

Europe : menaces sur la croissance

Perspectives pour l'économie européenne 2018-2020

Italie : relance incertaine

Le rôle de la BCE face aux bulles

Brexit : à l'heure des choix

Conférence de presse OFCE

12 novembre 2018

Europe : menaces sur la croissance

Quel scénario pour la croissance en Europe ?

❑ Des chocs qui affectent négativement la croissance

- ❑ Hausse du prix du pétrole (-0,2 point de croissance en 2018)
- ❑ Guerre commerciale et tensions financières dans les émergents : effets faibles
- ❑ Incertitudes européennes : Brexit sans accord et bras de fer sur le budget italien

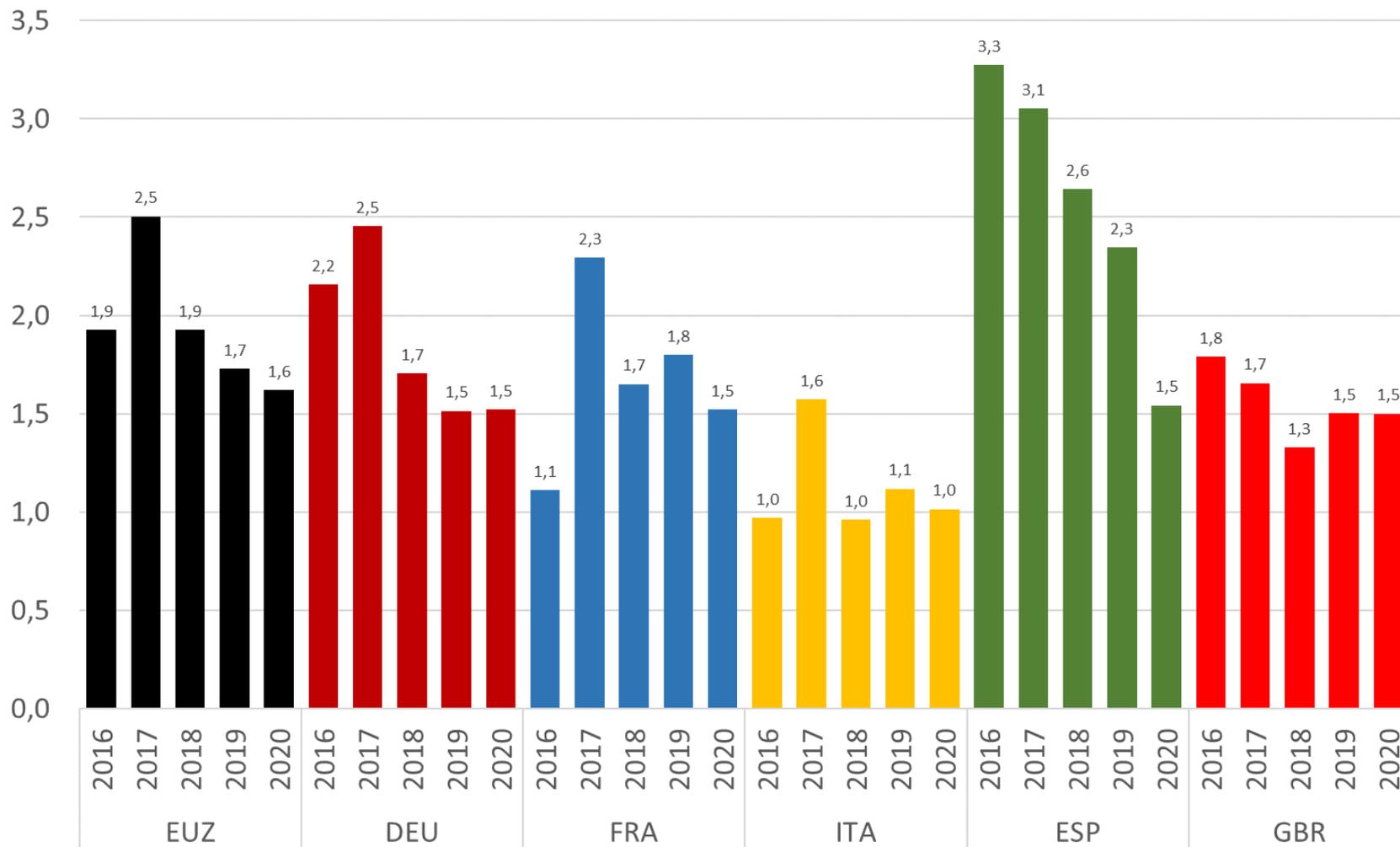
❑ Vers un ralentissement dans les pays industrialisés

- ❑ Le potentiel de rebond s'amenuise
 - Ecart de production refermer en Allemagne et aux Etats-Unis
 - Encore un potentiel de rebond en France, Italie, Espagne
- ❑ Un ralentissement du potentiel
 - Tendances de productivité & de population active

La dynamique de croissance en Europe

□ Baisse progressive de la croissance

Prévisions de croissance (en %)

