

CE QUI NE GUÉRIT PAS MEURT UN JOUR

PERSPECTIVES 2015-2017 POUR L'ÉCONOMIE MONDIALE ET LA ZONE EURO

Département analyse et prévision¹,
sous la direction d'Éric Heyer et Xavier Timbeau

La dynamique de croissance mondiale entrevue au printemps 2015 se confirme avec une consolidation de la reprise dans les pays industrialisés et, en particulier, une accélération du rythme de croissance dans la zone euro qui devrait s'établir à 1,5 % en 2015 puis 1,8 % en 2016-2017 contre 0,9 % en 2014. Les facteurs qui ont soutenu la croissance depuis la fin de l'année 2014 restent favorables (prix du pétrole, taux de change et politique monétaire) et les politiques budgétaires sont globalement moins restrictives. Alors que les pays émergents avaient bien résisté à la crise de 2008-2009 et au ralentissement du commerce mondial, ils sont aujourd'hui exposés à la baisse des prix des matières premières, à l'instabilité provoquée par la sortie de politiques monétaires très expansives et à la mutation du régime de croissance de l'économie chinoise. Si les économies émergentes d'Asie seront les plus touchées par le ralentissement de la première puissance commerciale, les pays développés en subiront aussi les effets négatifs *via* un ralentissement de leur demande extérieure. Ce choc négatif entraînera un découplage de la croissance avec un ralentissement des pays en développement (3,2 % de croissance en 2015 contre une moyenne de 4,6 % sur la période 2012-2014) et une accélération de la croissance des pays avancés (1,9 % de croissance en 2015 contre 1,2 % sur la période 2012-2014). Le retour de la croissance dans les pays développés ne doit pas cependant masquer la fragilité du scénario de reprise qui s'appuie en partie sur des facteurs volatils et qui reste freiné par la poursuite du désendettement privé et la volonté de réduire à tout prix l'endettement public. La reprise aura besoin d'un autre carburant que la baisse du prix du pétrole pour être auto-entretenu. À la veille de la COP21, le monde ne manque pas d'opportunités d'investissements rentables socialement. Peut-être jamais dans l'histoire des économies développées un tel retard d'investissement n'aura été aussi manifeste, alimentant le risque de rester prisonnier du piège de la stagnation séculaire.

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

La crise amorcée en 2008, il y a plus de 7 ans, n'en finit pas. La croissance est revenue dans le monde, de façon inégale, mais la croissance du PIB mondial peine à s'établir à un rythme comparable à celui d'avant-crise. Ainsi, selon nos prévisions, la croissance mondiale serait d'un peu plus de 3 % par an en 2016 et 2017, alors que pendant les années 2003 à 2007, elle a été de 3,7 %. Derrière cette apparente normalisation de la croissance mondiale, les stigmates de la crise restent présents partout.

Les pays émergents ont traversé le creux de la crise et le ralentissement du commerce mondial, mais ils sont exposés aujourd'hui à la croissance faible des pays développés, à l'instabilité provoquée par la sortie de politiques monétaires très expansives et aux mouvements de capitaux qui cherchent du rendement sans vraiment le trouver.

L'économie des États-Unis semble avoir retrouvé un régime de croisière mais, bien que le *quantitative easing* ait été stabilisé, la normalisation de la politique monétaire effraie jusqu'à la Réserve fédérale. Faut-il amorcer un cycle de hausse des taux d'intérêt alors que, bien que le chômage soit revenu à un niveau faible, le marché du travail paraît encore très déprimé et que les anticipations d'inflation sont très basses ? Faut-il ignorer les signes d'un ralentissement chinois et d'un éclatement d'une bulle financière, qui 7 ans après Lehmann Brothers fait craindre qu'un système financier instable sur-réagisse au durcissement de la politique monétaire ? Faut-il craindre qu'une remontée des taux longs, qui pourrait être enclenchée par la politique monétaire, ne fasse douter de la soutenabilité des finances publiques de la première économie mondiale ?

La zone euro de son côté sort à peine d'une nouvelle manifestation de sa fragilité institutionnelle, tandis que les signes d'une reprise trop faible pour faire baisser rapidement le chômage s'accumulent. Et la lenteur des ajustements, tout comme l'impossibilité de mettre en œuvre des instruments de politique économique, donnent le sentiment que le chemin pour retrouver le plein emploi, ajuster les déséquilibres de balance courante, reprendre les investissements nécessaires à la prospérité et au final à la soutenabilité des finances publiques est terriblement étroit. Dans cette course entre déflation et désendettement des agents publics

comme privés, la reprise apparaît comme fragile, incapable de rehausser les perspectives à moyen terme et condamne à se résigner à un ajustement lent et pénible. Lent parce qu'il passera par la pression du chômage sur les salaires pour retrouver l'équilibre des balances courantes, pénible parce que la faible inflation ou déflation qui en résultera reportera la sortie de crise d'année en année.

La crise amorcée en 2008 n'en finit pas et attendre un peu plus de croissance sonne de plus en plus comme une fuite en avant. La résorption des déséquilibres amorcée pendant les premiers trimestres de l'après Lehmann Brothers ne sera pas suffisante si, à la fois, la croissance potentielle est désormais plus basse et le chômage structurel plus élevé. La stagnation séculaire découle alors de l'alignement des anticipations sur le scénario le plus défavorable et plus que jamais pour sortir de cette fatalité il est nécessaire de mettre en œuvre vigoureusement les instruments de politique économique au-delà de la simple politique monétaire. Plus que jamais, la synchronisation des politiques entre les grandes zones est nécessaire, tant il est clair que les économies ont des destins liés. Le ralentissement chinois pèse sur l'Europe comme sur les États-Unis. Continuer les politiques monétaires non-conventionnelles quelques mois pour le compenser accentue leurs effets pervers sur l'allocation de l'épargne et les décisions d'investissement. En retour, cela dégrade les perspectives de croissance potentielle et questionne la soutenabilité des finances publiques ou la capacité des économies de la zone euro à retrouver l'équilibre interne de leur balance courante sans un choc massif sur les salaires. Cela agite également les places financières qui peinent à remplir leur rôle et qui pourraient déstabiliser violemment ce qui vacille déjà.

Pourtant, à la veille de la COP21, le monde ne manque pas d'opportunités d'investissements rentables socialement. Peut-être jamais dans l'histoire des économies développées un tel retard d'investissement n'aura été aussi manifeste. Peut-être également jamais un tel montant d'épargne, du fait du vieillissement et de la croissance phénoménale des pays émergents, n'aura été disponible. Le fossé entre rentabilité sociale et privée est considérable et il existe de nombreux moyens pour le combler. Ces opportunités doivent être saisies pour éviter que le piège de la stagnation séculaire ne se referme sur les économies.

Aussi, le retour de la croissance dans les pays développés ne doit pas masquer la fragilité du scénario de reprise qui reste freiné par la poursuite du désendettement privé et la volonté de réduire à tout prix l'endettement public. Pour continuer à vivre, la croissance aura besoin d'un moteur, qui lui fait aujourd'hui défaut, en particulier dans la zone euro. Or, alors que certains manifestent la crainte d'une politique de liquidités surabondantes, la situation du crédit dans la zone euro indique plutôt la poursuite de l'atonie du crédit. Si la croissance montre encore des signes de faiblesse, elle résulte plus d'un ajustement graduel du bilan des agents financiers et non financiers que du gonflement d'une nouvelle bulle s'appuyant sur un endettement croissant.

1. L'environnement reste favorable

Malgré quelques soubresauts, la dynamique de croissance se confirme avec une consolidation de la reprise dans les pays industrialisés – et en particulier une accélération du rythme de croissance dans la zone euro – et un ralentissement plus ou moins marqué dans les pays émergents. Pour l'ensemble de l'économie mondiale, la croissance s'élèverait à 2,7 % en 2015 puis à 3,2 et 3,3 % en 2016 et 2017 (tableau 1). Les facteurs qui ont soutenu la croissance depuis la fin de l'année 2014 restent favorables (prix du pétrole, taux de change, politique monétaire et politiques budgétaires globalement moins restrictives). Se pose néanmoins la question de l'impact du ralentissement chinois et des pays producteurs de matières premières, à la fois sur les pays émergents (en particulier ceux d'Asie) et sur les pays industrialisés. L'incertitude entourant la baisse de la production et la mutation du modèle de croissance chinois a provoqué une volatilité accrue sur les marchés financiers depuis l'été. Cet élément ne remet toutefois pas en cause le scénario de reprise, notamment dans la zone euro, ce qui permettrait une baisse du chômage dans la zone euro et une amélioration du taux d'emploi aux États-Unis. Néanmoins, l'inflation resterait inférieure à sa cible à la fois parce que les effets du pétrole poussent les prix à la baisse mais aussi du fait d'une inflation sous-jacente basse, reflétant une situation de sous-emploi et une politique monétaire qui peine à faire repartir l'économie, notamment dans la zone euro.

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

Taux de croissance annuels, en %

	Poids ¹ dans le total	PIB en volume			Révision 2015 (écart avec la prévision de mars 2015)	Révision 2016 (écart avec la prévision de mars 2015)
		2015	2016	2017		
DEU	3,7	1,5	1,7	1,6	-0,4	-0,1
FRA	2,6	1,1	1,8	2,0	-0,3	-0,3
ITA	2,3	0,8	1,3	1,1	0,1	0,2
ESP	1,6	3,2	3,3	2,9	0,4	0,0
NLD	0,8	1,9	1,6	1,7	0,3	-0,4
BEL	0,5	1,3	1,5	1,4	0,2	-0,1
FIN	0,4	0,3	1,4	1,8	-0,4	0,0
AUT	0,3	0,9	1,6	1,7	0,0	-0,1
PRT	0,3	1,6	1,8	1,8	0,1	0,1
GRC	0,2	0,1	-0,1	1,8	-1,9	-2,7
IRL	0,2	6,4	3,7	3,6	3,1	-0,1
EUZ	13,4	1,5	1,8	1,8	-0,1	-0,2
GBR	2,4	2,5	2,0	1,8	-0,1	0,0
SWE	0,4	2,7	2,9	2,7	-0,1	-0,2
DNK	0,3	1,8	2,0	2,0	0,4	0,2
Union européenne à 15	16,2	1,7	1,9	1,8	-0,1	-0,1
13 nouveaux pays membres	2,4	2,8	3,2	3,2	0,6	1,0
Union européenne à 28	18,6	1,8	2,0	2,0	0,0	0,0
CHE	0,4	0,6	1,2	1,4	-0,9	-1,3
NOR	0,3	1,4	1,8	1,8	-0,4	-0,7
Europe	19,4	1,8	2,0	2,0	0,0	0,0
USA	17,2	2,7	3,1	2,8	-0,4	0,4
JPN	4,8	0,6	0,8	1,3	0,1	-0,6
CAN	1,6	0,8	1,5	2,0	-1,6	-0,7
Pays développés	44,5	1,9	2,2	2,2	-0,2	0,1
Pays candidats à l'UE²	1,6	3,4	3,8	3,8	0,0	0,0
RUS	3,6	-3,8	-0,6	-0,2	-0,8	0,4
Autres CEI³	0,8	-0,1	2,8	3,2	-2,5	-1,6
CHN	14,9	6,8	6,6	6,6	-0,4	-0,4
Autres pays d'Asie	16,6	3,7	4,2	4,2	-0,7	-0,5
Amérique latine	8,8	-0,1	1,0	2,4	-0,6	-0,4
Afrique subsaharienne	2,3	3,8	4,3	4,5	-1,1	-0,9
M-O et Afrique du Nord	6,8	2,5	3,9	4,0	-0,8	0,0
Monde	100	2,7	3,2	3,3	-0,2	0,1

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2008 estimés par le FMI.

2. Islande, Macédoine, Monténégro, Serbie et Turquie.

3. Communauté des États indépendants.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2015.

La baisse du prix du pétrole se confirme

La baisse du cours du pétrole, qui avait pu paraître provisoire en 2014, se confirme et s'amplifie, avec le franchissement du plancher symbolique des 50 dollars. Cette baisse massive et durable dans nos prévisions se traduit par des gains de pouvoir d'achat réels, mais ces gains ne se traduisent pas forcément immédiatement en termes comportementaux. Contrairement à 2009, la chute des prix du pétrole résulte essentiellement d'un afflux d'offre sur le marché pétrolier (encadré 1). La baisse du prix devrait alors avoir un impact fort sur la croissance économique en stimulant la demande.

Les effets de la baisse du prix du pétrole passent par plusieurs canaux pour les pays importateurs : l'effet direct *via* la demande des ménages et l'offre des entreprises, et l'effet indirect *via* l'amélioration de la balance commerciale. Les effets directs et indirects agrégés sur le PIB sont loin d'être négligeables (tableau 2), avec un allègement de la facture pétrolière important pour tous les pays, en particulier au cours de l'année 2015 (tableau 3). Ainsi, la facture pétrolière (qui tient compte de l'effet volume) baisserait de 29 milliards de dollars, soit 17 milliards d'euros en France entre

Tableau 2. Impact du prix du pétrole sur le PIB, 2014-2017

En points de PIB

	USA	GBR	FRA	DEU	ITA	ESP
2014	0,15	0,13	0,14	0,14	0,14	0,16
2015	0,33	0,48	0,46	0,52	0,53	0,57
2016	-0,10	0,24	0,26	0,27	0,27	0,29
2017	-0,10	0,24	0,16	0,27	0,27	0,29

Note de lecture : La baisse du baril en 2015 a entraîné un surcroît de croissance de 0,33 point de PIB aux États-Unis.
Source : Calculs OFCE, prévision octobre 2015.

Tableau 3. Évolution prévue de la facture pétrolière pour quelques pays, 2014-2017

En milliards de dollars courants

	Monde	FRA	DEU	ITA	GBR	USA	JPN	CHN
2014	3 344	62	87	45	54	716	151	392
2015	1 848	33	47	23	30	394	81	221
2016	1 728	30	44	20	28	368	73	209
2017	1 757	30	44	19	29	371	72	214

Note : La facture pétrolière est calculée en multipliant la consommation de pétrole prévue par le prix du baril de Brent inscrit en prévision. L'indice retenu pour le prix du baril est l'indice Brent (on fait l'hypothèse d'une évolution du WTI aux États-Unis similaire à celle du Brent). Par ailleurs, l'intensité énergétique considérée en prévision est la moyenne des intensités énergétiques observées entre 2010 et 2014.

Sources : Energy Information Administration, calculs des auteurs.

2014 et 2015, de 23 milliards d'euros en Allemagne, 14 milliards d'euros en Italie, 13 milliards de livres sterling au Royaume-Uni. Elle serait quasiment divisée par deux au Japon et en Chine.

Les effets les plus importants d'un choc pétrolier se font sentir du côté des entreprises : la baisse des cours du pétrole entraîne la baisse du prix des consommations intermédiaires et, partant, des coûts de production, en particulier dans les entreprises très consommatrices de pétrole (industrie chimique, transports, pêche, ...). Selon le degré de concurrence, ces baisses vont entraîner une baisse des prix finaux au consommateur ou une augmentation des marges. En l'occurrence, on observe une nette amélioration des marges des SNF en France fin 2014-2015 (voir synthèse France), alors que celles-ci restent stables en Allemagne, en Espagne et en Italie. Quant aux États-Unis, où les producteurs de pétrole non-conventionnel souffrent du maintien durable des prix du pétrole à un niveau bas, ils devraient rogner sur les marges, qui baisseraient de près de deux points entre 2014 et 2017.

Au niveau des ménages, la baisse de prix des produits pétroliers entrant dans les paniers de consommation permet de diminuer les dépenses de transport et de chauffage, et donc accroît la consommation des ménages, à condition que le gain de pouvoir d'achat ne soit pas absorbé par une hausse du taux d'épargne. Or, depuis 2014, on observe que le revenu disponible brut des ménages a progressé dans les principaux pays de la zone euro (sauf en Italie) et au Royaume-Uni (tableau 4). Même si cette amélioration n'est pas uniquement liée à l'effet pétrole mais aussi, dans certains pays, à l'amélioration du marché du travail et/ou à l'accélération des salaires réels, la baisse des prix des produits pétroliers a soutenu la consommation des ménages, d'autant plus fortement que le taux

Tableau 4. Croissance du revenu disponible brut réel des ménages

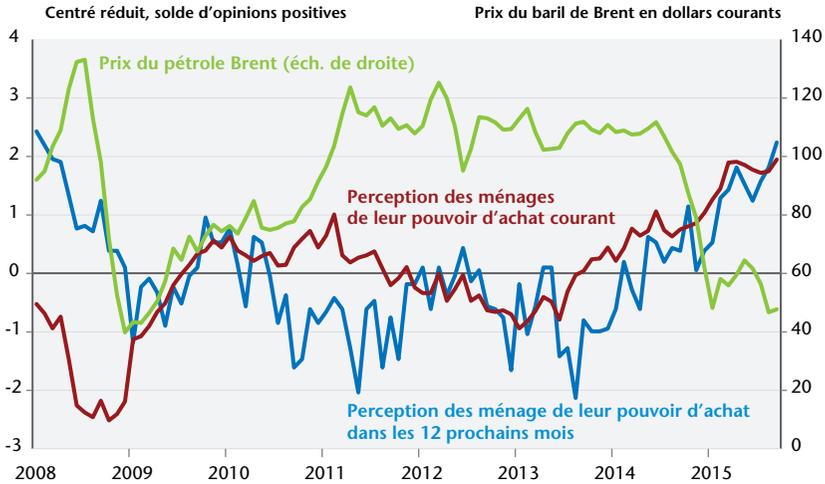
En %	FRA	DEU*	ITA	ESP	GBR	USA*
2014	0,7	1,3	-0,1	1,5	1,0	2,7
2015 (p)	1,5	1,9	0,6	3,8	2,4	3,2
2016 (p)	0,7	1,3	0,7	3,5	2,2	3,0
2017 (p)	1,5	1,0	0,5	2,5	1,9	2,7

* Pour l'Allemagne et les États-Unis, on considère le revenu disponible net.

Source : Comptabilités nationales ; prévisions OFCE, octobre 2015.

d'épargne des ménages a eu tendance à baisser en Allemagne, en Italie et au Royaume-Uni. Les enquêtes de confiance réalisées auprès des ménages montrent d'ailleurs que leur perception sur l'évolution de leur pouvoir d'achat s'est significativement améliorée avec la baisse du prix du pétrole (graphique 1).

Graphique 1. Enquête sur le pouvoir d'achat des ménages de la zone euro



Sources : Eurostat, prévisions OFCE octobre 2015.

Encadré 1. Prédominance de l'effet offre de pétrole

Depuis le début de l'année 2015, les prix du pétrole Brent se maintiennent à des niveaux inférieurs à 50 dollars le baril, comparables à ceux observés lors de la crise de 2009. Cela étant, contrairement à l'année 2009, on s'attend aujourd'hui à ce que la situation de prix bas demeure. En effet, le contexte est bien différent de celui de 2008, où le ralentissement de la demande était clairement à l'origine de la chute des prix. Il est certes difficile de conclure avec certitude sur l'origine d'un choc pétrolier, car les facteurs d'offre et de demande sont inextricablement liés. En décembre 2014, Arezki et Blanchard² (FMI) se sont prêtés à l'exercice sur le choc actuel. Ils concluent que la baisse récente des prix du pétrole s'expliquerait à hauteur de 20 à 35 % par les révisions de la demande et environ 60 % par les facteurs d'offre. Ainsi, l'effet offre serait très supérieur à l'effet demande. L'attitude très réactive de l'Arabie

2. « Seven Questions About The Recent Oil Price Slump », Arezki et Blanchard, IMF Direct, 22 décembre 2014.

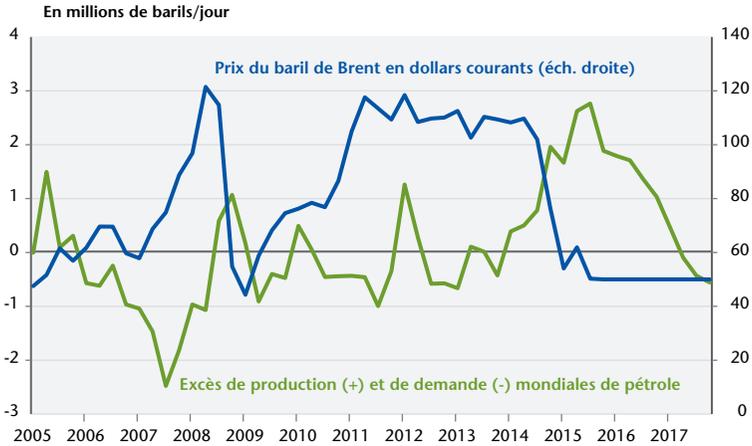
saoudite est particulièrement significative : cette dernière avait baissé sa production d'un million de barils/jour fin 2008, ce qui avait mécaniquement rééquilibré le rapport offre/demande et entraîné la remontée des cours durant l'année 2009. Aujourd'hui en revanche, le marché est confronté à un excès d'offre, alimenté par le développement de la production de pétrole de schiste aux États-Unis et l'absence de réaction de l'OPEP pour contrecarrer cet essor. Ainsi, les pays de l'OPEP, Arabie saoudite en tête, souhaitent voir cette situation d'offre abondante perdurer afin de maintenir des prix bas et d'évincer une partie de la production non-conventionnelle américaine. Les pays de l'OPEP, qui exploitent du pétrole conventionnel, ont en effet un seuil de rentabilité très faible, et espèrent ainsi regagner les parts de marché perdues sur les pays producteurs de pétrole non-conventionnel d'Amérique du Nord, dont la production a décuplé, mais qui voient leur rentabilité menacée en deçà du seuil de 60 dollars le baril.

À court terme, l'offre en provenance de l'OPEP devrait donc rester abondante, compensant largement la baisse graduelle de la production des producteurs de pétrole non-conventionnel. Étant donné la croissance modérée de la demande, et l'incertitude qui pèse sur celle-ci avec le ralentissement chinois, l'excès d'offre se résorberait très graduellement, mais le marché devrait rester bien alimenté et le prix du Brent devrait se maintenir autour de 50 dollars à moyen terme, jusqu'en 2017 dans notre prévision (voir tableau A2 en annexe « Équilibre sur le marché pétrolier »).

Après une division des prix par deux au deuxième semestre 2014, le cours du Brent atteignait environ 48 dollars (41 euros) en janvier 2015. Il a ensuite progressé de 35 % en dollars (et 42 % en euros), atteignant 65 dollars (58,5 euros) en mai 2015, avant de revenir à son niveau de janvier autour de 48 dollars en août-septembre 2015. Le maintien du prix à des niveaux faibles résulte d'un déséquilibre apparu entre l'offre et la demande au début de 2014 qui s'inscrit dans la durée (graphique 2).

Le premier semestre de l'année 2015 a été marqué par une surabondance de l'offre. En effet, la production des pays de l'OPEP a augmenté, grâce à l'Arabie saoudite et à l'Irak. Le gendarme de l'OPEP a en effet augmenté sa production de 650 000 bj entre novembre 2014 et juillet 2015 ; quant à l'Irak, sa production a crû de 850 000 bj, atteignant ainsi son pic de production depuis la guerre de 2003. En revanche, la production libyenne est restée limitée à 400 000 bj, très loin de la capacité de production de 2013 de 1,5 Mbj. Du côté des producteurs non OPEP, la production américaine s'est révélée plus résiliente que prévu. Les coûts de production du pétrole de schiste étatsunien ont baissé, passant de 60-65 dollars début 2014 à 50 dollars fin 2015. En effet, un certain nombre de gisements sont matures et ne nécessitent pas d'investissement supplémentaire en capital, ce qui permet de faire baisser le coût d'exploitation, jusqu'au niveau de 30 dollars pour certains gisements.

Graphique 2. Excès de production (+) et de demande (-) mondiales de pétrole et prix du baril de Brent, 2005-2017 (p)



Source : Energy Information Administration, calculs des auteurs.

