessaire que certains pays, Allemagne en tête, acceptent une inflation salariale significativement supérieure à la cible de 2 %, afin que les autres puissent s'ajuster sans pour autant tomber dans la déflation. La récente accélération des salaires en Allemagne est donc une bonne nouvelle, mais celle-ci reste insuffisante ; une inflation nettement supérieure à la cible de la BCE y serait nécessaire pour permettre un rééquilibrage non déflationniste¹⁹.

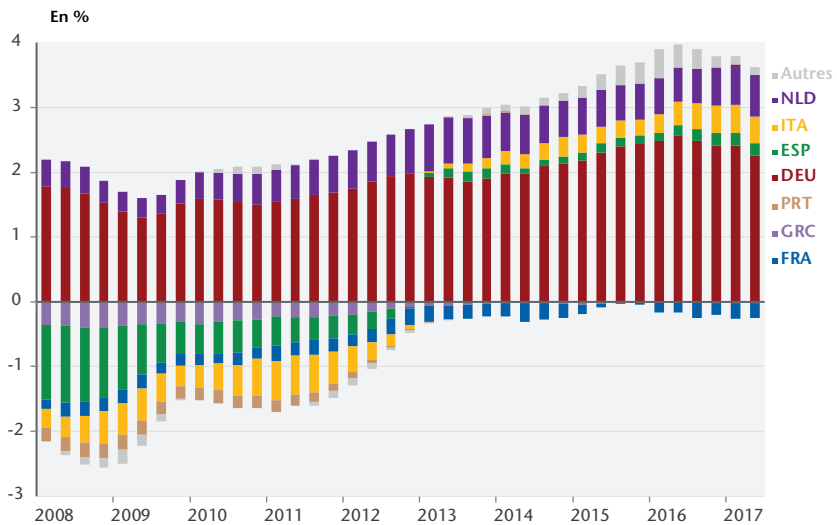
Pour ce qui est de la résorption des déséquilibres extérieurs, le graphique 34 donne les soldes courants des différents pays de la zone depuis 2008.

On observe deux mouvements simultanés : d'une part, la constitution d'un excédent courant très important de la zone euro dans son ensemble, aujourd'hui de l'ordre de 3,5 % de son PIB ; et d'autre part un certain rééquilibrage intra-zone, avec la diminution des écarts entre pays excédentaires et pays (anciennement) déficitaires.

L'excédent total de la zone euro n'est probablement pas soutenable à long terme, et porte en lui les germes d'une appréciation significative de l'euro, pour le moment suspendue à la désynchronisation des politiques monétaires de part et d'autre de l'Atlantique. Mais on peut espérer que le rééquilibrage interne soit lui plus durable, et se poursuive dans le temps.

19. Mettre en place une telle accélération des salaires dans un régime de négociations salariales décentralisées n'est pas immédiat et demande vraisemblablement des innovations institutionnelles. Pour des propositions, voir notamment le chapitre 3 de iAGS (2014).

Graphique 34. Soldes courants (moyenne mobile sur quatre trimestres, en % du PIB de la zone euro)

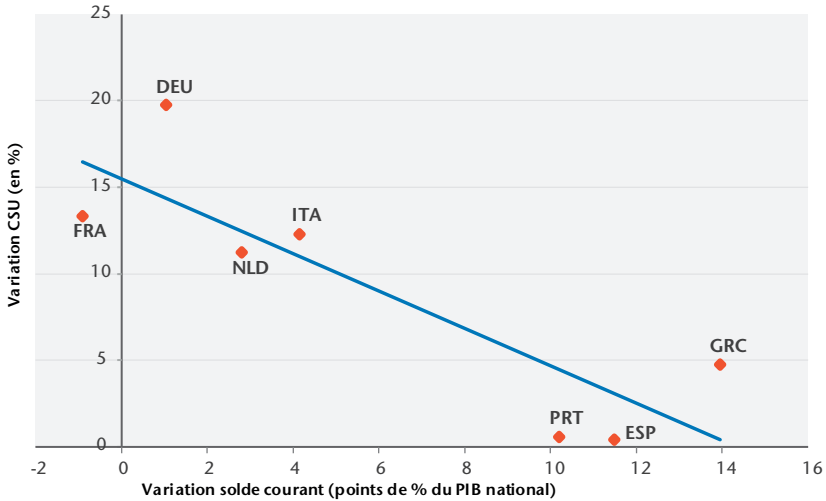


Source : Eurostat.

La question se pose alors de savoir dans quelle mesure les politiques d'ajustement des coûts salariaux ont contribué à ce rééquilibrage. En effet, l'élasticité-prix des exportations et importations de plusieurs pays européens semble avoir diminué dans la période récente, et un débat s'est donc ouvert sur l'importance relative de la compétitivité prix, voire sur le fait que seule compterait aujourd'hui la compétitivité hors-prix.

Le graphique 35 montre ainsi la corrélation entre la variation de solde courant entre 2008 et 2017 et la variation des CSU sur la même période, pour différents pays. On voit que la corrélation entre les deux variables est très nette : un ajustement à la baisse des CSU est associé à une amélioration de la balance courante. Une interprétation possible de ce résultat est que le mécanisme allant des salaires vers les prix d'exportation et d'importation puis vers les balances commerciales reste pertinent, et que l'ajustement relatif des CSU en zone euro est donc un outil qu'il faut continuer à utiliser pour parvenir au rééquilibrage interne de la zone (mais avec une meilleure coordination et une inflation plus élevée dans les pays excédentaires, afin d'éviter le risque de déflation généralisée, comme expliqué plus haut).

Graphique 35. Solde courant et CSU, entre le t1 2008 et le t2 2017



Source : Eurostat, calculs OFCE.

Ce graphique ne mettant en évidence qu'une corrélation, il n'est toutefois pas possible d'écarter une autre forme de causalité. Par exemple, il est possible que les politiques d'austérité menées dans les pays « sous programme » aient, par leur effet dépressif, simultanément causé une baisse des prix et une diminution de la demande intérieure et donc des importations. Une analyse plus fine reste donc nécessaire pour trancher ce débat.

8. Risque financier : y-a-t-il un risque de bulle aux États-Unis ?

La crise financière de 2007 a débuté par un ajustement sur le marché immobilier américain qui s'est ensuite propagé à l'ensemble des marchés financiers et à la sphère réelle²⁰. La correction des prix immobiliers a débuté au début de l'année 2006 occasionnant des pertes de valeurs sur l'ensemble des actifs financiers adossés à ces prêts immobiliers. La crise a éclaté pendant l'été 2007 lorsque les acteurs de marché aux États-Unis mais aussi dans l'ensemble des pays développés ont réalisé qu'ils avaient nourri une bulle financière globale et que les pertes à venir fragiliseraient l'ensemble du système bancaire et financier. La prise de conscience de cet écheveau financier s'est alors traduite par un effondrement d'un ensemble de prix d'actifs à l'échelle mondiale et notamment par un krach boursier (graphique 36).

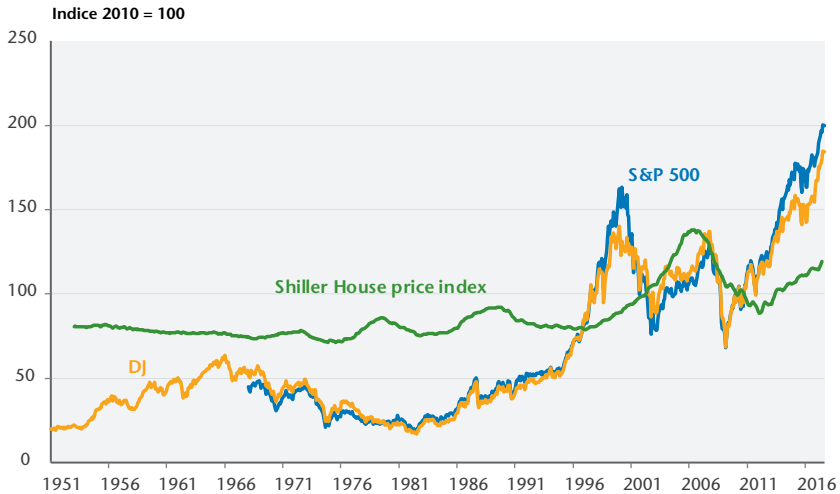
Après une phase de correction des prix qui a duré 16 mois pour les cours boursiers et 69 mois sur le marché immobilier, les prix sont repartis à la hausse. Depuis le creux de février 2012, le prix des biens immobiliers aux États-Unis a progressé de 34 % mais il se situe toujours sous le pic de 2006. Par contre, du côté de la bourse, on assiste à une envolée des prix depuis février 2009 qui ne s'est que légèrement interrompue en 2015. Ainsi, en août 2017, l'indice du S&P500 dépasse le pic atteint pendant l'été 2007 de 53,6 %. Au regard de la dynamique passée du prix des actions, ce cycle de hausse soulève forcément des interrogations. Le marché boursier américain est-il à nouveau entré dans une phase de bulle, dont la correction pourrait alimenter un nouveau krach et une crise financière ?

Le rôle de la politique monétaire revient régulièrement dans le débat médiatique comme le rappelaient Blot, Hubert et Labondance

20. Voir Blot et Timbeau (2009).

(2015). De fait, la politique d'achat de titres dans le cadre du *Quantitative Easing* (QE) mise en œuvre par la Réserve fédérale – et les autres banques centrales – aurait alimenté la liquidité et poussé les investisseurs à acquérir d'autres classes d'actifs et notamment des actifs boursiers. Cette réallocation des portefeuilles d'actifs est effectivement un canal de transmission des mesures non-conventionnelles. L'analyse menée par Rogers *et al.* (2014) sur les opérations effectuées par quatre banques centrales – la Réserve fédérale, la Banque d'Angleterre, la BCE et la Banque du Japon – confirme l'effet des annonces de QE sur les prix de nombreux actifs et notamment sur les cours boursiers. La question est donc plutôt de savoir dans quelle mesure l'augmentation des prix d'actif aux États-Unis est ou non excessive au regard des fondamentaux.

Graphique 36. Dynamique des prix d'actifs aux États-Unis



Note : les prix sont déflatés par l'indice des prix à la consommation.

Source : Thompson Reuters Eikon, Robert Shiller (pour les prix immobiliers).

La détermination des bulles financières reste cependant délicate empiriquement. De fait, la valeur fondamentale et la composante bulle des actifs financiers ne sont pas observables. En outre, il n'existe pas de consensus sur le modèle théorique de détermination du prix des actifs. Blot, Hubert et Labondance (2017) proposent une stratégie empirique pour déterminer un indicateur de bulles sur les prix d'actifs qui s'appuie sur une démarche agnostique. La bulle est alors identifiée comme la composante principale de trois

différents modèles empiriques d'estimation des bulles. Ces trois modèles correspondent à (a) une approche orientée sur les fondamentaux, où la valeur fondamentale d'un actif est la valeur actualisée des flux de revenus futurs, (b) une approche plutôt économétrique, où la valeur fondamentale est la meilleure prévision du prix étant donné un ensemble d'informations, et (c) une approche dite statistique selon laquelle une bulle est une déviation significative – dépassant un certain seuil – à une tendance identifiée par un filtre statistique.

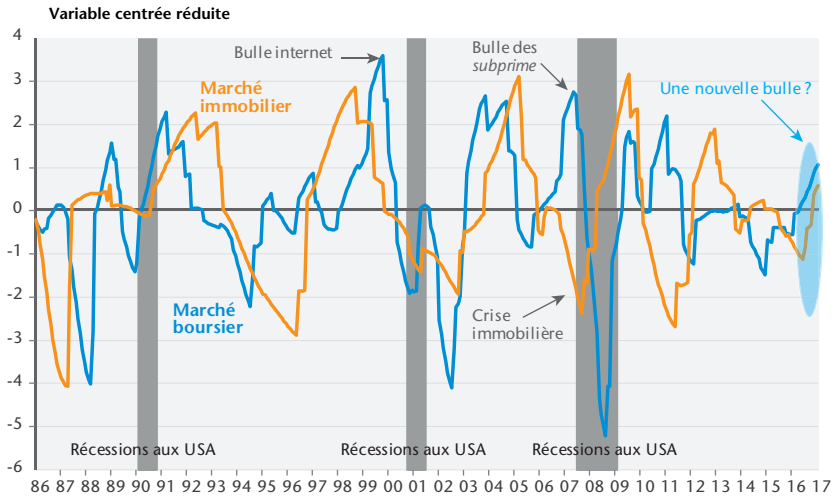
Dans le cas américain, l'estimation des indicateurs de bulle appliquée aux marchés boursiers – l'indicateur S&P 500 et immobilier – à partir des données de prix de Shiller²¹ – entre janvier 1986 et juin 2017 – montre que la composante bulle sur ces deux marchés est positive en fin de période, ce qui indique une surévaluation potentielle des cours boursiers et dans une moindre mesure des prix immobiliers (graphique 37). Les pics atteints par ces indicateurs suggèrent cependant que la taille de la bulle est moins importante que lors des précédents pics. Sur le marché boursier, la bulle semblait bien plus importante en 2007 et plus encore en 2000 alors même que le prix des actions est aujourd'hui bien plus élevé. De plus, l'indicateur signale une bulle positive pour le prix des actions en 2011 qui se serait ensuite dégonflée sans pour autant se traduire par un krach.

