

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2016-2017

Éric Heyer et Xavier Timbeau

OFCE, Sciences Po

Ce numéro de la *Revue de l'OFCE* consacré aux prévisions économiques pour les années 2016 et 2017 est composé de plusieurs articles qui peuvent être lus indépendamment.

Le premier article, nommé « **Petite reprise après grande crise** » présente le scénario de prévision pour l'économie mondiale et la zone euro. Comme le rappellent les économistes du département Analyse et Prévision de l'OFCE, la croissance mondiale traverse à nouveau une zone de turbulences. Si la dynamique de croissance n'est pas remise en cause, elle est néanmoins révisée à la baisse pour 2016 et 2017, où elle devrait atteindre respectivement 2,9 et 3,1 % (tableau 1). Le ralentissement touche en premier lieu les pays émergents avec une baisse de la croissance chinoise qui se confirme et s'accroît (6,1 % anticipé pour 2017 contre plus de 7,6 % en moyenne sur 2012-2014). Le ralentissement de la demande chinoise pèse sur le commerce mondial et contribue à la faiblesse du prix du pétrole, ce qui accroît en retour les difficultés des pays producteurs de pétrole et de matières premières. Enfin, la perspective de normalisation de la politique monétaire américaine se traduit par un reflux des capitaux. Le dollar s'apprécie et les monnaies des pays émergents d'Asie et d'Amérique latine se déprécient. Si les pays industrialisés pâtissent également du ralentissement chinois par un effet de demande adressée, leur croissance reste soutenue grâce à la baisse du prix du pétrole. Le soutien de la politique monétaire s'atténue aux États-Unis mais s'amplifie dans la zone euro, ce qui maintient l'euro à un faible niveau (tableau 2). Quant aux politiques budgétaires, elles ne sont plus systématiquement restrictives. Dans ces conditions, la croissance ralentirait aux États-Unis, passant de 2,4 % en 2015 à 1,9 % puis 1,6 % en 2016-2017. La reprise s'accélélerait légèrement dans la zone euro, portée notamment par le

dynamisme de l'Allemagne et de l'Espagne et l'amélioration des perspectives en France et en Italie. Sur l'ensemble de la zone euro, la croissance atteindrait 1,8 % en 2016 et 1,7 % en 2017. Cette dynamique permettra de réduire le taux de chômage ; mais, en fin d'année 2017, il serait néanmoins encore 2 points au-dessus de son niveau d'avant-crise (9,3 % contre 7,3 % en fin d'année 2007). Alors que le risque déflationniste semble écarté pour les États-Unis, il reste prégnant dans la zone euro. L'inflation est proche de zéro et le niveau très bas des anticipations d'inflation à long terme témoigne des difficultés de la BCE à reprendre le contrôle de l'inflation. La persistance du chômage indique que la politique de gestion de la demande en zone euro reste largement déficiente. De fait, elle repose entièrement sur la politique monétaire. Si les actions de la BCE sont une condition nécessaire à l'accélération de la croissance, elles ne sont pas suffisantes et doivent être complétées par des politiques budgétaires plus actives. Au niveau de l'ensemble de la zone euro, la politique budgétaire est en effet globalement neutre (expansionniste en Allemagne ou en Italie en 2016 mais restrictive en France et plus encore en Grèce) alors qu'elle devrait être plus expansionniste pour engager une baisse plus rapide du chômage et permettre d'écartier le risque déflationniste. Par ailleurs, cette situation de croissance modérée se traduit également par l'accumulation d'excédents courants de la zone euro (3,2 % en 2015). De fait, s'il y a bien eu une correction des déséquilibres intra-zone euro, elle s'explique surtout par l'ajustement des pays qui étaient en situation de déficit avant la crise. Dès lors, l'excédent de la balance courante de la zone euro fait peser des risques à terme sur le niveau de l'euro qui pourrait s'apprécier une fois que le stimulus monétaire prendra fin, freinant alors la croissance.

