

LA ROUTINE DE L'INCERTITUDE

PERSPECTIVES 2017-2018 POUR L'ÉCONOMIE MONDIALE ET LA ZONE EURO

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

Malgré diverses menaces sur l'économie mondiale depuis deux ans, la croissance a résisté en 2016, n'affichant qu'un faible ralentissement (2,9 %), après des rythmes supérieurs à 3 % entre 2012 et 2015. Cet épisode s'apparente plus à un « trou d'air » qu'à un retournement du cycle international. Au Royaume-Uni, le vote en faveur du Brexit n'a pas induit de crise financière ou de panique. La croissance britannique au deuxième semestre 2016 a même montré des signes de robustesse. Pourtant, le ralentissement de l'activité au Royaume-Uni devrait bien avoir lieu en 2017 et en 2018. Se diffusant par le canal de la demande adressée, le Brexit n'aura qu'un impact modéré sur la croissance des autres pays. Enfin, la croissance est restée solide dans les pays d'Europe de l'Est, soutenue par la demande intérieure et la reprise dans la zone euro. Dans les pays en développement la croissance ré-accélère en 2016 (+3,9 %), après un coup de frein plus marqué en 2015 (3,7 % contre 4,5 % en 2014) et malgré la poursuite du ralentissement chinois (6,7 % de croissance en 2016 contre 6,9 % en 2015 et 7,3 % en 2014).

Ce scénario devrait se poursuivre en 2017 et 2018. Le soutien par le prix du pétrole disparaîtra progressivement et provoquera une remontée de l'inflation. La politique monétaire, d'abord aux États-Unis puis plus tard au Royaume-Uni et dans la zone euro, se normalisera. Ces deux facteurs sont aussi le reflet d'un risque déflationniste qui se réduit. Les politiques budgétaires resteront assez hétérogènes entre les grands pays avancés. Elles deviendraient neutres en zone euro en 2017 puis restrictives en 2018, sous l'hypothèse que les gouvernements respectent leurs engagements dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance. Aux États-Unis, l'administration Trump devrait mener une politique expansionniste, axée sur des baisses d'impôts, tandis qu'au Royaume-Uni l'austérité annoncée pour 2018 pourrait être assouplie en fonction de l'évolution du solde public et des conséquences du Brexit. Ainsi, sous l'effet de politiques budgétaires contrastées, la croissance ralentirait en Europe mais accélérerait aux États-Unis. Sur l'ensemble des pays industrialisés, la croissance passerait de 1,6 % en 2016 à 1,8 % en 2018. L'amélioration de la conjoncture serait nette dans les pays en développement (4,5 % en 2018, après 4,1 % en 2017). Les pays producteurs de pétrole bénéficieraient de la remontée du prix.

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

Perspectives 2017-2018 pour l'économie mondiale et la zone euro

1. Synthèse du scénario : la routine de l'incertitude	15
---	----

Parties thématiques

2. Le petit retour de l'inflation	30
3. Politiques monétaires : nouveaux dilemmes ?	37
4. Divergence des politiques budgétaires dans les grandes économies . . . avancées à la suite de l'élection de Trump.	44
5. Quel potentiel de croissance ?	53
6. Emploi : retour sur les ajustements depuis la crise	63
7. Quel impact d'une hausse des taux sur la dette publique ?	72
8. Déséquilibres courants : vers de nouvelles pressions américaines ? .	82
9. Situation conjoncturelle : tour du monde	97
a. Zone euro	97
b. Royaume-Uni	103
c. États-Unis	113
d. Pays émergents.	117

ANNEXE (tableaux)

A1. Principales hypothèses	125
A2. Équilibre marché pétrole	126
A3. États-Unis	127
A4. Zone euro	128
A5. Allemagne	129
A6. France	130
A7. Italie	131
A8. Espagne	132
A9. Royaume-Uni	133
A10. Asie	134
A11. Amérique Latine	134
A12. Nouveaux États membres de l'Union.	134

1. Synthèse du scénario : la routine de l'incertitude

Malgré l'accumulation de menaces sur l'économie internationale depuis deux ans, la croissance mondiale a résisté en 2016, ralentissant à 2,9 %, après des rythmes un peu supérieurs à 3 % entre 2012 et 2015 (tableau 1). Cet épisode s'apparente davantage à un « trou d'air » qu'à un retournement du cycle mondial. La baisse de la croissance dans les pays industriels (de 2,1 % en 2015 à 1,6 % en 2016) a été contrebalancée par la légère accélération dans les pays en développement (de 3,7 à 3,9 %) grâce à l'atténuation de la récession en Russie et à l'accélération de la croissance en Afrique et au Moyen-Orient. Dans les autres zones, la récession est restée confinée à quelques grandes économies d'Amérique latine, l'Argentine et le Brésil, et si le changement de régime de croissance de l'économie chinoise se confirme, il se traduira par un ralentissement modéré de l'activité. L'Asie hors Chine ainsi que les pays d'Europe de l'Est ont continué à croître à un rythme soutenu.