Cette analyse permet donc bien d'identifier un risque potentiel de bulle sur le marché boursier, et dans une moindre mesure sur le marché immobilier, ce qui confirme l'idée selon laquelle la valorisation actuelle des actions est en partie excessive. Pour autant, la correction des bulles n'est pas toujours associée à une crise financière et à une récession économique. De fait, l'indicateur calculé ici rend compte de différents épisodes de bulles dont « l'éclatement » n'aurait pas eu de répercussions financières comme pour la bulle sur le marché des actions identifiée de fin 2010 à juin 2011 ou en 2004 et 2005.

À partir d'une analyse des bulles sur longue période, Jorda, Schularick et Taylor (2015) mettent cependant en avant l'importance de la nature du financement des bulles pour distinguer celle

21. Voir <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm> pour plus détails.

Graphique 37. Indicateurs de bulles aux États-Unis



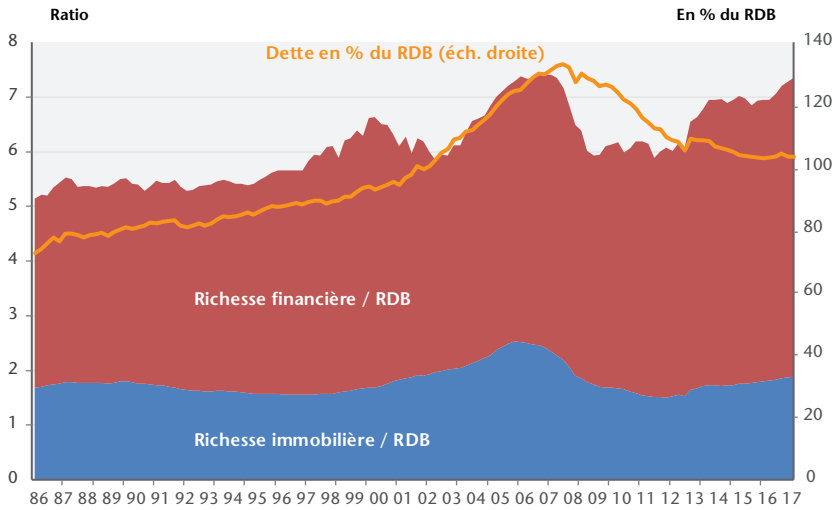
Note : L'indicateur de bulles est déterminé à partir d'une analyse en composante principale qui s'appuie sur différentes méthodes d'identification des bulles utilisées dans la littérature empirique. Les données sont ici centrées réduites et une valeur positive indique une bulle soit sur le marché boursier, soit sur le marché immobilier. Voir Blot, Hubert et Labondance (2017) pour plus de détails sur la méthode.

Source : Calculs OFCE.

dont l'éclatement aurait des effets récessifs plus importants. Ainsi, lorsque la bulle s'accompagne d'une hausse du crédit, le risque d'un effet négatif sévère serait plus important. En effet, l'éclatement de la bulle se traduit par une chute forte et soudaine du patrimoine alors que la dette contractée par les agents pour acquérir ce patrimoine reste inchangée. La déconnexion entre la valeur du passif et de l'actif peut donc contraindre les agents à ajuster leur comportement d'épargne. L'éclatement de la crise financière en 2007 aux États-Unis correspond bien à une période d'ajustement soudain du patrimoine des ménages – avec une réduction de la richesse de 150 points de revenu disponible brut (RDB) – conjuguée à un fort endettement des ménages (graphique 38). Les ménages ont alors réduit leur endettement qui est passé de 132 % du RDB au début de l'année 2008 à 103 % mi-2017, ce qui correspond au niveau de dette de l'année 2002. Dans le même temps, la valorisation de la richesse a retrouvé un niveau proche de celui de 2007, principalement du fait de la richesse financière. Le risque associé à un ajustement du prix des actions pourrait donc être moins négatif aujourd'hui qu'il ne l'a été en 2007. Il n'en demeure pas moins qu'un nouveau krach financier se traduisant par un ralentissement

de la croissance, même de moindre ampleur, viendrait freiner le processus de réduction des déséquilibres hérités de la crise, notamment en matière d'emploi. Par ailleurs, si la dette des ménages a effectivement diminué, la dette totale des agents non financiers et des administrations publiques a continué de croître (graphique 14).

Graphique 38. Richesse et dette des ménages aux États-Unis



Sources : Réserve fédérale (Flow of Funds).

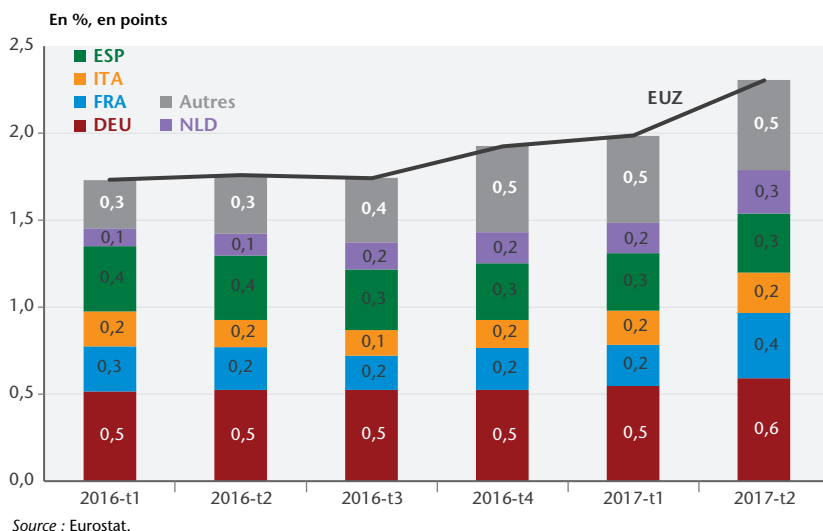
9. Situation conjoncturelle : tour du monde

Zone euro : croissance partagée

La reprise se poursuit dans la zone euro avec une accélération de la croissance lors des trois derniers trimestres, ce qui permet de porter le glissement annuel du PIB au deuxième trimestre à 2,3 %, soit la meilleure performance enregistrée depuis le premier trimestre 2011. En outre, si l'Allemagne est toujours le moteur de la croissance de l'ensemble de la zone avec une contribution à hauteur de 0,5 point de croissance (graphique 39), la dynamique en cours sur les derniers trimestres résulte également de l'amélioration des performances de la France, des Pays-Bas et des autres pays européens. Autrement, la contribution de l'Italie est stable (0,2 point) sur les six derniers trimestres tandis que celle de l'Espagne a légèrement diminué passant de 0,4 à 0,3 point. La reprise semble donc désormais généralisée y compris dans les pays qui avaient été les plus fortement touchés par la crise des dettes souveraines. La sortie de récession se confirme en Grèce, de même que l'accélération de la croissance du Portugal.

Au cours des deux premiers trimestres 2017, la consommation des ménages est stable et progresse de 0,4 et 0,5 % respectivement, malgré un ralentissement du revenu disponible réel des ménages. Elle augmente notamment de plus de 0,8 % en Allemagne, en Espagne et aux Pays-Bas. Sur l'ensemble de l'année 2016, le pouvoir d'achat des ménages avait en effet bénéficié de la progression des rémunérations des salariés (+2,9 % en nominal contre 2,5 % en 2015 et 2,1 % en 2014) et de la baisse des prix de l'énergie. Ce soutien s'est estompé en début d'année 2017 avec une remontée de l'inflation qui est passée de 0 % début 2016 à 1,5 % au deuxième trimestre 2017, réduisant le pouvoir d'achat des ménages dans un contexte où les rémunérations nominales sont restées dynamiques. La baisse du taux d'épargne de 12,3 % au deuxième trimestre 2016 à 12 % au premier trimestre 2017 a donc permis de maintenir le niveau de consommation des ménages. En prévision, la consumma-

Graphique 39. Contribution à la croissance de la zone euro



tion continuerait de progresser autour d'un rythme trimestriel de 0,4-0,5 % jusqu'en fin d'année 2018. En Allemagne, le dynamisme serait entretenu par la croissance des salaires réels et la stabilité du taux d'épargne en prévision. En France, si la phase de consolidation budgétaire pesant sur les ménages s'atténue, le décalage entre la hausse de la CSG et la baisse des cotisations sociales marquera la consommation des ménages au premier trimestre 2018. En Italie et en Espagne, les créations d'emplois joueront également un rôle moteur pour soutenir les revenus et la consommation.

Malgré un rebond en Allemagne au premier trimestre 2017 et des taux de croissance dynamiques en France et en Espagne, l'investissement a reculé (-0,2 %) au premier trimestre dans la zone euro, du fait de l'Italie mais surtout de l'Irlande. Cette chute a été compensée le trimestre suivant, ce qui a également contribué au rebond observé sur l'ensemble de la zone euro. Du côté des composantes, l'Espagne et l'Allemagne se distinguent par un investissement des ménages particulièrement dynamique stimulé notamment par des conditions financières avantageuses et par la poursuite du rebond sur le marché immobilier espagnol après la longue purge qui a débuté en 2007 et s'est terminée fin 2013. Pendant, cette période, le taux d'investissement en logement espagnol est passé de 10,6 % du PIB à 5 %. Il est depuis remonté à 5,6 %. Quant à l'investissement

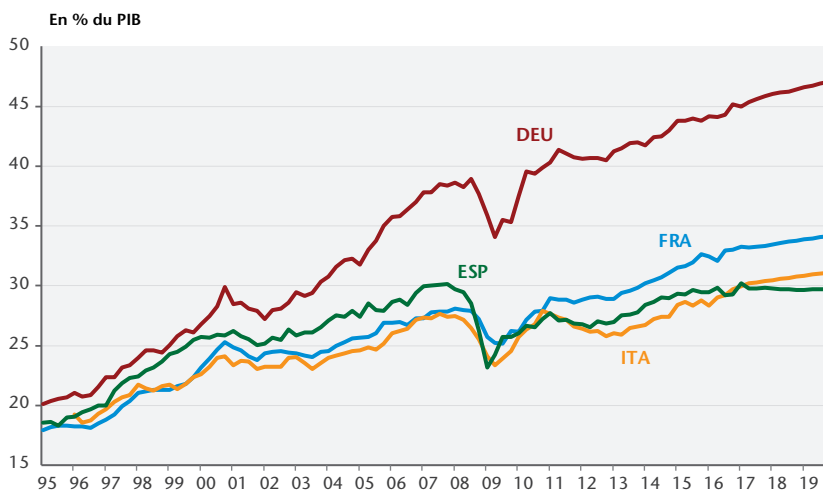
productif, il a profité d'une hausse de la demande domestique et étrangère, d'une amélioration du taux de marge et parfois de mesures de suramortissement mises en place par les gouvernements français et italiens en 2016. Ces mesures prendraient cependant fin en 2017, ce qui pèsera sur la dynamique de l'investissement en fin d'année. Cependant, en Italie, la poursuite de l'assainissement de la situation des banques – qui s'est traduit par une amorce de baisse de la part des créances douteuses dans le PIB – devrait permettre une meilleure transmission de la politique monétaire et donc la poursuite de la baisse des taux d'intérêt pour les ménages et les entreprises contribuant à stimuler l'investissement. Enfin, l'investissement productif et des ménages serait un peu moins dynamique en prévision en Allemagne avec une stabilisation des taux d'investissement autour de 12,3 % et de 5,9 % respectivement.