Le deuxième article détaille l'analyse conjoncturelle de l'économie française. Il s'intitule « **France : des marges de croissance** ». Dans celui-ci, il est rappelé qu'après plusieurs années de croissance atone (0,4 % en moyenne sur la période 2012-2014), un mouvement de reprise de l'activité semble enfin émerger en France. Avec 1,2 % en 2015 (1,4 % en glissement annuel à la fin de l'année), la croissance française est restée modeste et inférieure à la moyenne de la croissance européenne. L'année 2015 a été encore marquée par un certain nombre de points noirs, particulièrement concentrés autour du secteur de la construction et de l'investissement des administrations publiques (amputant le PIB de -0,3 point en 2015 après -0,5 point en 2014). Néanmoins, des signaux positifs sont apparus qui sont de bon augure.

Premièrement, en 2015, l'économie française a renoué avec les créations d'emplois dans le secteur privé (122 000 sur l'ensemble de l'année). Deuxièmement, l'investissement des entreprises, tiré par les secteurs des biens d'équipements et de l'information-communication, s'est amélioré (+3,2 % en glissement annuel). À cela s'ajoute un certain nombre d'éléments favorables à la compétitivité : le taux de marge des entreprises a fortement augmenté, particulièrement dans les branches industrielles et les secteurs exportateurs, les parts de marché à l'exportation se sont améliorées et la balance courante, déficitaire depuis une dizaine d'années, est quasiment revenue à l'équilibre. Troisièmement, bien que son impact sur la consommation des ménages ait été limité (+0,9 % en glissement annuel), le pouvoir d'achat des ménages s'est redressé (+2 %). Cela s'est traduit par une forte remontée du taux d'épargne en 2015 (près d'1 point), laissant présager des capacités de consommation futures pour 2016. Enfin, le déficit public, à 3,5 % du PIB en 2015, a été inférieur à la cible du gouvernement et aux attentes de la Commission européenne.

1. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	Poids ¹ dans le total	PIB en volume		
		2015	2016	2017
DEU	3,7	1,4	1,9	1,6
FRA	2,6	1,2	1,6	1,6
ITA	2,3	0,6	1,2	1,0
ESP	1,6	3,2	3,3	2,4
EUZ	13,4	1,5	1,8	1,7
GBR	2,4	2,3	2,1	1,7
NPM ²	2,4	3,8	3,1	3,2
UE 28	18,6	1,9	2,0	1,8
USA	17,2	2,4	1,9	1,7
JPN	4,8	0,5	0,7	0,4
Pays développés	44,5	1,9	1,7	1,6
RUS	3,6	-3,7	-1,0	1,0
CHN	14,9	6,9	6,3	6,1
Autres pays d'Asie	16,6	5,2	5,2	5,4
Amérique latine	8,8	-0,4	-0,9	1,5
Monde	100	2,9	2,9	3,1

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

2. Pologne, Hongrie, République Tchèque, Roumanie, Bulgarie et Croatie.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE avril 2016.

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

	2015				2016				2017				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	1,09	1,09	1,10	1,07	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,33	1,12	1,08	1,05
1 \$=...yens	119	122	122	122	114	110	110	110	110	110	110	110	106	121	111	110
1 £=...euros	1,33	1,37	1,40	1,39	1,33	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,24	1,37	1,34	1,35
Taux d'intérêt directeurs des banques centrales¹																
USA	0,25	0,25	0,25	0,29	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00	1,25	1,50	0,25	0,26	0,63	1,19
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	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,16	0,05	0,01	0,00
GBR	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00	1,25	0,50	0,50	0,56	1,00
Prix du pétrole Brent, en \$ ¹	54,1	61,9	50,3	43,7	33,9	35,0	35,0	37,0	40,0	45,0	50,0	50,0	99,0	52,5	35,2	46,3
Prix du pétrole Brent, en € ¹	46,9	56,0	45,3	40,0	31,1	31,8	32,7	35,2	38,1	42,9	47,6	47,6	74,2	47,0	32,7	44,0

1. Moyenne sur la période.

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

Sources : Taux de change et pétrole : relevé des cotations quotidiennes. Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Prévision OFCE avril 2016.