Dans les pays industrialisés, la croissance aux États-Unis a perdu un point entre 2015 et 2016, tandis qu'elle a mieux résisté en zone euro, passant de 1,9 % en 2015 à 1,7 % en 2016. Quant au Royaume-Uni, les effets négatifs attendus du Brexit restent peu visibles 9 mois après le référendum. Le ralentissement observé entre 2015 et 2016, de 2,2 % à 1,8 %, s'apparente plutôt à une trajectoire heurtée de l'activité au premier trimestre 2016, la croissance ayant retrouvé des rythmes de l'ordre de 0,6 % sur les trois derniers trimestres.

En termes de PIB par tête, les hésitations de la croissance entre le second semestre 2015 et le premier semestre 2016 ont été effacées par le net rebond du second semestre 2016 aux États-Unis et au Royaume-Uni (graphique 1). L'économie de la zone euro apparaît par contre toujours en retrait par rapport aux économies anglo-saxonnes, même si un mouvement de timide reprise s'est dessiné depuis le début de 2013 après avoir subi deux récessions en près de dix ans. Il reste que la zone euro n'a pas rattrapé le niveau de PIB

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

Taux de croissance annuels, en %

	Poids ¹ dans le total	PIB en volume				Révision 2017 (écart avec la prévision d'octobre 2016)	Révision 2018 (écart avec la prévision d'octobre 2016)
		2015	2016	2017	2018		
DEU	3,7	1,5	1,8	1,5	1,3	0,0	0,2
FRA	2,6	1,2	1,1	1,4	1,4	0,0	-0,1
ITA	2,3	0,7	1,0	0,8	0,4	0,1	-0,1
ESP	1,6	3,2	3,2	2,0	1,8	-0,1	-0,1
NLD	0,8	2,0	2,1	2,1	2,0	0,4	0,4
BEL	0,5	1,5	1,2	1,5	1,2	0,1	0,1
FIN	0,4	0,3	1,6	1,2	1,6	0,0	-0,2
AUT	0,3	0,8	1,5	1,7	1,5	0,3	0,0
PRT	0,3	1,6	1,3	1,7	1,4	0,6	0,0
GRC	0,2	-0,3	-0,1	0,2	1,8	-0,5	0,6
IRL	0,2	26,3 ²	4,3	3,8	3,0	0,9	0,6
EUZ	13,4	1,8	1,7	1,6	1,4	0,1	0,1
GBR	2,4	2,2	1,8	1,7	1,1	0,7	-0,3
SWE	0,4	4,1	3,3	2,5	2,2	-0,1	0,0
DNK	0,3	1,6	1,1	1,5	1,7	0,1	0,0
Nouveaux pays membres ³	2,1	4,1	3,3	3,2	3,0	0,1	0,0
Union européenne à 28	18,6	1,9	1,9	1,7	1,5	0,1	0,0
CHE	0,4	0,8	1,3	1,5	1,7	0,2	0,2
NOR	0,3	1,0	0,8	1,6	1,9	0,4	0,1
Europe	19,4	2,2	1,9	1,8	1,6	0,1	0,0
USA	17,2	2,6	1,6	1,8	2,3	0,2	0,5
JPN	4,8	1,2	1,0	1,4	1,1	0,7	0,2
CAN	1,6	0,9	1,4	1,8	2,0	0,2	0,3
Pays Avancés	44,5	2,1	1,6	1,7	1,8	0,2	0,2
Pays candidats à l'UE ⁴	1,6	3,5	3,2	3,0	3,0	-0,4	-0,4
RUS	3,6	-3,7	-0,6	1,1	1,2	0,0	0,1
Autres CEI ⁵	0,8	-0,5	1,1	2,5	3,3	0,2	1,0
CHN	14,9	6,9	6,7	6,6	6,5	0,5	0,4
Autres pays d'Asie	16,6	5,3	5,4	5,1	5,5	-0,3	0,1
Amérique latine	8,8	0,0	-0,6	0,9	2,1	-0,6	-0,4
Afrique subsaharienne	2,3	3,4	1,6	2,8	3,7	-0,1	0,8
M-O et Afrique du nord	6,8	2,3	3,8	3,1	3,5	-0,3	0,1
Pays en développement	55,5	3,7	3,9	4,1	4,5	-0,1	0,1
Monde	100	3,0	2,9	3,0	3,3	0,0	0,2