Du côté de la demande, on a observé un rééquilibrage entre la demande en provenance des pays de l'OCDE et celle des pays non membres de l'OCDE.

En 2016, le marché pétrolier devrait se caractériser par une offre toujours abondante, supérieure à la demande. Le marché demeure en léger *contango*, c'est-à-dire l'anticipation d'un prix à trois mois supérieur au prix au comptant (prix *spot*), ce qui place les producteurs existants et les investisseurs en position d'attente dans l'espoir d'une amélioration des conditions d'exploitation de ressources. Bien que l'OPEP, le 5 juin 2015, ait confirmé la poursuite de sa politique, à savoir une production n'excédant pas le quota de 30 Mbj, la réalité est tout autre et les producteurs sont dans une optique de concurrence, bien plus que dans une optique de cartel. L'Arabie saoudite poursuit ses propres intérêts et veut gagner des parts de marché. Dans le même temps, d'autres grands producteurs, Iran et Irak en tête, sont dans la même optique. L'offre des pays de l'OPEP devrait croître en 2016 : elle progresserait en Irak (de 200 000 bj) et en Arabie saoudite (de 400 000 bj). Mais c'est surtout la question de la levée des sanctions envers l'Iran qui devrait changer la donne. Le 14 juillet 2015 a été signé le *Joint Comprehensive Plan of Action* (JCPOA) entre l'Iran, et le P5+1 (Chine, France, Russie, Royaume-Uni, États-Unis + Allemagne). Dès que l'accord sera ratifié par le Congrès américain, et aura été ratifié par le Conseil suprême de la sécurité nationale d'Iran, l'Iran pourra rapidement augmenter sa production, notamment grâce aux stocks flottants qui représentent 40 Mbj. Le pays a réduit sa production d'un million de barils jour au moment de l'instauration des sanctions, et pourrait assez rapidement l'augmenter

de 800 000 bj. Nous faisons l'hypothèse d'une levée des sanctions au premier trimestre de 2016 et d'une progression de la production iranienne de 600 000 barils jour en 2016, puis 200 000 en 2017. Au niveau des pays non OPEP, l'impact des prix bas devrait commencer à se faire sentir en 2016 : d'après Baker Hughes, le nombre de foreuses pétrolières en activité (*rigs*) est passé de 1883 à 883 entre janvier et août 2016 aux États-Unis (soit presque une division par deux), et de 368 à 206 au Canada. Conséquence des coupes budgétaires et des fermetures de puits, nous prévoyons une baisse de production de 500 000 bj aux États-Unis en 2016, et autant en 2017.

Au niveau de la demande, celle-ci devrait continuer à progresser sur un rythme modéré (1,6 % en 2016 et 1,7 % en 2017), avec une baisse de l'intensité pétrolière inchangée, de 1,3 % par an. En effet, cette dernière ne répond pas aux variations de prix à court terme. D'ici à 2017, une hausse importante de la demande semble peu probable. On est même en présence d'un risque baissier selon l'intensité du tassement dans les pays émergents gros consommateurs de produits pétroliers en 2015 et 2016, notamment en Chine, et un ralentissement aux États-Unis en 2016, limitant la progression de la demande.

Les stocks sont actuellement très élevés : ils représentent 96 jours de demande dans l'OCDE et 97 jours aux États-Unis. Au vu de la surabondance de l'offre, ils resteraient gonflés en 2015 et 2016, mais devraient se réduire en 2017 avec un marché de nouveau équilibré.

2. Politiques monétaires : accommodantes mais divergentes

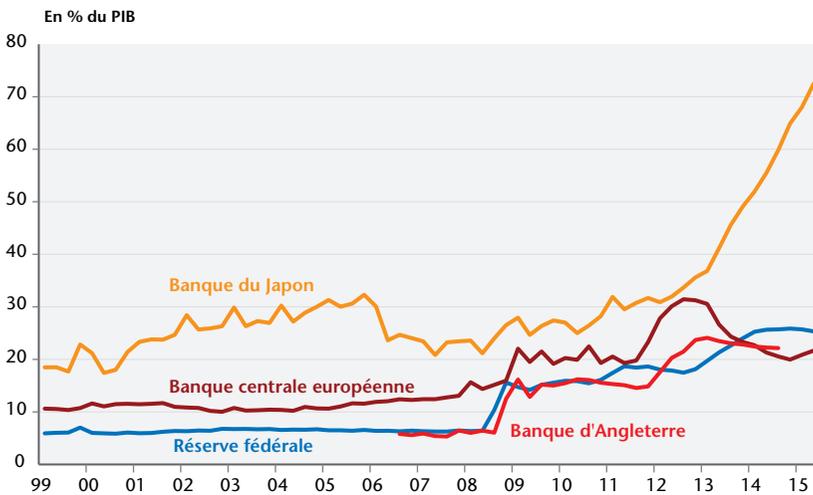
Si la faiblesse de l'inflation observée dans l'ensemble des pays avancés est favorable pour le pouvoir d'achat des ménages, elle est aussi source d'inquiétude pour les banques centrales dont le mandat est de préserver la stabilité des prix, ce qui se traduit en pratique par une cible d'inflation proche de 2 %³. Bien que la dynamique récente des prix s'explique surtout par la chute des indices de prix de l'énergie [voir infra], l'inflation sous-jacente s'est stabilisée à un rythme faible, en particulier dans la zone euro (0,9 % en août 2015, en glissement annuel). La persistance d'un niveau élevé de chômage dans la zone euro – le taux de chômage de

3. Bien qu'il soit difficile de déterminer précisément la valeur du taux d'inflation optimale, les banques centrales s'accordent généralement sur cette valeur de 2 % estimant qu'elle se situe à un niveau suffisamment bas, ce qui limite les coûts de l'inflation et qu'en même temps elle donne des marges de manœuvre à la politique monétaire pour réduire le risque déflationniste.

la zone euro s'élève à 11 % en août 2015 contre 7,2 % en début d'année 2008 – ou de sous-emploi aux États-Unis – le taux d'emploi est inférieur de 3,7 points à son niveau d'avant-crise – témoigne de ce que la reprise reste encore à venir et continue de freiner les salaires nominaux comme réels.

Dans ce contexte, les banques centrales ont maintenu leur soutien à l'activité économique au cours du premier semestre 2015. Ainsi, la BCE comme la Banque du Japon ont poursuivi la mise en œuvre de mesures non-conventionnelles que l'on peut en partie capter par l'accroissement de la taille de leur bilan (graphique 3). La Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre ont mis un terme à leur politique d'achat de titres mais ne sont pas sorties des programmes d'assouplissement quantitatifs ; la taille de leur bilan reste stable en monnaie nationale et diminue légèrement en pourcentage du PIB. Pour ces quatre banques centrales, les taux d'intérêt ont été maintenus à un niveau proche de zéro. Une situation assez similaire est observée dans la plupart des autres pays, industrialisés ou émergents. De nouvelles baisses de taux ont même été décidées en Chine, en Inde ou encore au Canada et en Norvège. Ainsi, à l'exception de la banque centrale du Brésil qui a relevé ses taux à 9 occasions depuis mars 2012 et de la Banque de

Graphique 3. Taille du bilan des banques centrales



Sources : BCE, BoE, BoJ, Réserve Fédérale.

Russie dont les taux avaient fortement augmenté en 2014⁴ afin de contrer la chute du rouble, les politiques monétaires à l'échelle mondiale sont restées expansionnistes, certaines banques centrales ayant même amplifié leur soutien à l'activité.

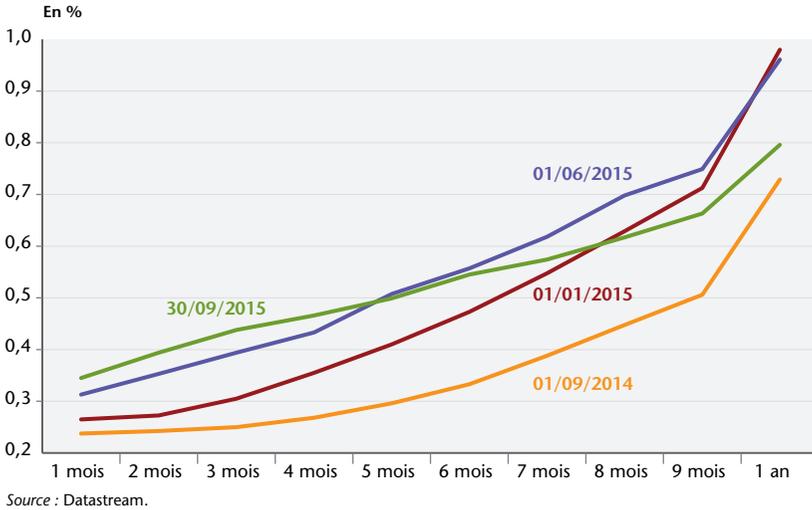
Le soutien monétaire ne devrait pas faiblir dans les prochains mois mais un changement de cap a été annoncé aux États-Unis et au Royaume-Uni. Dans ces deux pays, la croissance est plus dynamique et robuste que dans l'ensemble de la zone euro ou au Japon et le taux de chômage – bien que ne reflétant qu'imparfaitement la situation sur le marché du travail – est passé depuis plusieurs mois sous le seuil qu'avaient retenu la Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre dans le cadre de leur politique de guidage prospectif⁵. Ainsi, la réserve fédérale comme la Banque d'Angleterre devraient entamer un resserrement de leur politique monétaire. C'est d'ailleurs ce qu'a laissé entendre Janet Yellen, la présidente de la Réserve fédérale, lors de ses différentes interventions. Depuis, octobre 2014 – date de fin des achats de titres – la communication de la banque centrale américaine vise à clarifier la position de la Réserve fédérale et à préparer les marchés à la hausse des taux. Les différents signaux se sont traduits par un glissement progressif à la hausse des taux à 3 mois anticipés à différents horizons (graphique 4). Anticipée initialement pour la fin de l'année 2015, la situation du marché du travail américain et les incertitudes sur la situation économique internationale conduisent le FOMC (Federal Open Market Committee) à se montrer prudent comme en témoignent les minutes de la réunion qui s'est tenue à la fin du mois de juillet 2015⁶. D'autres déclarations plus récentes de Janet Yellen indiquent une décision possible avant la fin de l'année, les deux prochaines réunions du FOMC étant programmées les 27-28 octobre et le 15-16 décembre. Quoi qu'il en soit, si le moment exact de la première remontée reste incertain, la Réserve fédérale sera la première des grandes banques centrales à amorcer la normalisation des taux d'intérêt directeurs.

4. Après un pic à 17 % en janvier 2015, la Banque centrale de Russie a réduit ses taux qui s'établissent à 11 % en août 2015.

5. Communication visant à annoncer que les taux de politique monétaire resteront inchangés sur une période de temps donné ou tant que le chômage est supérieur à un seuil donné.

6. Voir <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20150729.pdf>

Graphique 4. Taux directeur à 3 mois anticipés à différentes échéances aux États-Unis



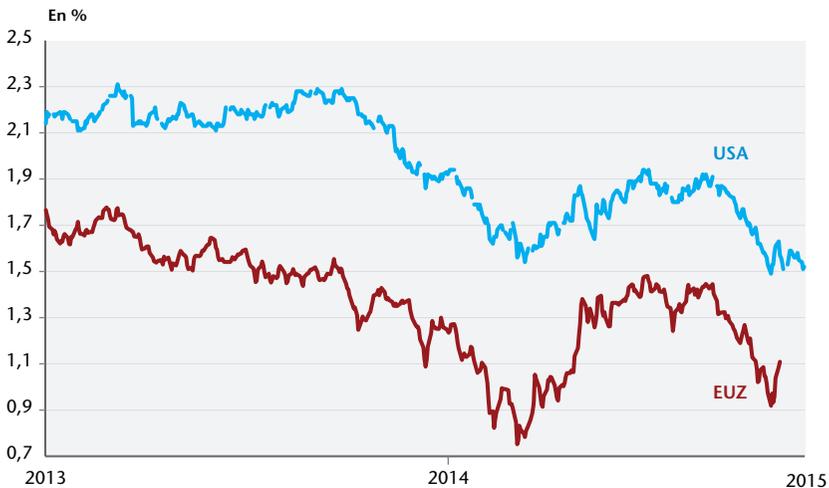
La question de la normalisation de la politique monétaire fait également l'objet de discussions au sein du Conseil de politique monétaire (CPM) de la Banque d'Angleterre depuis de nombreux mois. Lors de la réunion du CPM de septembre dernier, comme lors de celle d'octobre, seul un membre (sur 9) a voté une hausse de 0,5 point du taux directeur, au motif que la montée des tensions sur les coûts de production serait susceptible de conduire à un dépassement de la cible d'inflation. Mais, partant du constat que l'inflation n'accélère pas, l'ensemble des membres du CPM se sont accordés sur les risques de ralentissement de la croissance à moyen terme, ce qui plaide pour que, lorsqu'il sera enclenché, le resserrement du taux directeur soit plus graduel et plus faible que lors des cycles précédents.

Nous inscrivons en prévision une première hausse des taux aux États-Unis, lors de la réunion de décembre, suivie de nouvelles augmentations régulières qui devraient porter le taux de politique monétaire aux États-Unis à 1,25 % en fin d'année 2016 et 2,25 % en fin d'année 2017. La phase de resserrement serait modérée et ne donnerait pas un caractère réellement restrictif à la politique monétaire de la Réserve fédérale. La Banque d'Angleterre devrait suivre ce mouvement et entamer un resserrement progressif à partir du deuxième trimestre 2016. Ainsi, dans l'ensemble, l'évolution des

conditions financières aura toujours un impact positif sur le PIB des pays développés. Cet effet serait généralement compris entre 0,1 et 0,2 pour l'année 2015 avant de devenir proche de 0 en 2016.

Dès lors, une divergence apparaîtra entre les politiques monétaires menées par les principales banques centrales puisque la BCE comme la Banque du Japon poursuivront le caractère expansionniste de leur politique monétaire en raison de perspectives de croissance fragiles. Au Japon, le retour de l'inflation au voisinage de zéro depuis avril 2015, après le court épisode de hausse résultant de l'augmentation de la TVA, et le recul du PIB au deuxième trimestre 2015 plaident pour la poursuite d'une politique monétaire très expansionniste. Quant à la BCE, elle se montre notamment inquiète des anticipations d'inflation à long terme. En effet, alors que l'annonce du *quantitative easing*, puis sa mise en œuvre en début d'année avaient contribué à la hausse du taux d'inflation anticipée dans 10 ans – passé de 0,8 % en janvier 2015 à 1,3 % en mars 2015 – les anticipations ont de nouveau baissé dans la zone euro ainsi qu'aux États-Unis (graphique 5) depuis l'été traduisant en partie les inquiétudes liées au ralentissement dans les économies émergentes. Dans ces conditions, Mario Draghi a rappelé que le programme d'achat d'actifs n'avait ni limite de taille

Graphique 5. Anticipations d'inflation à long terme



Note : Les anticipations sont ici mesurées à partir de l'écart entre les rendements des obligations à 10 ans non-indexées et indexées. La mesure ainsi obtenue reflète l'inflation anticipée sur cet horizon de 10 ans.

Sources : Réserve fédérale de Saint-Louis (FRED), Agence France Trésor.

ni limite de durée, ce qui a peut-être contribué à la hausse observée en toute fin de période. Actuellement, les achats s'effectuent au rythme de 60 milliards d'euros par mois avec une première échéance annoncée pour septembre 2016. La BCE considère donc qu'elle dispose de marges de manœuvre pour augmenter le montant des achats ou étendre la durée du programme si elle considère que l'inflation s'éloigne trop durablement de sa cible.

Taux de change et effet de compétitivité : la zone euro profitera encore du QE

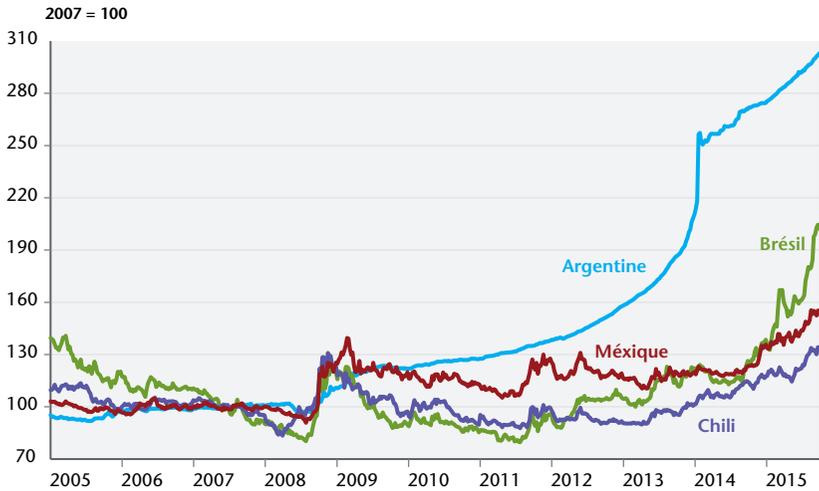
Les mesures d'assouplissement monétaire ont un effet positif sur l'activité économique en améliorant les conditions financières. Les nombreux travaux empiriques sur ce point ont mis en évidence des effets faibles mais significatifs des mesures non-conventionnelles sur les taux d'intérêt à long terme⁷. Par ailleurs, le taux de change jouerait également un rôle significatif dans la transmission de ce type de mesure. C'est notamment ce que suggère Neely (2015) dans une analyse des annonces du QE américain. Blot, Creel, Hubert et Labondance (2015) montrent aussi, pour la zone euro, qu'un assouplissement de la politique monétaire mesurée par le *shadow rate*⁸ entraîne une dépréciation de l'euro. Leur analyse ne permet cependant pas de tenir compte des effets anticipés. Or, une partie de la baisse de l'euro est intervenue dès la mi-2014 alors que les marchés anticipaient sans doute les décisions de la BCE et la perspective d'un resserrement de la politique monétaire américaine. De fait, la baisse de l'euro s'est interrompue à partir de mars 2015 après avoir baissé de plus de 20 % par rapport au dollar relativement au point haut de mai 2014. La baisse par rapport à la livre et au yen a été plus faible : de -13 et -9 % respectivement. Le coup d'arrêt à la baisse de l'euro résulte sans doute en partie de l'attentisme des marchés concernant le futur resserrement de la politique monétaire américaine. Dans la mesure où cette décision intervendrait en début d'année 2016, nous anticipons une nouvelle période de dépréciation de l'euro qui se stabiliserait à 1,05 dollar à partir du deuxième trimestre 2016. Les pays de la zone euro gagneront alors

7. Voir Blot, Creel, Hubert et Labondance (2015) pour une revue des effets attendus du QE.

8. Il s'agit d'un taux d'intérêt implicite permettant de tenir compte des mesures non-conventionnelles mises en œuvre par les banques centrales au-delà du plancher pour le taux d'intérêt directeur.

en compétitivité vis-à-vis du reste du monde. Ces gains seront cependant atténués dans la mesure où la baisse de l'euro ne sera pas de la même ampleur vis-à-vis de l'ensemble des monnaies. Celles des pays émergents devraient notamment continuer à se déprécier vis-à-vis du dollar (graphiques 6a et 6b).

Graphique 6a. Taux de change du dollar vis-à-vis des monnaies d'Amérique latine



Graphique 6b. Taux de change du dollar vis-à-vis des monnaies asiatiques



Source : Datastream.

Il reste globalement que l'effet de l'amélioration de la compétitivité-prix⁹ des quatre grands pays de la zone euro, observée depuis 2014 et à venir en 2015-2016 permettrait, toutes choses égales, un gain de croissance compris, selon nos simulations basées sur des équations de commerce¹⁰, entre 0,3 point en France et 0,8 point en Espagne sur l'année 2016. L'essentiel de l'impact serait lié aux effets hors-zone euro (tableau 5). Les écarts d'impact global sur le PIB traduisent l'effet des variations de compétitivité sur les volumes d'exportation et d'importation dans les différents pays ainsi que le taux d'ouverture des économies. À l'intérieur de la zone euro, un effet positif peut néanmoins apparaître à la fois parce que les pays de la zone euro gagnent des parts de marché sur les pays hors zone euro mais aussi en raison des effets de retour positif *via* la demande adressée des autres pays de la zone euro. Ces effets peuvent aussi être compensés ou amplifiés selon la dynamique relative des prix entre les pays de la zone euro. Inversement, l'appréciation du dollar et celle de la livre – pour l'année 2015 – auront un effet négatif sur le PIB des États-Unis et du Royaume-Uni.

Tableau 5. Impact de l'effet compétitivité sur le PIB

En point de PIB			
	2015	2016	2017
DEU	0,1	0,4	0,2
<i>Effet hors zone euro</i>	0,0	0,4	0,1
<i>Effet intra zone euro</i>	0,1	0,0	0,1
FRA	0,3	0,3	0,2
<i>Effet hors zone euro</i>	0,2	0,3	0,1
<i>Effet intra zone euro</i>	0,1	0,0	0,1
ITA	0,5	0,4	0,2
<i>Effet hors zone euro</i>	0,2	0,3	0,1
<i>Effet intra zone euro</i>	0,3	0,1	0,1
ESP	0,8	0,8	-0,1
<i>Effet hors zone euro</i>	0,4	0,5	0,0
<i>Effet intra zone euro</i>	0,4	0,3	-0,1
GBR	-0,1	0,1	0,1
USA	-0,2	-0,2	0,0

Source : Calculs OFCE.

9. Il faut noter que le gain de compétitivité dépend également de la dynamique des prix à l'exportation dans chacun des pays et donc des variations du taux de change réel.

10. Voir Ducoudré et Heyer (2014) pour plus de détails sur les équations qui permettent d'estimer ces effets. L'impact global sur le PIB traduit donc l'effet des variations de compétitivité sur les volumes d'exportation et d'importation puis, selon le taux d'ouverture des économies, l'effet sur la croissance.

Politiques budgétaires : toujours restrictives

En 2015, la politique budgétaire sera globalement restrictive dans les grands pays industrialisés. Après l'important effort budgétaire entamé en 2010, l'impulsion budgétaire serait enfin neutre dans la zone euro dans son ensemble, mais de fortes hétérogénéités subsisteront au sein de l'union monétaire. Aux États-Unis l'impulsion budgétaire serait de -0,2 point de PIB (tableau 6), un ajustement nettement plus faible qu'en 2014 (-1,1 point de PIB). En revanche, au Japon et au Royaume-Uni l'impulsion budgétaire sera plus négative (-0,6 point de PIB) qu'au cours de la dernière année. Cette orientation restrictive sera accentuée pendant les deux années à venir : impulsion de -0,1 et -0,2 point dans la zone euro pour 2016 et 2017, de -0,7 point par an au Royaume-Uni (encadré 2), -0,7 au Japon point en 2016 puis -0,3 point en 2017. L'impulsion sera quasiment neutre en 2016 aux États-Unis (+0,1 point de PIB) et légèrement expansionniste en 2017 (+0,3 point).