Quant au commerce extérieur, il a contribué à hauteur de 0,4 point à la croissance au premier trimestre, notamment du fait d'importations atones. Au deuxième trimestre, les exportations ont ralenti tandis que les importations accéléraient si bien que la contribution du commerce extérieur est devenue négative. Les parts de marché à l'exportation se sont globalement stabilisées dans les principaux pays en 2016 et au début de l'année 2017. Le taux de pénétration a augmenté de 1,5 point dans la zone euro entre le début de l'année 2016 et le deuxième trimestre 2017. Sur cette période, la hausse a été plus marquée en Allemagne et en Italie (graphique 40). Cette dynamique se poursuivrait en Allemagne avec l'accélération de la demande intérieure et une dégradation relative de la compétitivité-coût liée à la fois à l'appréciation de l'euro du début de l'année 2017 et à une augmentation des coûts salariaux unitaires plus rapide que dans les autres pays européens. Le commerce extérieur amputerait légèrement la croissance allemande de 0,4 point en 2018 et 0,2 point en 2019. En Italie, la contribution du commerce extérieur serait nulle 2018 et légèrement positive en 2019 grâce à une amélioration de la compétitivité. En Espagne, la tendance de gains de parts de marché, observés depuis 2009, s'interromprait du fait de la fin des avantages de prix liés à la baisse des coûts qui ont marqué les années passées. Le rythme trimestriel de croissance des exportations passerait progressivement de 1 % – observé en moyenne depuis 2012 – à 0,6 % fin 2019 tandis que celui des importations serait stable. En 2018, la

contribution du commerce extérieur à la croissance française ne serait plus négative pour la première fois depuis 2012, portée par les effets de la politique d'offre passée – *via* le CICE – et par des marges industrielles à un plus haut historique.

Pour l'ensemble de la zone euro, la croissance du PIB s'élèverait à 2,2 % en 2017, soit un rythme de croissance légèrement supérieur à celui observé lors de la première phase de reprise en 2010. Le taux de croissance avait alors atteint 2 %. En 2018 et 2019, la croissance serait moindre en 2018 et 2019 – respectivement 1,8 puis 1,6 % – principalement en lien avec le ralentissement en Allemagne et en Espagne. Outre-Rhin, cette situation traduirait une convergence progressive de la croissance vers son potentiel alors qu'en Espagne, c'est l'effet de rattrapage qui s'atténuerait progressivement. Il reste que le chômage continuerait à diminuer en Espagne comme en Allemagne. Sur l'ensemble de la zone euro, le taux de chômage atteindrait 8,2 % en fin d'année 2019. Les créations d'emplois resteraient également dynamiques, supérieures à 200 000 emplois par trimestre.

Graphique 40. Taux de pénétration des principaux pays de la zone euro



Note : Les taux de pénétration sont calculés comme le ratio des importations sur la demande intérieure hors stock.
Sources : Eurostat, prévisions OFCE, octobre 2017.

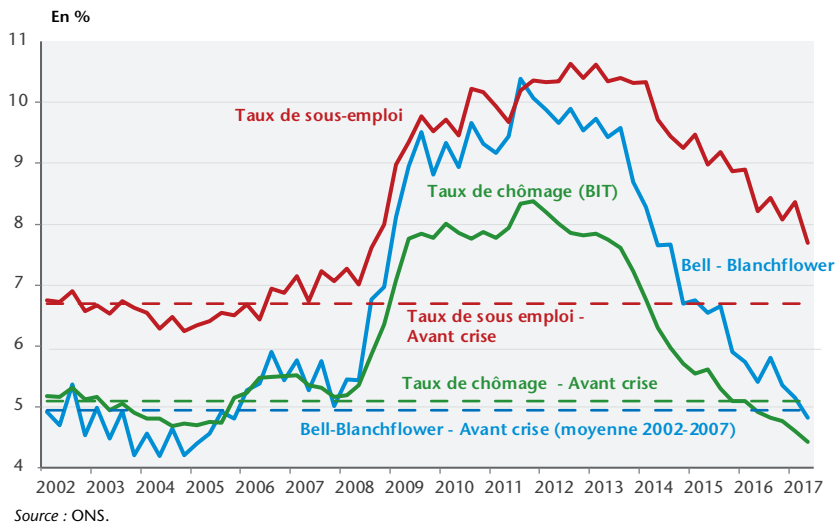
Royaume-Uni : sous le signe du « Brexit »

Au deuxième trimestre 2017, le PIB britannique était en hausse de 1,5 % sur un an, contre 1,8 % un an plus tôt. Depuis le début de l'année, le PIB a augmenté de 0,3 % par trimestre. L'économie britannique poursuit sa phase de ralentissement engagée selon les comptes nationaux actuels, en 2015, et poursuivie depuis le vote du 23 juin 2016.

Le taux de chômage britannique a continué de baisser depuis l'été 2016, pour atteindre 4,3 % au sens du BIT en juin 2017, soit 0,6 point de moins qu'un an plus tôt, et le niveau le plus faible depuis 1975. Ce faible niveau de taux de chômage ne signifie pas nécessairement que l'économie britannique soit revenue au plein emploi. Ainsi, la part des emplois à temps plein dans l'emploi total n'a pas encore retrouvé son niveau d'avant-crise (elle est de 38,1 % contre 38,9 % avant la crise), la part des personnes en emploi à temps partiel qui souhaiteraient travailler à temps plein reste aussi plus élevée qu'avant la crise (à 12,3 %, soit 3 points de plus qu'avant la crise). L'indicateur de sous-emploi de l'ONS, qui prend en compte les personnes ayant un emploi, mais souhaitant travailler davantage, suggère un sous-emploi aujourd'hui plus élevé qu'avant 2008 : le taux de sous-emploi serait encore de 7,7 %, soit 0,6 point de plus qu'à la fin de 2007, et 1,3 point au-dessus du point bas de 2004 (graphique 41). Cet indicateur ne prend cependant pas en compte les évolutions du taux d'activité. L'ONS a d'ailleurs récemment publié une étude comparant différentes mesures de sous-emploi, dont l'indicateur de sous-emploi construit selon la méthode Bell-Blanchflower. Cet indicateur ne met pas uniquement l'accent sur les personnes ayant un emploi et souhaitant travailler davantage, mais tient compte aussi des personnes ayant un emploi et souhaitant travailler moins, ainsi que des chômeurs²². Comme l'indicateur habituel de l'ONS, l'indicateur Bell-Blanchflower montre que le sous-emploi a davantage augmenté pendant la crise que le taux de chômage, mais il aurait rejoint maintenant son niveau d'avant-crise.

22. Voir ONS (2017).

Graphique 41. Taux de chômage (au sens du BIT) et sous-emploi selon deux mesures



L'inflation britannique a accéléré, pour atteindre de 3 % sur un an en septembre 2017 en termes d'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), contre 0,6 % un an plus tôt. L'accélération de l'inflation britannique est un impact visible du vote du 23 juin, qui a conduit à une baisse de l'ordre de 10 % du taux de change effectif de la livre sterling. Selon l'ONS, le contenu en importations des biens et services dans l'IPCH étant de 15,5 %, une baisse de la livre de 10 % aurait un impact direct de 1,5 point. Mais la part des importations dans les ressources (PIB + importations) est de 23 %, ce qui implique un impact direct de 2,3 points de la baisse de la livre sur l'inflation britannique, sans tenir compte de comportements de marges (réduisant l'impact à court terme) et sans compter d'effets de second tour, où la hausse des prix se diffuserait dans l'économie. Jusqu'à récemment, l'accélération de l'inflation est restée modérée, particulièrement en termes de déflateur du prix à la consommation : de 2,2 % sur un an au deuxième trimestre 2017, contre 1,2 % un an plus tôt, soit nettement moins que ne le suggèrent les comportements habituels (voir partie inflation, qui montre que le déflateur de la consommation aurait dû être en hausse de 3,5 % sur un an et non de 2,2 % au deuxième trimestre 2017).

Le déficit public britannique a continué de baisser pour atteindre 2,9 % du PIB 2016 (contre de 4,3 % en 2015). La dette publique, au

sens de Maastricht, est proche de 90 % du PIB. Alors qu'il s'apprête à quitter l'UE, le Royaume-Uni est avec la France et l'Espagne l'un des trois pays de l'UE qui reste sous procédure de déficit excessif – bien que ne faisant pas partie de la zone euro, le Royaume-Uni n'est pas susceptible d'être soumis à des sanctions financières pour non-respect des critères budgétaires européens.

Le solde de la balance des paiements courants britannique est resté déficitaire de plus de 4 points de PIB en 2016 comme en 2015, du fait du maintien d'un fort déficit du solde des marchandises (de plus de 6 points de PIB), en partie compensé par un excédent des services de plus de 4 points de PIB, qui permet de stabiliser le déficit des biens et services, mais le déficit du solde des revenus primaires s'est creusé depuis 2013 (du fait de la baisse des revenus des investissements britanniques à l'étranger). C'est l'un des points faibles de l'économie britannique depuis plusieurs années.

Les indicateurs conjoncturels disponibles début octobre suggèrent une hausse du PIB de l'ordre de 0,3 % au troisième trimestre, soit 1,5 % en glissement sur un an. Mais ceci résulte d'évolutions contrastées selon les secteurs. Ainsi l'indice de production de l'industrie manufacturière (10 % de la valeur ajoutée) est en hausse de 2,8 % sur un an en août et les enquêtes d'opinions réalisées auprès des industriels en septembre signalent la poursuite de l'amélioration des perspectives de production à l'horizon des prochains mois, ainsi qu'une stabilisation des carnets de commandes sur le marché intérieur et à l'exportation à un haut niveau. Mais c'est dans l'industrie manufacturière que la baisse passée de la livre sterling a probablement le plus d'effets positifs à court terme. L'indice de la production industrielle totale (14 % de la valeur ajoutée) augmente cependant nettement moins rapidement (+1,8 % sur un an), la production énergétique étant freinée notamment par des travaux de maintenance en Mer du Nord. La production dans le bâtiment (6 % de la valeur ajoutée) était en hausse de 3,5 % sur un an en août, mais elle est en nette décélération depuis le début de l'année. Dans les services (79 % de la valeur ajoutée), la valeur ajoutée était, en juillet (dernier point connu de l'indice mensuel), en hausse de 1,5 % sur un an.

Nous retenons un scénario dans lequel les Britanniques et l'UE ne parviendraient pas à trouver un accord total de sortie d'ici mars 2019, mais où l'UE-27 accepterait la mise en place d'un accord transitoire à

partir de mars 2019, à la suite de la demande faite par Theresa May dans son discours de Florence du 22 septembre²³.

La croissance du PIB serait de 1,4 % cette année, 1 % en 2018 et de 1,2 % en 2019. L'investissement des entreprises progresserait à peine (il baisserait légèrement à l'horizon de la mi-2018, avant de progresser de 1,5 % en 2019, voir tableau A9, soit une quasi-stabilité en termes de taux d'investissement), freiné par les incertitudes sur le futur accord en le Royaume-Uni et l'UE. La consommation des ménages serait freinée par les pertes de pouvoir d'achat résultant de l'accélération de l'inflation jusqu'au début de 2018 et son maintien à un rythme supérieur à 2 % à l'horizon de 2019, ainsi que par la montée du taux de chômage à l'horizon 2019.

La hausse des salaires nominaux resterait voisine de 2,5 % par an à l'horizon de 2019. D'une part, celle-ci a peu varié depuis la crise de 2008 et en dépit des fluctuations de prix. D'autre part, le sous-emploi qui persiste dans l'économie britannique suggère qu'il reste encore des marges avant que des tensions fortes se produisent sur le marché du travail, et la perspective d'un ralentissement de la croissance et de pertes d'emplois, sur fond de « Brexit », freine probablement les revendications pour des hausses de salaires dans le secteur privé. Le salaire minimum des adultes a été revalorisé de 4,1 % en avril dernier, mais cela n'a pas eu d'impact sur l'ensemble des salaires²⁴. L'accord récent du gouvernement britannique de lever la contrainte d'une hausse de 1 % des salaires dans le secteur public n'aboutira probablement pas à de fortes hausses de salaires. Le ralentissement de la croissance contribuerait à freiner l'augmentation des salaires nominaux à l'horizon 2019.

Les ménages retrouveraient des gains de pouvoir d'achat principalement du fait du ralentissement de l'inflation à partir de la mi-2018 (de 3,4 % à 2,2 % à la fin 2019 en termes d'IPCH). Notre prévision d'inflation est modérée, au regard de l'inflation attendue selon l'équation présentée dans la partie prix-salaire de notre prévision. Nous supposons que l'écart entre l'inflation prévue par l'équation et l'inflation observée depuis plusieurs trimestres persistera à l'horizon de 2019. Si l'inflation accélérât comme prévu par l'équation, elle serait

23. Pour une présentation des principaux canaux de transmission du choc du Brexit, ainsi qu'une décomposition des impacts ex ante de ce choc sur le PIB britannique : voir OFCE (2017).