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

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

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

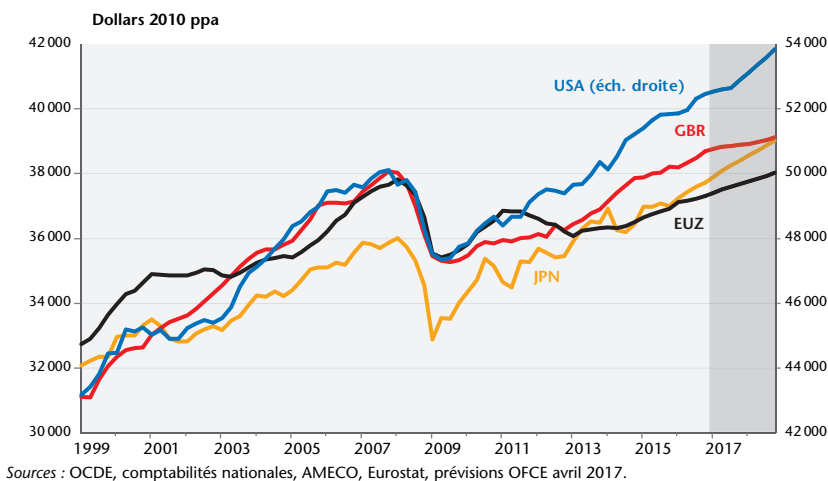
4. Turquie, ancienne République yougoslave de Macédoine, Monténégro, Serbie et Albanie.

5. Communauté des États indépendants.

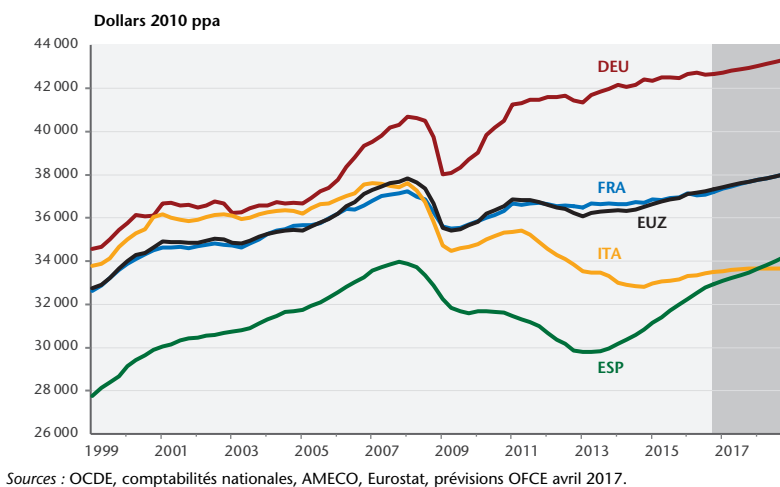
Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévisions OFCE avril 2017.

par habitant d'avant-crise, demeurant 1,4 point sous ce seuil, alors que les autres pays développés l'ont rejoint puis dépassé, le Japon début 2013, les États-Unis fin 2013 et le Royaume-Uni début 2015. Au sein de la zone euro, les écarts restent importants entre l'Allemagne qui est sortie plus rapidement de la crise, et l'Espagne et l'Italie où le PIB par habitant a continué de baisser jusqu'en 2013 et 2014 (graphique 2). Bien que plus tardif, le mouvement de reprise qui s'est enclenché en Espagne conduit à un rattrapage rapide, notamment vis-à-vis de l'Italie. Le PIB par habitant espagnol dépasserait celui de l'Italie en fin d'année 2018.

Graphique 1. PIB par habitant dans les grands pays industrialisés



Graphique 2. PIB par habitant dans les grands pays de la zone euro

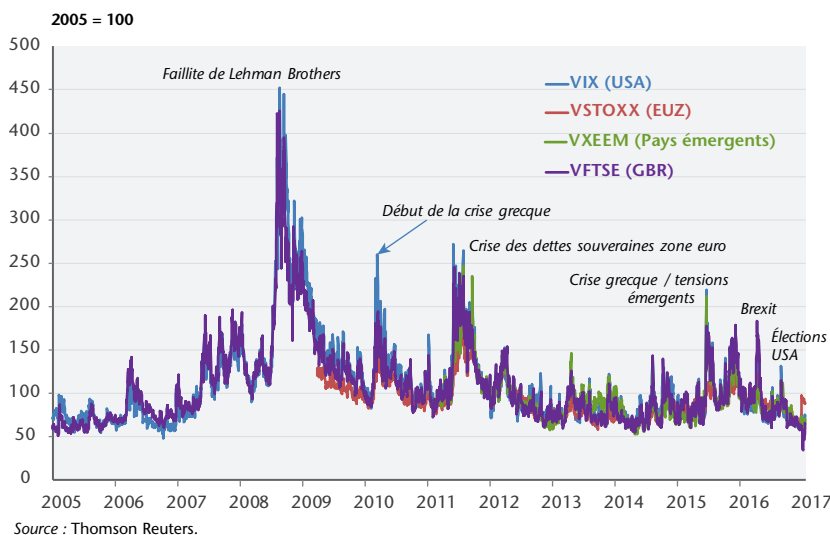


La croissance résiste

Malgré ce léger ralentissement, la situation conjoncturelle apparaît moins morose qu'on ne pouvait le craindre il y a 18 mois, les facteurs négatifs s'étant avérés moins virulents qu'attendu. La mutation de l'économie chinoise vers un modèle de croissance reposant sur la demande intérieure n'a pas provoqué d'atterrissage brutal de l'économie chinoise mais un ralentissement contrôlé par la mise en œuvre de politiques publiques de soutien à la croissance. Si la question de la soutenabilité de la dette grecque n'est toujours pas définitivement réglée, la crise qui a éclaté au cours de l'été 2015 ne s'est pas traduite par la dislocation de l'union monétaire. Il reste que cet épisode a rappelé les fragilités de la construction européenne, confirmées quelques mois plus tard par le vote des Britanniques en faveur du Brexit et ajoutant une source d'incertitude supplémentaire.