Si la politique budgétaire est plus neutre dans l'ensemble de la zone euro, il y a des différences non négligeables entre les pays, notamment en fonction de leur position vis-à-vis des engagements du Pacte de croissance et de stabilité. D'un côté, l'Allemagne mobilisera en 2015 et 2016 une partie des marges de manœuvre budgétaire dont elle dispose pour réaliser une impulsion budgétaire légèrement expansionniste (+0,4 point par an). L'Italie profitera des nouvelles flexibilités disponibles dans l'application du Pacte de stabilité, ce qui devrait lui permettre de mener une politique légèrement expansionniste en 2015 (impulsion budgétaire de +0,2 point de PIB), qui deviendra très légèrement restrictive en 2016 (-0,1 point) et en 2017 (-0,3 point). En particulier, l'Italie bénéficiera de la clause de réformes structurelles pour amoindrir l'effort à consentir à court terme et à plus long terme d'une convergence vers son objectif de moyen terme (OMT) plus lente. Ainsi, l'impulsion budgétaire prévue pour 2016 et 2017 est sensiblement plus basse à ce qui aurait pu être attendu en suivant l'ancienne lecture du Pacte de stabilité et de croissance¹¹. L'Espagne, en procédure de déficit excessif, mais qui bénéficie d'une réduction rapide

11. Avant la publication des nouvelles flexibilités dans l'application du Pacte du 13 janvier 2015, les pays soumis au volet préventif du pacte devaient converger vers leur OMT en réalisant un ajustement structurel minimal de 0,5 point. Depuis le 13 janvier, la vitesse de convergence vers l'OMT est désormais conditionnelle au niveau de l'*output gap* du pays.

de son déficit nominal grâce au redémarrage de la croissance, gardera une politique budgétaire légèrement restrictive (-0,2 point en 2015, -0,3 point en 2016 et -0,2 pt en 2017), notamment en comparaison avec l'ajustement mis en place depuis 2010. Enfin, la France, en procédure de déficit excessif, gardera une politique budgétaire restrictive en 2015 (-0,5 point) qui s'atténuera quelque peu en 2016 et en 2017 (-0,3 point).

L'impact de la politique budgétaire sur l'activité ne dépend pas uniquement du niveau de l'impulsion budgétaire mais également de la valeur du multiplicateur qui peut varier en fonction des conditions macroéconomiques, financières et monétaires, ainsi qu'en fonction de la composition de l'ajustement, selon qu'il porte sur les dépenses ou les recettes¹² et de sa dynamique.

Si l'impulsion budgétaire devrait être moins restrictive dans la zone euro qu'au cours de la période 2010-2014, la valeur des multiplicateurs pourrait contrecarrer quelque peu son impact sur la croissance. D'une part, l'impulsion budgétaire allemande ne devrait pas avoir un impact marqué du fait d'un faible multiplicateur quand *l'output gap* est quasiment fermé. D'autre part, la France, l'Espagne et l'Italie mettent en place des politiques d'offre (baisses des cotisations sociales et réduction du coin fiscal pour les tranches inférieures de l'impôt sur le revenu dans les 3 pays et des baisses de l'impôt sur les sociétés prévues notamment en France et en Espagne), qui ont des effets favorables à moyen et long terme, financées par des économies en dépenses qui ont des effets négatifs immédiats sur la croissance quand *l'output gap* est creusé (les économies en dépenses seraient de 0,8 point en moyenne annuelle en Italie en 2016-2017, de 0,5 point en France et de 0,4 point en Espagne).

Dans ce contexte, la politique budgétaire nationale pèserait sur la croissance en France (-0,5 point en 2015 puis -0,4 point en 2016 et en 2017), en Espagne (-0,4 point en 2015 puis -0,3 pt en 2016 et 2017) et à partir de 2016 en Italie (-0,1 pt en 2016 et -0,3 pt en 2017 après un soutien de l'activité de 0,2 pt en 2015). De son côté, le soutien de l'impulsion budgétaire allemande resterait modéré (+0,2 pt en 2015 et 2016 et de -0,1 pt en 2017) car le multiplicateur

12. Voir Creel, Heyer et Plane (2011).

serait particulièrement modeste dans un contexte de chômage qui s'établit toujours à un niveau historiquement bas.

Tableau 6. Impulsions budgétaires et leurs impacts

En points de PIB

	2014			2015			2016			2017		
	Impul-sion budgétaire	Impul-sion budgétaire	Effet direct	Effet indirect	Impul-sion budgétaire	Effet direct	Effet indirect	Impul-sion budgétaire	Effet direct	Effet indirect		
DEU	0,1	0,4	0,2	-0,1	0,4	0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1		
FRA	-0,2	-0,5	-0,5	-0,1	-0,3	-0,5	-0,1	-0,3	-0,4	-0,1		
ITA	0,1	0,2	0,2	-0,1	-0,1	0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,1		
ESP	-1,0	-0,2	-0,4	-0,1	-0,3	-0,4	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1		
NLD	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,2		
BEL	0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,5	-0,5	-0,1		
PRT	-1,1	-0,8	-0,8	-0,1	-0,3	-0,8	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1		
IRL	-0,8	0,0	0,0	-0,2	-0,2	0,0	-0,2	-1,0	-1,0	-0,2		
FIN	0,8	0,2	0,2	-0,1	-0,4	0,2	-0,1	-0,4	-0,4	-0,1		
AUT	-0,7	0,4	0,4	0,0	0,0	0,4	-0,1	0,3	0,3	-0,1		
GBR	-0,4	-0,6	-0,6	-0,1	-0,7	-0,6	-0,1	-0,7	-0,7	-0,1		
USA	-1,1	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,3	0,3	0,0		
JPN	-1,1	-0,6	-0,6	0,0	-0,7	-0,6	0,0	-0,3	-0,3	0,0		

Note : L'effet direct de l'impulsion budgétaire dépend de l'hypothèse faite sur le multiplicateur. L'effet indirect résulte de l'effet des mesures prises dans les autres pays. Il est lié à la baisse de l'activité qui entraîne une baisse des importations et par ce biais de la demande adressée. En effet, même en l'absence de mesure de politique budgétaire, des effets indirects proviennent de l'effet retour des mesures nationales. L'impulsion négative dans le pays (a) réduit la demande adressée du pays (b) ce qui réduit également sa croissance et ses importations, freinant en retour la demande adressée au pays (a).

Source : Calculs et prévisions OFCE, octobre 2015.

De plus, la prise en compte des décisions de politique budgétaire des partenaires commerciaux des différents pays amplifie l'impact négatif de la politique budgétaire sur la croissance. Même en Allemagne et en Italie, les faibles effets des impulsions budgétaires domestiques qu'ils réalisent en 2015 sont ainsi amoindris par le biais récessif des politiques budgétaires du reste de la zone euro. Ainsi, la croissance allemande ne sera soutenue que de 0,1 point en 2015 et celle de l'Italie de 0,2 point. Hormis aux États-Unis, pays où les échanges commerciaux ont un poids moins important, l'impact des décisions des partenaires commerciaux ampute la croissance de 0,1 point par an dans l'ensemble des grands pays industrialisés. Au total, en 2015, la croissance française et britannique sera amputée de 0,6 point, l'espagnole de 0,5 point et celle des États-Unis de

0,2 point. Seules l'Allemagne (+0,1 pt) et l'Italie (+0,2 pt) bénéficient d'un soutien de la politique budgétaire à la croissance. En 2016, les effets de la politique budgétaire restent les plus forts au Royaume-Uni (-0,8 point) et en France (-0,7 pt) et dans une moindre mesure en Espagne (-0,4 pt) et en Italie (-0,2 pt). Enfin, en 2017 la politique budgétaire aura un impact négatif sur le PIB dans l'ensemble des pays, notamment au Royaume-Uni (-0,8 point), hormis les États-Unis (+0,3 point).

Après cinq ans de forte consolidation budgétaire, notamment au sein de la zone euro, la politique budgétaire gardera un impact globalement négatif sur la croissance, même si l'effet sera plus faible que celui observé au cours des dernières années. En particulier, la consolidation budgétaire restera conséquente en France et s'amplifiera au Royaume-Uni. L'effort sera plus modéré en Espagne et en Italie après la récente forte cure d'austérité. Le cycle électoral pourra avoir un impact sur l'ampleur de l'ajustement budgétaire à venir, notamment en Espagne (les élections auront lieu en décembre 2015) et aux États-Unis (novembre 2016). En France, des risques liés aux procédures européennes demeurent. Le respect des cibles de déficit nominal établies par le Conseil le 10 mars 2015 pourrait être remis en cause en cas de retournement de certains soutiens conjoncturels non contrôlés par le gouvernement (prix du pétrole, niveau de l'euro). Cela pourrait nécessiter le vote de nouvelles mesures accentuant l'ampleur de l'ajustement budgétaire afin d'éviter des sanctions financières.

Encadré 2. Réduction du déficit : objectif n° 1 du gouvernement britannique

Les élections de mai 2015 ont donné la majorité absolue aux Conservateurs, leur permettant de gouverner seuls, contrairement aux élections de 2010, qui les avait conduits à former un gouvernement de coalition avec les libéraux démocrates. Georges Osborne, gardant sa place de chancelier de l'Échiquier dans le nouveau gouvernement a présenté un budget en juillet 2015, le premier budget « 100 % conservateur » depuis 1997. Ce budget confirme les priorités du gouvernement précédent, visant à ramener le déficit public à l'équilibre en 2018-19, principalement par la baisse des dépenses publiques.

Après avoir augmenté les impôts en arrivant au pouvoir en 2010, *via* des hausses de TVA qui ont conduit à l'arrêt de la croissance en 2011 et

2012, le gouvernement a relâché l'austérité budgétaire à partir de 2013, tout en annonçant des baisses de dépenses publiques à moyen terme (à l'horizon de cinq ans) pour atteindre ses objectifs de réduction des déficits. La présentation des budgets étant pluri-annuelle, c'est généralement à partir de l'année n+2 que les réductions de dépenses étaient annoncées comme devant s'intensifier. Mais, dans le budget de l'été 2015, la part des dépenses publiques courantes dans le PIB est supposée baisser de 38,7 points cette année, à 37,8 l'an prochain et à 37 points seulement en 2017, soit un effort important dès la première année. Le détail des mesures d'économies en matière de dépenses publiques n'est pas connu. Néanmoins les orientations sont les suivantes : baisse des dépenses sociales (en plafonnant le montant des aides reçues), notamment pour les personnes sans emploi et les familles. Le gouvernement annonce qu'il réduira de 12 milliards de livres les dépenses sociales pour les personnes en âge de travailler d'ici 2019-20, notamment en gelant les prestations sociales bénéficiant aux personnes en âge de travailler et les allocations logements.

En contrepartie, le gouvernement dit souhaiter « récompenser » le travail : les salariés rémunérés au salaire minimum ne paieront plus d'impôt sur le revenu (c'était un engagement de campagne des Conservateurs en 2015) ; mise en place d'un salaire de subsistance, le *national living wage*, pour les plus de 25 ans, à partir d'avril 2016, supposé représenter 60 % du salaire médian en 2020. L'impact sur l'ensemble des salaires serait faible, au maximum de 0,1 point par an, d'ici 2019, selon la Banque d'Angleterre. Mais, selon l'IFS (Institute for Fiscal Studies), l'ensemble des mesures ne sera pas neutre pour les ménages concernés, pour lesquels, en moyenne le *national living wage* ne compenserait que 26 % des pertes de revenus résultant de la refonte des crédits d'impôts et des prestations sociales annoncées¹³.

Par ailleurs, le gouvernement annonce la poursuite de la baisse de l'impôt sur les sociétés : celui-ci serait abaissé de 20 % depuis avril 2015, à 19 % en 2019 et 18 % en 2020 : le Royaume-Uni continue de jouer la carte de la concurrence fiscale pour inciter les entreprises étrangères à s'implanter au Royaume-Uni.

Au total, l'effort budgétaire représenterait 0,7 point de PIB en 2016 et 2017. Cette austérité plus forte au Royaume-Uni que dans d'autres économies de la zone euro, notamment la France, dans la période récente et dans notre prévision, reflète pour partie des mesures délibérées de réduction des déficits, mais aussi des hypothèses de croissance potentielle. Ainsi, la croissance potentielle est de 2,25 % au Royaume-

13. « An assessment of the potential compensation provided by the new 'National Living Wage' for the personal tax and benefit measures announced for implementation in the current parliament », William Elming, Carl Emmerson, Paul Johnson et David Phillips, IFS Briefing Note 175

Uni dans notre prévision (soit un chiffre proche de l'estimation actuelle de l'OCDE), alors qu'elle n'est que de 1,4 % pour la France (1,4 %). Ces écarts de croissance potentielle font, toutes choses égales par ailleurs, apparaître l'effort budgétaire plus élevé de 0,5 point de PIB au Royaume-Uni qu'en France¹⁴. Avec nos perspectives de croissance, le déficit public britannique passerait de 5,7 % du PIB cette année, à 3,8 % en 2017.

Coup de frein sur le commerce en provenance de Chine

Outre la poursuite de la consolidation budgétaire qui affecte négativement la croissance, le ralentissement en cours de l'économie chinoise représente un autre facteur de choc négatif qui viendra amputer la croissance des pays émergents (voir infra) ainsi que celle des pays développés. Ce ralentissement, annoncé par les autorités chinoises, présent dans les comptes nationaux et prédit dans tous les scénarios de moyen terme des grandes organisations internationales, n'est en soi pas une surprise. Il correspond à une nouvelle phase du développement économique et social de la Chine, vers une croissance que les autorités souhaitent plus « qualitative, inclusive et innovatrice » (Lemoine et Unal, 2015).

Cependant, de nombreux observateurs estiment que ce ralentissement est plus important que celui affiché dans les comptes nationaux. La surestimation de la croissance pourrait provenir d'une sous-estimation de l'inflation, notamment dans le secteur des services (Green, 2013). Pour d'autres, la croissance du PIB chinois doit être corrélée à celle de la production d'électricité en Chine et en lien avec le fret routier, ferroviaire, maritime ou aérien. Or ces grandeurs connaissent toutes une forte baisse depuis le début de l'année 2014 et une relation stable entre le PIB et celles-ci laisserait envisager une croissance annuelle plus faible pour l'économie chinoise, de l'ordre de 2 points début 2015 selon Artus (2015a), plus en lien avec la forte chute observée des importations (voir graphique 2). Ce plus fort ralentissement provoquerait un choc violent sur l'économie mondiale et mettrait alors en péril le rebond naissant dans les économies développées (Artus, 2015b). Une étude développée dans ce numéro par Heyer (2015) tente à la

14. Pour des estimations et une discussion récente autour des notions de croissance potentielle, voir Heyer et Timbeau (2015) ou Sterdyniak (2015).

fois de quantifier l'ampleur du ralentissement du PIB de la Chine et d'évaluer son impact sur la croissance des pays développés, *via* le canal de la demande adressée.

Ainsi, en considérant un scénario contrefactuel dans lequel les importations chinoises auraient progressé au même rythme que celui observé entre 2006 et 2013, soit sur une moyenne de 10 % par an, on peut évaluer l'effet sur la croissance du ralentissement observé et anticipé des importations chinoises sur les économies développées. L'effet négatif sur les pays développés débiterait en 2014 et se prolongerait jusqu'en 2017 du fait d'un ralentissement observé du taux de croissance des importations. En 2014, les importations chinoises ont progressé de 4 %. Pour 2015, nous anticipons un recul de 4,2 %. En 2016 et 2017, la croissance des importations serait à nouveau positive mais à un rythme toujours significativement inférieur à celui observé jusqu'en 2013, soit moins de 3 % (graphique 7). L'impact de ce choc sur 7 pays développés est résumé dans le tableau 7. Les résultats confirment l'idée d'une sensibilité différente des économies développées au ralentissement chinois, reflétant leur degré d'ouverture et leur exposition¹⁵ à la Chine. Le Japon et l'Allemagne serait les pays les plus touchés par le ralentissement chinois : l'effet cumulé de 2014 à 2017 s'élèverait à plus de 2 points de PIB. L'impact sur le Japon passe par une forte exposition au commerce chinois (20,5 % d'exportations vers la Chine contre 8,9 % pour l'Allemagne) tandis que l'impact sur l'économie allemande est davantage lié à son degré d'ouverture (39,1 % contre 14,6 % pour le Japon). Viennent ensuite le Royaume-Uni, l'Italie et la France avec un effet cumulé proche de 1 point de PIB. L'Espagne et les États-Unis seraient les pays les moins impactés avec un effet cumulé autour de 0,5 point de PIB, les États-Unis cumulant une exposition faible (0,7 %) et un degré d'ouverture faible (8,2 %). Par ailleurs, le pic de l'effet du ralentissement chinois aurait lieu en 2015 : il amputerait d'un demi-point de PIB l'économie allemande, de 0,6 point de PIB l'économie américaine et de 1,3 point de PIB l'économie japonaise.

15. C'est-à-dire la part des exportations à destination de la Chine.

Graphique 7. Taux de croissance observé et prévu des importations chinoises

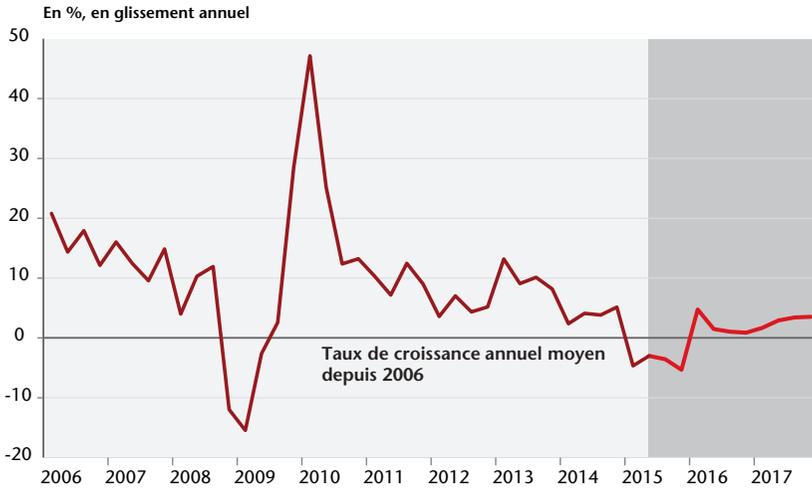


Tableau 7. Impact du ralentissement chinois sur le PIB des grands pays développés via le canal du commerce

En point de PIB

	2014	2015*	2016*	2017*	Effet cumulé 2014-2017
DEU	-0,4	-0,8	-0,5	-0,4	-2,1
FRA	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,8
ITA	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,9
ESP	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,4
GBR	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	-1,1
USA	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,6
JPN	-0,4	-0,9	-0,5	-0,4	-2,2

* Prévisions.

Sources : Données nationales, calculs des auteurs.

Il faut cependant ajouter que cette analyse permet uniquement de quantifier l'effet du ralentissement chinois *via* le canal commercial. Cet impact dépend principalement du poids de la Chine dans le commerce mondial¹⁶. Ni les effets financiers – impact sur les flux d'IDE et les flux de portefeuille qui peuvent se rediriger vers les

16. Depuis 2013, la Chine est la première puissance commerciale du monde. D'après l'OMC, le poids du pays dans les exportations mondiales de marchandises est ainsi passé de 8,7 % en 2007 à 11,7 % en 2013 et, dans les importations, de 6,7 % à 10,3 %.

pays avancés – ni l'effet indirect sur le pétrole résultant d'une baisse de la demande mondiale ne sont pris en compte ici, si bien que l'effet total pourrait être plus faible. De fait, l'hypothèse retenue pour le prix du pétrole intègre l'effet indirect du ralentissement de l'économie chinoise sur la demande de pétrole et se retrouve donc dans l'analyse de l'impact de l'effet pétrole présenté dans le tableau 2.

Ainsi, la somme des chocs qui affecteront les économies développées en 2015, 2016 et 2017 sera bien moins négative qu'elle ne l'était en moyenne entre 2011 et 2014 (tableau 8). La différence la plus significative sera pour les pays de la zone euro, ce qui permet bien d'expliquer la dynamique de reprise qui s'enclenche progressivement. L'écart significatif serait particulièrement significatif pour l'Espagne puisque selon nos estimations, l'impact cumulé des chocs sur le PIB se serait élevé à -1,4 point en 2014 contre un effet cumulé positif de 0,9 point en 2015. Ces éléments permettent ainsi de rendre compte de l'amélioration des perspectives de croissance pour les pays industrialisés.

Tableau 8. Synthèse de l'effet des chocs (prix du pétrole, conditions de crédit, compétitivité, budgétaire, ralentissement chinois)

En pts de PIB

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
DEU	-1,4	-2,3	-0,9	-0,8	0,0	0,2	-0,3
FRA	-1,4	-2,0	-1,5	-0,9	-0,1	-0,1	-0,4
ITA	-1,0	-4,0	-1,5	-0,5	0,9	0,3	-0,3
ESP	-2,0	-4,9	-2,6	-1,4	0,9	0,6	-0,5
GBR	-2,8	-1,2	-1,9	-0,7	-0,8	-0,7	-1,2
USA	-1,6	-1,7	-2,2	-1,1	-0,3	-0,6	-0,2

Sources : Calculs et prévisions OFCE, octobre 2015.

3. Découplage de la croissance en cours

Le découplage entre les pays industrialisés et les pays émergents observé depuis le début de l'année 2015, avec d'un côté une consolidation de la reprise et de l'autre la poursuite du ralentissement, se prolongerait à l'horizon de notre prévision. Après plusieurs années de désendettement des agents tant publics que privés, les pays industriels mènent des politiques budgétaires moins restrictives que précédemment et bénéficient de chocs favorables (prix du

pétrole, taux de change pour les pays de la zone euro) qui vont stimuler la croissance et ce d'autant plus que les écarts de production restent la plupart du temps négatifs, induisant un potentiel de rattrapage important.

États-Unis : les ménages moteurs de la croissance

Après une croissance moyenne annuelle de l'ordre de 2,1 % entre 2010 et 2014, l'année 2015 marque une accélération. La croissance devrait atteindre 2,7 % cette année, 3,1 % en 2016 et 2,8 % en 2017. Elle deviendrait ainsi largement supérieure à la croissance potentielle (2 %) et l'*output gap*, qui peinait à se résorber (-3,4 % en 2014), devrait être quasi nul en 2017. Les moteurs de la reprise sont dorénavant clairement enclenchés. La consommation et l'investissement des ménages se sont raffermis. Le taux de chômage poursuit sa décrue. L'impulsion budgétaire ne serait que très légèrement négative en 2015 et 2016 avant de devenir positive en 2017. Le solde public se stabiliserait à -3,5 % du PIB en 2017.

Le début d'année 2015 en dents de scie est uniquement dû à des circonstances exceptionnelles : l'hiver particulièrement rigoureux dans le nord-est du pays et le Midwest, ainsi que la grève des dockers dans les ports de la Côte ouest ont pénalisé la consommation privée et les exportations au premier trimestre, avant un rebond au deuxième trimestre. La croissance serait ferme au second semestre 2015 (0,8 % par trimestre), bénéficiant du dynamisme des dépenses des ménages soutenu par la modération des prix et le raffermissement des revenus nominaux. Elle ralentirait légèrement en 2017, avec un rythme de 0,7 % par trimestre. L'investissement résidentiel, qui est reparti à la hausse fin 2014, continuerait de progresser rapidement : tous les indicateurs sont orientés à la hausse (mises en chantier et permis de construire, ventes de logements dans l'ancien, ...) et les prix immobiliers ont retrouvé leur niveau de 2007, soit juste avant le retournement¹⁷. Les ménages bénéficient de taux toujours très avantageux, malgré une légère hausse amorcée en mai 2015. Dans un contexte de reprise de l'emploi, cela a favorisé les nouveaux crédits hypothécaires nets qui augmentent à nouveau, même si leur reprise reste timide.

17. L'indice de prix calculé par Case et Schiller indiquent cependant que les prix n'ont pas encore retrouvé leur niveau d'avant crise.

La situation sur le marché du travail reste contrastée. Les créations d'emplois continuent sur un rythme stable, de l'ordre de 2 % par an en 2015, mais le taux d'emploi est loin d'avoir retrouvé son pic de 2007. Le taux d'activité reste bas, encore inférieur de 3 points à son niveau de 2007. Ceci a favorisé la baisse rapide du taux de chômage, à 5,1 % en août 2015, contre 6,1 % un an plus tôt. Il atteindrait 4,2 % en 2017. Si l'on s'intéresse au taux de sous-emploi, qui tient compte non seulement des chômeurs, mais aussi des emplois à temps partiels subis et des actifs potentiels découragés, il reste très élevé, ce qui illustre le fait qu'un large réservoir de main-d'œuvre est disponible. De ce fait, il n'y a pas de tensions sur les salaires nominaux, qui ont progressé de 1,9 % sur un an dans le secteur privé. L'accélération attendue dans les prochains mois devrait rester modérée.