L'année 2015 a été marquée par un redressement de la situation financière des agents privés et une amélioration des comptes publics. Les ménages, les entreprises et les administrations publiques abordent ainsi l'année 2016 avec de nouvelles marges de manœuvre. Dans un contexte où l'environnement macroéconomique extérieur reste relativement porteur (prix du pétrole bas, euro compétitif et taux d'intérêts historiquement faibles), et ce malgré le ralentissement des pays émergents, Chine en tête, ou le risque de Brexit, l'économie française aborde l'année 2016 dans des conditions meilleures que par le passé. Avec une sortie progressive de la politique d'austérité, ces nouvelles capacités financières pourront soutenir la consommation, l'investissement et l'emploi. De plus, le redressement des résultats des enquêtes dans la construction laisse présager une amélioration du secteur pour l'année en cours. Ainsi, la croissance française devrait s'établir à 1,6 % en 2016 (+1,9% en glissement annuel), avec un premier semestre 2016 relativement dynamique (+1 % sur le semestre), soutenu par un rebond marqué de la consommation après une faiblesse temporaire au quatrième trimestre 2015, due en partie à la douceur climatique et aux effets des attentats (tableau 3). À partir du troisième trimestre 2016, la croissance évoluerait sur un rythme de 0,4 % par trimestre. Au cours de l'année 2016, le nombre total d'emplois créés serait de l'ordre de 230 000 et le taux de chômage reviendrait à 9,5 % en fin d'année, soit une baisse de 0,5 point, dont 0,15 dû à la mise en place du plan de 500 000 formations. L'investissement des entreprises, soutenu par la hausse des taux de marge, la faiblesse du coût du capital et l'amélioration des perspectives d'activité, continuerait à se redresser mais à un rythme modéré (3 %) en raison des taux d'utilisation toujours inférieurs à leur moyenne historique. Le déficit public s'améliorerait de 0,4 point de PIB en 2016 (pour atteindre 3,1 % du PIB), pour moitié grâce à l'effort budgétaire structurel et pour moitié grâce à l'amélioration de la situation conjoncturelle.

En 2017, avec un taux de croissance de 1,6 %, l'économie française continuerait à croître à un rythme légèrement supérieur à son potentiel (1,3 %). Elle créerait 165 000 emplois, ce qui, en raison du rebond de la population active avec le retour progressif sur le marché du travail des personnes ayant bénéficié du plan formation, permettrait tout juste de stabiliser le taux de chômage à 9,5 % en 2017. Enfin, le déficit public atteindrait 2,7 % du PIB en 2017, repassant sous la barre des 3 % pour la première fois depuis dix ans.

3. Résumé de la prévision France

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2015		2016				2017				2015	2016	2017
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	0,4	0,3	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,2	1,6	1,6
Consommation des ménages	0,4	-0,1	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	1,4	1,4	1,5
Consommation publique	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3	0,2	0,4	0,4	0,5	0,4	1,5	1,6	1,5
FBCF totale dont	0,1	0,7	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,0	1,6	1,9
Entreprises non financières	0,5	1,2	0,6	0,7	0,8	0,7	0,6	0,5	0,6	0,4	2,0	3,0	2,4
Ménages	-0,5	-1,0	0,3	0,8	0,9	0,9	0,6	0,6	0,5	0,5	-2,8	0,3	2,7
Administrations publiques	-0,4	1,1	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,0	-1,5	-1,2
Exportations de biens et services	-0,2	1,1	1,4	1,0	1,0	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0	6,1	4,2	4,1
Importations de biens et services	1,8	2,4	0,5	0,9	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	6,7	4,8	3,8
Contributions :													
Demande intérieure hors stocks	0,3	0,2	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,1	1,5	1,6
Variations de stocks	0,7	0,6	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,4	0,1
Commerce extérieur	-0,6	-0,4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,3	0,0
Prix à la consommation (IPCH), t/t-4	0,1	0,2	0,4	-0,4	0,2	0,6	1,2	1,4	1,6	1,7	0,1	0,2	1,5
Taux de chômage	10,1	10,0	9,9	9,8	9,6	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	10,0	9,7	9,5
Taux d'épargne des ménages (en % du RDB)	15,5	15,9	15,9	15,8	15,8	15,6	15,7	15,6	15,7	15,6	15,4	15,8	15,7
Solde public en % du PIB											-3,5	-3,1	-2,7
Impulsion budgétaire, en points de PIB											-0,5	-0,2	-0,2

Sources : INSEE, prévisions OFCE.