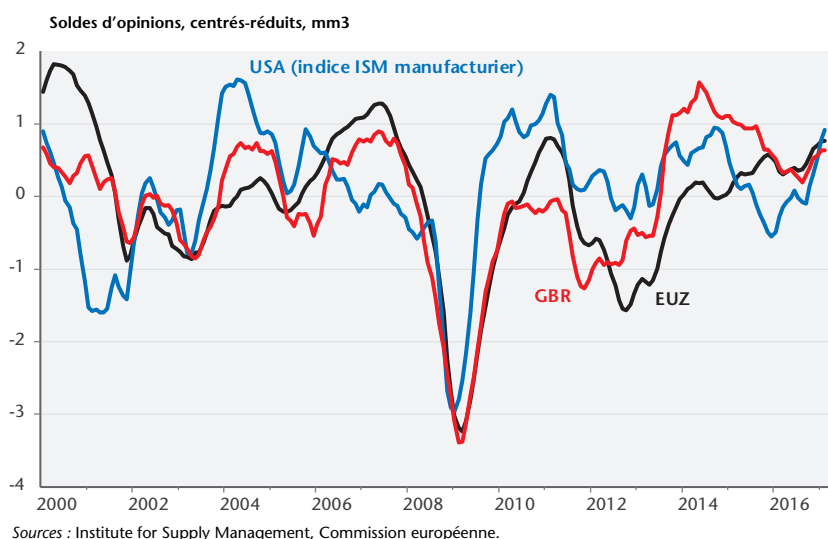
Si les modalités du Brexit devront être établies dans les deux années qui suivent le déclenchement de l'article 50 du Traité effectif à compter du 29 mars 2017, l'incertitude relative à l'événement, mesurée par la volatilité des marchés financiers, est plus faible que celle observée lors de la faillite de Lehman Brothers en 2008-2009 (graphique 3). L'incertitude était également plus forte en fin d'année 2011 lorsque les banques européennes étaient prises

Graphique 3. Incertitude mesurée par la volatilité des marchés financiers



dans la tourmente de la crise des dettes souveraines. Les risques latents liés à l'environnement international ne doivent donc pas conduire à une vision exagérément négative de la situation des grandes économies au tournant de 2016 et de 2017. D'ailleurs, les indicateurs d'opinion économique, synthétisant les réponses des agents privés aux enquêtes de conjoncture, se situent largement au-dessus de leur moyenne de longue période, dénotant en cela une trajectoire de croissance de court terme plus rapide que la croissance potentielle, et se redressent encore plus depuis quelques mois, laissant penser à une accélération de l'activité au premier semestre 2017 (graphique 4).

Graphique 4. Indicateurs de sentiment économique



L'économie mondiale se trouve finalement dans une situation habituelle dans laquelle les sources de chocs et d'incertitude sont multiples, tantôt favorables, tantôt défavorables. Ces différents chocs affectent obligatoirement la trajectoire de reprise et de croissance des économies mais sans remettre en cause le schéma de croissance mondiale. Nous faisons l'hypothèse qu'à l'horizon de la prévision, cette routine de l'incertitude persistera. Habitué à un long terme flou, les agents économiques ne peuvent pas constamment se replier sur eux-mêmes et réduire drastiquement leur consommation ou leurs investissements.

Les vents favorables faiblissent

Dans ces conditions, la trajectoire de la croissance pour l'année s'explique par un ensemble de facteurs qui ont été globalement favorables. Ainsi, la politique monétaire a continué à soutenir l'activité et le frein lié à des politiques budgétaires restrictives s'est globalement desserré. Les ménages des pays consommateurs de pétrole ont bénéficié de gains de pouvoir d'achat par l'intermédiaire de la baisse du prix du pétrole. Du côté des taux de change, l'appréciation du dollar (en termes effectifs) à partir de 2014 a contribué au ralentissement de la croissance outre-Atlantique en 2016, mais elle a aussi permis d'apporter un soutien supplémentaire dans la zone euro, où la reprise avait tardé à se matérialiser. Quant au ralentissement de la croissance chinoise, il s'est traduit par une baisse de la demande adressée réduisant en premier la croissance des pays asiatiques plus exposés à la Chine, notamment Taïwan, Singapour et la Corée. Du côté des pays industrialisés, l'impact fut plus modéré, de l'ordre de 0,1 -0,2 point de croissance en 2015 et 2016.