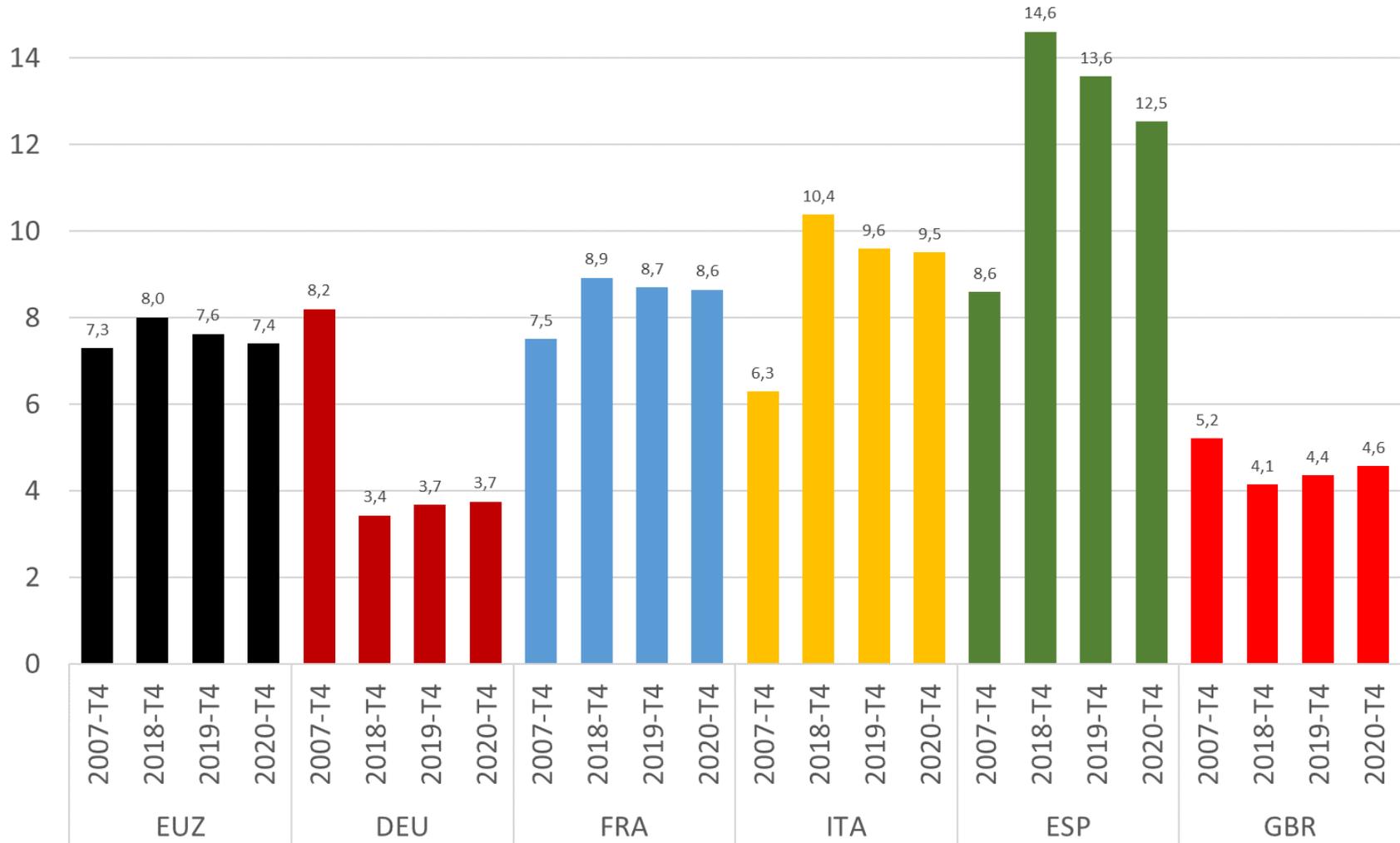


Sources : Comptes nationaux, prévision OFCE octobre 2018

Les déséquilibres issus de la crise se résorbent partiellement

□ La chômage poursuit sa baisse

Taux de chômage au sens du BIT (en % de la population active)