Du côté des entreprises, la situation est moins favorable. Elles pâtissent de la forte appréciation du taux de change effectif du dollar en termes nominaux (17 % entre juillet 2014 et août 2015) comme en termes réels (11 % sur la même période, 20 % depuis août 2011). L'appréciation se poursuivrait jusqu'à la mi-2016 selon nos hypothèses. En conséquence, les pertes de marché à l'exportation observées en 2015 vont s'accroître en 2016 et 2017. Les importations, de leur côté, vont continuer de croître à un rythme soutenu. Au final, la contribution du commerce extérieur à la croissance serait négative cette année puis en 2016 et 2017. Quant à l'investissement productif, il progresserait au même rythme que la demande anticipée, le taux d'utilisation des équipements étant revenu à son niveau de moyen terme. Le taux d'investissement resterait stable, au niveau atteint déjà depuis plusieurs trimestres.

Compte tenu des indicateurs conjoncturels bien orientés, et de la confirmation de l'amélioration enregistrée sur le marché du travail, la Réserve fédérale relèverait ses taux à partir de fin 2015. La faiblesse actuelle de l'inflation ne serait que passagère, puisque les prix accéléreraient à partir de la mi-2016, avec la fin de l'effet de la baisse du prix du pétrole et de l'appréciation du dollar. L'inflation atteindrait 1,7 % à l'horizon de fin 2017. Les hausses de taux directeurs se feraient de façon plus graduelle que par le passé, avec un relèvement des taux de seulement deux points d'ici fin 2017. Les taux longs publics augmenteraient légèrement, à 3,5 % en 2017.

Zone euro : timide reprise

Le mouvement de reprise entamé en 2014 s'est poursuivi en 2015. La croissance au premier semestre 2015 a ainsi été de 1,4 % sur un an. Tous les grands pays ont désormais renoué avec des taux de croissance positifs, y compris l'Italie (et ce pour la première fois depuis 2011). Le PIB des pays ayant bénéficié d'une aide financière européenne et du FMI a aussi progressé nettement, même si la Grèce devrait retourner en récession dès le troisième trimestre 2015, dans le sillage des nouveaux plans de restriction budgétaire adoptés et du fait des contraintes résultant du contrôle des capitaux.

La consommation des ménages dans la zone euro est soutenue depuis la mi-2014, bénéficiant dans un premier temps d'une masse salariale dynamique (+2,2 % sur un an) et dans un deuxième temps de la désinflation induite notamment par le prix du pétrole. Elle resterait bien orientée à l'horizon de notre prévision. Le revenu nominal des ménages bénéficierait de la poursuite des créations d'emplois : après une croissance de 0,4 % en 2015, l'emploi progresserait de près de 1 % en 2015 et 2016. En Italie, cette reprise de l'emploi serait amplifiée par la mise en place du *Jobs Act* en mars 2015 (voir Antonin, 2014) et l'exemption pendant 3 ans des cotisations sociales sur les nouvelles embauches à partir de 2016. En Espagne, la croissance s'est accompagnée depuis 2014 d'une accélération des embauches (dans les services notamment) et désormais la productivité horaire du travail stagne après 6 années de fort rattrapage. Les salaires nominaux espagnols stagnent (+0,5 % sur un an au deuxième trimestre 2015) en raison d'un taux de chômage élevé. La problématique allemande est tout autre : dans un contexte de quasi plein-emploi, l'emploi progresserait peu, mais les salaires seraient particulièrement dynamiques (2,7 % en moyenne en 2016-2017), portés par des négociations collectives favorables et l'introduction progressive du salaire minimum. Les ménages vont par ailleurs bénéficier dans plusieurs pays de baisses d'impôt (Espagne, Italie) ou d'augmentation des prestations sociales (Allemagne). De plus, en 2016 et 2017, le taux d'épargne baisserait dans la plupart des pays dans un contexte de recul du taux de chômage, ce qui soutiendrait la consommation. Elle croîtrait de 1,6 % en moyenne en 2016 et 2017 dans la zone euro.

Depuis son pic de la mi-2013 à 12,1 %, le taux de chômage au sens du BIT est revenu à 11,1 % mi-2015. Il poursuivrait sa décrue pour atteindre 9,7 % fin 2017. Il n'en resterait pas moins bien supérieur à son niveau d'avant-crise (7,2 % début 2008). À l'exception de l'Allemagne où le taux de chômage est historiquement bas (4,4 % mi-2015), les autres pays souffrent encore d'un sous-emploi important. En Espagne, malgré une baisse entamée fin 2013, le taux de chômage était encore de 21,9 % au deuxième trimestre 2015. En France et en Italie, la réduction du chômage n'a vraiment débuté que début 2015 et devrait se poursuivre dans les prochains trimestres.

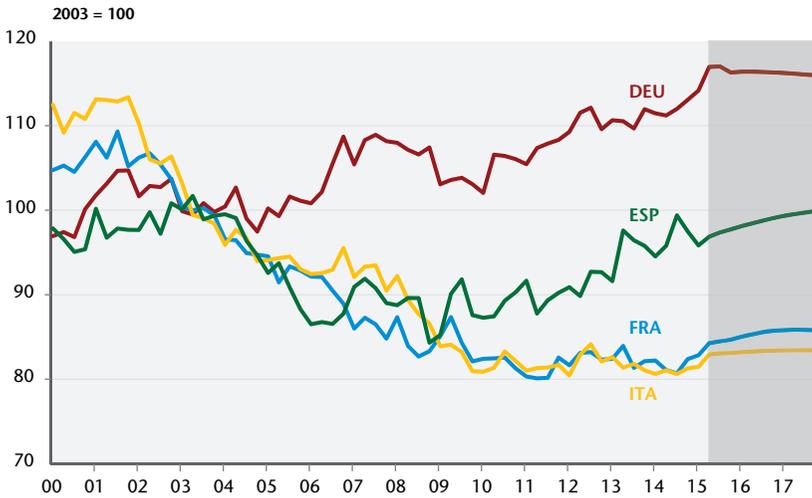
Après 7 ans de recul, l'investissement en logement a renoué timidement avec la croissance en 2015, principalement en raison de l'embellie espagnole. En France, ce mouvement n'interviendrait que fin 2015, dans le sillage d'une amélioration des indicateurs (permis de construire et mises en chantier). Au final, l'investissement en logement accélérerait progressivement et atteindrait 3,1 % en moyenne dans la zone euro en 2017.

Porté par un environnement financier et une demande anticipée favorables, ainsi que par des mesures de politique économique (baisse de l'impôt sur les sociétés et de la taxe professionnelle en Italie, réforme de l'impôt sur les sociétés en Espagne, montée en charge du CICE et du Pacte de responsabilité en France), le taux d'investissement productif continuerait de progresser dans la zone euro, pour atteindre fin 2017 son pic de la mi-2008. Malgré tout, fin 2017, en Italie et aussi en Allemagne, le taux d'investissement resterait bien inférieur au dernier pic, signe d'un sous-investissement important dans ces pays.

La zone euro va aussi bénéficier d'une contribution positive du commerce extérieur (0,2 en 2016 comme en 2017). La demande adressée croîtrait à un rythme de l'ordre de 4 % par an, avec une demande particulièrement dynamique en provenance des pays industrialisés. Dans un contexte de taux de change favorable, les entreprises allemandes et espagnoles ont continué de gagner des parts de marché à l'exportation (graphique 8). Depuis fin 2014, les entreprises italiennes et françaises ont aussi bénéficié de ce mouvement. À l'horizon 2017, la France et surtout l'Espagne gagneraient des parts de marché. Cette dernière cumule une compétitivité-prix avantageuse par rapport à ses partenaires européens et une plus

forte élasticité-prix des exportations (0,95, contre 0,58 pour la France selon nos estimations, voir Ducoudré et Heyer, 2014). En Italie, les parts de marché se stabiliseraient, tandis qu'elles baisseraient légèrement en Allemagne. Après un très bon premier semestre 2015, avec notamment des ventes exceptionnelles d'avions, nous intégrons une correction au second semestre, qui tient également compte d'exportations automobiles moins dynamiques à la suite du scandale de Volkswagen. En 2016 et 2017, les entreprises allemandes vont perdre des parts de marché à l'intérieur de la zone euro, mais la dépréciation de l'euro leur permettront de continuer à exporter sans souci vers les pays hors zone euro (63 % de ses exportations) et ce d'autant que l'effet compétitivité-hors prix demeurera.

Graphique 8. Parts de marché à l'exportation dans les grands pays de la zone euro



Sources : FMI, comptes nationaux, calculs et prévisions OFCE octobre 2015.

Au final, la croissance serait supérieure à la croissance potentielle dans les grands pays de la zone euro. En 2016 et 2017, la zone euro dans son ensemble croîtrait de 1,8 % par an. L'Espagne verrait son PIB progresser de plus de 3 % par an, comblant en partie les pertes de production passée. La France et l'Allemagne auraient des performances proches, avec un léger avantage pour la France à partir de 2016, l'Allemagne ayant un moindre potentiel de rattrapage du fait d'un écart de production proche de zéro. Enfin, l'Italie resterait à la traîne, avec un rythme potentiel quasi-nul et des difficultés structurelles persistantes.

Royaume-Uni : signaux de ralentissement

Au deuxième trimestre de 2015, la croissance britannique était de 2,4 % en glissement sur un an, soit un rythme proche de celui des États-Unis, et nettement supérieur à celui de la zone euro (1,5 %). Cependant, elle s'inscrit en ralentissement par rapport au point haut de 3,1 %, atteint au quatrième trimestre de 2014. Cette décélération est notamment visible dans l'industrie manufacturière (10 % de la valeur ajoutée), où la production stagne depuis le début de l'année. L'activité stagne aussi depuis le début de l'année dans le bâtiment (6 % de la valeur ajoutée). Avec une croissance de 2,3 % sur un an au deuxième trimestre 2015, les services – qui représentent plus des trois quarts de la valeur ajoutée – restent donc les seuls moteurs de la croissance.

Depuis deux ans, le dynamisme de la croissance dans les pays hors Union européenne a tiré les exportations britanniques, mais celles-ci se sont effondrées en juillet dernier (de 7 % en volume sur un mois, annulant la hausse du deuxième trimestre). Certes, il ne s'agit que de données sur un mois, qui ont un caractère volatil. Mais, par ailleurs, les industriels signalent une dégradation de leurs carnets de commandes à l'exportation depuis l'été. Les opinions sur les perspectives de production et sur le total des carnets de commande se dégradent aussi depuis le début de l'année : dans l'industrie, le ralentissement est annoncé.

La consommation des ménages est actuellement le principal moteur de la croissance britannique, et le resterait à l'horizon 2017, dans un contexte de faible taux de chômage (5,5 % en juin 2015). Les ménages ont vu leur pouvoir d'achat s'améliorer nettement depuis un an, sous le double effet du ralentissement de l'inflation et de la hausse des salaires nominaux. Les salaires, qui avaient baissé en termes réels depuis le début de la crise, ont récemment recommencé à croître. Les salaires nominaux sont désormais en hausse de 3 % dans l'ensemble de l'économie, et continueraient de progresser à ce rythme, dans notre prévision. La baisse des prix des matières premières, la faiblesse passée des hausses de coût du travail, ainsi que l'appréciation du taux de change de la livre ont freiné jusqu'ici l'inflation, qui reste depuis février 2015 voisine de 0 %, tandis que l'inflation sous-jacente est proche de 1 %. Mais la remontée progressive de l'inflation à près de 2 % en fin de période rognerait progressivement les gains de pouvoir d'achat des ménages.

Le processus de désendettement, que les ménages avaient engagé au début de 2009, a ramené la dette des ménages de 160 % de leur revenu annuel, un niveau record, à 135 % au premier semestre de 2015. Cela reste cependant toujours élevé, au regard d'une moyenne de 100 % avant la forte hausse de 2000 à 2007. Les prix de l'immobilier ont continué à progresser à des rythmes de près de 10 % par an et ont dépassé leur précédent pic historique de 2007. Les perspectives sont celles d'un maintien de prix élevés à l'horizon de notre prévision, du fait d'une insuffisance structurelle de logements. La hausse des prix de l'immobilier se traduit par une hausse régulière de la richesse immobilière, tandis que la richesse financière nette représente 330 % du revenu annuel des ménages, soit une hausse de 100 points depuis le point bas de 2007, et un niveau supérieur à celui d'avant-crise. Cette hausse des patrimoines a constitué jusqu'à l'été dernier, par le canal des effets richesse, un soutien à la consommation. Mais, sous l'effet de la hausse des prix qui rogneait le pouvoir d'achat des ménages, et de la légère remontée du taux de chômage, le taux d'épargne ne baisserait plus et resterait à peu près stable autour de 4,5 % à l'horizon 2017.

L'investissement des entreprises s'est nettement redressé depuis le début de la crise, bien que ceci soit atténué dans les comptes nationaux parus le 30 septembre dernier. Le taux d'investissement se rapproche désormais de son niveau d'avant-crise, mais n'a pas encore retrouvé son point haut de la fin des années 1990 (contrairement à ce qu'indiquaient les comptes précédents). Les enquêtes menées récemment auprès des industriels suggèrent un tassement dans l'investissement dans les prochains mois, que nous avons inscrit dans notre prévision. Alors qu'elle avait quasiment stagné depuis le début de la crise, la productivité du travail a recommencé à croître en 2014. Ce retour de gains de productivité ne permet pas encore de lever toutes les questions autour de l'énigme de la productivité (le *productivity puzzle*), qui est apparue au Royaume-Uni à partir de 2008 : les entreprises britanniques n'ont pas autant diminué leurs effectifs qu'elles le faisaient habituellement lors des chutes d'activité, et en ont limité les effets sur leurs coûts, en réduisant les salaires. Ceci a donné, et continue de donner lieu à de nombreuses tentatives d'explication, dont aucune ne permet d'expliquer l'ampleur du phénomène¹⁸. Parmi ces explications

18. Voir, notamment, Barnett *et al.* (2014).

figurait celle d'un affaiblissement structurel de la productivité. Cela n'a jamais été notre hypothèse centrale, et nous avons dans cette prévision retenu un scénario selon lequel l'accélération récente de la productivité se poursuivrait, pour retrouver des rythmes proches de ceux d'avant-crise : les gains de productivité seraient de 1,3 % en 2015, 1,7 % en 2017. Cela signifierait, bien sûr, qu'à l'horizon 2017, l'écart en niveau avec la productivité d'avant-crise ne serait pas résorbé, et donc implicitement, le fait que la crise ait eu un effet « en marche d'escalier » sur le niveau de la croissance.

La croissance serait de 2,4 % cette année, de 2,2 % l'an prochain et de 1,8 % en 2017. Notre scénario est celui d'une lente « résorption » des déséquilibres et faiblesses de l'économie britannique, pour certains révélés, et parfois amplifiés depuis le début de la crise. Le mouvement est déjà bien enclenché en ce qui concerne la reprise de l'investissement des entreprises et le désendettement des ménages. Le processus s'est récemment enclenché pour la productivité du travail, qui a recommencé à croître. La résorption d'autres grands déséquilibres (déficit extérieur et niveau élevé des prix immobiliers) n'est pas encore amorcée, et ne le sera probablement pas à l'horizon de 2017. Par ailleurs, la question du referendum sur le maintien ou non du Royaume-Uni dans l'Union européenne aura lieu d'ici 2017, et son issue est très incertaine. Les sondages font en effet apparaître des intentions de vote très fluctuantes. Au sein du Parti conservateur, les débats entre partisans du oui et du non sont grands. Nous avons supposé dans cette prévision que la tenue du referendum n'aurait pas de conséquences à court terme sur l'économie britannique, mais un premier élément pourrait être l'attentisme des chefs d'entreprise, qui reporteraient leurs décisions d'investissement en attendant les résultats du référendum.

Pays émergents : l'Asie en première ligne

Du fait de leur proximité géographique avec la Chine et d'une intégration commerciale qui s'est renforcée pendant les années 2000, les économies asiatiques sont les plus impactées par le ralentissement de la croissance chinoise. Dans les autres zones émergentes, les pays producteurs de pétrole et de matières premières voient leur situation économique se dégrader. C'est notamment le cas de la Russie et du Brésil, deux pays dans lesquels

s'ajoutent également des facteurs internes faisant plonger ces deux pays dans la récession. La croissance, en glissement annuel, de la Russie a fortement reculé au deuxième trimestre 2015 (-4,6 % après -2,2 % au premier trimestre). Après une courte accalmie en début d'année, le rouble a poursuivi sa chute provoquant une dégradation des termes de l'échange, amplifiée par la baisse du prix du pétrole, et une réduction du pouvoir d'achat des ménages. La consommation a par conséquent diminué. Ce scénario devrait se poursuivre étant donné notre scénario sur le prix du pétrole. La Russie resterait en récession sur fonds de tensions géopolitiques persistantes. Du côté du Brésil, la récession se poursuit depuis cinq trimestres consécutifs. Le pays est non seulement impacté par la baisse des prix des matières premières et subit également le ralentissement des importations chinoises. L'inflation ne faiblit pourtant pas, ce qui incite la banque centrale à durcir sa politique monétaire. Le taux d'intérêt directeur a été augmenté à 7 reprises depuis octobre 2013, ce qui le porte à 14,25 %. L'orientation restrictive de la politique économique est de surcroît amplifiée par le resserrement budgétaire. Si les autres pays de la région verront également la croissance ralentir, leur situation sera globalement moins critique que celle du Brésil, à l'exception du Venezuela.

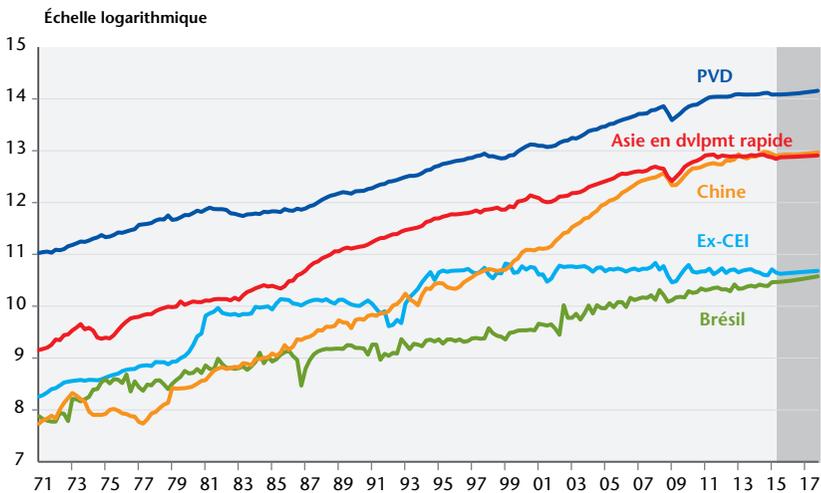
Les économies émergentes d'Europe de l'Est sont jusqu'ici épargnées par le découplage et continueront de croître à un rythme dynamique, tirant notamment profit de la reprise dans la zone euro.

L'ouverture économique de la Chine a contribué au processus de réorganisation des productions et des échanges au sein de l'Asie, accentuant le processus de régionalisation et le commerce intra-zone. Alors que l'intégration régionale avait sans doute permis d'amortir le choc de la Grande Récession de 2008-2009, du fait notamment de la résilience de l'économie chinoise et du plan massif de relance mis en œuvre par le gouvernement de Pékin, le ralentissement en cours de la première puissance commerciale frappe de plein fouet les économies de la région. Depuis le début de l'année 2015, beaucoup de pays d'Asie ont été impactés par le ralentissement de la demande chinoise, Taiwan, Singapour, la Corée du Sud, le Vietnam et la Malaisie étant les économies les plus concernées, malgré l'effet positif de la baisse des prix du pétrole dont les pays de la région sont généralement importateurs nets (excepté la Malaisie). Par ailleurs, la dévaluation du yuan fait

vaciller les devises déjà friables comme le baht thaïlandais ou la roupie, même si l'économie indienne résiste au ralentissement.

La croissance de l'ensemble de la zone ralentirait significativement dès 2015 et s'établirait à 6 % et se maintiendrait à 6,1 % en 2016-2017 (voir tableau A10 en annexe). Malgré le ralentissement des échanges (voir graphique 9), la croissance serait soutenue par la bonne tenue de la demande intérieure (consommation et investissement). Dans certains pays, notamment l'Indonésie et la Malaisie, la croissance pourrait cependant être fragilisée par un reflux de capitaux provoqué par la perspective du resserrement monétaire américain. Mais l'incertitude majeure demeure l'ampleur du ralentissement chinois, premier partenaire commercial de la plupart de ces pays. Les raisons de ce ralentissement sont d'abord liées à l'épuisement progressif du processus de rattrapage qui avait permis à l'économie chinoise de croître rapidement au cours des 20 dernières années. De plus, annoncée depuis plus de dix ans, la transition vers une croissance davantage tirée par la consommation est en cours : jusqu'ici tirée par les exportations et l'investissement, l'économie chinoise se dirige vers un modèle de croissance plus équilibré. Reste à savoir précisément si ce processus sera progressif et absorbé sans heurt par les partenaires commerciaux de la Chine ou brutal provoquant une crise économique et financière régionale. Le ralentissement chinois modifiera également l'organisation

Graphique 9. Importations des pays en voie de développement



internationale des chaînes de production. Une partie de ses capacités de production s'est déjà relocalisée vers les pays offrant une main-d'œuvre moins coûteuse et ce mouvement de relocalisation devrait se poursuivre et pourrait aussi profiter à l'Europe centrale et de l'Est. Nous privilégions l'hypothèse d'un fléchissement de la croissance chinoise qui passerait de 7,4 % en 2014 à 6,8 % en 2015 puis 6,6 % en 2016. La Chine échapperait à la récession mais connaîtrait néanmoins une transition difficile entre deux régimes de croissance. Dans le reste de la région, la croissance accélérerait en 2016 et s'établirait à 5,7 % en 2017.

Les pays les plus exposés au ralentissement chinois seraient Hong-Kong et Singapour en raison notamment d'une intégration financière plus forte. Ainsi, la croissance de Singapour passerait d'une moyenne de 5,4 % entre 2009 et 2013 à 2,3 % en 2015. Les exportations se sont nettement contractées, fortement pénalisées par la hausse des coûts de production (-2,8 % au second trimestre 2015). Les dépenses de consommation continuent cependant de soutenir l'activité grâce au faible taux de chômage (moins de 2 %) et au gain de pouvoir d'achat, résultant d'une forte baisse de l'inflation. Malgré un plan de relance de 20 trillions de wons (1,3 % PIB), l'activité de la Corée du Sud devrait ralentir en 2015 (2,6 % de croissance contre 3,3 % en 2014). Les exportations vers la Chine représentent en effet 14 % du PIB. Elles affichent un huitième repli mensuel consécutif et se trouvent également affectées par l'appréciation du won vis-à-vis notamment du yen japonais, ce qui dégrade la compétitivité des entreprises coréennes. Par ailleurs, la consommation reste atone dans un contexte de fort endettement des ménages (+ 9,1 % au second trimestre 2015) et de baisse des salaires (-6,8 % au second trimestre 2015). L'économie taïwanaise se trouve dans une situation assez proche à celle de la Corée avec un fort déclin des exportations en août 2015 (-10,5 %) et une appréciation du dollar taïwanais. En revanche, la demande intérieure s'est accrue (+1,9 %) au second trimestre 2015, du fait d'une hausse de la consommation des ménages et des investissements publics. Les tensions déflationnistes demeurent depuis le début de l'année 2015 (-0,6 % en moyenne sur les huit premiers mois de l'année). La croissance sur l'ensemble de l'année 2015 devrait s'élever à 2,2 % après 3,8 % en 2014.

Par ailleurs, en Indonésie et en Malaisie, deux pays producteurs de matières premières, la baisse de la croissance est amplifiée par la baisse de la demande mondiale et la chute des prix. La croissance ne dépasserait pas 5 % en 2015, une performance bien moindre qu'au cours des années précédentes.