Certains facteurs favorables se sont toutefois récemment inversés avec la remontée du prix du pétrole ou neutralisés avec l'arrêt de la dépréciation de l'euro. Quant au commerce mondial, le ralentissement observé depuis 2012 devrait se poursuivre. Le vote pour le Brexit, même si ses effets sur l'économie réelle ne sont pas encore visibles, ajoute une hypothèque institutionnelle pour le Royaume-Uni et ses partenaires européens.

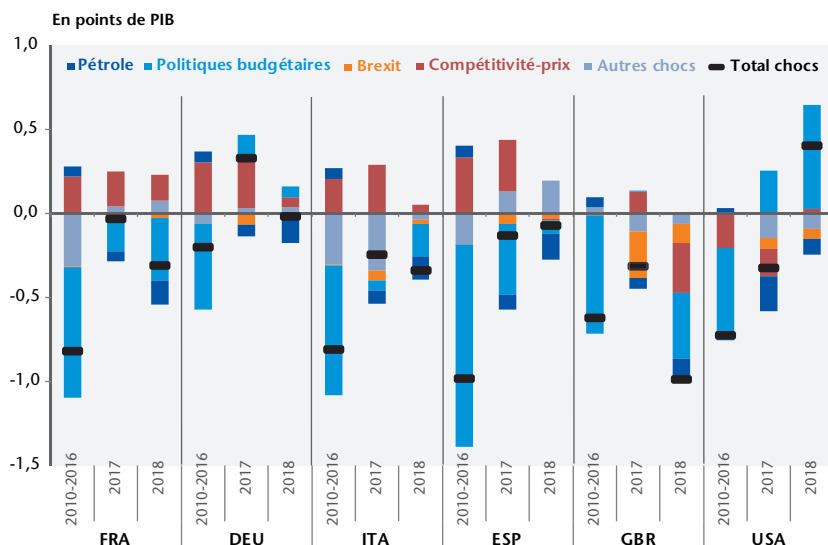
La remontée du prix du pétrole depuis l'été 2016 devrait inverser le rôle d'un des facteurs de la croissance de 2015/2016. En effet, l'évolution du prix du pétrole devrait être marquée par l'accord de baisse de production décidé par les pays de l'OPEP (et dans une moindre mesure par l'accord entre pays non-OPEP), qui semble fixer un plancher à 50 dollars pour le baril au premier semestre 2017. Cela étant, on s'attend à ce que l'OPEP augmente sa cible de production au deuxième semestre. De plus, les États-Unis devraient également produire davantage en 2017. L'offre progresserait moins rapidement que la demande, ce qui se traduirait par une baisse des stocks et un prix en hausse. Ainsi, pour l'année 2017, nous anticipons une hausse modérée et progressive du cours du baril de Brent qui se stabiliserait à 60 dollars à partir du troi-

sième trimestre 2017. En 2018, l'offre devrait progresser à un rythme sensiblement comparable à celui de la demande, ce qui maintiendrait le cours du baril autour des 60 dollars.

Avec une hausse en moyenne annuelle entre 2016 et 2017 de 32,5 % en dollars et de près de 40 % en euros, les évolutions du prix du brut imprimeront un effet négatif sur la croissance du PIB dans tous les pays développés compris entre -0,1 et -0,2 point (graphique 5). Dans le même temps, cette remontée du pétrole entraîne un rebond de l'inflation qui rognera certes le pouvoir d'achat des ménages mais réduira au moins temporairement le risque déflationniste (voir [partie 2 « Le petit retour de l'inflation »](#)).

Par ailleurs, ce retour de l'inflation justifierait le processus de normalisation de la politique monétaire aux États-Unis mais placerait la BCE et surtout la Banque d'Angleterre face à un dilemme sur l'orientation future de la politique monétaire (voir [partie 3 « Politiques monétaires : nouveaux dilemmes ? »](#)). L'accélération de l'inflation, qui dépasserait la cible de 2 %, et de la croissance américaine conduira la Réserve fédérale à poursuivre son cycle de hausses de taux en 2017 et 2018. Il n'en demeure pas moins qu'avec un taux directeur qui atteindrait 2,5 % en fin d'année 2018, l'orientation de la politique monétaire aux États-Unis serait toujours expansionniste. Du côté de la BCE, la hausse de l'indice harmonisé des prix à la consommation serait temporaire et, dès 2018, l'inflation reculerait à 1,4 % – après 1,9 % en 2016 – ce qui justifie une politique monétaire expansionniste en zone euro, d'autant que du côté de l'inflation sous-jacente, aucune tension n'apparaît aujourd'hui. Le dilemme serait plus important du côté de la Banque d'Angleterre puisque la hausse de l'inflation serait bien plus franche et durable, stimulée par l'effet pétrole et la dépréciation de la livre. Pour autant, dans un contexte de ralentissement anticipé de l'activité et d'incertitudes sur l'issue des négociations concernant le Brexit, la banque centrale privilégiera la prudence en maintenant des taux très bas jusqu'en fin d'année 2018. Le taux de change de l'euro contre le dollar se stabiliserait à 1,05 dollar, soit son niveau le plus bas depuis la fin de l'année 2002. Les évolutions des taux de change en moyenne annuelle pour 2017 resteraient donc favorables à la compétitivité-prix en zone euro mais aussi au Royaume-Uni qui se déprécierait à la fois vis-à-vis du dollar (10 % entre 2016 et 2018) et de l'euro (5 % entre 2016 et 2018).