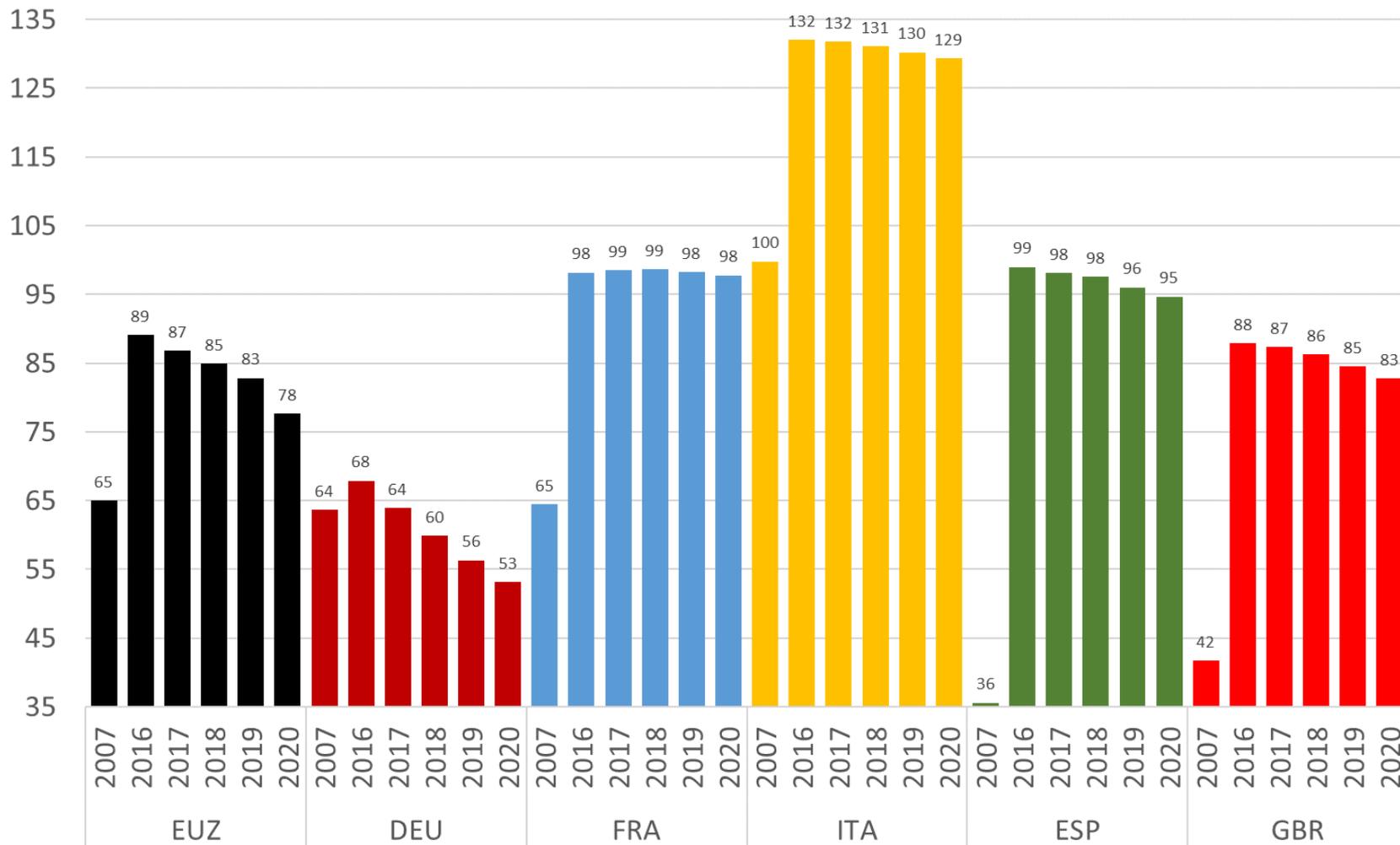


Sources : Comptes nationaux, prévisions OFCE octobre 2018

Les déséquilibres issus de la crise se résorbent partiellement

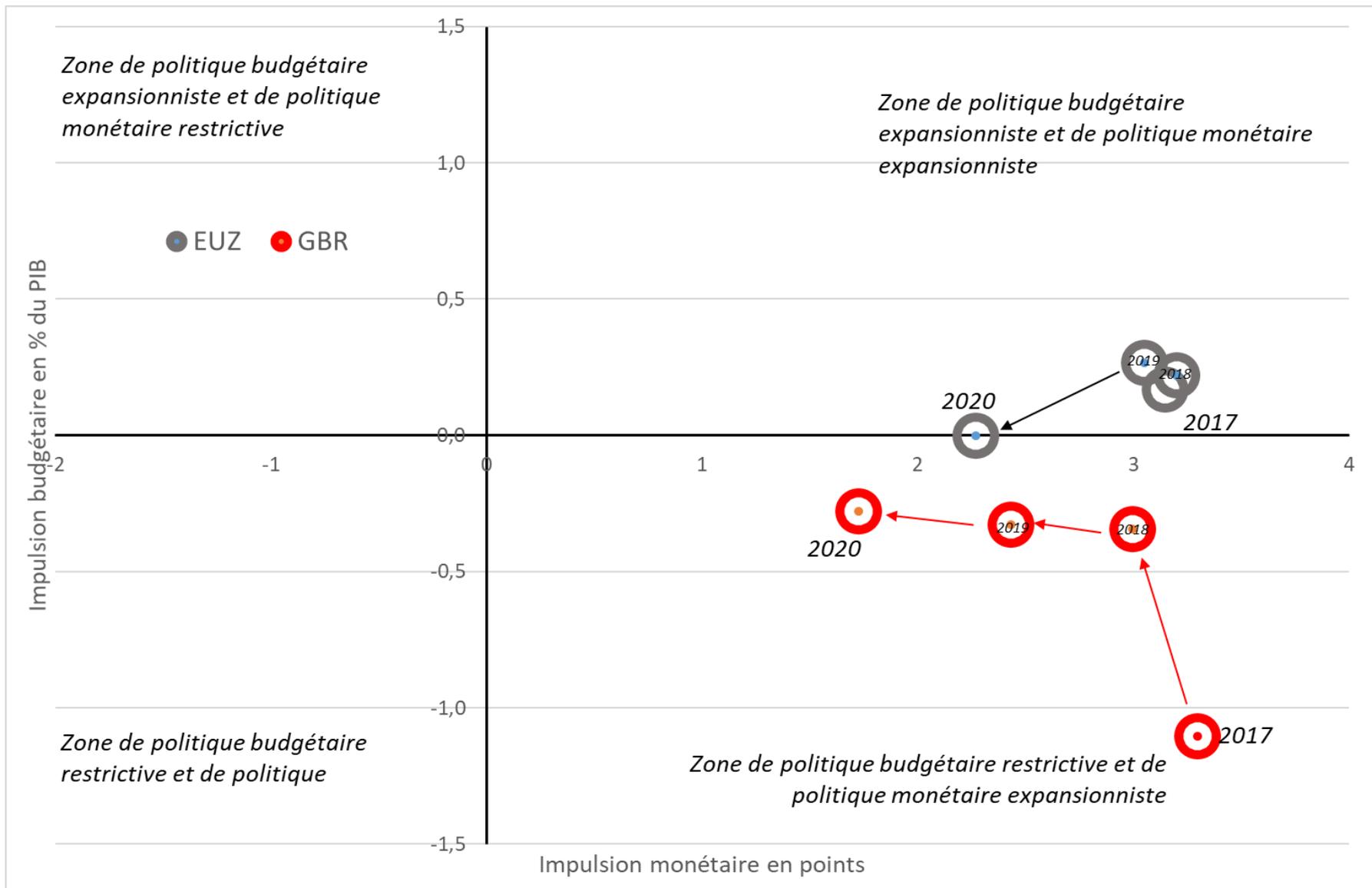
▣ Les dettes publiques se stabilisent

Evolution de la dette publique (en % du PIB)



Sources : Eutostat, prévisions OFCE octobre 2018

Quel *policy-mix* en 2018-2020 ?



Sources : Calculs et prévisions, OFCE octobre 2018

Quelle politique monétaire en 2018-2020 ?