24. Voir OFCE (2017) pour une analyse de cette revalorisation du salaire minimum.

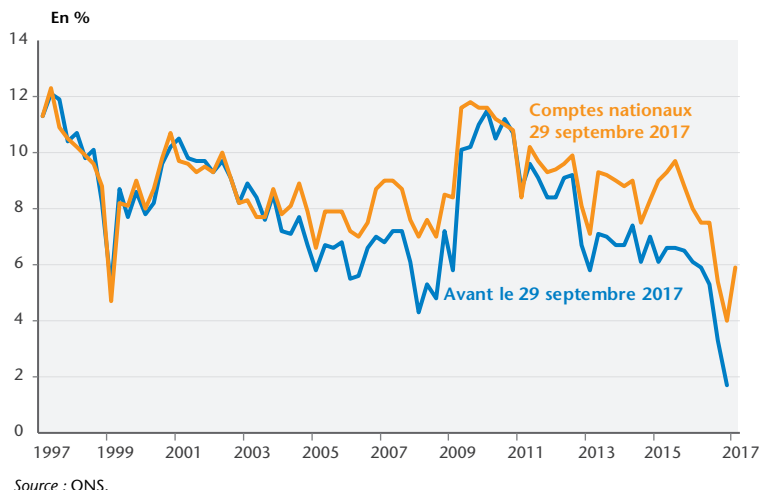
plus forte d'environ 1,5 point, ce qui constitue un risque à la baisse de notre prévision. Le taux d'épargne augmenterait à peine à l'horizon 2019 : d'une part la montée du taux de chômage (de l'ordre de 0,9 point au total) inciterait les ménages à augmenter leur taux d'épargne mais d'autre part le niveau élevé de la richesse et l'absence de baisse des cours des actifs financiers et immobiliers limiteraient la hausse du taux d'épargne. Le taux d'épargne serait voisin de 6 % à l'horizon 2019, bien que la révision récente de l'ONS incite à de la prudence sur les commentaires autour du niveau du taux d'épargne (encadré 2).

La hausse des cours boursiers (+20 % sur un an depuis juin 2016) et celle des prix de l'immobilier (+5 % sur un an), ont d'ailleurs continué à augmenter la richesse des ménages. Au deuxième trimestre 2017, la richesse financière nette des ménages était de 350 % de leur revenu annuel, la richesse immobilière de plus de 400 %, ce qui constitue un niveau historiquement élevé. L'endettement des ménages, qui avait atteint un niveau record par rapport au revenu des ménages en 2008 (150 % du revenu), a depuis baissé jusqu'à 130 %.

Encadré 3. La révision du taux d'épargne des ménages britanniques dans les comptes nationaux du 29 septembre

Les comptes nationaux publiés fin septembre apportent une révision importante du revenu et du taux d'épargne des ménages britanniques. L'ONS comptabilise désormais les dividendes que se versent les ménages chefs d'entreprise, sur la base des données effectivement déclarées à l'administration fiscale, et non plus en appliquant un ratio constant dividendes/revenu des ménages, établi sur la base de données historiques. Or, depuis plusieurs années, le nombre d'entrepreneurs choisissant de se verser une rémunération sous forme de dividendes et non plus de salaire a nettement augmenté. L'intégration de ces dividendes déclarés à l'administration fiscale augmente le revenu des ménages, sans affecter la consommation et conduit à relever le taux d'épargne de 1,5 point en moyenne par an depuis 1997, et davantage dans la période récente (graphique 42). Ainsi le taux d'épargne qui était estimé à 1,7 % au premier trimestre 2017 dans la version précédente des comptes est maintenant estimé à 4 %. Au deuxième trimestre, le taux d'épargne est remonté à 5,9 %²⁵.

Graphique 42. Taux d'épargne des ménages britanniques, avant et après révision du 29 septembre



Par ailleurs, la forte baisse du taux d'épargne observée au premier trimestre, déjà retracée dans la version précédente des comptes nationaux, a un caractère exceptionnel : elle reflète à nouveau une chute des revenus, dans le cas aussi des dividendes. Du fait de la hausse de la fiscalité annoncée à partir d'avril 2016, les ménages chefs d'entreprise avaient avancé le versement de leurs dividendes au premier trimestre 2016, dividendes sur lesquels ils règlent leur impôt un an plus tard, soit au premier trimestre 2017. Ceci a fait chuté le taux d'épargne ponctuellement au premier trimestre.

États-Unis : en bout de course

Après la forte croissance de 2015 à 2,9 %, la croissance américaine a ralenti à 1,5 % en 2016. Elle devrait accélérer à 2 % en 2017 puis à 2,4 % en 2018 avant de revenir vers un rythme plus soutenable de 1,8 % en 2019. L'écart de production est presque refermé depuis 2016. La croissance est davantage marquée par l'empreinte de chocs

25. L'évolution du taux d'épargne, notamment sa baisse au cours des dernières années, et plus précisément l'évolution de la consommation sont très bien retracées par l'équation de consommation présentée dans l'étude spéciale de la *Revue de l'OFCE* d'avril 2017, qui fait dépendre la consommation des déterminants habituels de revenu, taux d'intérêt réels, richesse financière et taux de chômage.

extérieurs (négatifs comme en 2016 et 2017, ou positifs comme en 2018) mais la dynamique de rattrapage est épuisée et les mouvements cycliques traditionnels (cycle de l'endettement, cycle de productivité, ...) ne fonctionnent plus. La croissance oscille donc autour de son potentiel. Les tensions inflationnistes restent modérées.

Depuis le début de l'année 2015, la consommation des ménages progresse autour d'un rythme soutenu et régulier de 0,7 % par trimestre. Cette solidité masque cependant une dégradation du revenu des ménages : le taux de croissance annuel du RDB est passé de 4,6 % à 0,2 % entre mi-2015 et fin 2016. La consommation a certes ralenti mais surtout le ralentissement du RDB a été en grande partie compensé par une chute de 2,6 points du taux d'épargne. Au premier semestre 2017, le RDB des ménages a légèrement accéléré au premier trimestre sous l'effet du dynamisme de la masse salariale et au deuxième trimestre, de la stabilisation des prix à la consommation. Le taux d'épargne est resté stable, autour d'un niveau très bas de 3,7 %. La baisse du taux d'épargne des ménages américains a été permise par au moins deux facteurs : la baisse du taux de chômage qui se poursuit jusqu'à aujourd'hui et un effet richesse positif lié à la valorisation du patrimoine immobilier et surtout financier des ménages.

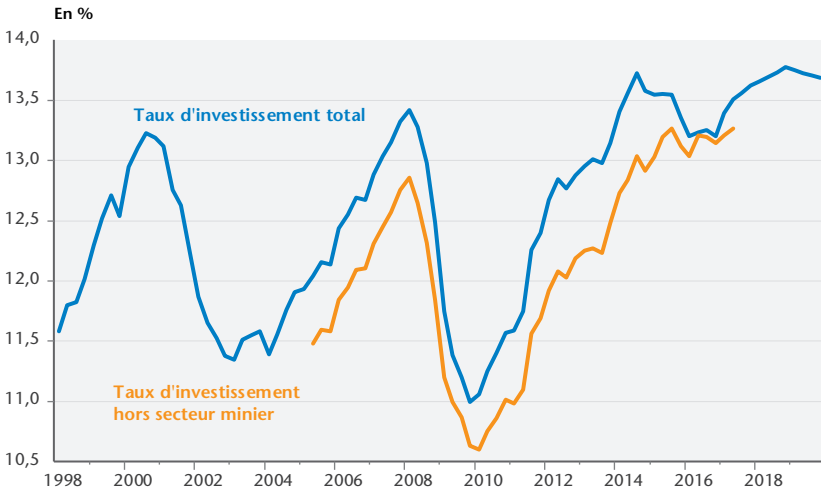
La richesse totale des ménages, nette du stock de dette, n'a jamais été aussi élevée (6,7 fois le RDB à la mi 2017). En forte hausse depuis un an (+ 30 point de RDB en à peine un an), elle dépasse désormais le pic atteint en 2006-2007 (à 6,5 fois le RDB), au pire de la folie immobilière. À l'époque, les ménages s'étaient enrichis à travers l'acquisition d'un patrimoine immobilier (3 fois le RDB en 2006) permise grâce à des conditions d'emprunt particulièrement favorables (la dette atteignait 1,3 fois le RDB) et grâce également à la valorisation des actifs financiers (4,7 fois le RDB). Aujourd'hui, la situation des ménages est plus favorable et la composition de cette richesse s'est modifiée depuis 2006 au profit du patrimoine financier. Le patrimoine immobilier, malgré la hausse des prix, ne représente plus que 2,3 fois le RDB au deuxième trimestre 2017 et le patrimoine financier, soutenu par l'envolée boursière de 2016 et 2017, s'élève désormais à 5,5 fois le RDB des ménages (soit beaucoup plus qu'en zone euro plutôt autour de 3,3 fois). Même si la richesse financière se répartit de façon plus inégalitaire selon les niveaux de revenu que la richesse immobilière et influe donc différemment sur les comportements des ménages, l'enri-

chissement des ménages, *via* l'envolée de la Bourses, a néanmoins permis un surcroît de consommation.

Par ailleurs, les ménages se sont désendettés de près de 30 points de RDB depuis l'éclatement de la crise et leur taux d'endettement reste stable à 100 % depuis deux ans (niveau de 2002) au niveau de sa tendance de long terme. Malgré la reprise économique, des conditions monétaires favorables (les taux hypothécaires ont augmenté de 50 points de base fin 2016 et sont stables autour de 4 % depuis) et un marché de l'immobilier attractif (les prix sont orientés à la hausse), les nouveaux crédits nets hypothécaires restent faibles. Or, sans reprise de l'endettement hypothécaire, l'investissement résidentiel ne peut progresser. Sur un an, il a augmenté de seulement 1,3 % au deuxième trimestre 2017, après une croissance à 10 % en 2015. Les mises en chantier et permis de construire ne montrent pas de signes d'accélération depuis 2 ans.

Du côté des entreprises, l'investissement, qui pendant quatre années avait cru à un rythme moyen de 7 % par an, a fortement ralenti entre la fin 2015 à la fin 2016, avant de se ressaisir au premier semestre. Sur un an, il a augmenté de 4,3 % au deuxième trimestre 2017 après 0,7 % fin 2016. Le taux d'investissement qui avait atteint un point haut à 13,7 % à l'été 2014 a baissé et est revenu à 13,5 % à la mi-2017. Néanmoins, l'investissement total des entreprises est fortement marqué par le comportement de l'industrie minière (qui pourtant ne dépasse pas 7,5 % du total au point le plus haut). En effet, la baisse puis la stabilisation des prix du pétrole et gaz de schiste ont eu un effet très marqué sur la construction de nouvelles plateformes. Entre le troisième trimestre 2014 et le deuxième de 2016, l'investissement a chuté de 64 % dans le secteur minier et a stagné au deuxième semestre 2016. La récente remontée des prix du pétrole, bien que faible, a changé la donne. L'investissement est reparti : en deux trimestres, les dépenses ont augmenté en cumulé de 65 %. En prévision, les prix du pétrole restant à un niveau peu élevé, les investissements resteront moins élevés que sur la période 2011-2014 et devraient moins soutenir l'investissement. Si l'on exclut cette composante minière, l'investissement passe de 1,7 % à 0,7 % au premier trimestre et de 1,6 % à 0,9 % au deuxième. Le taux d'investissement est plus stable (graphique 43).

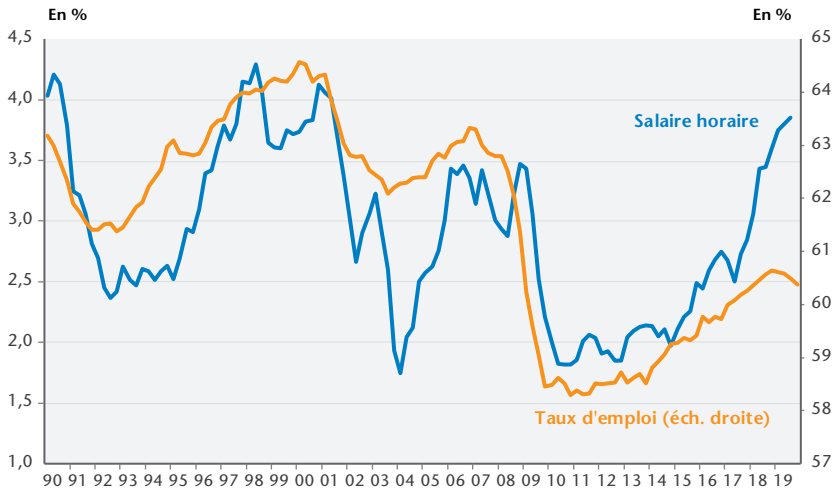
Graphique 43. Taux d'investissement aux États-Unis



Source : Bureau of Economic Analysis.