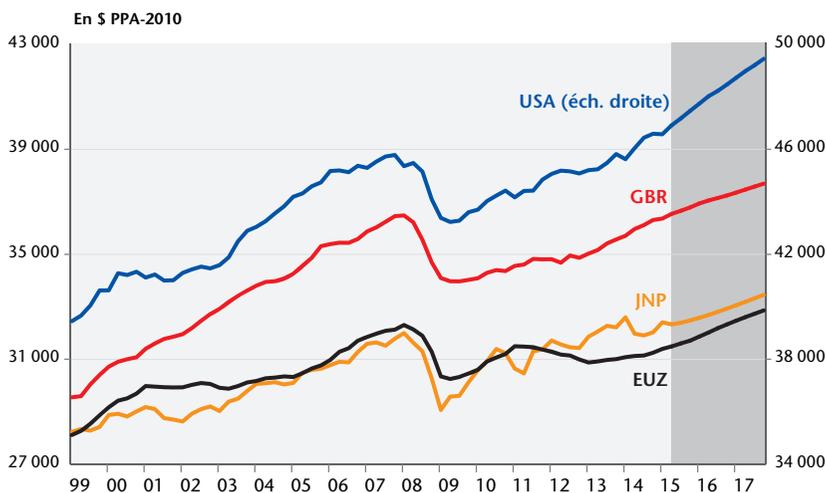
Finalement, l'Inde échapperait à la morosité régionale. Les derniers chiffres publiés par les autorités de New Delhi révèlent une croissance économique de 7,5 % au dernier trimestre 2014 en rythme annuel. Avec cette performance, l'Inde pourrait dépasser la Chine en termes de croissance. Mais cela s'explique par un changement de méthodologie des statistiques du pays : depuis fin janvier, l'Office indien des statistiques a changé les années de base et les méthodes de calcul de la croissance, faisant bondir celle-ci : en 2013-2014, le chiffre est passé d'un très médiocre 4,7 % à un fort honorable 7,1 %. Sur les trois premiers mois de 2015, l'économie indienne a été portée par l'industrie manufacturière (+8,4 %), le commerce et les transports (+14 %) et les services financiers (+10 %). Mais l'agriculture s'est contractée. Le fléchissement des exportations, amorcé à l'automne 2014, se poursuit ; celles-ci se sont contractées de près de 4,2 % au premier trimestre 2015. L'investissement s'est orienté à la hausse au second trimestre 2015, atteignant + 5,3 %.

4. Une reprise mais pas de boom

L'accélération de la croissance des pays industrialisés, qui passerait de 1,6 % en 2014 à 1,9 % en 2015 puis 2,2 % en 2016 et 2017 témoigne d'une consolidation de la reprise. Dans l'ensemble des grandes zones avancées, le PIB par habitant aura rattrapé son niveau d'avant-crise. De fait, c'était déjà le cas pour le Japon (depuis le début de l'année 2013), les États-Unis (depuis la fin de l'année 2013) et le Royaume-Uni (depuis le début de l'année 2015) si bien que le principal élément nouveau sera l'amorçage d'un mouvement de reprise plus solide dans la zone euro. Le PIB par habitant reste au deuxième trimestre 2015 en-deçà de son niveau d'avant-crise et le rattraperait d'ici la fin de l'année 2016 (graphique 10). Ce scénario ne doit cependant pas masquer les fragilités de la croissance des pays industrialisés, qui s'appuient en partie sur des facteurs favorables (prix du pétrole et taux de change

pour les pays de la zone euro) qui viennent, dans la zone euro, compenser voire surcompenser les effets restrictifs de la consolidation budgétaire¹⁹. De fait, alors que la somme des chocs avait un impact fortement récessif sur la période 2011-2014 (voir tableau 8), ceux-ci auront un impact beaucoup plus faible, voire franchement positif, dans certains pays comme l'Italie et l'Espagne. Ainsi la reprise ne résulte pas tant d'une dynamique interne et auto-entretenu de la croissance mais est stimulée par des facteurs volatils et généralement temporaires. Si le ralentissement de la demande adressée lié au ralentissement de la Chine atténue partiellement ce diagnostic, il reste que les pays développés, et particulièrement la zone euro, bénéficieront sur la période 2015-2017 d'une conjonction de facteurs favorables.

Graphique 10. PIB par habitant dans les pays industrialisés



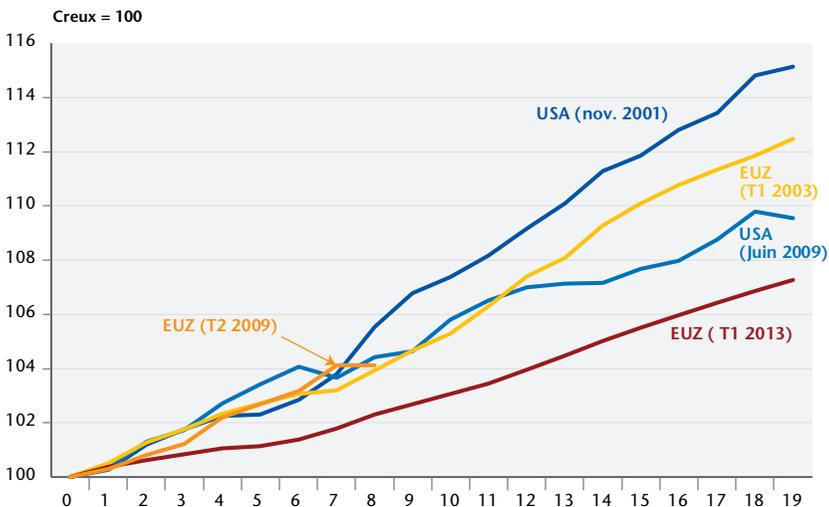
Sources : Comptes Nationaux, Calculs et prévisions OFCE, octobre 2015.

Par ailleurs, la croissance reste plutôt modérée relativement aux épisodes de reprise précédents. Ainsi, après la récession de 2008-2009, la croissance des pays industrialisés dépassait 3 % en 2010 contre à peine plus de 2 % en 2016-2017 selon nos prévisions. De fait, si on compare les rythmes de croissance en phase de sortie de crise pour les États-Unis et la zone euro, force est de constater que

19. Voir Heyer et Sampognaro (2015) pour une analyse plus détaillée de ces chocs et de leur impact sur les principales économies avancées depuis 2011.

la reprise actuelle est loin d'être dynamique (graphique 11). Pour les États-Unis nous comparons la reprise de 2009 à celle de 2001 tandis que pour la zone euro, nous comparons la phase de reprise qui a débuté au troisième trimestre 2009 à la reprise amorcée depuis le deuxième trimestre 2013. Par ailleurs, dans la mesure où la comparaison pour la reprise de 2009 est en partie tronquée par la rechute d'activité qui intervient rapidement, nous ajoutons une comparaison avec la phase de croissance qui débute au deuxième trimestre 2003. Si la zone euro n'est pas entrée en récession en 2001, elle a néanmoins subi un ralentissement significatif de l'activité entre 2001 et 2003. La comparaison de ces épisodes de reprise suggère bien que le mouvement de reprise qui s'est engagé dans la zone euro est moins rapide que lors des phases précédentes. Pour les États-Unis, le rebond initial de la croissance en 2009 est assez proche comparativement à la reprise de la fin de l'année 2001 mais, alors que le rythme de croissance est resté soutenu les années suivantes, il a ralenti au bout de 5 trimestres. Pourtant, la récession qui avait précédé la reprise de 2009-2010 était bien plus forte laissant présager un potentiel de rebond plus fort. Si on peut évoquer un ralentissement de la croissance potentielle pour expliquer ce moindre dynamisme, il nous semble plutôt qu'il s'explique par les freins qui ont pesé sur l'activité et qui ne se libèrent que très

Graphique 11. Dynamique du PIB dans les phases de reprise



Sources : Comptes Nationaux, Calculs et prévisions OFCE, octobre 2015.

progressivement. Néanmoins, des travaux sur les conséquences des crises financières montrent que l'impact sur la croissance est généralement plus long et plus sévère, notamment parce que l'activité de crédit et de financement reste durablement affectée par le choc. Deux raisons peuvent notamment contribuer à ce phénomène. Ainsi, lorsque le boom qui a précédé la crise s'est nourri de l'endettement des agents non-financiers et d'une prise de risque excessive du système bancaire, la crise provoque une correction durable au cours de laquelle le système bancaire réduit sa prise de risque de façon pro-cyclique²⁰ et les agents non-financiers privilégient le désendettement à la dépense.

Le crédit toujours au ralenti

La littérature récente sur ce sujet a largement insisté sur la nature pro-cyclique de l'activité des banques et notamment de leur attitude face aux risques qu'elles prennent. Ainsi, dans les phases de conjoncture favorable, elles ont tendance à accroître leur prise de risque en assouplissant leurs conditions de crédit et en augmentant leur effet de levier, c'est-à-dire que l'augmentation du bilan est plus que proportionnelle à celle des fonds propres²¹. Ce faisant, elles amplifient le boom mais fragilisent également le système financier qui devient plus vulnérable en cas de choc négatif. Inversement, une fois que la crise a éclaté, les banques réduisent leur exposition au risque, ce qui se traduit par un durcissement des conditions de crédit, renforçant l'impact du choc initial et prolongeant la baisse de l'activité. S'il est peu aisé de déterminer le niveau d'équilibre du levier du système bancaire, l'évolution sur la période récente pour les pays de la zone euro (graphique 12a et 12b) suggère que les banques ont continué à réduire leur risque (*via* une réduction de la taille de leur bilan²²), mesuré ici comme le ratio agrégé entre la taille du bilan et le montant du capital et des réserves. Cette réduction semble d'autant plus importante que le levier avait augmenté dans la phase qui avait précédé la crise des *subprime* et l'éclatement de la

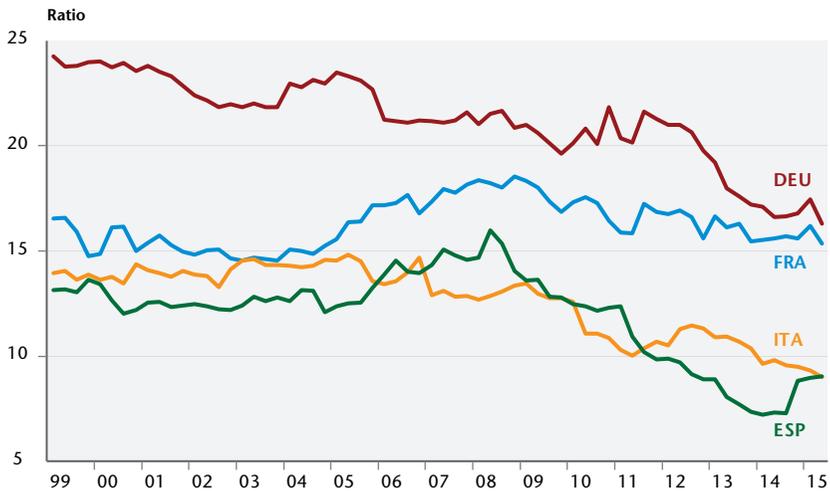
20. Mécanisme identifié notamment par Borio et Zhu (2008) sous le nom de « canal de la prise de risque ».

21. Voir Adrian et Shin (2008) pour une illustration.

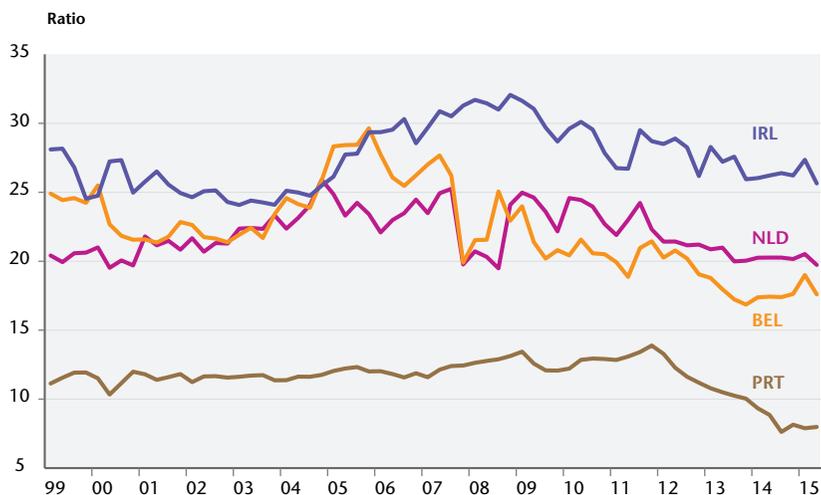
22. Entre le deuxième trimestre 2009 et le deuxième trimestre 2015, la taille du secteur bancaire de la zone euro est passée de 3,4 fois le PIB de la zone euro à 3, soit une réduction de plus de 600 milliards d'euros.

bulle immobilière dans certains pays, notamment en Espagne et en Irlande. Dans tous les pays, le levier est inférieur à celui observé en 2007 et ne se redresse pas sur la période récente sauf en Espagne. Ceci permet de relativiser la portée des critiques émises à l'encontre de la politique monétaire de la BCE qui aurait tendance à favoriser une prise de risque excessive. Les données agrégées ne corroborent pas cette idée.

Graphique 12a. Ratio taille du bilan sur capital et réserves



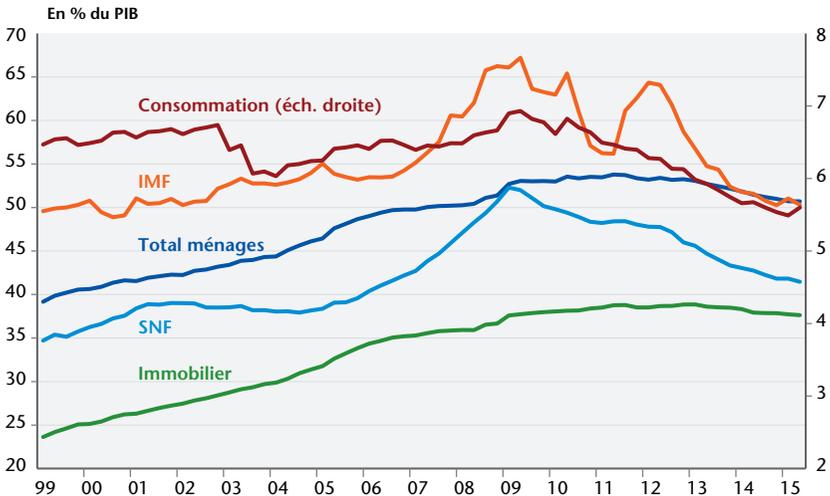
Graphique 12b. Ratio taille du bilan sur capital et réserves (suite)



Source : BCE.

Au contraire, l'atonie de l'activité de crédit suggère que la politique monétaire de la BCE a eu un effet limité²³. Depuis le début de la crise, l'essentiel des mesures adoptées par la BCE visait particulièrement à apporter des liquidités aux banques afin d'éviter un *credit crunch* et soutenir l'octroi de crédits. C'est notamment le cas du TLTRO, dispositif par lequel la BCE propose des liquidités à des conditions avantageuses mais dont le montant est conditionné par l'activité de crédits aux SNF. Or, les montants alloués dans le cadre de ces opérations (5 opérations ont été menées depuis septembre 2014) ont été quasi-systématiquement inférieurs aux sommes anticipées par la BCE. S'il ne peut être exclu que les banques privilégient plutôt les opérations d'achat d'actifs *via* le PSPP (ou QE), il n'en demeure pas moins que le crédit aux agents financiers et non-financiers de la zone euro reste largement inférieur à son niveau d'avant-crise (graphique 13)²⁴. Ainsi les crédits aux SNF sont passés de 52,3 % du PIB de la zone euro au deuxième trimestre 2009 à 41,5 % à la mi-2015. Du côté des ménages, si les crédits

Graphique 13. Crédits du secteur bancaire de la zone euro



Source : BCE.

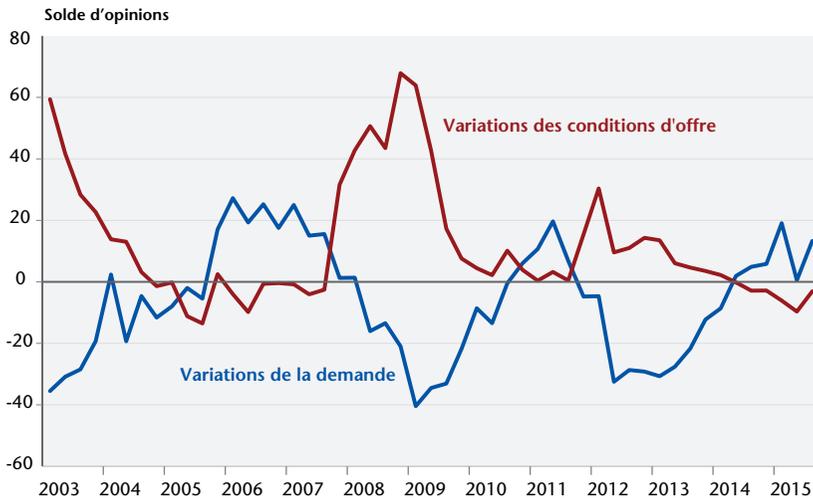
23. Il ne faudrait pas pour autant en déduire que les mesures adoptées sont inefficaces car on ne peut exclure un ralentissement du crédit et donc de la croissance qui aurait été plus important si la banque centrale n'avait pas mis en œuvre les différentes mesures de soutien aux banques.

24. Il faut cependant noter qu'il y a un boom de la production de nouveaux crédits aux ménages depuis la fin de l'année 2014 mais il reflète sans doute des opérations de rachat de crédits, l'encours de crédits aux ménages affichant une progression bien plus modérée.

immobiliers se sont plutôt stabilisés, les crédits à la consommation ont baissé de 1,3 point sur la même période. Sur le marché immobilier, on observe une hétérogénéité entre les pays puisque la part des crédits immobiliers dans le PIB de la France a augmenté de plus de 5 points depuis la fin de l'année 2008, compensant partiellement la chute observée en Espagne²⁵.

Toutefois, cette atonie du crédit ne résulte pas nécessairement et uniquement d'un problème d'offre de crédit. C'est en tout cas ce que semble indiquer l'enquête menée par la BCE auprès des établissements de crédit de la zone euro sur les conditions d'offre et de demande de crédit (graphique 14). Si les établissements de crédit de la zone euro déclaraient bien durcir les conditions d'offre de crédit en 2008-2009 puis au moment de la crise des dettes souveraines en 2011-2012, ils indiquent aujourd'hui que leurs conditions de crédit se sont assouplies. La faible activité de crédit s'expliquerait alors notamment par des effets de demande traduisant sans doute la volonté des ménages et des entreprises de se désendetter.

Graphique 14. Enquêtes de crédits aux entreprises



Note : les enquêtes réalisées par la BCE auprès des banques de la zone euro permettent d'établir un solde d'opinions entre les établissements déclarant durcir (respectivement assouplir) les conditions d'offre de crédit. Un solde équivalent est obtenu à partir d'une question relative aux variations de la demande de crédit.

Source : BCE (enquête BLS).

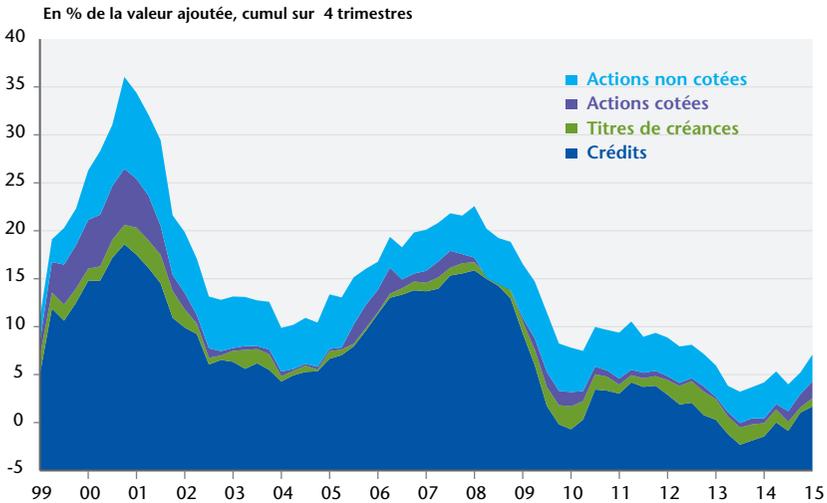
25. Les crédits immobiliers ont continué à baisser en Allemagne, mouvement observé depuis le début des années 2000.

Les flux de financement s'améliorent timidement mais le désendettement des agents privés se poursuit

Les flux de financement s'améliorent indéniablement pour les ménages de la zone euro. On observe en particulier une forte progression des nouveaux crédits aux ménages : entre juin 2014 et juin 2015, les nouveaux crédits ont doublé en Italie, augmenté de 88 % en France, de 31 % en Allemagne, et de 22 % en Espagne. Mais cette amélioration est trompeuse. En effet, elle ne se reflète pas dans les données d'encours des crédits aux ménages, qui montrent toujours une stagnation dans les 4 grands pays de la zone euro. Cet apparent paradoxe s'explique vraisemblablement par des renégociations de prêts aux ménages à des conditions plus avantageuses. Cela représente un effet de richesse pour les ménages concernés et donc accroît leur pouvoir d'achat.

Au niveau des SNF, on observe une timide progression des flux de financement, qui sont à nouveau devenus positifs fin 2014 (graphique 15). Les flux de crédit ont progressé : au premier trimestre 2015, ils représentent 1,7 % de la valeur ajoutée des entreprises, niveau encore très loin du pic de 2008, où le crédit bancaire représentait 15 % du passif. Le financement par actions a progressé, surtout pour les grandes entreprises (actions cotées), retrouvant son niveau de 2011. Il reste que dans l'ensemble, les

Graphique 15. Flux de financement au passif des SNF de la zone euro



Source : BCE.

flux de financement pour les entreprises restent bas et que la faiblesse du crédit est loin d'être compensée par d'autres formes de financement. La décomposition géographique sur les quatre grands pays de la zone euro montre que cette progression des flux de crédit pour les prêts de plus d'un million d'euros se concentre sur l'Italie (+36 % entre juin 2014 et juin 2015), la France (+28 %), et dans une moindre mesure l'Espagne (12 %), tandis que les conditions restent stables en Allemagne (+6 %).

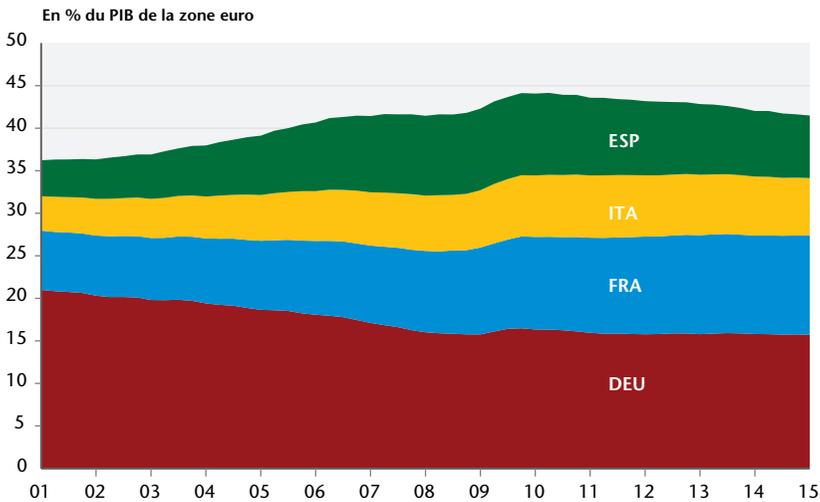
Les PME voient leur situation financière ainsi que leurs conditions de financement s'améliorer, comme le montre l'enquête SAFE (*Survey on the access to finance of enterprises*) menée par la BCE entre octobre 2014 et mars 2015. Le désendettement des PME se poursuit. Les conditions de financement externe se sont améliorées, sauf pour les micro-entreprises. Les PME ont signalé une amélioration des conditions de crédit en Allemagne et en Espagne. En France et en Italie, les conditions de crédit restent dégradées (avec un solde d'opinions négatif), mais s'améliorent comparativement au passé. Le solde d'opinions par rapport aux conditions de crédit est resté positif et s'est amélioré en Belgique, en Irlande et au Portugal (où il atteint respectivement 7 %, 10 % et 15 %). Aux Pays-Bas, en Autriche et en Finlande, le solde est resté négatif (-7 %, -6 % et -2 % respectivement), mais s'est amélioré par rapport à la précédente enquête. En Grèce, le solde s'est dégradé : il est ainsi passé de -21 à -28 %, ce qui souligne des difficultés persistantes.