□ BCE

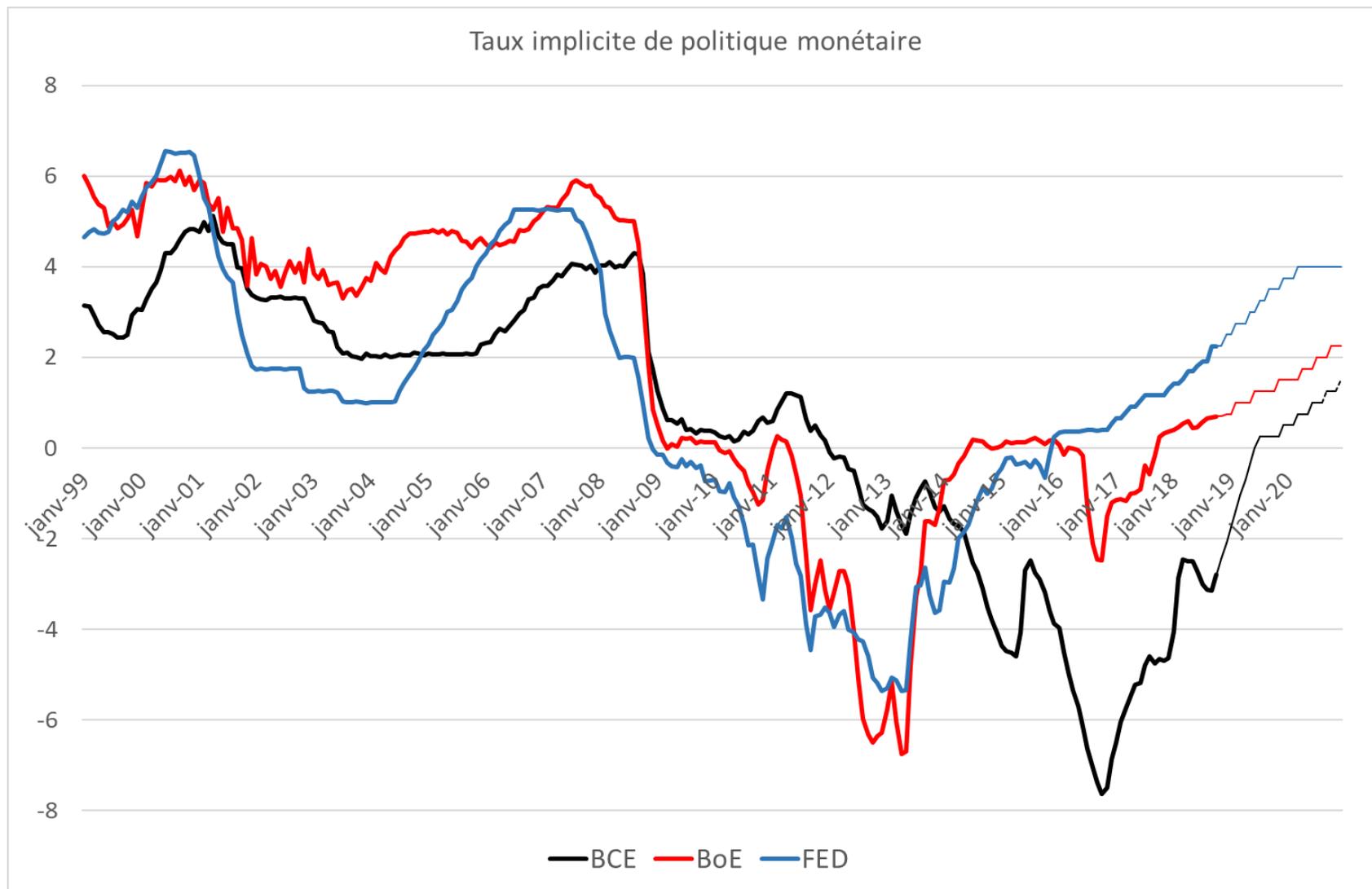
- Inflation inférieure à la cible de la BCE
 - Ce qui justifie une politique monétaire qui reste expansionniste
 - Remontée graduelle des taux
 - Réduction progressive de la taille du bilan
- Chômage de la zone euro converge lentement
- Risque sur la stabilité financière ? (bulles de prix d'actifs ?)
 - Ce qui justifie la normalisation
- Se redonner des marges de manœuvre en cas de choc
 - Ce qui justifie la normalisation

□ Banque d'Angleterre

- Question du Brexit
 - *Soft-Brexit* : normalisation
 - Scénario noir : une nouvelle vague d'assouplissement quantitatif

Quelle politique monétaire en 2018-2020 ?

□ Une remontée progressive des taux



Sources : Krippner, prévision OFCE octobre 2018

□ Zone euro

□ Fin de l'austérité généralisée

- La dette est stabilisée

□ Hétérogénéité des situations macroéconomiques

- Une politique budgétaire légèrement expansionniste (le chômage n'est pas résorbé)
- Mais la question de la répartition de l'effort se pose
- Les pays qui ont le chômage le plus élevé sont ceux pour lesquels la stabilisation de la dette pourrait être menacée (cas de l'Italie)

□ Les évolutions récentes du déficit semble garantir la stabilité de la dette

□ Mais les exigences budgétaires sont plus strictes (retour vers 60%)