La situation financière des entreprises reste plutôt favorable. Après la légère dégradation de 2015, le taux de marge est stable depuis plus d'un an à un niveau élevé, plus élevé notamment qu'à la veille du retournement conjoncturel de 2006. Malgré le bas niveau de chômage, on n'observe pas de dérapages dans les coûts de production, notamment salariaux. La productivité horaire qui n'avait pas baissé en 2008 malgré la profondeur de la crise et qui avait même très fortement accéléré en 2009 au point de dépasser sa tendance de long terme, évolue très faiblement depuis 2011. L'emploi évolue en phase avec l'activité. Au début de l'année 2017, le niveau de productivité est revenu vers son niveau de long terme. Du côté des salaires, les données d'enquêtes auprès des entreprises montrent une légère accélération des salaires horaires dans le secteur privé qui passent d'une hausse sur un an de 2 % en 2014 à 2,7 % sur les trois premiers trimestres de 2017 (graphique 44). Le mouvement est moins net si l'on considère les salaires horaires au sens de la comptabilité nationale (salaires et traitements divisés par le nombre d'heures travaillées). Dans ces conditions, les coûts salariaux unitaires restent sous contrôle (2,2 % au deuxième trimestre 2017). Cette situation permet de maintenir une inflation sous-jacente (hors pétrole et produits alimentaires) inférieure à 2 % (1,7 % en septembre 2017 pour une inflation à 2,2 %).

Graphique 44. Salaire et emploi



Source : Bureau of Labor Statistics.

Du point de vue du commerce extérieur, les exportations aux performances très erratiques depuis plusieurs années, en lien avec la hausse du dollar, ont répondu à la hausse des carnets de commande enregistrés auprès des entreprises l'année dernière. Après plusieurs années de stagnation, les ventes à l'étranger ont progressé de 1,8 % et 0,9 % sur chacun des deux premiers trimestres 2017. Il s'agit surtout des fournitures industrielles (produits pétroliers) au premier trimestre et des services de voyages au deuxième. Les importations qui avaient augmenté fortement fin 2016-début 2017 ont ralenti au deuxième trimestre. Au final, la contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB est quasiment nul depuis plusieurs trimestres.

Cette dynamique de croissance devrait se poursuivre au cours des prochains trimestres. Un certain nombre d'indicateurs conjoncturels sont à la mi-2017 toujours très bien orientés même si l'indicateur coïncident du NBER a marqué un peu le pas durant l'été 2017. L'indicateur avancé accélère depuis fin 2016 (avec une pause en septembre dernier) et l'indicateur retardé, informant surtout sur des contraintes de stocks (niveau d'endettement...), ne témoigne pas de phénomènes de tensions. Plus précisément, l'indicateur de confiance de ménages s'est envolé entre la mi-2016 et mars 2017 et reste à un sommet de 120 (pour une base 100 en 1985), soit 10 points de plus qu'en 2006-2007 (mais 20 points de moins que sur la période 1997-2000). Les

indicateurs d'activité dans l'industrie (ISM, Philadelphie, Chicago) sont très positifs. Si les nouvelles commandes de biens de consommation et de produits semi-finis n'ont pas retrouvé leur niveau des années 1998-2008, elles sont sur un plateau depuis le début de 2016. Les commandes de biens de capital ne cessent d'augmenter depuis le début de l'année. Enfin, les carnets de commandes sont bien remplis malgré un léger retournement des carnets à l'exportation durant l'été.

Au cours des trimestres suivants, plusieurs hypothèses sous-tendent notre prévision.

Tout d'abord, la fin de l'été 2017 a été perturbée par une série d'ouragans qui a causé d'importants dégâts matériels dans le golfe du Mexique et qui ont nécessité des interventions d'urgence de la part des services de l'État ainsi que d'importants programmes de reconstruction des infrastructures à venir. L'activité pétrolière a été interrompue pendant quelques jours mais très vite la production est revenue à son niveau initial. On suppose ici que l'impact des ouragans reste marginal au niveau macro-économique (baisse de la production fin août et en septembre, puis reprise au quatrième trimestre, avec les premiers effets de la reconstruction). Le coût budgétaire a été calé sur celui des ouragans de 2005 (d'une ampleur comparable), tel qu'il avait été évalué en 2007 par le CBO avec le même profil de déblocage des fonds. On retient donc un coût total de 100 milliards de dollars sur 10 ans, dont 5 milliards dépensés dès 2017, 35 milliards en 2018 et 22 milliards en 2019.

À ces dépenses budgétaires liées aux catastrophes naturelles s'ajoutent nos hypothèses de politique budgétaire (voir partie budgétaire) basées sur l'idée que la grande réforme fiscale actuellement en discussion sera en partie votée. Les ménages, et notamment les plus riches verront leurs impôts baisser en 2018. Une moitié de la baisse des impôts sur le revenu ira en dépenses de consommation, l'autre moitié sera épargnée : le taux d'épargne remontera de 0,7 point de RDB. Les entreprises seraient les principales gagnantes de la réforme fiscale et profiteront de ces liquidités supplémentaires et de l'amortissement accéléré pour augmenter leurs investissements. En 2018, la croissance devrait donc être largement soutenue par l'investissement privé (hors secteur minier, celui-ci devant devenir plus neutre du fait de la stabilisation des prix du pétrole) et public. En 2019, le soutien budgétaire à la croissance ne jouera plus. Le déficit budgétaire de 4,9 % en 2017 se creuserait à 5,2 % en 2018 et se réduirait légèrement en 2019.

En 2018 et 2019, la croissance américaine devrait aussi bénéficier du repli du dollar. Après 4 années d'appréciation face aux autres monnaies (de 2013 à 2016), le taux de change effectif du dollar, corrigé des différentiels de prix, a atteint un point haut qui pénalise fortement la compétitivité-prix des exportations. Le retournement entamé au début de l'année 2017 devrait se poursuivre en 2018 et 2019 et se traduire par de légers gains de parts de marché qui rompent avec la tendance de 2016. La contribution du commerce extérieur devrait donc devenir neutre à l'horizon 2019.

L'accélération de la croissance en 2018, alors que l'activité est proche de son potentiel, ne manquera pas de se traduire par quelques frictions sur le marché du travail. L'emploi devrait accélérer (1,8 % sur un an à la fin 2018) mais les entreprises ne devraient pas s'écarter du rythme moyen de productivité estimé sur la dernière décennie de 0,8 % par an (à partir d'un filtre de Kalman). Compte tenu du vieillissement de la population qui a accéléré vers le milieu des années 2000, le taux d'emploi pourrait marquer un point haut qui signifierait un point de tensions sur le marché du travail. La hausse des salaires serait donc à venir. De 2,7 % au deuxième trimestre 2017, les hausses pourraient atteindre 3,6 % en 2018 et se poursuivre jusqu'à 3,9 % fin 2019, malgré le ralentissement des créations d'emploi. Le taux de chômage, lui, continuerait de baisser jusqu'à 4 % fin 2018 (il est à 4,3 % au troisième trimestre 2017) avant d'augmenter en 2019 jusqu'à 4,7 %. Le taux d'activité augmenterait de 0,5 point à 63,4 %. L'inflation sera un peu plus élevée (les CSU progresseraient un peu au-dessus de 3 %) mais elle ne devrait pas dépasser 2 % fin 2018. Le taux de marge se dégradera légèrement.

En 2019, les soutiens à la croissance ne seront plus là et l'économie progressera autour de son rythme potentiel. L'écart de production sera légèrement positif.

Pays émergents : vers la fin du ralentissement

Asie : la croissance se maintient

La région Asie de l'Est et Pacifique enregistrerait sa plus faible croissance depuis 2011, avec 6,0 % attendus en 2017 puis 6,1 % en 2018-2019. Le poids de la Chine demeure considérable : après une année 2016 où la croissance a été soutenue par des mesures de stimulation

fiscales et monétaires, l'accroissement de la dette et le rebond du marché immobilier, le PIB chinois devrait croître de 6,8 % en 2017 avant de ralentir à 6,5% en 2018-2019 du fait de la transformation en cours de son modèle économique et des mesures prises pour comprimer les sérieux risques financiers internes.

La Chine : priorité à la stabilisation de la croissance

Après 6,7 % en 2016, la croissance chinoise devrait accélérer légèrement à 6,8 % en 2017 avant de ralentir à nouveau en 2018 et 2019. La croissance reste solide et supérieure à l'objectif de 6,5 % fixé par le gouvernement dans le 13^e plan quinquennal (2016-2020). Le risque d'un ralentissement brutal, qui rendrait très difficile la résolution des déséquilibres, semble donc être écarté même si les mesures de Pékin pour ralentir le marché immobilier et limiter l'endettement ne manqueront pas de freiner la croissance.

Au troisième trimestre 2017, la croissance a progressé de 6,8 % sur un an après 6,9 % sur les deux trimestres précédents (soit 1,7 % sur un trimestre après 1,8 % sur les deux précédents). L'envolée du crédit bancaire, la bonne tenue du commerce extérieur et le soutien des dépenses publiques d'infrastructures ont permis ces bonnes performances. En septembre, les indicateurs conjoncturels sont restés très bien orientés : si la croissance est surtout portée par les services, la production industrielle a augmenté à un rythme très soutenu (6,6 % sur un an) tout comme les ventes au détail (+ 10,3 %).

La croissance continue de bénéficier d'une politique budgétaire pro-cyclique *via* d'importantes dépenses d'infrastructures. La politique monétaire joue la prudence et vise surtout à gérer les déséquilibres financiers. La dette des agents non financiers (concentrée principalement sur les entreprises et les collectivités locales) représente 260 % du PIB et ne montre pas de signe de ralentissement. Face au surendettement des agents non financiers, la dégradation de la qualité de l'actif du système financier combinée à des provisions insuffisantes pourrait poser problème si la croissance ralentissait en deça du seuil des 6,5 %. La politique monétaire s'était resserrée très légèrement fin 2016. La dégradation de la dette par S&P à A+, dans la lignée de Moody's en mai dernier montre que le risque de crédit demeure faible malgré tout.

Sur le plan externe, la crise de confiance qui était apparue en 2014 s'était traduite par des fuites massives de capitaux et une dépréciation

de la monnaie, elle est maintenant enrayée. Les réserves de changes ont recommencé à augmenter depuis fin 2016 et le yuan s'est apprécié de 7 % face au dollar entre janvier et septembre 2017. En septembre, le contrôle des capitaux s'est assoupli et les autorités semblent décidées à mettre un terme au mouvement haussier de leur monnaie qui pénalise leurs exportations. La politique monétaire est plus accommodante et le cours pivot, officiellement déterminé par les autorités en fonction des pressions du marché, a baissé en septembre. Mais l'arbitrage entre croissance économique et résolution des déséquilibres demeure le perpétuel moteur de la politique économique.

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

Hors Chine, la croissance des pays en développement de la région a été de 5,6 % en 2016 et devrait s'établir à 5,2 % en 2017. La progression se ferait ensuite à un rythme un peu plus rapide, pour atteindre 5,6 % en 2018 et 2019. L'Inde verrait sa croissance ralentir de 0,5 point en 2017, à +7,0. La démonétisation en novembre 2016 de plus de 80 % des billets de banque en circulation en est l'une des causes. Le gouvernement de Narendra Modi a décrété que les billets de 500 et 1 000 roupies (6,5 et 13 euros), coupures qui représentaient 86 % de la valeur de l'argent liquide en circulation, n'avaient plus de valeur légale. Cette mesure radicale est destinée à lutter contre l'évasion fiscale et à faire rentrer dans le secteur bancaire une partie de l'énorme secteur informel. Mais elle a eu pour effet immédiat de déclencher une ruée vers les banques qui se sont trouvées à sec, et d'entraîner un ralentissement de la consommation dû à la pénurie d'argent liquide (+3,1 % en 2016 contre +7,1 % en 2015). Toutefois, l'impact négatif de la démonétisation sur la croissance du PIB sera transitoire. Une fois que le stock d'argent liquide aura été rétabli, ce qui devrait intervenir d'ici fin mars 2017, l'économie reviendra à la normale. En 2018 et 2019, le PIB devrait croître de +7,7 % grâce aux bénéfices tirés de la mise en place des réformes attendues de longue date.

Au deuxième trimestre 2017, la croissance de la Corée du Sud affiche un léger ralentissement avec une progression du PIB de 0,6 % contre 1,1 % le trimestre précédent. L'activité a profité d'une hausse la consommation des ménages de 1,1 %, mais a été ralentie par le recul de 2,9 % des exportations, moteur traditionnel de l'économie. Sur un an, en moyenne, la croissance s'établirait à 2,7 % puis ralentirait à 2,6 et 2,5 %. Parmi les autres économies de la région, la croissance accé-

lèrerait entre 2017 et 2019 à Taïwan, Singapour, en Indonésie et dans une moindre mesure en Malaisie. Elle se stabiliserait à Hong-Kong, en Thaïlande et aux Philippines.