La faiblesse de la reprise s'explique également par la poursuite du désendettement des agents privés dans plusieurs pays fragiles de la zone euro, alors même que les pays plus solides restent très frileux au niveau de l'endettement et ne compensent pas la baisse. Ainsi, on observe une contraction de l'endettement total dans la zone euro, aussi bien au niveau des entreprises qu'au niveau des ménages.

Le désendettement des ménages a pour corollaire une baisse de l'investissement logement, et peut également se traduire par une hausse du taux d'épargne et une baisse de la consommation si le RDB n'augmente pas suffisamment. Du côté des ménages, aux États-Unis, le désendettement a été plus rapide et plus brutal jusqu'en 2014, où les ménages américains ont ramené leur taux d'endettement au niveau du début de 2003, en partie à cause d'une croissance du RDB supérieure aux taux d'intérêt. Depuis, le taux d'endettement des ménages américains est stable, ce qui soutient la

reprise de la consommation des ménages (2,7 % du PIB en 2014, 3,2 % en 2015 et 3,4 % en 2016). En zone euro, le désendettement des ménages se poursuit lentement (graphique 16), de même qu'au Royaume-Uni, ce qui peut expliquer la modeste reprise de la consommation (0,9 % du PIB en 2014, 1,7 % en 2015 et 1,6 % en 2016 en zone euro). Dans la zone euro, la situation est contrastée : le désendettement est très marqué en Espagne et en Allemagne, alors qu'il est faible en Italie et inexistant en France. C'est en Espagne que le désendettement des ménages est le plus fort (là aussi où l'endettement avait le plus progressé entre 2004 et 2007), avec une baisse de 14 points de PIB entre 2010 et le premier trimestre 2015. Ce désendettement s'accompagne d'une stagnation du taux d'épargne, ce qui a un effet récessif sur la consommation des ménages.

Graphique 16. Endettement bancaire des ménages dans les 4 grands pays de la zone euro

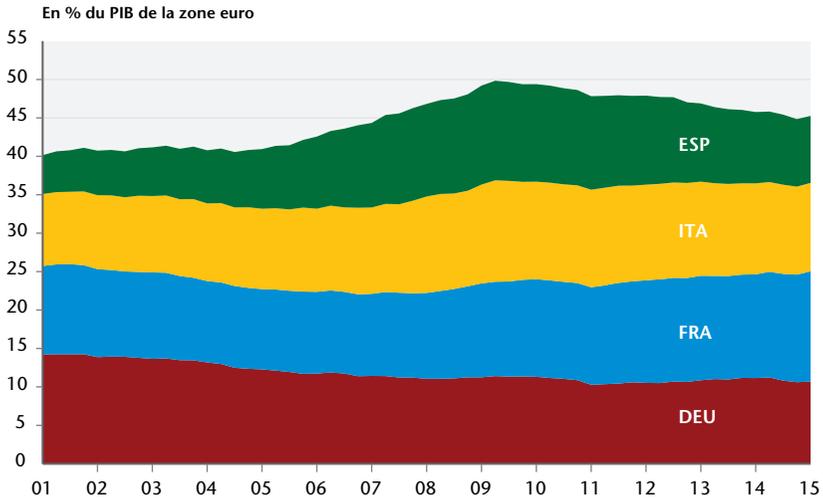


Sources : Banque de France, Eurostat.

Au niveau des entreprises, le désendettement à l'œuvre en zone euro est en cours, ce qui peut expliquer la reprise modeste de leur investissement. En Espagne, l'endettement des SNF s'est fortement réduit, sous l'effet d'une forte compression des coûts salariaux, passant de 110 % du PIB espagnol en 2010 à 83 % début 2015, alors qu'il a stagné en Italie, et très légèrement baissé en Allemagne de 4 points de PIB entre 2010 et 2015 (graphique 17). Dans le même

temps, les entreprises françaises ont accru leur endettement de 8 points de PIB, mais cela ne permet pas d'inverser la tendance générale en zone euro. Au Royaume-Uni, le désendettement des SNF s'est également poursuivi, baissant de 12 points entre 2010 et début 2015 alors qu'aux États-Unis et au Japon, le désendettement n'a pas eu lieu.

Graphique 17. Endettement bancaire des sociétés non-financières dans les 4 grands pays de la zone euro



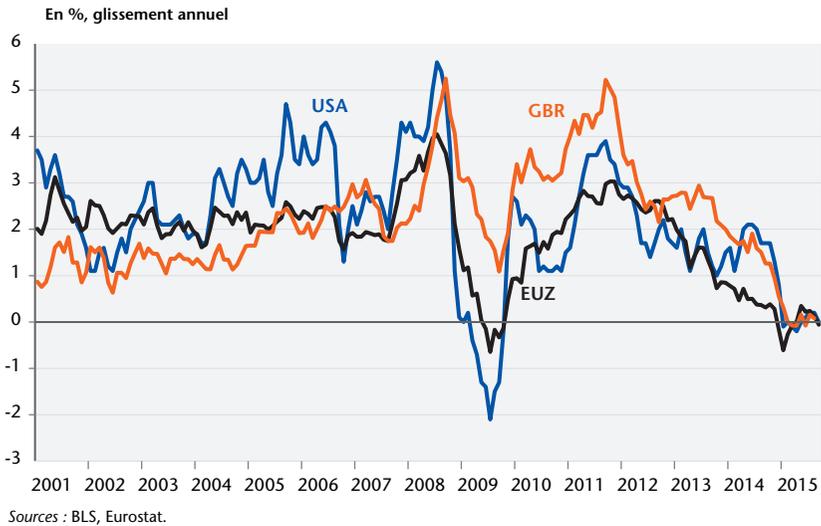
5. Peut-on éviter la déflation dans un contexte de marché du travail dégradé ?

L'inflation peine à remonter

Plusieurs éléments suggèrent que le risque déflationniste, très prégnant au cours de l'année 2014, aurait diminué récemment. La croissance se consolide aux États-Unis et au Royaume-Uni et la zone euro semble entamer une phase de reprise, même si elle demeure fragile. En outre, la politique monétaire reste globalement expansionniste (voir *supra*) et si des débats existent actuellement, notamment aux États-Unis, ceux-ci portent sur sa normalisation progressive plutôt que sur un changement radical d'orientation. Enfin, avec l'annonce de l'assouplissement quantitatif en zone euro, les anticipations d'inflation étaient reparties à la hausse, ce

qui semblait écarter définitivement le risque déflationniste. En dépit d'un contexte en apparence moins déflationniste, le taux d'inflation reste proche de zéro en Europe²⁶ et aux États-Unis, un niveau toujours inférieur aux objectifs des banques centrales. En outre, différentes mesures des anticipations d'inflation sont reparties à la baisse dernièrement (graphique 18). Toutefois, la faiblesse actuelle des prix résulte en grande partie de la baisse persistante de l'inflation importée en lien avec le très fort recul des prix de l'énergie et des matières premières.

Graphique 18. Évolution de l'inflation



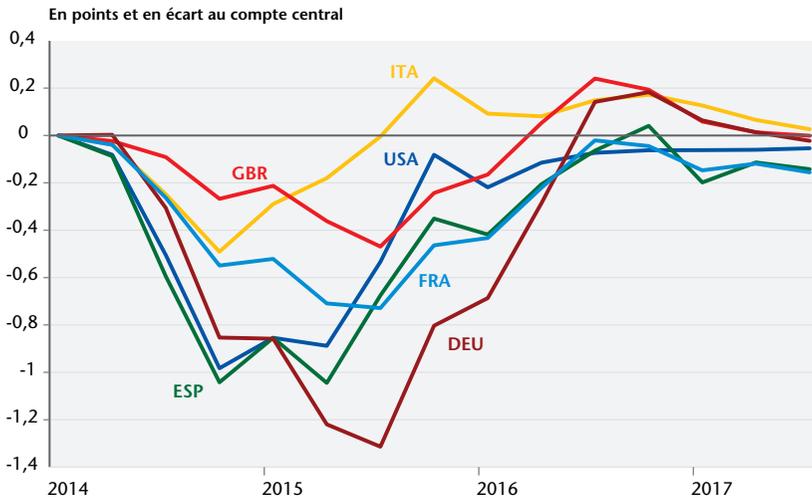
Selon nos calculs²⁷, une fois déduits les effets de la baisse du prix du pétrole et des évolutions du taux de change, le glissement annuel de l'inflation serait sensiblement plus élevé en France, en Espagne, aux États-Unis et en Allemagne (de +1 point approximativement, graphique 19) et dans une moindre mesure en Italie et au Royaume-Uni (autour de +0,3 point). Ainsi, une fois pris en compte l'impact de la déflation importée, le glissement annuel de l'IPC s'établirait plutôt à 1,3 % en Allemagne (au lieu de 0,1 % au mois

26. L'inflation en zone euro au mois de septembre 2015 serait même négative, à -0,1 % en glissement annuel, selon l'estimation provisoire d'Eurostat.

27. Ces calculs mettent à jour l'évaluation faite en avril 2015, voir OFCE (2015). Ils sont fondés sur la mise à jour des boucles prix-salaires (voir l'étude spéciale) et le gel des hypothèses de pétrole et de taux de change au deuxième trimestre 2014.

d'août), à 0,9 % aux États-Unis (contre 0,0 % observé en septembre), à 0,8 % en France (0,1 % observé en août) et resterait toujours contenu à un niveau très bas en Espagne et en Italie (0,5 % et 0,6 % respectivement). Ces facteurs devraient s'atténuer progressivement et deviendraient négligeables vers la mi-2016. Toutefois, il faut constater que, même corrigé de l'impact des facteurs extérieurs, le taux d'inflation resterait à un niveau très bas, constat confirmé en excluant les évolutions des prix produits énergétiques et alimentaires de l'indice des prix à la consommation.

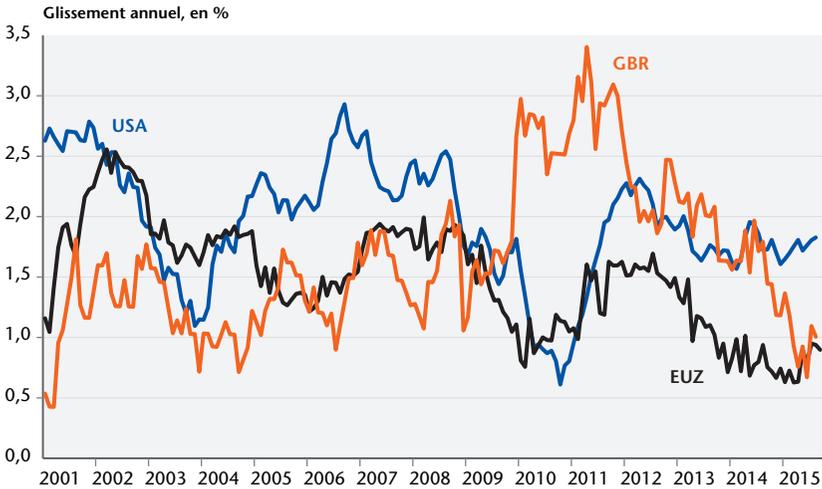
Graphique 19. L'impact du prix du pétrole et du taux de change sur l'inflation



Aux États-Unis, l'inflation sous-jacente est globalement stable, autour de 1,8 % depuis le mois de mars 2013. Si ce niveau semble relativement élevé, ce qui confirmerait le sentiment que la reprise se consolide outre-Atlantique, il reste significativement inférieur à son niveau moyen d'avant-crise (2,2 % en moyenne entre 2000 et 2007), signe que les stigmates de la crise financière sont encore palpables, comme l'attestent les interrogations actuelles sur l'orientation future de la politique de la Fed. En Europe, l'absence de tensions inflationnistes est encore plus visible. Au Royaume-Uni, l'inflation sous-jacente s'établit à 1,0 % et reste sur une pente décroissante depuis la fin 2012, évolution qui est en contradiction avec la baisse du chômage. Dans la zone euro dans son ensemble,

l'inflation sous-jacente semblait être partie à la hausse après avoir atteint son point bas en janvier 2015 (0,6 %), ce qui était considéré comme un signe de la réussite de la mise en place de l'assouplissement quantitatif par la BCE. Toutefois, l'inflation sous-jacente a atteint un point haut de 1,0 % en juillet et a même reculé de 0,1 point depuis (graphique 20), suggérant que le risque déflationniste ne peut pas être complètement exclu.

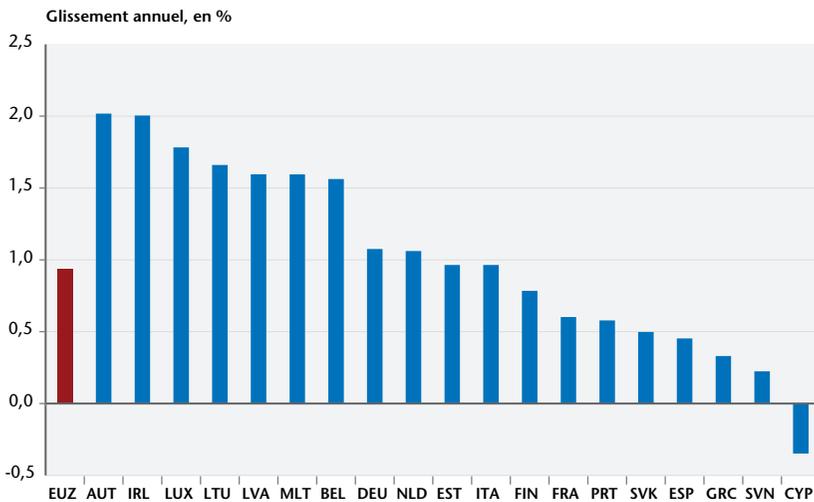
Graphique 20. Inflation sous-jacente dans les grands pays industrialisés



L'évolution de l'inflation sous-jacente globale de la zone euro masque des différences importantes entre les pays (graphique 21). D'un côté, certains pays de l'Union ont une inflation sous-jacente proche de 2 % comme l'Autriche, l'Irlande, le Luxembourg et certains pays baltes. Ces pays ne semblent pas avoir de problème particulier de déflation. *A contrario*, Chypre et la Grèce sont déjà dans un scénario déflationniste. Le cas de la Grèce est particulièrement marquant : l'inflation sous-jacente corrigée des effets de la taxation indirecte s'y établissait en août à -1,7 % ; en effet, la relative bonne tenue de l'inflation sous-jacente à 0,3 % est largement due à la hausse récente de la TVA. Les économies plus importantes de l'Union s'établissent dans une situation intermédiaire avec des différences marquées. L'Allemagne, les Pays-Bas et l'Italie ont une inflation sous-jacente légèrement supérieure à 1 %, alors qu'en France, en Espagne et au Portugal, elle s'établit entre 0,5 % et

0,6 %. Ces divergences des taux d'inflation sous-jacents reflètent le processus de rééquilibrage en cours au sein de la zone euro afin de rétablir les niveaux de compétitivité relative entre les différents pays. La faiblesse de l'inflation sous-jacente allemande pose toutefois des questions sur la durée de l'ajustement nécessaire afin d'éponger les déséquilibres cumulés depuis la création de la monnaie unique. Ceci peut plonger certains pays, notamment du sud de la zone euro, dans une inflation – voire une déflation – durablement basse.

Graphique 21. Inflation sous-jacente dans les pays de la zone euro (août 2015)

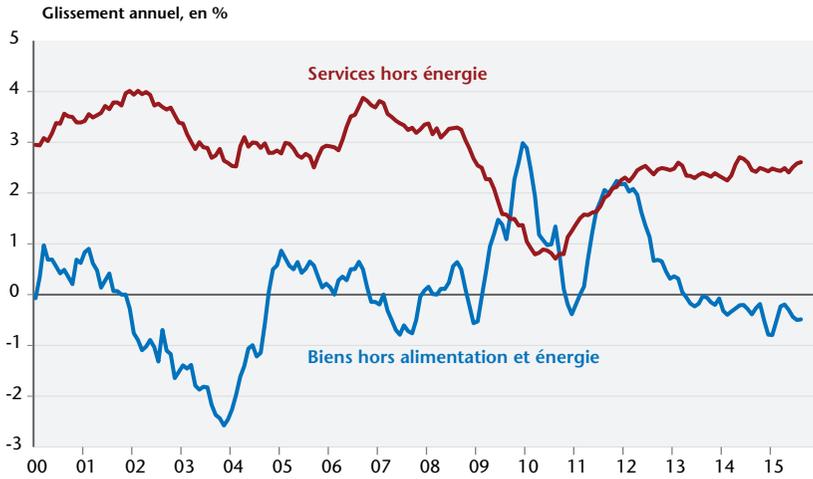


Source : Eurostat.

En analysant de plus près l'évolution de l'inflation sous-jacente, un nouveau constat apparaît. Depuis l'an 2000, l'inflation des biens non-énergétiques, plus soumis à la concurrence internationale, est plus modérée que celle des services. Dernièrement, que ce soit aux États-Unis ou en zone euro, le prix des biens faisant partie de l'indice sous-jacent stagne, reflet probable des effets de second tour de la baisse du prix des consommations intermédiaires importées. En outre, depuis 2012, les prix des services ont nettement ralenti par rapport à la période d'avant-crise. Ce phénomène est observé aux États-Unis et dans la zone euro (graphiques 22 et 23). Ainsi, la moyenne du glissement annuel des prix des services a perdu 1 point entre l'avant-crise et l'après-crise aux États-Unis (entre 2000 et 2007 la moyenne s'établissait à +3,3 %, tandis

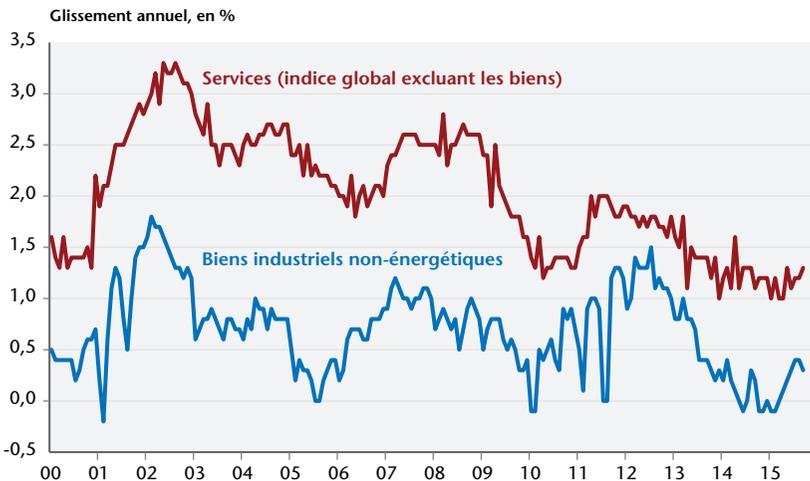
qu'entre 2010 et 2015 elle était de +2,3 %), comme dans la zone euro (+2,4 % en 2000-2007 et +1,5 % depuis 2010). Il faut noter que la branche des services est à la fois plus dépendante des évolutions de la demande intérieure et plus intensive en main-d'œuvre : ainsi la modération des prix observée depuis l'an 2010 peut donc être le reflet à la fois d'une dégradation durable de la demande domestique et du ralentissement des coûts de production de services du fait du ralentissement des salaires.

Graphique 22. Décomposition de l'inflation sous-jacente aux États-Unis



Source : BLS.

Graphique 23. Décomposition de l'inflation sous-jacente en zone euro

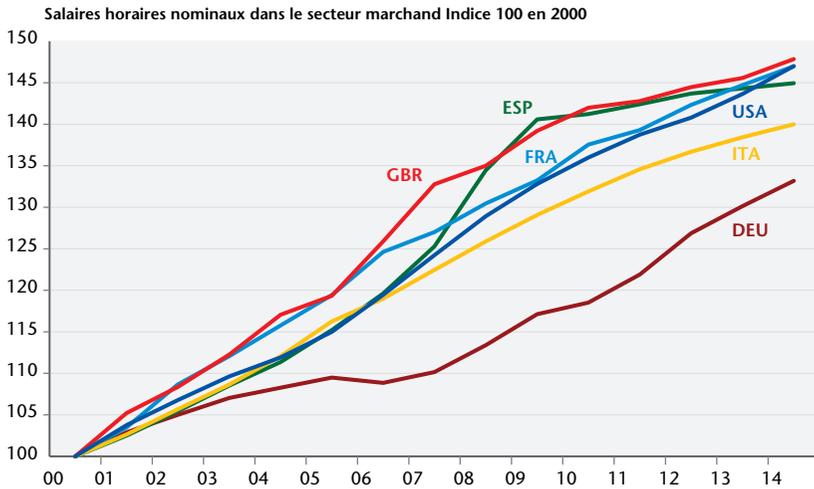


Source : Eurostat.

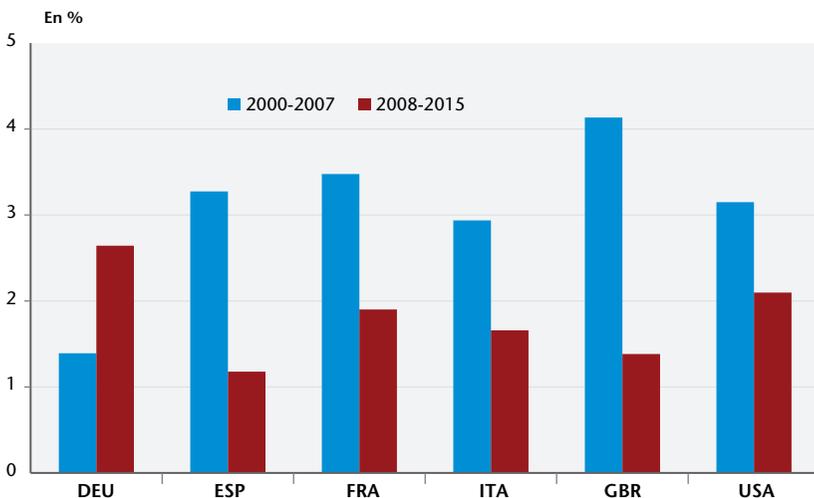
Le ralentissement des salaires pèse sur l'inflation

Parmi les éléments qui déterminent la dynamique générale des prix, les évolutions de salaires nominaux jouent évidemment un rôle de premier ordre. Les graphiques 24a et 24b retracent ainsi l'évolution des salaires horaires nominaux dans le secteur marchand dans les grands pays industrialisés (Allemagne, France, Italie, Espagne, Royaume-Uni, États-Unis) depuis l'année 2000.

Graphique 24a. Évolution des salaires dans les grands pays industrialisés (niveau)



Graphique 24b. Évolution des salaires dans les grands pays industrialisés (taux de croissance moyen annuel)



Sources : Eurostat, BLS.