Graphique 5. Freins et leviers de la croissance dans les principaux pays



Sources : Comptabilités nationales, prévisions OFCE avril 2017.

À l'exception de l'Allemagne, qui utilisera ses marges de manœuvre budgétaires, les politiques fiscales exerceront encore un effet négatif sur la croissance en France, en Italie et en Espagne, mais bien moins intensément que sur la période 2010-2016 (voir [partie 4 « Divergence des politiques budgétaires dans les grandes économies avancées à la suite de l'élection de Trump »](#)). Au Royaume-Uni, la politique budgétaire aura un effet neutre sur la croissance en 2017 mais sera à nouveau restrictive en 2018. Au contraire, la politique budgétaire, déjà expansionniste au États-Unis en 2017, le sera davantage en 2018 sous l'effet de la grande réforme fiscale qui pourrait être votée au cours de l'été 2017 et appliquée dès le début de l'année fiscale 2018, c'est-à-dire au 1^{er} octobre 2017 et des incitations fiscales nécessaires à la mise en place du plan de relance en infrastructures.

Enfin, après une mauvaise année 2016, où les importations mondiales se sont contractées de 0,5 %, la croissance du commerce mondial devrait se redresser en 2017 et en 2018, respectivement 2,8 % et 2,2 %. Mais ces performances seront loin d'égaler celles enregistrées entre 1991 et 2007, lorsque les importations mondiales augmentaient de 7 % l'an. Étant donné le rôle croissant joué par la Chine dans l'économie mondiale, le ralentissement de

la croissance chinoise continuera d'affecter le commerce mondial. Après avoir progressé de 6,7 % en 2016, soit la croissance la plus basse enregistrée depuis 1992, la croissance rejoindrait un étiage de 6,5 % en 2018. Les autres économies asiatiques maintiendraient leur régime de croissance, l'Inde afficherait notamment toujours de très bonnes performances avec une croissance supérieure à 7 %. De même que les pays d'Europe de l'Est bénéficieraient toujours de la reprise de la zone euro et d'une demande interne dynamique portée par la consommation des ménages. Enfin, la situation s'améliorerait en Amérique latine avec la fin de la récession en Argentine en 2017 et au Brésil en 2018.

Au total, le cumul des freins et leviers de la croissance restera négatif dans la plupart des pays, à l'exception de l'Allemagne en 2017 et des États-Unis en 2018. Il en résultera un ralentissement de la croissance en zone euro en 2017 et 2018 (1,6 % puis 1,4 %), qui restera principalement tirée par la demande intérieure, la contribution du commerce extérieur à la croissance serait effectivement nulle en 2017 et 2018. Au Royaume-Uni, l'effet du Brexit se ferait progressivement sentir. Bien que modérée en fin d'année 2016, traduisant avec un certain retard la répercussion sur le marché intérieur de la hausse des prix importés, l'accélération de l'inflation serait plus significative en 2017. Elle s'élèverait à 3,3 % en fin d'année amputant le pouvoir d'achat des ménages et entraînant un fort ralentissement de la consommation. L'investissement productif continuerait de se contracter. La croissance résisterait bien en 2017 (1,7 %) mais ralentirait franchement en 2018 (1,1 %). Le choc serait toutefois atténué par un *policy mix* relativement favorable. La politique monétaire resterait très expansionniste et, bien que neutre en 2017 et négative (-0,4 point de PIB) en 2018, l'impulsion budgétaire serait moins restrictive que dans un scénario sans Brexit. Enfin, la croissance aux États-Unis devrait accélérer à l'horizon de la prévision (1, % en 2017 et 2,3 % en 2018), les États-Unis se distinguant des autres grands pays par la poursuite d'une politique budgétaire expansionniste en 2017 et surtout en 2018. Le commerce extérieur amputera la croissance, en lien avec le niveau élevé du dollar. La consommation pâtira en 2017 de la remontée de l'inflation, avant de ré-accélerer fin 2017 sous l'effet de la baisse de l'impôt sur le revenu qui devrait être votée cet été et entrer en vigueur au 1^{er} octobre 2017. De même, la baisse de l'impôt sur les sociétés à partir

de la fin 2017 et le plan de relance en infrastructures devraient stimuler l'investissement des entreprises. En conséquence, une reprise marquée du taux d'investissement est anticipée en 2018. On suppose néanmoins que les investissements en infrastructures, financés par le secteur privé, mettront du temps à se mettre en place et dépendront des incitations offertes par le gouvernement.