Outre les risques géopolitiques (relation Chine/États-Unis, Mer de Chine méridionale, péninsule coréenne), des risques macro financiers importants subsistent : l'incertitude liée à la politique commerciale américaine de Donald Trump pourrait entraîner un regain de pression sur le yuan, une délocalisation accrue des capitaux et une nouvelle baisse des réserves de devises chinoises. Les mesures de Pékin visant à ralentir le marché immobilier et à limiter l'endettement pourraient également avoir des conséquences sur la croissance chinoise. De plus, un protectionnisme accru des États-Unis pourrait exposer la Chine et les pays d'Asie qui sont tributaires des exportations et dont le modèle de croissance repose sur les chaînes de production mondiales. Enfin, un dollar plus fort et des taux d'intérêt plus élevés aux États-Unis entraîneraient une sortie des capitaux des pays émergents.

L'Amérique latine : un horizon enfin dégagé

L'Amérique latine confirme sa sortie de récession engagée à la mi 2016. Après une baisse de 0,9 % sur un an au printemps 2016, l'activité a progressé de 1,6 % au printemps 2017. La reprise reste encore faible mais les deux grands pays que sont l'Argentine et le Brésil sortent d'une crise politique majeure qui s'était doublée d'une profonde crise économique. Aujourd'hui, à l'exception du Venezuela, le paysage se dégage et la croissance peut repartir. L'environnement international reste cependant peu porteur. Le prix des matières premières reste à un niveau plutôt bas, malgré la remontée des cours au premier semestre 2017. Le prix des matières premières industrielles a progressé de 11 % sur un an en août 2017 mais reste 40 % en dessous de son niveau de l'été 2014. Quant aux matières premières alimentaires, leur cours a baissé de 7 % sur un an. Enfin, les prix du pétrole demeurent à un niveau bas. Pour autant, si les termes de l'échange restent dégradés, le commerce international a accéléré fin 2016 et devrait rester plus dynamique qu'en 2015 et 2016. Par ailleurs, l'environnement financier reste particulièrement accommodant. La croissance régionale pourrait atteindre 2,4 % en 2018 et 2,6 % en 2019 après -0,6 % en 2016 et 1,7 % attendu pour 2017.

Après six années de stagnation, la croissance est repartie en Argentine fin 2016 pour atteindre 2,6 % sur un an au deuxième trimestre

2017. Le gouvernement Macri a entrepris d'importantes réformes telles que la suppression des subventions sur le gaz et l'électricité, la levée des contrôles des changes et de capitaux qui ont rassuré les marchés financiers : l'indice boursier a crû de près de 50 % depuis le début de l'année). Au Brésil, la croissance a repris au début de l'année après trois années de récession (chute de 9 % du PIB en cumulé entre le premier trimestre 2014 et le dernier de 2016). La situation économique et politique reste fragile mais la rigueur budgétaire combinée à la vague massive de privatisations (dont le géant Petrobras) annoncée fin août devrait permettre de réduire considérablement le déficit budgétaire. En août 2017, le déficit budgétaire primaire atteignait 2,4 % du PIB sur 12 mois, et le déficit budgétaire total 9 % du PIB. Au Chili, en Colombie, la croissance accélère à 1,3 % sur un an au deuxième trimestre 2017 et à 2,4 % au Pérou. Ces rythmes bien que supérieurs à ceux des années passées, restent très modérés par rapport aux tendances passées et aux besoins de la population.

Cette reprise modérée se place dans un contexte généralisé de reflux de l'inflation, spectaculaire dans le cas de l'Argentine (l'inflation annuelle est passée de 45 % à 20 % en un peu moins d'un an). Au Brésil, l'inflation atteint même des niveaux historiquement bas si l'on en juge les pics passés : 2,5 % en août dernier après plus de 9 % en 2015 et 2016. Les autorités monétaires ont même réduit leur objectif de cible de 4,5 % (+/- 1,5 point) en 2017 à 4 % en 2020. Seul pays où cette tendance désinflationniste ne s'observe pas, le Mexique qui face à un peso qui a perdu près de 40 % de sa valeur face au dollar en 2 ans, voit ses prix accélérer fortement : 6,6 % en août dernier contre 2,7 % un an plus tôt. L'appréciation du peso face au dollar depuis le début de l'année devrait jouer favorablement sur l'évolution des prix. Dans les autres pays, les taux de change nominaux sont relativement stables face au dollar depuis un an. En termes de compétitivité, les pays sont dans une situation qui à l'exception de l'Équateur, leur est relativement favorable pour gagner des parts de marchés à l'exportation.

Dans cette période de croissance modérée, de faible inflation et de stabilité des taux de change, les politiques monétaires restent, à l'exception de l'Argentine et du Mexique, très accommodantes. Les taux directeurs ont continué de baisser et se situent à des niveaux neutres ou bas.

Europe centrale et orientale : à fond

La croissance du PIB qui avait montré des signes de faiblesse en 2016 dans trois - Hongrie, République tchèque, Pologne – des six pays d'Europe centrale membres de l'UE, Bulgarie, Roumanie et Croatie) a regagné de la vigueur en 2017. Ces mouvements conjoncturels sont essentiellement dus au recul de l'investissement en 2016 puis à sa reprise en 2017, en raison des délais d'utilisation des fonds structurels européens dans le cadre du nouveau programme (2014-2020). En Hongrie et en République tchèque, le ralentissement des exportations a accentué ce mouvement. En Bulgarie et en Roumanie, malgré la baisse marquée de l'investissement en 2016, les autres composantes de la demande interne ou les exportations ont pris le relais, avec pour conséquence un maintien de la croissance du PIB à un rythme assez élevé (respectivement 3,9 % et 4,8 % en 2016). En 2017, le rebond de l'investissement a été très net dans tous les pays et contribue largement à l'accélération de la croissance dans l'ensemble de la zone qui passe de 3 % en 2016 à 4,4 % en 2017. Il y aurait une normalisation en 2018 et 2019, à 3,4 % puis 3 %. Les dynamiques de commerce extérieur seraient défavorables en 2017, avec une contribution à la croissance négative, à l'exception de la République tchèque. Les exportations ralentissent ainsi dans un certain nombre de pays, tandis que la croissance des importations se maintient à un haut niveau.

La consommation privée resterait très dynamique (5 % en 2017). Le taux de chômage continuerait de baisser, pour se situer à de bas niveaux, compris entre 3,2 % en République tchèque et 6,4 % en Bulgarie en 2017. Au-delà des créations d'emplois, la dynamique de la population active favorise cette réduction du chômage. La plupart de ces pays ont connu au cours de la dernière décennie une baisse de leur population, et notamment de la population en âge de travailler plus ou moins compensée par une augmentation des taux d'activité²⁶. Ce faible chômage alimente des augmentations de salaires importantes (les coûts horaires de la main-d'œuvre ont augmenté à des rythmes proches de 10 % ou supérieurs à 10 % selon les pays au deuxième trimestre 2017), avec pour le moment un impact limité sur l'inflation. En octobre 2017, l'inflation en Roumanie et Bulgarie atteignait 1,3 %, en Croatie et en Pologne 1,6 %. Seules la Hongrie et la République tchèque connaissent une inflation supérieure à 2 % (2,5 %). Face à cette accélération, la

26. Voir le chapitre IX de L'économie européenne (OFCE, 2017).

banque centrale tchèque a relevé son taux directeur pour la première fois depuis 2008 (de 0,2 point en août 2017). Elle a aussi abandonné l'arrimage à l'euro en avril dernier, ce qui s'est traduit par une appréciation modérée de la couronne par rapport à l'euro (5 %). Les mouvements sur les taux de change dans les autres pays sont aussi restés limités, avec une faible appréciation du zloty en Pologne depuis fin 2016 et une légère dépréciation en Roumanie en 2017.

Références

- Ahmed S., A. Levin et B. A Wilson, 2004, « Recent US macroeconomic stability: good policies, good practices, or good luck? », *The Review of Economics and Statistics*, 86(3) : 824-832.
- Ball L. M., 2006, « Has globalization changed inflation? », National Bureau of Economic Research, *NBER Working Paper*, n° 12687.
- Bernanke B., 2004, *The Great Moderation. Remarks at the Meeting of the Eastern Economic Association*, 20 février.
- Blank R., 1995, « Changes in inequality and unemployment over the 1980s. Comparative cross-national responses », *Journal of Population Economics*, (8) : 1.
- Blot C. et X. Timbeau, 2009, « Du chaos financier au KO économique », *Revue de l'OFCE*, (3) : 149-178.
- Blot C., P. Hubert, et F. Labondance, 2015, « La politique monétaire crée-t-elle des bulles ? », *Revue de l'OFCE*, (8) : 257-286.
- Borio C., P. Disyatat et M. Juselius, 2016, « Rethinking potential output: Embedding information about the financial cycle », *Oxford Economic Papers*, 69(3) : 655-677.
- Chagny O. et S. Le Bayon, 2014, « L'introduction d'un salaire minimum légal : genèse et portée d'une rupture majeure », *Chronique Internationale de l'IRE*, (146) : 3-18.
- Cochard M., G. Cornilleau et É. Heyer, 2010, « Les marchés du travail dans la crise », *Économie et statistique*, 438(1) : 181-204.
- Dumont M., 2013, « Is there a Trade-off between Wage Inequality and Unemployment? ». In: Hellier J., Chusseau N. (eds), *Growing Income Inequalities*, Londres, Palgrave Macmillan.
- Furceri D., et A. Mourougane, 2012, « The effect of financial crises on potential output: New empirical evidence from OECD countries », *Journal of Macroeconomics*, 34(3) : 822-832.
- Furceri D., et A. Zdzienicka, 2012, « How costly are debt crises? », *Journal of International Money and Finance*, 31(4) : 726-742.

- Giannone D., M. Lenza et L. Reichlin, 2008, « Explaining the great moderation: It is not the shocks », *Journal of the European Economic Association*, 6(2-3) : 621-633.
- Gordon R., 2012, « Is US economic growth over? Faltering innovation confronts the six headwinds », *CEPR Policy Insight*, 63.
- Greenwood R., S. G. Hanson et J. C. Stein, 2016, « The Federal Reserve's balance sheet as a financial-stability tool », In *Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future*, Jackson Hole Symposium: Federal Reserve Bank of Kansas City.
- iAGS, 2014, « From Austerity to Stagnation : How to avoid the deflation trap », in – Independent Annual Growth Survey 2014, *Revue de l'OFCE, Special issue*.
- Jordà Ò., M. Schularick, et A. M. Taylor, 2015, « Leveraged bubbles », *Journal of Monetary Economics*, 76, S1-S20.
- Krugman P., 1994, « Past and Prospective Causes of High Unemployment », *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 23-43.
- Le Garrec G. et V. Touzé, 2016, « Caractéristiques et dynamique de l'équilibre de stagnation séculaire », *OFCE les notes*, 57, janvier.
- Lowe P. et C. Borio, 2002, « Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus », *Bank for International Settlements working paper*, n° 114.
- OFCE, 2016, « Petite reprise après grande crise », *Revue de l'OFCE*, 147.
- OFCE, 2017, « La Routine de l'incertitude », *Revue de l'OFCE*, 151.
- OFCE, 2017, *L'économie européenne 2017*, Collection Repères Éditions La Découverte.
- ONS, 2017, *Economic Review*, octobre 2017.
- Reinhart C. M. et K. S. Rogoff, 2008, « This time is different: A panoramic view of eight centuries of financial crises », *Annals of Economics and Finance*, 15(2) : 1065-1188.
- Rogers J. H., C. Scotti, et J. H. Wright, 2014, « Evaluating asset-market effects of unconventional monetary policy: a multi-country review », *Economic Policy*, 29(80) : 749-799.
- Storer P et M. Van Audenrode, 1998, « Exploring the Links between Wage Inequality and Unemployment: A Comparison of Canada », *Canadian Public Policy/Analyse de politiques*, (241) : 233-253.