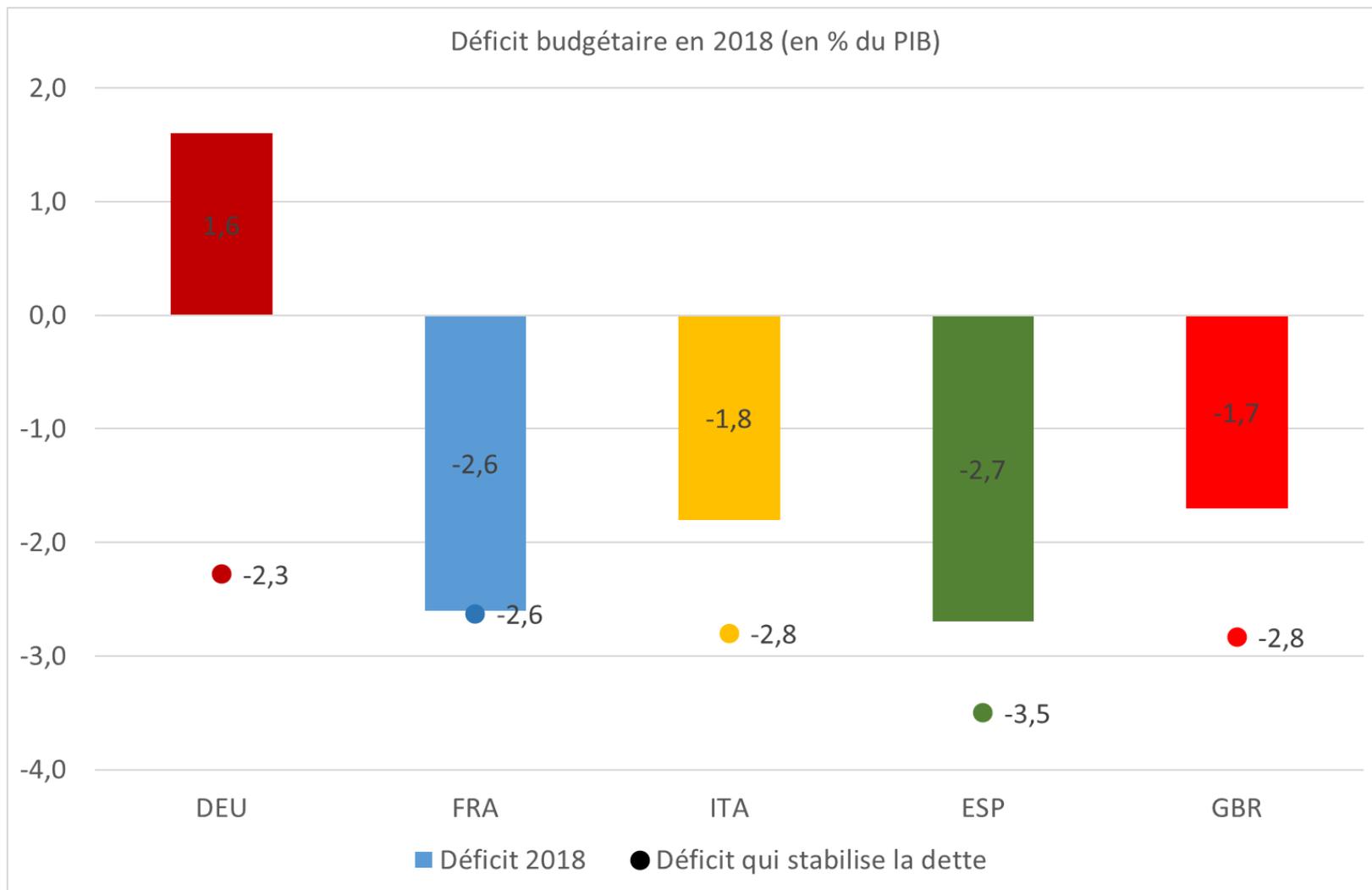
Quelles politiques économiques en 2018-2020 ?

- La politique budgétaire en zone euro (Impulsions budgétaires en points de PIB domestique)

	2010-2014	2015-2017	2018	2019	2020
FRA	-0,6	-0,2	0,0	-0,2	-0,3
DEU	-0,1	0,4	+0,3	+0,4	+0,2
ITA	-0,8	0,2	+0,1	+0,7	+0,1
ESP	-2,3	0,3	+0,6	0,0	-0,4
EUZ	-1,3	-0,2	+0,3	+0,2	-0,1
GBR	-0,7	-0,9	-0,3	-0,3	-0,3
USA	-1,1	-0,1	1,5	1,0	-0,7

Quelles politiques budgétaires en 2018-2020 ?

❑ Quel est le déficit budgétaire qui stabilise la dette ?



Sources : Eurostat, calculs OFCE octobre 2018

Italie : relance incertaine

- ❑ **Impulsion budgétaire (IB) très positive (1,1 pt de PIB) en 2019 et impulsion neutre (0,1 pt de PIB) en 2020**

- ❑ **Principales mesures inscrites dans le PLF pour 2019**
 - ❑ Baisse des PO (0,3 point de PIB)
 - « *Flat tax* » à 15 % pour les PME
 - ❑ Hausse des dépenses publiques (0,5 point de PIB)
 - Pension de citoyenneté et revenu de citoyenneté. Objectif: compléter la pension de tous les retraités pour la porter à 780 euros par mois. Idem pour les actifs, sous conditions
 - Réforme des retraites, avec « règle des 100 », sous conditions d'âge (62 ans) et de durée de cotisation (38 ans).
 - Fonds d'investissement public de 50 milliards d'euros sur 5 ans.
 - Baisses de dépenses (« *spending review* », amnistie fiscale) = 0,6 pt de PIB

- ❑ **Différence d'IB avec le gouvernement italien (0,8 pt): baisse de dépenses de 0,3 point non documentée**

❑ Hypothèses comparées, gouvernement italien et OFCE

2019	OFCE	Gouvernement italien
PIB en volume (en %)	1,1	1,5
PIB potentiel en volume (en %)	0,3	0,9
Impulsion budgétaire (en % du PIB)	1,1	0,8
Multiplicateur budgétaire implicite	0,4	0,5
Solde public (en % du PIB)	-2,7	-2,4

❑ Taux de croissance: 1,1 % en 2019

- ❑ Croissance spontanée de 0,7 %
- ❑ Effet de l'IB sur la croissance: 0,4 pt

❑ Multiplicateur budgétaire implicite

- ❑ Plus élevé en cas d'écart de production négatif
- ❑ Plus fort sur les dépenses publiques que sur les PO
- ❑ Amoindri par la dégradation des conditions financières inscrite en prévision.