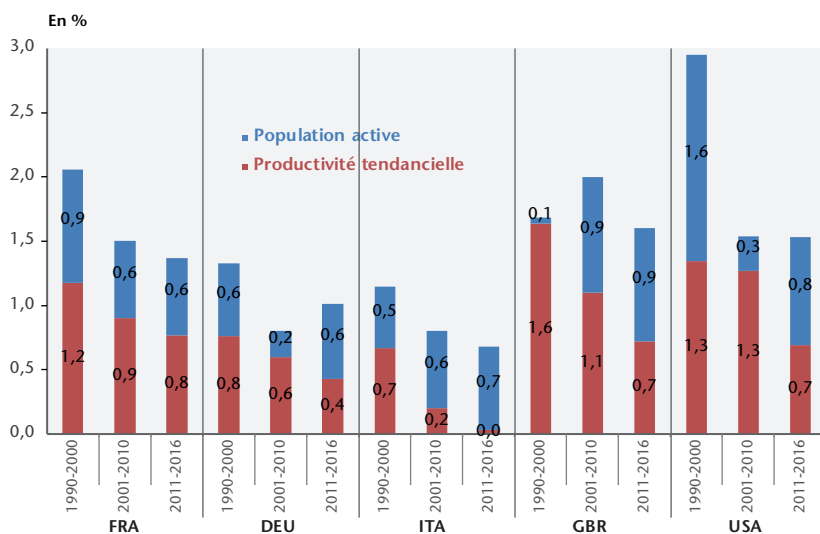
La reprise manque de vigueur

Même si le processus de reprise se consolide et se généralise, la plupart des économies développées accusent encore du retard par rapport à la trajectoire d'avant-crise au quatrième trimestre 2016. Cette situation, qui tranche singulièrement avec les comportements cycliques passés des économies consistant à ramener le PIB vers son potentiel, conduit à s'interroger sur les causes de la cassure du sentier de croissance survenue depuis presque dix ans et à relancer le débat autour de la « stagnation séculaire ». Un premier élément d'explication invoque l'affaiblissement du PIB potentiel. Il résulterait de l'ampleur de la crise, cette dernière ayant pu affecter le niveau et/ou la croissance de la capacité d'offre des économies sous l'effet des destructions de capacité de production, du ralentissement de la diffusion du progrès technique et de la déqualification des chômeurs. Nos estimations pour les grands pays industrialisés montrent un ralentissement de la croissance potentielle depuis 1990 (voir partie 5 « Quel potentiel de croissance ? »), principalement dû à la baisse des gains de productivité alors que l'impact des évolutions de population active est plus hétérogène, comme en Allemagne et au Royaume-Uni (graphique 6). Ces estimations suggèrent que la référence pour juger de la normalisation du niveau d'activité ne serait plus la trajectoire d'avant-crise, mais une trajectoire plus basse, qui donnerait une image moins dégradée du retard de l'activité par rapport au potentiel. Mais même si l'on accrédite cette thèse, la question se pose toujours de la persistance d'*output gap* négatifs.

Un deuxième élément d'explication met l'accent sur l'insuffisance chronique de la demande qui maintiendrait l'écart de production en territoire négatif dans la plupart des pays (graphique 7). Ces difficultés à retrouver une trajectoire de la demande à même de résorber le sous-emploi renvoient aux excès d'endettement des agents privés avant la récession et des agents

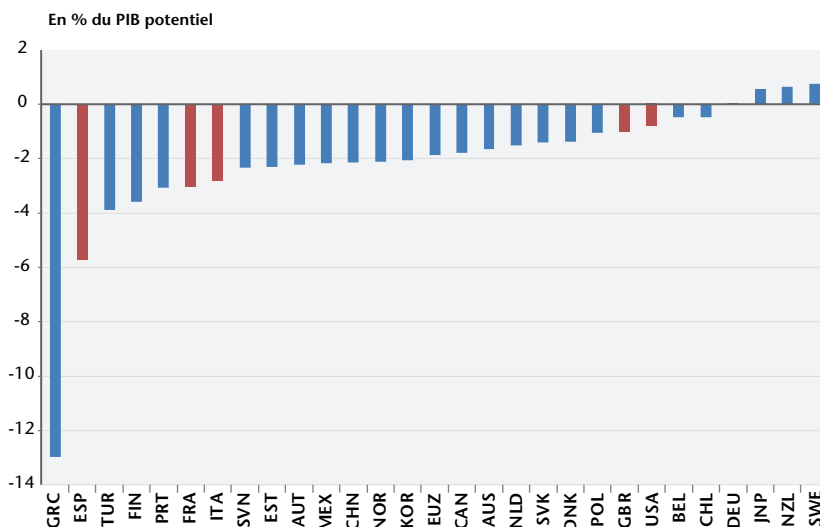
publics depuis 2010. Face au gonflement des passifs, les agents sont contraints de réduire leurs dépenses pour se désendetter et assainir leur situation patrimoniale.

Graphique 6. Taux de croissance des PIB potentiels



Sources : comptabilités nationales, calculs OFCE.