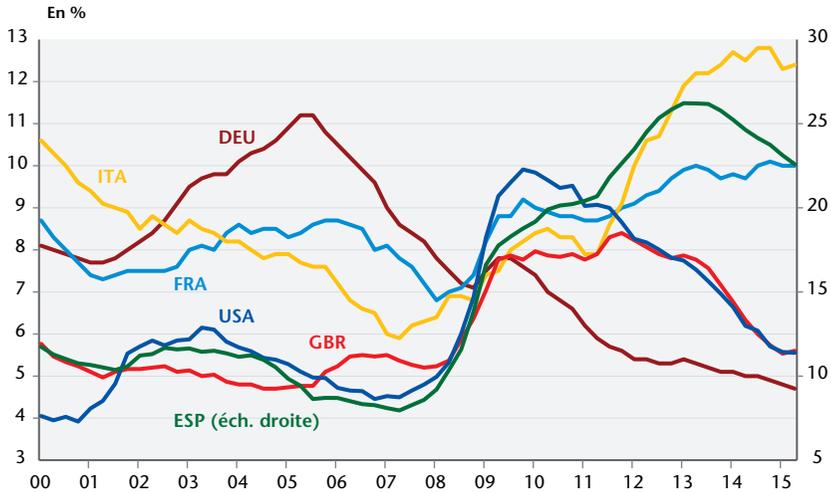
Dans l'ensemble, on constate une tendance à la baisse de l'inflation salariale, avec des augmentations généralement situées autour de 3 à 4 % par an avant la crise financière de 2007-2008, ce qui contraste avec les 1 à 2 % par an généralement observés après la crise. Même si ce n'est certainement pas la seule explication, la hausse importante et durable du chômage dans la plupart des pays a certainement joué un rôle majeur dans le phénomène de désinflation globale ; en période de chômage de masse, le pouvoir de négociation des salariés se trouve diminué, ce qui se reflète nécessairement dans leurs prétentions salariales.

Dans ce panorama général de désinflation salariale engendrée par la crise, l'Allemagne fait cependant figure d'exception. De 2002 à 2007, les augmentations de salaires y sont systématiquement inférieures à celles des autres pays, et on y observe même une baisse des salaires en 2006. À l'inverse, les salaires y sont plus dynamiques après crise que dans les autres pays, avec une pointe à 4 % en 2012. Comme le rappelle le graphique 25, qui donne l'évolution du chômage pour les grands pays industrialisés, l'Allemagne a subi une évolution très différente des autres pays, avec une hausse de son chômage entre 2000 et 2005, puis une baisse quasi-continue jusqu'en 2015, à peine interrompue pendant quelques trimestres au cours de la crise financière de 2008. La courbe des salaires allemands est donc globalement cohérente avec ces évolutions du chômage, même si la hausse de 2014 semble faible au regard du taux de chômage historiquement bas.

L'Espagne suit une trajectoire en quelque sorte inverse à celle de l'Allemagne. Entre 2004 et 2008, les salaires espagnols accélèrent nettement, jusqu'à atteindre un rythme annuel de croissance de 7 % en 2008 ; la tendance s'inverse ensuite radicalement, avec des augmentations salariales inférieures à 1 % entre 2010 et 2014. À nouveau, cette trajectoire des salaires espagnols est cohérente avec la trajectoire du chômage, qui atteint un plus bas historique en 2007 pour ensuite augmenter violemment pendant la crise pour atteindre les 25 %.

En termes d'inflation salariale, la France et l'Italie ont quant à elles suivi des trajectoires relativement semblables entre elles, avec des taux d'inflation salariale peu volatils suivant également une tendance à la baisse. Le processus de formation des salaires dans ces deux pays semble donc moins sensible à la conjoncture.

Graphique 25. Taux de chômage dans les grands pays industrialisés



Sources : Eurostat, BLS.

Enfin, aux États-Unis et au Royaume-Uni, l'inflation salariale est assez volatile et ses variations semblent suivre le niveau d'activité et de chômage : on y observe une poussée inflationniste dans les dernières années précédant la crise, puis une nette désinflation salariale jusqu'en 2011, et enfin un léger redémarrage avec la reprise observée dans ces deux pays. En 2014, les augmentations de salaires n'ont toutefois pas retrouvé leur rythme d'avant-crise (+1,8 % en moyenne annuelle aux États-Unis contre +3,2 % en moyenne entre 2000-2007 et +0,5 % en 2014 au Royaume-Uni contre +3,8 % avant-crise), malgré des taux de chômage très bas (5,6 % de la population active dans les deux pays au deuxième trimestre 2015).

Dans l'ensemble, les variations des salaires nominaux sur les quinze dernières années semblent corrélées avec les évolutions du chômage, même si ce constat doit être nuancé pour la France et l'Italie, mais une analyse plus précise est nécessaire.

Des pressions déflationnistes toujours présentes

Compte tenu des tendances salariales décrites ci-dessus, la courbe de Phillips semble être un outil toujours pertinent pour comprendre les déterminants des salaires et *a fortiori* des tensions inflationnistes. L'estimation d'une courbe de Phillips permet en particulier de quantifier l'impact des tensions sur le marché de

l'emploi, telles que mesurées par le taux de chômage, sur les évolutions salariales (encadré 3).

Encadré 3. Estimation de courbes de Phillips

La courbe de Phillips décrit une relation négative existant entre la croissance des salaires nominaux et le taux de chômage, compte tenu des évolutions des prix à la consommation et de la productivité du travail. S'il existe plusieurs formulations à la courbe de Phillips, sa formulation plus répandue dans la littérature est la suivante :

$$\Delta w_t = c + \sum_{i \geq 1} \alpha_i \Delta w_{t-i} + \sum_{i \geq 0} \beta_i \Delta p_{t-i} + \sum_{i \geq 0} \gamma_i \Delta \pi_{t-i} - \lambda U_{t-1} + \varepsilon_t$$

Où w_t représente le logarithme du salaire nominal horaire à la date t , p_t le logarithme de l'indice de prix à la consommation à la date t , π_t le logarithme de la productivité horaire du travail à la date t , U_t le taux de chômage à la période t . Dans l'étude spéciale consacrée à l'évolution des salaires depuis la crise, différentes spécifications de la courbe de Phillips ont été estimées sous forme de modèle à corrections d'erreur.

Tableau 9. Paramètres des courbes de Phillips estimées

Courbe de Phillips	USA	ITA	FRA	ESP	GBR	DEU
Force de rappel	-0,34 (-6,56)	-0,56 (-4,34)	-0,58 (-7,57)	-0,78 (-7,40)	-0,84 (-12,17)	-0,83 (-6,89)
Indice de prix à la consommation	0,41 (4,26)	0,63 (2,71)	0,22 (1,91)	0,62 (2,99)	0,24 (0,85)	0,24 (-0,54)
Taux de chômage	-0,09 (-3,46)	-0,08 (-1,37)	-0,15 (-2,76)	-0,10 (-2,15)	-0,07 (-0,69)	-0,11 (-2,28)
Productivité du travail		0,62 (2,43)	0,49 (3,62)	0,26 (1,40)		0,20 (1,51)
Salaire minimum			0,19 (1,97)			
LM(1)	1,02 [p > 0,31]	0,37 [p > 0,54]	2,00 [p > 0,16]	1,15 [p > 0,29]	2,52 [p > 0,12]	0,09 [p > 0,77]
LM(4)	1,05 [p > 0,38]	0,48 [p > 0,75]	1,25 [p > 0,29]	1,21 [p > 0,30]	0,98 [p > 0,42]	0,66 [p > 0,77]
ARCH(4)	1,40 [p > 0,24]	0,69 [p > 0,60]	1,66 [p > 0,16]	1,59 [p > 0,18]	1,34 [p > 0,26]	0,47 [p > 0,76]
Jarque-Bera	0,06 [p > 0,97]	0,93 [p > 0,63]	0,07 [p > 0,96]	4,88 [p > 0,09]	0,01 [p > 0,99]	2,45 [p > 0,29]
Échantillon	1981t1- 2015t2	1985t1- 2015t2	1985t1- 2015t2	1980t4- 2015t2	1981t2- 2015t2	

Selon les résultats obtenus dans l'estimation des courbes de Phillips traditionnelles, le taux de chômage a un impact significatif sur la croissance des salaires dans l'ensemble des six pays étudiés, exception faite du Royaume-Uni. En outre, l'impact est quantitativement proche dans l'ensemble des pays : 1 point supplémentaire de taux chômage ampute la croissance des salaires autour de 0,1 point dans tous les pays sauf en France où l'impact est un peu plus important de 0,15 point.

Dans le but d'affiner l'analyse il est donc utile de comparer la dynamique observée des salaires avec celle qui serait prévue par une courbe de Phillips. Le graphique 26 donne les résultats de cette comparaison pour les grands pays industrialisés²⁸. Les simulations débutent au premier trimestre de l'année 2011, date qui correspond approximativement au point haut en zone euro avant que la crise des dettes souveraines et les politiques d'austérité n'interrompent la reprise.

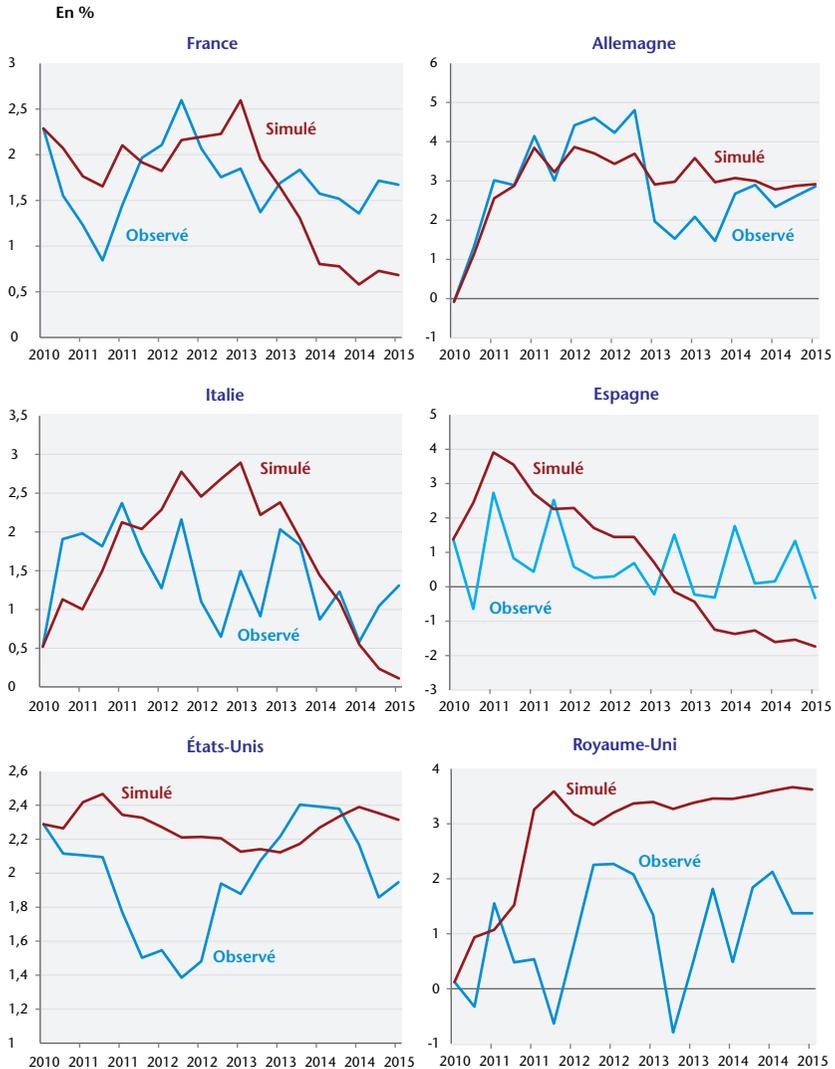
Dans l'ensemble, on observe une hétérogénéité des situations dans les grands pays industrialisés, qui recoupe dans une certaine mesure les différences du point de vue du taux de chômage.

Ainsi, l'Espagne est le pays où l'inflation salariale telle que prédite par l'équation est la moins dynamique. En 2011, avant le déclenchement de la crise de la zone euro, l'inflation salariale prédite s'élevait encore à 4 %, malgré un taux de chômage ayant déjà atteint les 20 %, car les prix à la consommation et la productivité étaient tous deux relativement dynamiques (respectivement de 3 % et 4 % environ). Les augmentations de salaires observées étaient alors inférieures à celles prédites par l'équation. La situation s'est renversée durant l'année 2013, avec le coup d'arrêt de la productivité et la chute des prix à la consommation. En 2014 et au premier semestre 2015, les salaires ont pourtant continué à augmenter, bien que faiblement, alors qu'une déflation salariale de 1 % à 2 % par an aurait dû être observée si l'on en croit la courbe de Phillips. Ceci peut laisser suggérer l'existence de rigidités nominales, particulièrement quand le niveau de dégradation du marché du travail implique de diminuer les salaires nominaux, ou d'une

28. Les équations utilisées sont des courbes de Phillips estimées sur longue période, c'est-à-dire depuis les années 1980 (ou 1990 pour certains pays) jusqu'au deuxième trimestre 2015. Voir l'encadré 3 pour plus de détails.

non-linéarité de la courbe de Phillips, faisant que l'impact marginal d'un point supplémentaire de chômage devient négligeable à partir d'un certain seuil. À « l'inflation salariale manquante » de 2011-2012 a donc succédé une « déflation manquante » en 2014-2015.

Graphique 26. Inflation salariale observée et simulée (en glissement annuel)



Sources : Calculs OFCE.

Dans l'ensemble, sur la période 2011-2015, l'évolution des salaires a ainsi été relativement déconnectée de ce que les régularités historiques auraient pu laisser penser, mais cette déconnexion ne devrait pas durer indéfiniment, et on peut donc craindre un nouvel accès de faiblesse des salaires. Le risque du renforcement de la spirale déflationniste est donc bien réel en Espagne, et il faudra une baisse rapide du chômage pour neutraliser ce risque.

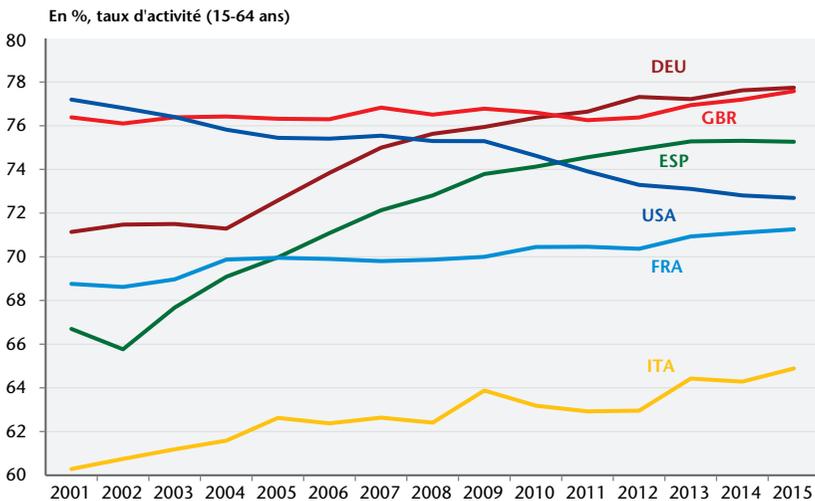
L'Italie et la France sont une fois de plus dans une situation proche l'une de l'autre, avec une inflation salariale attendue par la courbe de Phillips d'environ 2,5 % en 2013, et ensuite un renforcement des pressions déflationnistes qui conduit à une inflation salariale attendue au deuxième trimestre de seulement 0,5 % environ. Comme en Espagne, on y observe le scénario d'une inflation manquante suivie d'une désinflation manquante, mais quantitativement la déconnexion entre salaires observés et attendus y est moindre. Tout comme l'Espagne, ces deux pays sont donc menacés à l'avenir par un renforcement des pressions déflationnistes, en l'absence de nouvelle positive sur le front de l'emploi.

Dans le cas de l'Allemagne, la courbe de Phillips s'avère un assez bon prédicteur de l'inflation salariale observée depuis le déclenchement de la crise des dettes souveraines, malgré de petits écarts en 2012 et 2013 qui se compensent l'un l'autre. Au deuxième trimestre 2015, l'inflation salariale observée comme prédite s'établissent toutes deux aux alentours de 3 %. La courbe de Phillips reste donc pour le moment compatible avec des tensions inflationnistes modérées, malgré un taux de chômage particulièrement faible.

Aux États-Unis et au Royaume-Uni, les augmentations de salaires consenties ont généralement été inférieures depuis 2011 à ce qui était attendu par la courbe de Phillips. On y observe donc une inflation durablement manquante, ce qui pourrait amener à penser que les pressions inflationnistes devraient se renforcer à l'avenir dans ces deux pays. Mais il se pourrait également que ces pressions ne se matérialisent pas s'il s'avère que le taux de chômage n'est plus la bonne mesure, ou en tout cas la seule mesure, des tensions sur le marché du travail (encadré 4). La stagnation de la productivité observée au Royaume-Uni, en rupture avec une tendance haussière, pourrait expliquer une partie du décrochage entre la courbe de Phillips estimée et l'évolution constatée du salaire horaire dans le secteur marchand.

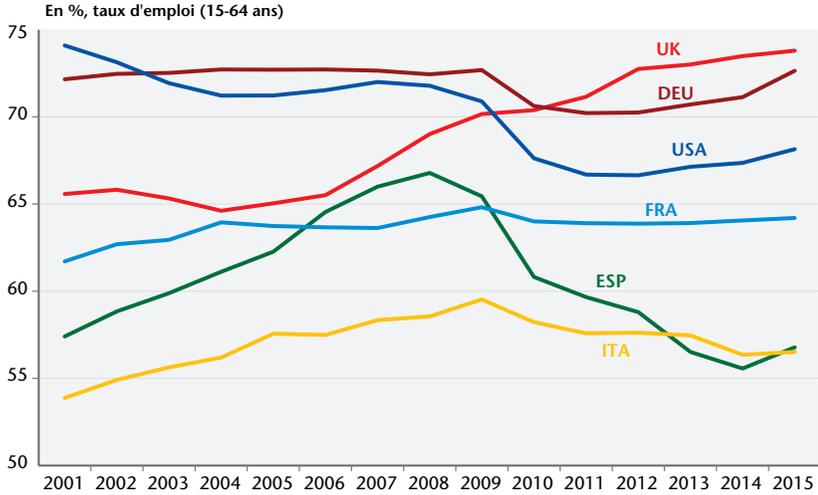
Dans le cas américain, la déconnexion pourrait s'expliquer par des évolutions structurelles du marché du travail. Le taux d'activité comme le taux d'emploi ont significativement baissé durant la crise de 2007–2008, sans jamais retrouver leurs niveaux antérieurs, comme l'indiquent les graphiques 27 et 28, alors que le taux de chômage a quasiment retrouvé son niveau de 2008. Certes, les importantes destructions d'emplois de la période 2008-2009 ont eu un impact conjoncturel sur la population active à travers l'effet de flexion, mais d'autres effets semblent expliquer cette tendance qui s'est poursuivie après 2009. Ainsi, la population inactive telle que mesurée par les statistiques officielles inclurait en réalité des chômeurs découragés. Ce chômage caché pèserait lui aussi sur la dynamique des salaires. Ceci pourrait expliquer en partie pourquoi le lien entre l'évolution salariale et le taux de chômage officiel se serait distendu depuis la crise des *subprime*. Ainsi, les tensions inflationnistes aux États-Unis seraient plus modérées que ce qui est suggéré par une courbe de Phillips traditionnelle, qui ne tient pas compte de ces modifications structurelles du marché du travail américain.

Graphique 27. Taux d'activité dans les grands pays industrialisés



Source : OCDE (Labour Force Survey).

Graphique 28. Taux d'emploi dans les grands pays industrialisés



Source : OCDE (Labour Force Survey).

Encadré 4. Le taux de chômage est-il un bon indicateur ?

Les évolutions du taux de chômage sont à l'image des divergences observées notamment entre la zone euro d'une part et les États-Unis et le Royaume-Uni d'autre part. Alors qu'entre 2008 et la fin 2010, les dynamiques des taux de chômage étaient proches en zone euro, au Royaume-Uni et aux États-Unis et reflétaient la forte dégradation de la croissance, des différences apparaissent à partir de 2011. Au Royaume-Uni et aux États-Unis, le chômage diminue depuis 2011 tandis qu'il amorce une seconde phase de hausse dans un certain nombre de pays de la zone euro (tableau 10), après un très bref repli. Ainsi, en Espagne, le taux de chômage a continué de croître (+2,7 points) entre 2011 et 2015. En Italie, cette dégradation du marché du travail s'est même accentuée puisqu'alors que le taux de chômage avait connu une hausse de 2,2 points entre début 2007 et fin 2010, il s'est accru de 4,5 points depuis. Dans une moindre mesure la France n'est pas épargnée.

Malgré tout, l'analyse des taux de chômage ne dit pas tout des dynamiques à l'œuvre sur les marchés de l'emploi (tableaux 11 et 12). Si la plupart des pays ont, au cours de la crise, réduit plus ou moins fortement la durée effective de travail pour favoriser l'emploi, l'évolution favorable du marché du travail américain s'explique en grande partie par une baisse importante du taux d'activité. Ce dernier s'établissait au premier trimestre 2015 à 62,8 %, soit 3,3 points de moins que 8 ans auparavant.

Tableau 10. Variation du taux de chômage au sens du BIT

En points de %

	T1 2007- T4 2010	T1 2011- T1 2015	T1 2007 - T1 2015
DEU	-2,4	-1,4	-4,2
ESP	12,1	2,7	+15,0
FRA	0,7	1,3	+1,9
ITA	2,2	4,5	+6,4
GRB	2,4	-2,2	0,0
USA	5,0	-3,5	+1,1

Sources : Comptabilités Nationales ; calculs OFCE.

Tableau 11. Variation du taux d'activité

En points de %

	T1 2007- T4 2010	T1 2011- T1 2015	T1 2007 - T1 2015
DEU	+1,5	+0,7	+2,2
ESP	+1,3	-0,7	+0,7
FRA	+0,5	+1,3	+1,8
ITA	+0,1	+1,8	+1,9
GRB	-0,2	+1,3	+1,1
USA	-1,9	-1,4	-3,3

Sources : Comptabilités nationales ; calculs OFCE.

Tableau 12. Variation de la durée du travail

En %

	T1 2007- T4 2010	T1 2011- T1 2015	T1 2007 - T1 2015
DEU	-2,0	-2,1	-4,1
ESP	+0,5	-3,5	-3,0
FRA	-0,9	-0,8	-1,7
ITA	-2,9	-2,4	-5,3
GRB	-0,9	+1,4	+0,5
USA	-0,7	+0,8	+0,1

Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

Afin de mesurer l'impact de ces ajustements (durée du travail et taux d'activité) sur le chômage, il est possible, sous un certain nombre d'hypothèses²⁹, de calculer le taux de chômage à emploi constant et contrôlé des ajustements du marché du travail décrits précédemment.

29. Il est supposé qu'une hausse d'un point du taux d'activité entraîne, à emploi constant, une hausse du taux de chômage. L'emploi et la durée du travail ne sont ici pas considérés en équivalent temps plein.

Excepté aux États-Unis, où le taux d'activité s'est fortement réduit depuis 2007 (-3,3 points de pourcentage), 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 créations d'emplois, ce dynamisme démographique a pour effet d'accroître le taux de chômage des pays concernés. Ainsi, si le taux d'activité s'était maintenu à son niveau de 2007, le taux de chômage serait inférieur de 1,6 point en France et de 1,1 point en Italie (tableau 13). *A contrario*, 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 2015. Il apparaît également que l'Allemagne a connu depuis la crise une baisse importante de son chômage (-4,2 %) alors même que son taux d'activité croissait de 2,2 % en lien notamment avec les réformes repoussant l'âge de la retraite. Sans ce dynamisme de la population active, le taux de chômage allemand serait de 3,1% ...

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 plus de 3 points en Allemagne et en Italie et d'environ 1 point en France et en Espagne, pays dans lequel la durée du travail ne s'est réduite fortement qu'à partir de 2011.