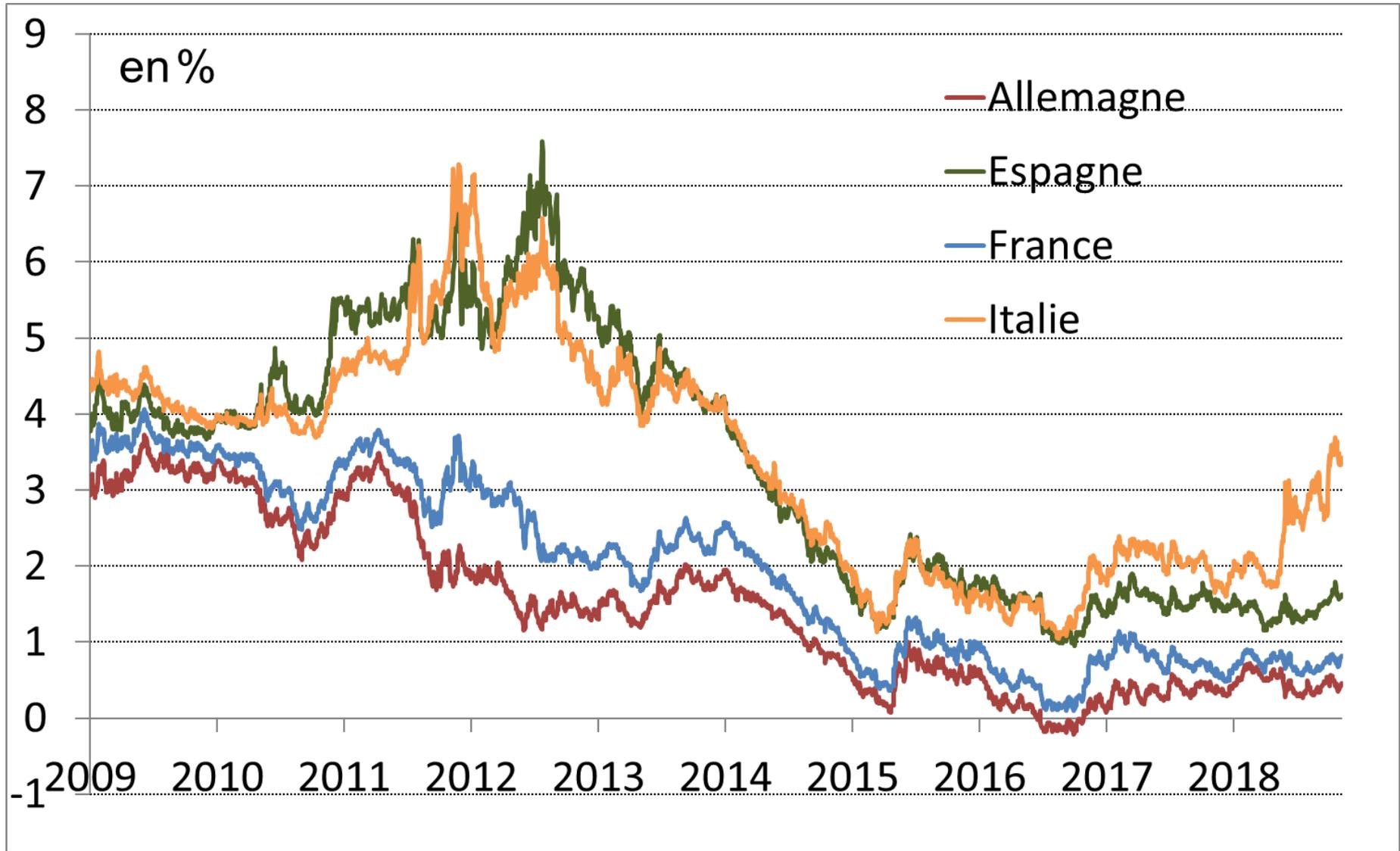
- ❑ Analyse de la soutenabilité de la dette au sens « strict », hors effet d'ajustement stock-flux (acquisitions/cessions de titres financiers)
- ❑ Hypothèse de modération salariale et de faible progression des prix.
- ❑ Maintien des taux d'intérêt sur la dette obligataire au niveau de début octobre 2018 → remontée progressive des taux apparents sur le stock de dette en 2019 et 2020.
- ❑ 2020 : IB neutre (hypothèse du gouvernement)
- ❑ Conclusion : dette hors ajustement stock-flux soutenable à condition que le taux d'intérêt apparent sur la dette reste inférieur à 3,3 % du PIB, i.e. à condition que la remontée des taux obligataires reste inférieure à 450 points de base pendant un an
- ❑ *NB: à nuancer si on considère la dette au sens de Maastricht (incluant l'ajustement stock-flux)*

Evolution du ratio dette publique/PIB

	2017	2018	2019 (p)	2020 (p)
Taux d'intérêt apparent sur la dette	2,9%	2,7%	2,9%	3,0%
Croissance du PIB en valeur	2,2%	2,1%	2,3%	2,1%
Solde public en pts de PIB	-2,3%	-1,8%	-2,7%	-2,7%
Prévision dette publique /PIB, hors ajustement stock-flux*	131,2%	130,3%	129,8%	129,6%
<i>Taux d'intérêt apparent stabilisant la dette</i>	3,4%	3,4%	3,3%	3,2%
<i>Solde public stabilisant la dette</i>	-2,9%	-2,8%	-3,1%	-2,8%
<i>Dette publique au sens de Maastricht, incluant l'ajustement stock-flux*</i>	131,2%	131,2%	131,1%	131,4%

Source : calculs OFCE

Taux d'intérêt sur le marché secondaire des obligations d'Etat à 10 ans



Source : Datastream

- ❑ **Détention de dette publique italienne à 70 % par les investisseurs résidents, dont 28% par les banques**

- ❑ **Hausse de l'écart de taux souverain avec l'Allemagne**
 - ❑ Dégrade le ratio de capital des banques
 - ❑ Compromet l'apurement des créances douteuses (132 Mds euros mi 2018) en entraînant des pertes en capital
 - ❑ Renchérit le coût de financement des acteurs non financiers (SNF et ménages) → annihile la politique de relance.