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

	2016				2017				2018				2016	2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Taux de change¹																
1 €=...dollars	1,09	1,14	1,11	1,10	1,06	1,09	1,16	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,11	1,13	1,20	1,20
1 \$=...yens	118	109	103	107	115	111	112	110	110	110,0	110,0	110,0	109,3	112,0	110,0	110,0
1 £=...euros	1,32	1,27	1,19	1,15	1,17	1,17	1,13	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,23	1,14	1,10	1,10
Taux d'intérêt directeurs des banques centrales¹																
USA	0,50	0,50	0,50	0,55	0,79	1,05	1,25	1,33	1,50	1,67	1,83	2,00	0,51	1,10	1,75	2,50
JPN	0,00	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	-0,07	0,00	0,30	0,30
EUZ	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,08	0,25	0,01	0,00	0,08	0,75
GBR	0,50	0,50	0,34	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,42	0,40	0,25	0,29	0,73
Taux d'intérêt à 10 ans¹																
USA	1,9	1,8	1,6	2,1	2,4	2,3	2,2	2,5	2,8	3,0	3,3	3,4	1,8	2,4	3,10	3,50
JPN	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4	0,5	0,6	-0,1	0,1	0,43	0,70
EUZ	1,1	1,0	0,7	0,9	1,3	1,3	1,1	1,1	1,3	1,5	1,5	1,7	0,9	1,2	1,50	2,28
GBR	1,7	1,6	1,0	1,1	1,4	1,1	1,2	1,4	1,6	1,6	1,6	1,8	1,3	1,3	1,65	2,38
Matières premières																
Prix du pétrole Brent, en \$ ¹	34,1	45,6	45,9	49,5	53,8	49,8	52,1	54,0	54,0	52,0	50,0	50,0	43,8	52,4	51,50	50,00
Prix du pétrole Brent, en € ¹	31,3	40,1	41,2	45,1	50,7	45,6	45,0	45,0	45,0	43,3	41,7	41,7	39,4	46,6	42,92	41,67
Matières premières industrielles ²	-17,4	25,6	3,2	11,2	5,8	-7,5	0,3	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-12,7	15,4	-1,98	-0,38

1. Moyenne sur la période.

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

Sources : Taux de change et pétrole : relevé des cotations quotidiennes. Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Prévision OFCE octobre 2017.

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

Millions de barils/jour sauf mention contraire, cvs

	2016				2017				2018				2016	2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Demande mondiale	96,5	96,8	96,9	97,7	97,7	98,7	98,4	98,7	99,2	99,4	99,5	99,9	97,0	98,4	99,5	100,9
<i>En taux de croissance¹</i>													1,6	1,5	1,1	1,4
<i>PIB mondial¹</i>													3,0	3,3	3,4	3,3
<i>Intensité pétrolière¹</i>													-1,4	-1,8	-1,9	-1,9
Production mondiale	97,4	96,7	96,8	98,0	97,4	97,8	98,2	98,6	99,0	99,5	99,8	100,2	97,2	98,0	99,6	101,1
<i>Dont OPEP</i>	39,0	38,9	39,1	39,9	39,1	39,2	39,4	39,4	39,6	39,7	39,8	39,9	39,2	39,3	39,7	40,3
<i>Non OPEP</i>	58,4	57,8	57,7	58,1	58,3	58,6	58,8	59,2	59,5	59,8	60,1	60,3	58,0	58,7	59,9	60,8
Variation de Stock	0,9	-0,1	-0,1	0,3	-0,3	-0,9	-0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,3	0,3	0,2	-0,4	0,1	0,3
<i>Dont OCDE</i>	0,6	0,1	-0,2	0,0	0,4	-0,7	-0,6	0,2	0,1	0,4	0,2	0,1	0,1	-0,2	0,2	0,0
Prix du pétrole Brent en \$²	34,1	45,6	45,9	49,5	53,8	49,8	52,1	54,0	54,0	52,0	50,0	50,0	43,8	52,4	51,5	50,0
Prix des matières premières industrielles ¹	-17,4	25,6	3,2	11,2	5,8	-7,5	0,3	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-12,7	15,4	-2,0	-0,4
Taux de change 1 € = ...\$	1,09	1,14	1,11	1,10	1,06	1,09	1,16	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,1	1,1	1,2	1,2
Prix du Brent en €	31,3	40,1	41,2	45,1	50,7	45,6	45,0	45,0	45,0	43,3	41,7	41,7	39,5	46,5	42,9	41,7

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

2. En dollars, moyenne sur la période.

Sources : EIA (pétrole), indice HWWA Hambourg (matières premières industrielles), calculs et prévision OFCE octobre 2017.

A3. États-Unis : résumé des prévisions

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

	2016				2017				2018				2015	2016	2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,1	0,6	0,7	0,4	0,3	0,8	0,4	0,5	0,7	0,6	0,6	0,6	2,9	1,5	2,0	2,4	1,8
PIB par habitant	0,0	0,4	0,5	0,3	0,2	0,6	0,2	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4	2,1	0,8	1,3	1,6	1,1
Consommation des ménages	0,4	0,9	0,7	0,7	0,5	0,8	0,4	0,4	0,7	0,6	0,6	0,5	3,6	2,7	2,5	2,3	1,7
Consommation publique	0,1	0,2	0,5	-0,1	-0,4	0,1	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	1,3	1,0	-0,1	0,8	0,4
FBCF totale dont :	-0,1	0,4	0,4	0,4	1,9	0,9	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	3,8	0,6	3,9	4,1	2,6
Production privée	-1,0	0,8	0,8	0,0	1,7	1,6	0,8	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	2,3	-0,6	4,3	3,9	1,9
Logement	3,2	-1,2	-1,1	1,7	2,7	-1,9	1,0	1,2	1,5	1,5	1,5	1,5	10,2	5,5	2,4	4,8	5,4
Administrations publiques	2,0	-1,9	-1,3	0,8	1,0	-0,7	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,6	-0,2	0,2	3,1	3,3
Exportations de biens et services	-0,7	0,7	1,6	-1,0	1,8	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,4	-0,3	3,4	4,0	4,1
Importations de biens et services	0,0	1,0	0,7	2,0	1,1	0,4	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	5,0	1,3	4,0	3,9	3,0
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,4	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7	0,4	0,5	0,7	0,6	0,7	0,6	3,4	2,1	2,4	2,5	1,8
Variations de stocks	-0,2	-0,2	0,0	0,3	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,4	-0,2	0,0	0,0
Commerce extérieur	-0,1	0,1	0,1	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,2	-0,2	-0,1	0,0
Prix à la consommation (IPCH) *	1,1	1,1	1,1	1,8	2,6	1,9	2,0	1,6	1,3	1,9	1,9	2,0	0,1	1,3	2,0	1,8	2,2
Taux de chômage	5,0	4,9	4,9	4,7	4,7	4,4	4,3	4,2	4,1	4,0	4,0	3,9	5,3	4,9	4,4	4,0	4,4
Solde courant, en % du PIB													-2,4	-2,4	-2,5	-3,0	-2,8
Solde public, en % du PIB													-4,3	-5,0	-4,9	-5,2	-5,0
Dette publique, en % du PIB													101,7	102,8	103,7	103,9	104,5
Impulsion budgétaire, en points de PIB													-0,2	0,5	0,0	0,6	0,0
PIB zone euro	0,5	0,3	0,4	0,6	0,6	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	2,0	1,8	2,2	1,8	1,6

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

Sources : Bureau of Economic Analysis (BEA), Bureau of Labor Statistics (BLS), prévision OFCE octobre 2017.

A4. Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2016				2017				2018				2015	2016	2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,5	0,3	0,4	0,4	0,6	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	2,0	1,8	2,2	1,8	1,6
PIB par habitant	0,4	0,3	0,4	0,6	0,5	0,6	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3	1,5	1,5	1,9	1,5	1,3
Consommation des ménages	0,7	0,3	0,4	0,5	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	1,8	2,0	1,8	1,9	1,7
Consommation publique	0,8	0,3	0,2	0,4	0,2	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	1,3	1,7	1,2	0,9	0,9
FBCF totale dont :	0,3	2,7	0,1	1,5	-0,2	2,0	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	3,0	4,5	3,6	2,9	2,5
Productive hors bâtiment	-0,3	5,3	-0,4	0,7	-0,3	0,6	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	5,7	6,7	2,2	2,7	2,7
Logement	1,2	0,5	0,8	1,9	1,3	1,3	1,1	1,1	0,9	0,9	0,8	0,9	0,9	4,1	5,2	3,9	3,6
Construction	1,2	-1,4	0,8	2,2	-0,1	1,3	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	-0,2	0,8	2,9	2,0	2,1
Exportations de biens et services	0,5	1,1	0,6	1,5	1,3	1,0	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	6,1	3,3	4,4	3,1	2,9
Importations de biens et services	0,5	1,9	0,5	1,9	0,4	1,5	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	6,5	4,7	4,4	3,5	3,1
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,6	0,8	0,3	0,7	0,2	0,8	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,9	2,3	1,9	1,8	1,6
Variations de stocks	-0,1	-0,1	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0
Commerce extérieur	0,0	-0,3	0,1	-0,1	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,5	0,2	-0,1	0,0
Prix à la consommation (IPCH)*	0,1	-0,1	0,3	0,7	1,8	1,5	1,5	1,0	1,0	0,5	1,0	1,1	0,0	0,2	1,4	0,9	1,3
Taux de chômage	10,3	10,1	9,9	9,7	9,5	9,2	9,0	8,9	8,8	8,6	8,5	8,4	10,9	10,0	9,1	8,6	8,2
Solde courant, en % du PIB													2,4	3,0	3,4	3,5	3,5
Solde public, en % du PIB													-2,1	-1,5	-1,1	-0,8	-0,7
Dette publique, en % du PIB													90,3	89,2	87,6	86,1	84,2
Impulsion budgétaire, en points de PIB													-0,1	0,1	0,2	0,1	0,0
PIB États-Unis	0,1	0,6	0,7	0,4	0,3	0,8	0,4	0,5	0,7	0,6	0,6	0,6	2,9	1,5	2,0	2,4	1,8

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

Sources : Eurostat, prévision OFCE octobre 2017.

A5. Allemagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2016				2017				2018				2015	2016	2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,6	0,5	0,3	0,4	0,7	0,6	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	1,5	1,9	2,0	1,5	1,3
PIB par habitant	0,4	0,2	0,1	0,2	0,5	0,4	0,2	0,1	0,2	0,3	0,3	0,2	0,6	0,9	1,3	1,0	0,9
Consommation des ménages	0,6	0,2	0,4	0,6	0,4	0,8	0,5	0,3	0,5	0,6	0,6	0,4	1,6	1,9	2,1	2,0	1,5
Consommation publique	1,5	0,7	0,2	0,5	0,2	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	2,9	3,7	1,6	1,7	1,6
FBCF totale dont :	1,2	-1,2	0,5	-0,1	2,7	1,0	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	1,1	2,9	3,7	1,8	1,7
Productive privée	0,8	-0,8	0,6	-1,2	3,0	0,6	0,0	0,4	0,2	0,3	0,3	0,3	1,6	2,5	2,8	1,1	1,2
Logement	1,8	0,1	0,4	1,1	2,4	2,2	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	-1,2	3,8	5,7	2,6	2,0
Administrations publiques	1,9	-6,5	0,3	3,5	1,9	0,1	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	4,5	2,6	3,7	3,4	3,6
Exportations de biens et services	1,0	1,3	-0,2	1,3	1,6	0,7	0,7	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	4,7	2,4	3,9	2,4	2,1
Importations de biens et services	1,7	-0,2	0,7	2,5	0,4	1,7	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	5,2	3,8	4,7	3,6	2,9
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,9	0,0	0,3	0,4	0,8	0,8	0,4	0,3	0,4	0,5	0,5	0,4	1,6	2,3	2,2	1,8	1,5
Variations de stocks	0,0	-0,2	0,4	0,4	-0,7	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	0,1	0,0
Commerce extérieur	-0,2	0,7	-0,4	-0,4	0,6	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	-0,4	0,0	-0,4	-0,2
Prix à la consommation (IPCH)*	0,1	0,0	0,4	1,0	1,9	1,6	1,5	1,1	0,9	0,9	0,9	1,0	0,1	0,4	1,5	0,9	1,5
Taux de chômage	4,3	4,2	4,1	4,0	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8	3,7	3,6	3,6	4,6	4,2	3,8	3,6	3,6
Solde courant, en % du PIB													8,4	8,5	7,7	7,4	6,9
Solde public, en % du PIB													0,6	0,8	0,7	0,4	0,4
Dettes publiques, en % du PIB													70,9	68,1	67,4	66,9	66,5
Impulsion publique, en points de PIB													0,3	0,3	0,5	0,4	0,1
PIB zone euro	0,5	0,3	0,4	0,6	0,6	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	2,0	1,8	2,2	1,8	1,6

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Sources : Bundesbank, Statistisches Bundesamt, prévision OFCE octobre 2017.