Aux États-Unis, où le temps de travail n'a que très peu évolué au cours de la crise, et au Royaume-Uni, où ce dernier a plutôt eu tendance à croître, les évolutions hypothétiques sont similaires à celles observées. En Allemagne, si la durée du travail était restée constante depuis 2007, le taux de chômage serait de 3 points supérieur à près de 8% de la population active. En Italie, la baisse de la durée du travail aurait permis de freiner la hausse du taux de chômage de 3,6 points. En Espagne, sans baisse de la durée du travail, le taux de chômage se situerait à 24 % de la population active soit 1 point de plus que celui observé (graphique 29). En France, il atteindrait 11,2 %.

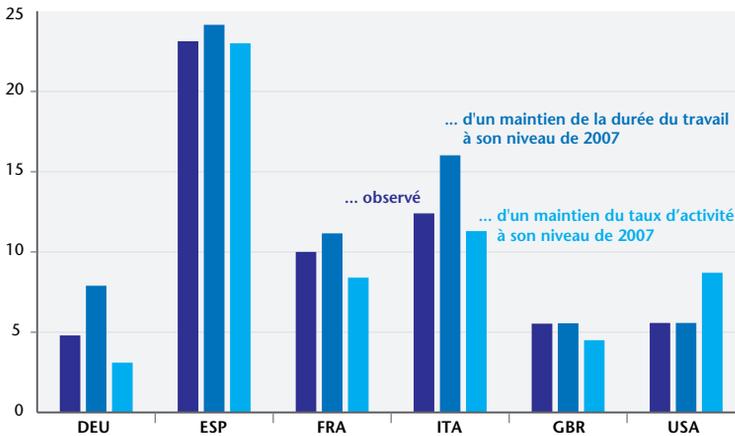
Malgré tout, ces dynamiques de baisse de la durée du travail sont anciennes. En effet, depuis la fin des années 1990, l'ensemble des pays étudiés ont fortement réduit leur temps de travail. En Allemagne, entre 1998 et 2008, cette baisse a été en moyenne de 0,6 % par trimestre depuis 1998. En France, 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.

Tableau 13. Écart entre le taux de chômage observé au premier trimestre 2015 et le taux de chômage observé en cas...

	... d'un maintien de la durée du travail à son niveau de 2007	... d'un maintien du taux d'acti- vité à son niveau de 2007
DEU	+3,1	-1,7
ESP	+1,0	-0,1
FRA	+1,2	-1,6
ITA	+3,6	-1,1
GRB	0,0	-1,0
USA	0,0	+3,1

Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

Graphique 29. Taux de chômage au premier trimestre 2015 dans le cas ...



Sources : Comptabilités Nationales, calculs OFCE.

Réajustement nominal en zone euro et risque de déflation : l'Allemagne en arbitre

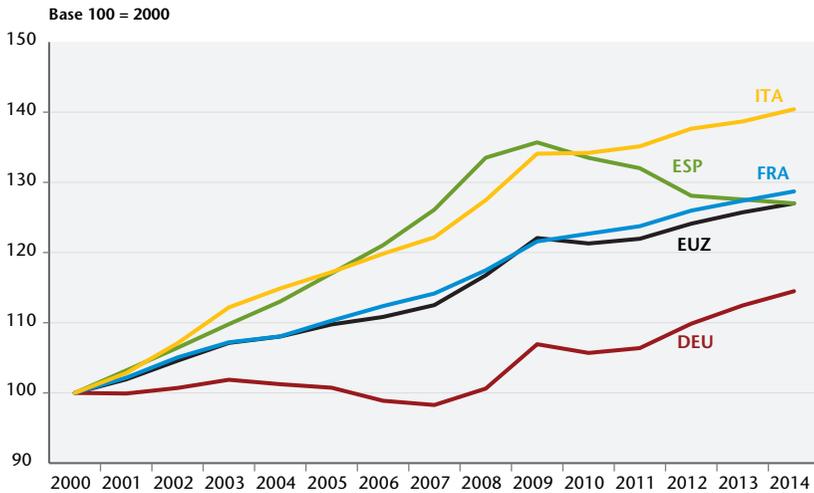
En zone euro, les évolutions salariales nominales s'inscrivent dans un contexte plus large qui est celui du rééquilibrage des désajustements nominaux cumulés depuis l'instauration de la monnaie unique. Le coût du travail ne dépend pas exclusivement des salaires nominaux mais il dépend également de l'évolution de la productivité. Ainsi, entre 2000 et 2007 les coûts salariaux unitaires (CSU)³⁰ ont divergé entre les grandes économies de la

30. Calculés comme le ratio de la rémunération des salariés et de la productivité du travail.

zone euro³¹ (graphique 30). Cette divergence de compétitivité relative a été un des facteurs contribuant au creusement des soldes courants de certains pays (Espagne, Italie, Grèce, Irlande) et à la hausse du solde courant dans d'autres (notamment en Allemagne, Pays-Bas), même si ce facteur n'est exclusif (il faudrait notamment ajouter la forte hausse du crédit au secteur privé dans certains pays avec le développement de bulles d'actifs financiers ou immobiliers).

La divergence d'avant-crise, qui s'explique en partie par la modération salariale allemande notamment par rapport à l'Espagne mais aussi vis-à-vis de l'Italie et de la France, a été amplifiée par les évolutions de la productivité. Ainsi, non seulement les salaires allemands ont été plus modérés, mais la productivité allemande a été particulièrement dynamique alors que celle-ci a stagné en Italie et a été faible en Espagne. Comme il a été observé ci-dessus, la remontée, hétérogène, du chômage a contribué à modérer les salaires en Espagne et, dans une moindre mesure, en France et en Italie et à les accélérer en Allemagne. Ainsi, les années 2010 à 2014 voient un début de rééquilibrage nominal, notamment entre l'Espagne et l'Allemagne, sans toutefois que soit totalement compensée la divergence d'avant-crise.

Graphique 30. Évolution des coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie



Source : Ameco.

31. Pour plus de détails sur le processus de divergence voir Le Bayon, Plane, Riffart et Sampognaro (2014).

Pour les années à venir, nous nous attendons à ce que les effets de la crise sur les marchés de l'emploi restent prégnants, notamment dans les pays ayant cumulé des déficits courants au sein de la zone euro avant la crise (Italie, Espagne et en France). Dans ces pays où le chômage reste à des niveaux historiquement élevés, les salaires et les prix devraient rester contenus.

À l'inverse, en Allemagne le taux de chômage s'établit actuellement à un niveau historiquement bas et devrait se maintenir à l'horizon de notre prévision. Dans ce contexte, des tensions inflationnistes auraient dû apparaître dans ce pays. Toutefois, selon nos prévisions, l'inflation allemande s'établira à 2 % à la fin de l'année 2016 et à 2,3 % au quatrième trimestre 2017 en dépit des augmentations des salaires. Les entreprises devraient limiter leurs marges, qui s'établissent actuellement à un niveau confortable, permettant de contenir partiellement les tensions inflationnistes. Dans un contexte où le reste de la zone euro doit éponger les déséquilibres de compétitivité-prix cumulés, l'inflation dans ces pays devrait rester durablement plus faible et par conséquent loin de la cible de la BCE. Ainsi, le niveau prévu de l'inflation allemande rend impossible simultanément la résorption des déséquilibres nominaux intra-zone et le respect de la cible d'inflation de la BCE. Dans ce scénario, la zone euro cumulera cinq années d'écart systématique par rapport aux objectifs d'inflation de la banque centrale, ce qui peut amener à un décrochage des anticipations des acteurs économiques. Certaines mesures quantitatives des anticipations à long terme commencent d'ailleurs à s'écarter de façon durable de la cible de la banque centrale. À ce moment, le décrochage des anticipations pourrait avoir des conséquences non négligeables sur les évolutions futures des salaires et il sera d'autant plus difficile de revenir vers 2 %. Cette dynamique restera donc encore pénalisante pour la réduction de dette puisque l'inflation serait bien plus faible que celle qui était anticipée au moment de l'endettement. Enfin, à terme, la baisse durable de l'inflation réduit l'efficacité de la politique monétaire qui dispose de moins de marges de manœuvre pour baisser les taux, ce qui maintient mécaniquement les taux réels à un niveau plus élevé.

Références

- Adrian T., et H. S. Shin, 2008, « Liquidité et contagion financière », Banque de France, *Revue de stabilité Financière*, 11 : 1-7.
- Artus P., 2015a, « Peut-on estimer la vraie croissance de la Chine ? », *Flash Economie*, 589, juillet.
- Artus P., 2015b, « Il faut être inquiet au sujet de l'économie mondiale », *Flash Economie*, 574, juillet.
- Barnett *et al.*, 2014, « The UK productivity puzzle », *Quarterly Bulletin*, 2014Q2, Banque d'Angleterre.
- Blot C., J. Creel, P. Hubert et F. Labondance, 2015, « Que peut-on attendre de l'assouplissement quantitatif de la BCE ? », *Revue de l'OFCE*, 138 : 265-290.
- Creel J., É. Heyer et M. Plane, 2011, « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps Les multiplicateurs budgétaires au cours du cycle », *Revue de l'OFCE*, 116 : 61-88, janvier.
- Ducoucré B. et É. Heyer, 2014, « Baisse de l'euro et désinflation compétitive : quel pays en profitera le plus ? », *Revue de l'OFCE*, 136 ; 221-253.
- FMI, 2013, « The dog that didn't bark », *World Economic Outlook*, avril.
- Heyer É., 2015, « l'ampleur du ralentissement chinois et son impact sur les grands pays développés », *Revue de l'OFCE*, 144, novembre.
- Heyer É. et X. Timbeau, 2015, « Une évaluation semi-structurelle du potentiel d'activité pour la France », *Revue de l'OFCE*, 142 : 75-94.
- Heyer É. et R. Sampognaro, 2015, « L'impact des chocs macroéconomiques sur la croissance dans les pays développés depuis 2011 », *Revue de l'OFCE*, 138 : 143-167.
- Le Bayon S., Plane M., Riffart C. et Sampognaro R., 2014, « La dévaluation par les salaires dans la zone euro : un ajustement perdant-perdant », *Revue de l'OFCE*, 136 : 255-291.
- Lemoine F., 2015, « Chine : difficile transition », *Blog du CEPII*, 27 août.
- Neely C. J., 2015, « Unconventional monetary policy had large international effects », *Journal of Banking and Finance*, 52 : 101-111.
- OFCE, 2015, « La reprise qui s'annonce », *Revue de l'OFCE*, 138 : 7-89.
- Sterdyniak H., 2015, « Faut-il encore utiliser le concept de croissance potentielle ? », *Revue de l'OFCE*, 142 : 255-290.

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

	2014				2015				2016				2014	2015	2016	2017
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Taux de change ¹																
1 €=...dollars	1,15	1,11	1,11	1,15	1,10	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,33	1,13	1,06	1,05
1 \$=...yens	119	121	122	120	120	120	120	120	120	120	120	120	106	121	120	120
1 £=...euros	1,33	1,36	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,24	1,37	1,40	1,40
Taux d'intérêt directeurs des banques centrales¹																
USA	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75	1,00	1,25	1,50	1,75	2,00	2,25	0,25	0,25	0,88	1,88
JPN	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
EUZ	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,25	0,50	0,75	1,00	0,16	0,05	0,05	0,63
GBR	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00	1,25	1,50	1,75	2,00	2,25	0,50	0,50	0,88	1,88
Taux d'intérêt à long terme¹																
USA	1,9	2,1	2,2	2,4	2,6	2,8	3,0	3,2	3,4	3,5	3,5	3,5	2,5	2,2	2,90	3,48
JPN	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,6	0,4	0,41	0,41
EUZ	1,1	1,3	1,5	1,2	1,0	1,0	1,0	1,1	1,3	1,5	1,8	2,0	2,3	1,3	1,03	1,65
GBR	1,6	1,8	1,9	2,0	2,3	2,8	2,8	3,1	3,4	3,5	3,5	3,5	2,5	1,8	2,75	3,48
Prix du pétrole Brent, en \$ ¹	54,1	61,9	50,7	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	99,0	54,2	50,0	50,0
Prix du pétrole Brent, en € ¹	46,9	55,8	45,8	43,5	45,5	47,6	47,6	47,6	47,6	47,6	47,6	47,6	74,3	48,0	47,1	47,6
Matières premières industrielles ²	-9,9	-2,5	-2,5	-1,5	-0,5	-0,7	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	-4,9	-20	-7,3	-0,6

1. Moyenne sur la période.

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

Sources : Taux de change et pétrole : relevé des cotations quotidiennes. Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Prévision OFCE octobre 2015.

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

Millions de barils/jour sauf mention contraire, cvs

	2014				2015				2016				2017				2013	2014	2015	2016	2017
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
Demande mondiale	91,8	92,2	92,9	92,9	93,2	93,5	93,4	94,0	94,1	94,3	94,8	95,1	95,7	96,1	96,4	96,6	91,3	92,4	93,5	94,6	96,2
<i>En taux de croissance</i>																	1,1	1,3	1,2	1,7	1,7
<i>PIB mondial</i>																	2,7	2,7	2,5	3,0	3,0
<i>Intensité pétrolière</i>																	-1,6	-1,4	-1,3	-1,3	-1,3
Production mondiale	92,2	92,7	93,7	94,8	94,9	96,1	96,2	95,9	95,9	96,0	96,2	96,2	96,1	96,0	96,1	96,2	91,0	93,4	95,8	96,1	96,1
<i>Dont OPEP</i>	36,3	35,8	36,4	36,9	36,7	37,2	37,8	38,0	38,1	38,3	38,7	38,9	39,0	39,1	39,2	39,3	36,4	36,4	37,4	38,5	39,2
<i>Non OPEP</i>	55,9	56,9	57,2	57,9	58,2	58,9	58,4	57,9	57,8	57,7	57,5	57,3	57,1	56,9	56,9	56,9	54,6	57,0	58,3	57,6	56,9
Variation de Stock	0,4	0,5	0,8	2,0	1,7	2,6	2,8	1,9	1,8	1,7	1,4	1,0	0,5	-0,1	-0,3	-0,5	-0,2	0,9	2,2	1,5	-0,1
<i>Dont OCDE</i>	-0,2	0,4	0,4	0,4	0,7	1,2	0,7	0,8	0,3	0,2	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,2	0,8	0,0	0,0
Prix du pétrole Brent en \$	108,3	109,7	102,0	76,2	54,1	61,9	50,3	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	108,7	99,0	54,1	50,0	50,0
Prix des matières premières industrielles	-2,0	-1,2	0,6	-6,6	-9,9	-2,5	-8,6	-1,5	-0,5	-0,7	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,0	-2,7	-4,9	-19,9	-7,3	-0,6
Taux de change 1 € = ...\$	1,36	1,38	1,34	1,25	1,13	1,15	1,11	1,11	1,15	1,10	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,33	1,13	1,09	1,05
Prix du Brent en €	79,4	79,8	76,2	61,1	47,8	53,7	45,3	45,2	43,5	45,5	47,6	47,6	47,6	47,6	47,6	47,6	82,2	74,1	48,0	46,0	47,6

1. Moyenne sur la période.

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

Sources : Taux de change et pétrole : relevé des cotations quotidiennes. Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Prévision OFCE octobre 2015.

A3. États-Unis : Résumé des prévisions

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

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

1. Conformément aux comptes nationaux américains, le poste dépenses publiques inclut la consommation et l'investissement publics.

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

Sources : Bureau of Economic Analysis (BEA), Bureau of Labor Statistics (BLS), prévision OFCE octobre 2015.

A4. Zone euro : Résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

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

Sources : Eurostat, prévision OFCE octobre 2015.

A5. Allemagne : Résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

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

Sources : Bundesbank, Statistisches Bundesamt, prévision OFCE octobre 2015.

A6. France : Résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

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

Sources : INSEE, prévision OFCE octobre 2015.

A7. Italie : Résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2014				2015				2016				2013	2014	2015	2016	2017
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	-1,7	-0,4	0,8	1,3	1,1
PIB par habitant	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	-2,1	-0,7	0,3	0,9	1,0
Consommation des ménages	0,2	0,0	0,1	0,2	-0,1	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	-2,8	0,3	0,6	1,1	0,7
Consommation publique	-0,3	-0,4	0,1	0,4	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-1,0	-0,1	-0,8	-0,9
FBCF totale dont :	-2,0	-0,6	-0,7	0,1	1,2	-0,3	0,5	0,6	0,6	0,5	0,6	0,5	-5,8	-3,2	0,9	2,0	1,8
productive	-1,3	-1,1	-0,4	-0,1	0,2	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	-6,8	-4,2	-0,9	-0,1	0,4
logement + bâtiment	-3,9	-0,1	-0,6	1,2	3,3	0,5	1,2	1,4	1,4	1,3	1,2	1,1	-5,5	-2,4	5,3	5,1	3,8
construction totale	0,2	1,5	0,4	1,7	0,6	1,2	0,7	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	0,7	2,4	4,0	3,9	4,0
Exportations de B&S	-0,4	1,1	0,9	0,5	1,7	2,2	0,6	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	-2,2	1,7	5,1	2,9	2,6
Importations de B&S	0,1	-0,1	0,0	-0,5	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,1	-0,1	0,3	0,4	0,4
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	-0,3	-0,2	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-2,8	-0,6	0,5	0,8	0,6
Variations de stocks	-0,1	-0,2	0,1	-0,5	0,5	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,4	0,1	0,0
Commerce extérieur	0,2	0,1	-0,1	0,4	-0,3	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,8	0,2	-0,2	0,4	0,5
Prix à la consommation¹	0,5	0,4	-0,1	0,1	-0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	0,1	0,4	1,3	0,2	0,1	0,2	0,7
Chômage	12,7	12,5	12,8	12,8	12,3	12,4	12,3	12,1	11,9	11,8	11,6	11,4	12,2	12,7	12,3	11,7	11,2
solde courant, en points de PIB													0,9	1,9	2,4	3,1	3,4
Solde budgétaire, en point de PIB													-2,9	-3,0	-2,7	-2,2	-1,3
Impulsion budgétaire													-0,2	0,1	0,2	-0,1	-0,3
PIB zone euro	0,2	0,1	0,3	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	-0,2	0,9	1,5	1,8	1,8

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

Sources : ISTAT, calculs de l'auteur, prévision OFCE octobre 2015.

A8. Espagne : Résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2014				2015				2016				2013	2014	2015	2016	2017
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,3	0,5	0,5	0,7	0,9	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	-1,2	1,4	3,2	3,3	2,9
PIB par habitant	0,4	0,6	0,6	0,7	1,0	1,1	0,9	0,9	0,9	0,8	0,9	0,9	-1,1	1,6	3,5	3,6	3,2
Consommation des ménages	0,6	1,0	0,8	0,9	0,7	1,0	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	-2,3	2,4	3,3	2,7	2,8
Consommation publique	1,0	-0,4	-0,1	-1,0	1,7	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	-2,9	0,1	1,3	1,2	1,2
FBCF totale¹ dont :	0,4	2,0	1,1	1,4	1,4	2,0	1,7	1,5	1,4	1,2	1,2	1,2	-3,8	3,4	6,4	5,7	3,9
Productive	1,9	3,0	1,8	1,5	1,3	2,6	2,0	1,6	1,3	1,0	1,0	1,0	3,8	9,6	7,6	5,7	3,1
Logement	-1,6	1,9	0,1	2,2	2,6	1,5	1,8	1,8	1,8	1,5	1,5	1,5	10,5	-1,3	7,4	6,8	4,6
Construction totale	0,0	0,5	1,2	0,4	0,3	1,3	0,8	0,8	1,2	1,2	1,2	1,2	-7,6	-1,8	3,0	4,4	4,9
Exportations de biens et services	0,1	0,7	3,9	0,0	0,4	1,6	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	4,3	4,2	4,7	5,4	5,1
Importations de biens et services	1,1	2,1	5,0	-0,6	0,4	2,3	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	-0,5	7,6	5,5	4,8	4,7
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,6	0,9	0,6	0,6	1,0	1,0	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	-2,6	2,0	3,4	2,9	2,6
Variations de stocks	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0
Commerce extérieur	-0,2	-0,3	-0,1	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1,3	-0,7	-0,1	0,3	0,3
Prix à la consommation (IPCH)²	0,0	0,2	-0,3	-0,5	-1,0	-0,2	-0,5	-0,5	0,2	0,0	0,6	0,8	1,4	-0,2	-0,6	0,4	0,9
Taux de chômage, au sens du BIT	25,9	24,5	23,7	23,7	23,8	22,4	21,9	21,4	21,0	20,5	20,1	19,7	26,1	24,4	22,4	20,3	19,1
Solde courant, en points de PIB													1,4	0,8	0,8	1,1	1,5
Solde public, en points de PIB³													-6,8	-5,9	-4,4	-2,8	-1,6
Impulsion budgétaire													-1,3	-1,0	-0,2	-0,3	-0,2
PIB zone euro	0,2	0,1	0,3	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	-0,2	0,9	1,5	1,8	1,8

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 2015.

A9. Royaume-Uni : Résumé des prévisions

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

	2014				2015				2016				2013	2014	2015	2016	2017
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,6	0,9	0,6	0,8	0,4	0,7	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	2,2	2,9	2,4	2,2	1,8
PIB par habitant	0,4	0,7	0,4	0,6	0,2	0,5	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	1,2	2,4	1,6	1,4	1,0
Consommation des ménages	0,6	0,7	0,7	0,6	0,8	0,9	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,9	2,6	2,9	2,2	1,8
Dépenses publiques ¹	0,0	1,4	0,5	-0,4	1,1	0,4	-0,9	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,5	1,9	1,3	0,3	0,4
FBCF privée dont :	0,6	-1,3	2,6	3,2	1,4	0,2	1,1	1,1	1,1	1,0	0,9	0,9	3,9	5,9	5,9	4,0	2,8
Logement	-4,7	0,6	0,9	7,1	2,2	0,2	1,5	1,5	1,4	1,2	1,1	1,0	4,6	1,8	9,5	5,0	2,7
Productive	7,4	-0,1	1,6	-1,1	0,0	-1,2	1,4	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	8,9	14,2	0,0	4,1	4,2
Exportations de biens et services	9,3	-9,0	10,0	-2,3	1,3	2,5	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	-4,9	7,5	3,3	0,2	0,9
Importations de biens et services	1,6	2,4	-1,5	3,8	-1,2	1,9	-2,2	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	1,2	1,8	1,9	2,0	3,2
Variations de stocks	0,9	-1,8	0,8	2,8	0,6	-2,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	2,8	2,8	1,1	2,3	3,0
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,8	1,0	0,8	0,2	1,0	0,9	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	1,7	3,3	2,8	2,2	1,8
Variations de stocks	0,0	-0,9	0,3	-0,5	0,1	-1,3	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,2	-0,9	0,2	0,0
Commerce extérieur	0,2	1,3	-0,7	0,2	-0,6	1,4	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,4	0,2	-0,1	0,0
Prix à la consommation ²	1,7	1,7	1,4	0,9	0,2	0,0	0,1	0,7	1,0	1,2	1,4	1,6	2,6	1,4	0,3	1,3	1,8
Taux de chômage, en %	6,8	6,3	6,0	5,7	5,5	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,7	6,8	7,6	6,2	5,6	5,6	5,8
Solde courant, en points de PIB		-4,4		-5,9		-4,3		-4,4		-4,7		-4,7	-4,7	-5,1	-4,4	-4,7	-4,7
Solde public, en points de PIB													-5,7	-5,7	-5,2	-4,3	-3,8
Impulsion budgétaire													-0,9	-0,3	-0,6	-0,7	-0,7
PIB zone euro	0,2	0,1	0,3	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	-0,2	0,9	1,5	1,8	1,8

1. Conformément aux comptes nationaux américains, le poste dépenses publiques inclut la consommation et l'investissement publics.

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

Sources : Bureau of Economic Analysis (BEA), Bureau of Labor Statistics (BLS), prévision OFCE octobre 2015.

A10. Asie : Résumé des prévisions de PIB

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

Sources : CEIC, calculs et prévision OFCE octobre 2015.