- ❑ **Véritable risque : davantage les banques et les créances douteuses que les finances publiques**

Le rôle de la BCE face aux bulles

- ❑ **Politique monétaire ultra-accommodante de la BCE depuis plusieurs années:**
 - ❑ Taux directeur à 0%
 - ❑ Taux des facilités de dépôts à -0,40%
 - ❑ Quantitative Easing

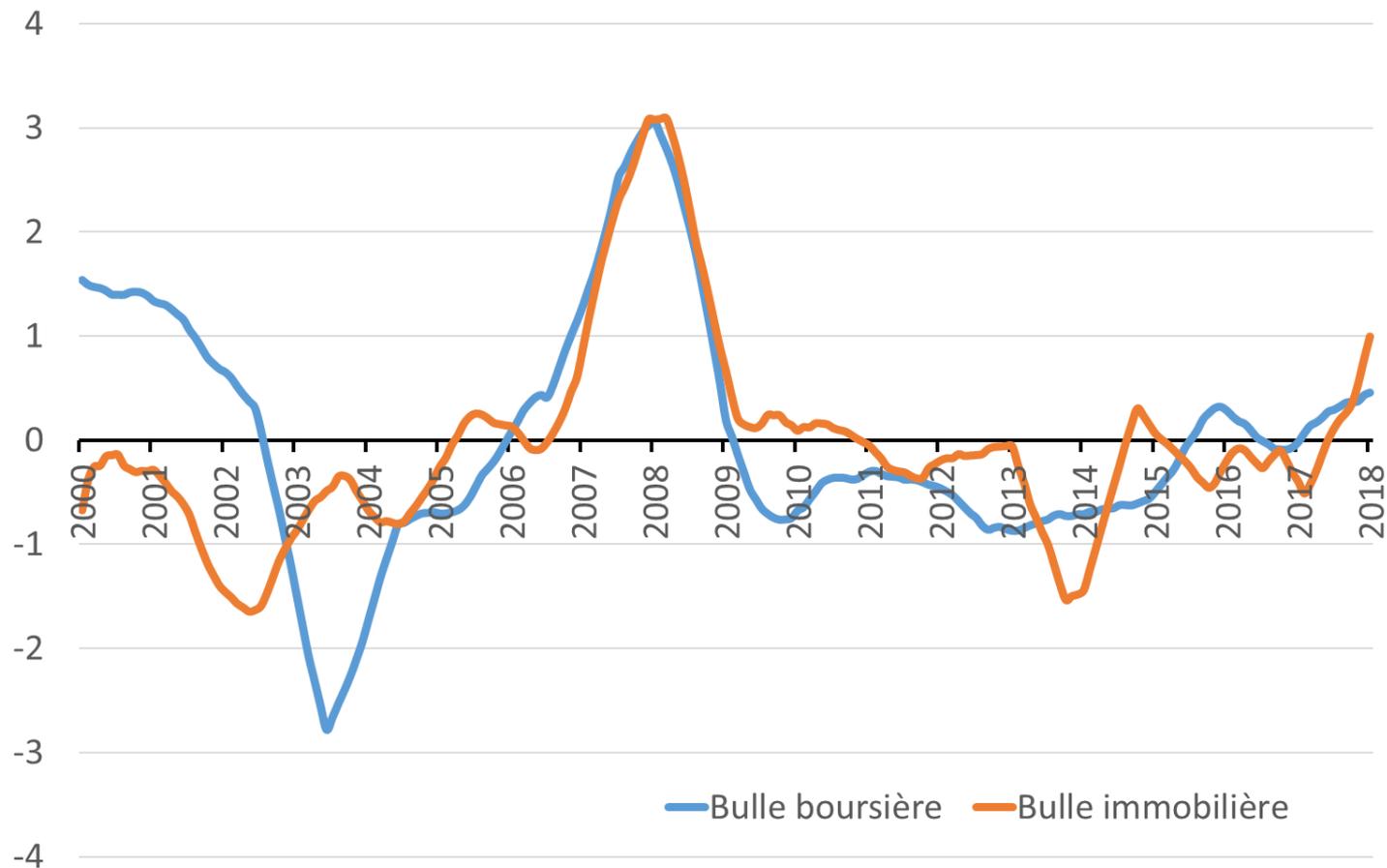
- ❑ **Un des risques majeurs liés à ces mesures:**
 - ❑ Bulles de prix d'actifs
 - ❑ Autres risques financiers: endettement des entreprises, prêts non-performants, prise de risque des banques, spreads souverains

- ❑ **Comment définir une bulle? Quel est le juste prix d'un actif?**

- ❑ **Prix d'un actif = composante explicable + composante inexplicable**
(fondamental) (bulle)
- ❑ **Marchés boursiers et immobiliers**
- ❑ **3 méthodes dans la littérature**
 - ❑ Déviation par rapport au rendement de l'actif
 - Dividendes / Loyers
 - ❑ Déviation par rapport à la partie du prix que l'on peut expliquer
 - Rendement, alternatives (obligations), inflation, politique monétaire, accès et coût du crédit, conjoncture économique, revenu disponible des ménages, stress financier, indicateurs de confiance
 - ❑ Déviation par rapport à une tendance de long-terme
- ❑ **Nous estimons les 3 méthodes et synthétisons leur information commune en 1 indicateur unique**
 - Blot, Hubert et Labondance (2018) & Blot, Hubert et Odry (2018)
- ❑ **Zone euro et ses 4 grands pays** (Allemagne, France, Italie et Espagne)

Bulles boursière et immobilière en zone euro

- ❑ Le 0 sur l'axe des ordonnées représente la valeur fondamentale.
- ❑ Faible surévaluation boursière, potentiel de krach boursier
- ❑ Une tension sur le marché immobilier, mais loin du niveau de 2008