Si l'on reste encore loin d'une croissance vigoureuse et du niveau de chômage d'avant-crise, la France semble cependant entamer sa lente convalescence, notamment par le redressement du pouvoir d'achat des ménages, la baisse du chômage, l'amélioration de la compétitivité des entreprises et la réduction du déficit public.

Par ailleurs, deux articles complètent et enrichissent l'analyse conjoncturelle :

Le premier article, intitulé « **Trois questions autour de l'impact à court terme des variations du prix du pétrole sur la croissance française** », évalue différentes caractéristiques de l'impact de l'évolution du prix du baril de pétrole sur l'activité économique en France. Les auteurs, Éric Heyer et Paul Hubert, montrent qu'il existe un décalage de cet impact sur le PIB, qui serait en moyenne, sur la période 1985-2015, de quatre trimestres. L'effet, à la baisse comme la hausse, n'est significatif que pour des variations des prix du pétrole supérieures à 1 écart-type. L'effet asymétrique est extrêmement faible : l'effet est identique dans le cas d'une hausse ou d'une baisse de ce dernier. Seule la vitesse de diffusion diffère (trois trimestres dans le cas d'une hausse contre quatre dans celui d'une baisse). Enfin, l'effet dépend de la phase du cycle conjoncturel : il est très largement supérieur lorsque l'économie se situe dans un état de croissance modérée (basse conjoncture). Les résultats de cette étude indiquent donc que l'effet du contre-choc pétrolier est à venir et devrait se faire sentir à partir du premier trimestre 2016.

Le second article revient sur « **L'impact du découplage des politiques monétaires de la BCE et de la Fed sur la zone euro et les pays émergents** ». Ainsi, alors que la Réserve fédérale a amorcé un cycle de hausse des taux en décembre 2015, la BCE a amplifié son programme d'assouplissement quantitatif en annonçant d'abord une extension de la durée du programme, puis une augmentation de sa taille et enfin un élargissement de la gamme d'actifs achetés. Il en résulte un découplage croissant de la politique monétaire entre les États-Unis et la zone euro. Ce découplage pourrait accentuer les effets du soutien qu'apporte la BCE par le canal du taux de change. Christophe Blot, Paul Hubert et Christine Riffart illustrent ce mécanisme en évaluant l'effet en zone euro des variations de taux d'intérêt anticipés et de taille du bilan sur le taux de change et le prix des cours boursiers. Les résultats suggèrent que l'effet taux est systématiquement significatif alors que l'effet par la taille du bilan serait moins important. En outre, après avoir alimenté la liquidité mondiale, la normalisation en cours de la politique monétaire américaine s'accompagne d'un recul

des flux de capitaux des économies émergentes, provoquant ainsi de l'instabilité financière et fragilisant leur croissance. Par ailleurs, les auteurs estiment les effets de débordement de la politique monétaire de la Réserve fédérale et de la BCE sur les taux de change et les cours boursiers de ces pays. Leurs résultats suggèrent que la sensibilité des économies émergentes aux politiques monétaires de la Réserve fédérale et de la BCE n'est pas homogène. Il ressort également que l'effet de signal de la politique monétaire pourrait être plus important pour sa transmission que les effets de réallocation de portefeuille.

Enfin, ce numéro se termine sur la retranscription du **débat** réalisé autour des perspectives économiques et qui permet de confronter les analyses de l'OFCE à celles de Nicola Brandt de l'OCDE et à celles d'Emmanuel Jessua de COE-Rexecode.