A6. France : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2016				2017				2018				2015	2016	2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,6	-0,1	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,3	0,4	0,5	0,5	1,0	1,1	1,8	1,7	1,9
PIB par habitant	0,5	-0,2	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,7	1,3	1,3	1,5
Consommation des ménages	1,3	0,4	-0,1	0,6	0,1	0,3	0,5	0,4	0,3	0,4	0,5	0,5	1,4	2,1	1,2	1,6	1,8
Consommation publique	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	1,1	1,2	1,2	0,4	0,5
FBCF totale dont :	1,1	-0,1	0,3	0,7	1,4	0,9	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,9	2,7	3,3	2,8	3,0
SNFEI	1,7	-0,5	0,1	0,8	2,1	1,0	0,4	0,8	0,7	0,8	0,8	0,7	2,9	3,4	3,8	3,0	3,2
Ménages	0,8	0,8	1,2	1,2	1,5	1,1	1,2	1,1	0,8	0,8	0,6	0,8	-2,1	2,5	5,0	3,7	3,3
Administrations publiques	-1,1	0,5	-0,5	-1,1	-0,5	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-3,0	-0,1	-1,6	0,1	1,2
Exportations de biens et services	0,4	-0,2	0,9	1,2	-0,8	2,4	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	4,0	1,9	2,9	3,4	3,3
Importations de biens et services	0,6	-0,9	2,7	0,8	1,2	0,3	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	5,5	4,2	3,6	2,7	2,9
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	1,0	0,3	0,1	0,6	0,4	0,5	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	0,5	1,2	2,0	1,6	1,6	1,8
Variations de stocks	-0,4	-0,6	0,7	-0,1	0,7	-0,6	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,1	0,4	0,0	0,0
Commerce extérieur	-0,1	0,3	-0,6	0,1	-0,6	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,8	-0,3	0,1	0,0
Prix à la consommation (IPCH)*	0,0	0,1	0,4	0,7	1,5	1,0	0,9	1,1	1,2	0,8	1,0	1,4	0,1	0,3	1,2	1,1	1,5
Taux de chômage	10,2	10,1	9,9	10,0	9,6	9,5	9,5	9,4	9,4	9,4	9,3	9,2	10,4	10,1	9,5	9,3	9,0
Solde public, en % du PIB													-3,6	-3,4	-2,9	-2,6	-2,9
Dettes publiques, en % du PIB													95,6	96,3	96,6	96,7	96,3
Impulsion budgétaire, en points de PIB													-0,4	-0,1	-0,2	0,0	-0,3
PIB zone euro	0,5	0,3	0,4	0,6	0,6	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	2,0	1,8	2,2	1,8	1,6

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

Sources : INSEE, prévision OFCE octobre 2017.

A7. Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2016				2017				2018				2015	2016	2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,3	0,1	0,3	0,4	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,9	1,1	1,4	1,1	0,9
PIB par habitant	0,3	0,1	0,2	0,3	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,8	1,0	1,1	0,9	0,7
Consommation des ménages	0,3	0,2	0,3	0,2	0,6	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	2,0	1,5	1,4	1,2	1,0
Consommation publique	0,9	-0,3	-0,2	0,6	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	0,5	0,7	0,0	-0,2
FBCF totale dont :	0,8	-0,4	2,4	2,5	-2,0	0,9	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	1,7	3,0	1,9	1,8	1,3
productive	3,1	0,4	4,5	4,0	-5,1	2,7	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	4,9	7,5	2,4	2,5	1,3
logement	0,6	0,4	0,4	0,6	0,5	-0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	1,5	3,3	1,1	0,5	0,6
Exportations de biens et services	-0,9	1,8	1,0	2,1	1,7	0,0	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	4,2	2,6	4,6	2,3	2,3
Importations de biens et services	-1,0	2,3	1,3	2,5	0,8	1,2	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	6,6	3,3	5,3	2,4	2,0
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,0	0,6	0,7	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	1,4	1,5	1,3	1,0	0,8
Variations de stocks	-0,2	0,2	-0,3	-0,2	0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,2	0,1	0,0
Commerce extérieur	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,2	-0,1	0,0	0,1
Prix à la consommation (IPCH)¹	0,0	-0,4	0,0	0,2	1,4	1,6	1,3	1,2	0,8	0,8	0,8	0,9	0,1	-0,1	1,9	1,3	1,0
Taux de chômage	11,6	11,6	11,6	11,8	11,6	11,2	11,1	11,0	10,9	10,8	10,8	10,7	11,9	11,7	11,2	10,8	10,7
Solde courant, en % de PIB													1,9	2,2	2,4	3,1	3,4
Solde public, en % de PIB													-2,7	-2,4	-2,1	-1,6	-1,3
Dettes publiques, en % du PIB													132,7	132,7	132,5	131,4	130,2
Impulsion budgétaire, en points de PIB													0,2	0,2	0,4	0,1	0,1
PIB zone euro	0,5	0,3	0,4	0,6	0,6	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	2,0	1,8	2,2	1,8	1,6

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

Sources : ISTAT, calculs de l'auteur, prévision OFCE octobre 2017.

A8. Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2016				2017				2018				2015	2016	2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,8	0,8	0,7	0,7	0,8	0,9	0,6	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	3,2	3,2	3,0	2,7	2,4
PIB par habitant	0,8	0,8	0,6	0,6	0,7	0,8	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	3,3	3,2	2,8	2,5	2,2
Consommation des ménages	0,9	0,7	0,6	0,8	0,4	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	2,9	3,2	2,5	3,1	2,9
Consommation publique	0,2	-0,6	0,5	-0,2	0,8	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	2,0	0,8	1,2	1,2	1,2
FBCF totale¹ dont :	0,4	1,4	-0,1	0,5	2,1	0,8	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	6,0	3,1	3,8	2,2	2,1
Productive	0,2	1,5	-0,3	0,2	1,8	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	7,1	2,9	2,5	0,1	0,0
Logement	1,1	0,9	0,4	1,4	2,7	2,4	2,0	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8	3,1	3,7	7,8	7,8	7,4
Exportations de biens et services	0,2	3,4	-1,2	2,0	3,0	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	4,9	4,4	6,0	2,9	2,4
Importations de biens et services	-0,2	2,6	-2,0	1,8	3,1	-0,2	0,7	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	5,6	3,3	4,6	2,1	2,3
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,6	0,6	0,4	0,5	0,8	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	3,2	2,6	2,4	2,4	2,2
Variations de stocks	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Commerce extérieur	0,1	0,4	0,2	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,5	0,6	0,4	0,2
Prix à la consommation (IPCH)²	-0,8	-1,0	-0,3	0,8	2,7	2,1	1,6	1,2	0,7	0,8	1,0	1,1	-0,5	-0,2	1,9	0,9	1,2
Taux de chômage	21,0	20,0	18,9	18,6	18,8	17,2	16,8	16,4	16,0	15,6	15,3	15,0	22,1	19,6	17,3	15,5	14,3
Solde courant, en % de PIB													1,4	1,9	1,7	1,5	1,6
Solde public, en % de PIB³													-5,1	-4,5	-3,0	-2,0	-1,3
Dettes publiques, en % de PIB													100,3	100,6	100,9	100,1	99,7
Impulsion budgétaire, en points de PIB													-0,9	-0,1	-0,4	-0,2	-0,2
PIB zone euro	0,5	0,3	0,4	0,6	0,6	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	2,0	1,8	2,2	1,8	1,6

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

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

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

Sources : INE, prévision OFCE octobre 2017.

A9. Royaume-Uni : résumé des prévisions

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

	2016				2017				2018				2015	2016	2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,2	0,5	0,4	0,6	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	2,3	1,8	1,4	1,0	1,2
PIB par habitant	-0,1	0,3	0,2	0,4	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	1,5	1,0	0,6	0,2	0,5
Consommation des ménages ¹	0,7	0,9	0,5	0,4	0,3	0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	2,6	2,8	1,3	0,0	0,2
Consommation publique	1,0	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,1	0,5	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,6	1,1	0,8	1,2	0,8
FBCF totale ² dont :	0,6	1,9	0,8	0,4	0,5	0,6	-0,1	0,3	0,2	0,2	0,5	0,5	2,8	1,3	2,2	1,0	2,0
Productive privée	-0,1	0,9	1,4	-0,1	0,8	0,5	0,0	0,0	-0,2	-0,2	0,4	0,4	3,7	-0,4	1,9	0,1	1,5
Logement	3,6	-2,3	-0,3	2,8	3,6	-2,9	2,5	0,8	0,6	0,6	0,7	0,7	4,9	5,5	4,3	2,7	2,8
Administrations publiques	-1,4	11,5	0,5	-1,1	-4,2	5,8	-3,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	-2,6	1,4	0,2	1,5	2,6
Exportations de biens et services	-2,4	2,5	-1,9	5,4	-0,3	1,7	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	5,0	1,1	5,4	3,7	3,3
Importations de biens et services	-0,1	0,8	3,0	-0,7	1,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	5,1	4,3	2,5	1,2	1,3
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,8	0,9	0,5	0,4	0,4	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	2,2	2,3	1,4	0,4	0,6
Variations de stocks	0,0	-0,8	1,3	-1,5	0,3	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,5	-0,7	-0,1	0,0
Commerce extérieur	-0,7	0,4	-1,4	1,7	-0,4	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,9	0,7	0,7	0,6
Prix à la consommation (IPCH) ³	0,3	0,3	0,8	1,2	2,2	2,8	2,8	3,2	3,4	2,9	2,8	2,7	0,1	0,6	2,7	3,0	2,4
Taux de chômage ⁴	5,1	4,9	4,8	4,8	4,6	4,4	4,4	4,5	4,5	4,6	4,7	4,8	5,4	4,9	4,5	4,7	5,1
Solde courant, en % du PIB	-6,1		-5,6		-4,5		-4,4		-4,3		-4,1		-5,2	-5,9	-4,5	-4,2	-3,9
Solde public ⁵, en % du PIB													-4,3	-2,9	-3,0	-2,9	-2,7
Dettes publiques, en % du PIB													88,2	88,3	88,2	88,5	88,9
Impulsion budgétaire, en points de PIB													0,8	-1,3	0,1	-0,4	-0,4
PIB zone euro	0,5	0,3	0,4	0,6	0,6	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	2,0	1,8	2,2	1,8	1,6

1. Y compris ISBLSM. 2. Y compris acquisitions moins cessions d'objets de valeur. 3. Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle. 4. Au sens du BIT. 5. Au sens de Maastricht, selon la comptabilisation de l'ONS.

Sources : ONS (Quarterly National Accounts, Quarter 2 2017, 29 septembre 2017), prévision OFCE octobre 2017.

A10. Amérique latine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2015	2016	2017	2018	2019
PIB	0,0	-0,6	1,7	2,4	2,6
Argentine	2,6	-2,2	2,7	3,2	3,2
Brésil	-3,8	-3,6	0,8	2,1	2,4
Mexique	2,7	2,0	2,6	2,2	2,4
Importations	-4,3	-0,8	7,4	2,2	3,8
Exportations	1,6	0,7	6,4	2,3	2,7
Demande adressée	3,3	0,7	0,7	5,8	2,8

Sources : FMI, calculs et prévision OFCE octobre 2017.

A11. Asie : résumé des prévisions de PIB

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2016	2017	2018	2019
Corée du Sud	6,8	2,8	2,8	2,5	2,6
Asie en développement rapide	20,3	3,8	3,8	4,1	4,2
Taïwan	3,9	1,5	1,7	2,4	2,5
Hong Kong	1,5	1,9	1,9	1,9	2,0
Singapour	0,9	2,0	1,3	2,0	2,1
Thaïlande	3,6	3,2	3,3	3,4	3,4
Indonésie	6,0	5,0	5,2	5,5	5,6
Malaisie	1,7	4,2	4,3	4,4	4,5
Philippines	2,6	6,9	6,0	5,9	6,0
Chine	48,5	6,7	6,8	6,6	6,5
Inde	24,4	7,9	7,0	7,7	7,7
Asie hors Chine	51,5	5,6	5,2	5,6	5,6
Total	100,0	6,2	6,0	6,1	6,1

Sources : CEIC, calculs et prévision OFCE octobre 2017.

A12. Nouveaux États membres de l'Union

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2016	2017	2018	2019
Pologne	45	2,7	4,3	3,3	2,8
Roumanie	18	4,8	5,6	3,4	2,9
République Tchèque	15	2,5	4,7	3,7	3,3
Hongrie	12	1,9	3,8	3,5	3,5
Bulgarie	6	3,9	3,6	3,0	3,0
Croatie	4	2,7	3,0	2,6	2,6
NEM-6	100,0	3,0	4,4	3,4	3,0

Sources : Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE octobre 2017.