*écart-type de la déviation au fondamental

- ❑ **Des bulles sur les marchés actions fortement corrélées**
 - ❑ Corrélation: 0.73
- ❑ **Des marchés immobiliers nationaux décorrélés**
 - ❑ Corrélation: 0.13
 - ❑ Forte surévaluation des prix immobiliers en Allemagne
 - ❑ Faible sous-évaluation en France : compte tenu de la politique monétaire ultra-accommodante de la BCE (coût du crédit historiquement faible), les prix immobiliers auraient dû être plus élevés
 - ❑ Attention: ces indicateurs peuvent cacher de l'hétérogénéité sectorielle (actions) ou territoriale (immobilier)

❑ La politique de QE de la BCE :

- ❑ a bien eu un effet sur le fondamental (via le coût et l'accès au crédit)
- ❑ ne semble pas avoir créé de bulles (pas de sur-ajustement des prix)

❑ Blot, Hubert et Labondance (2018) montrent que la politique de taux d'intérêt - par opposition au QE - peut créer des bulles, mais plutôt sur le marché boursier.

❑ A moyen-terme:

- ❑ À politique monétaire inchangée, il existe un potentiel de hausse sur le marché immobilier français (compte tenu de la politique monétaire ultra-accommodante de la BCE, les prix immobiliers auraient dû être plus élevés)
- ❑ Au moment de la normalisation de la politique monétaire (été 2019), ce potentiel disparaîtrait

❑ Quel instrument de politique économique?

- ❑ Politique monétaire de la BCE est commune à tous les pays
- ❑ Politiques macro-prudentielles

Brexit : à l'heure des choix

- ❑ **Les perspectives macroéconomiques britanniques à l'horizon 2020 dépendent fortement du 'Brexit'**
- ❑ **Notre scénario central : une sortie en douceur**
- ❑ **Et s'il n'y avait pas d'accord ? Le scénario du No deal**

Notre scénario de prévision : un 'soft Brexit'

- ❑ **Les négociations aboutissent** sur les trois points de l'accord de retrait, **d'ici fin 2018**
 - ❑ **Une période de transition** de 21 mois s'ouvre de la fin mars 2019 à la fin 2020, permettant de finaliser la négociation sur le futur partenariat entre le Royaume-Uni et l'UE.
 - ❑ **Durant cette période : le Royaume-Uni reste dans le marché unique**, continue de contribuer au budget européen, mais n'a plus voix au chapitre dans les décisions européennes ; il peut engager des négociations avec les pays tiers pour conclure des accords bilatéraux.
 - ❑ L'échéance de la sortie effective du marché unique serait donc repoussée à la fin 2020.
- C'est le **scénario** aujourd'hui **le plus favorable**

Notre scénario de prévision : un 'soft Brexit'

- ❑ **Livre sterling** resterait quasiment stable à l'horizon 2020 par rapport à l'euro et s'apprécierait donc légèrement en termes effectifs du fait de la baisse du dollar
- ❑ **Prix des actifs boursiers** comme immobiliers continueraient de progresser modérément (hypothèse conventionnelle d'une hausse de l'ordre de 4% par an, en ligne avec la hausse du revenu des ménages).
- ❑ **Entreprises** : les **incertitudes sur l'investissement** seraient enfin levées, avec la mise en place du nouveau partenariat RU-UE
- ❑ **Politique monétaire : poursuite d'une normalisation progressive**
Le taux directeur serait relevé de 0,75 % aujourd'hui à 2,25 % fin 2020
- ❑ **Inflation (IPCH)** : 2,4 % en septembre, reviendrait progressivement vers la cible de 2 % de la politique monétaire à la fin 2020
- ❑ **Politique budgétaire** : resterait légèrement restrictive (de l'ordre de 0,3 point de PIB par an).
- ❑ **Croissance** britannique voisine de 1,5 % en 2019 comme en 2020, après 1,3 % en 2018 (et 1,7 % en 2017)

S'il n'y avait pas d'accord ? Le scénario du 'no deal'

- ❑ L'annonce de l'absence d'accord aurait très probablement des **effets immédiats** (*dont certains se sont produits en juin 2016*)
- ❑ Baisse de la livre (*13 % en 2016*),
- ❑ Baisse de la bourse (*temporaire en 2016*),
- ❑ Baisse du prix de l'immobilier ? (*n'a pas eu lieu en 2016*);
- ❑ Dégradations des anticipations des entrepreneurs et baisse de l'investissement (*effet que nous estimons de l'ordre de 5 % depuis 2016*) ;
- ❑ Constitution de stocks de précaution (*n'a pas eu lieu en 2016*)
- ❑ A très court terme : risque important mais difficile à évaluer - une rupture des chaînes de production, mais les entreprises auront sans doute pris les mesures nécessaires pour l'éviter.

Le scénario du 'no deal' : le régime de l'OMC

- ❑ **A l'horizon de notre prévision (2020) :**
- ❑ Le **commerce extérieur** souffrirait de la **hausse des droits de douane** (environ 3,5 à % l'exportation, 4,5 % à l'importation) et **des barrières non tarifaires** (généralement estimées à environ 10 % dans le cadre du régime de l'OMC).
- ❑ La **consommation des ménages** serait affectée par la hausse de l'inflation importée (hausse des droits de douane et dévaluation de la livre).
- ❑ Mais :
- ❑ La dépréciation de la livre soutiendrait le commerce extérieur
- ❑ La politique économique deviendrait plus expansionniste :
 - Politique budgétaire
 - Politique monétaire
- ❑ Selon une évaluation récente réalisée par le NIESR à l'aide du modèle NiGEM (*NIESR Review*, novembre 2018) : **Impact sur le PIB de 1,6 points en 2019 et 2,9 points en 2020.**
- ❑ A long terme (10 ans), les études publiées récemment donnent des estimations allant de -2,5 % à 8,7% sur le PIB du RU (- 5,3 % pour le NIESR, novembre 2018).
- ❑ Mais, le RU pourrait s'ouvrir aux pays tiers, se lancer dans la concurrence fiscale et réglementaire...