Graphique 7. Écarts de production en 2016

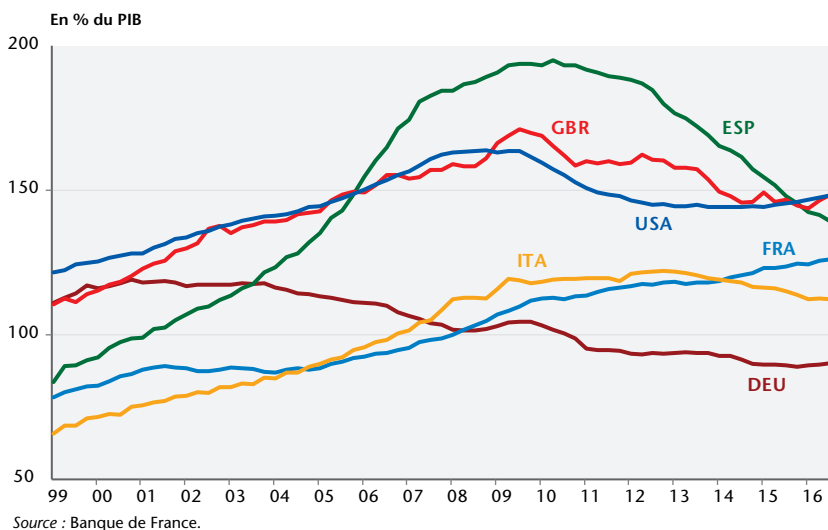


Note : les barres en rouge représentent nos propres évaluations de l'output gap pour les pays considérés.

Sources : OCDE, Perspectives Économiques, novembre 2016, calculs OFCE.

L'évolution de la dette des ménages et des sociétés non financières confirme bien ce processus de désendettement pour la plupart des pays (graphique 8), ce qui a pu contraindre l'évolution des dépenses des agents. C'est en Espagne où la baisse de l'endettement des agents non financiers – ménages et sociétés non financières – a été la plus forte avec une réduction du taux d'endettement de près de 55 points. La réduction des taux d'endettement a été moins forte au Royaume-Uni et aux États-Unis. Pour ce dernier, le désendettement a surtout concerné les ménages ; le taux d'endettement des entreprises s'est en effet stabilisé autour de 45 % du PIB depuis la fin de l'année 2008. Le désendettement a débuté plus tardivement en Italie, à partir de la mi-2011 et ne s'est pas vraiment amorcé en France. Enfin, s'il y a bien eu un processus de désendettement en Allemagne, il n'est pas lié à la crise de 2008 et semble au contraire ininterrompu depuis le début des années 2000.

Graphique 8. Taux d'endettement des agents non financiers privés



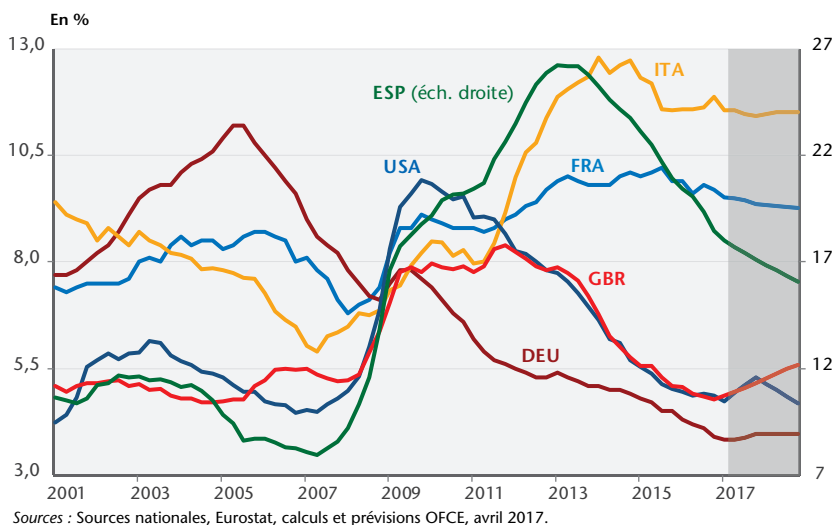
L'impact du désendettement des agents privés a été atténué au moment de la Grande récession de 2008-2009 par des politiques budgétaires expansionnistes. Mais la crainte de l'insoutenabilité des dettes publiques ou l'existence de règles contraignant la politique budgétaire ont conduit les gouvernements à mettre en œuvre des mesures de consolidation budgétaire qui ont amplifié l'insuffi-

sance de la demande. Ces politiques budgétaires restrictives ont largement contribué à la deuxième récession de la zone euro et le regain de la croissance à partir de 2014 coïncide également avec un relâchement de ces contraintes budgétaires.

Pour autant, le processus de désendettement public et privé n'est pas totalement achevé et pourrait s'installer dans la durée, d'où l'idée de « stagnation séculaire », d'abord parce que l'apurement des dettes privées accumulées au cours de la bulle immobilière des années 2000 et la réduction des dettes publiques issues de la récession appellent un effort très important de moindres dépenses. Ensuite, parce que les pressions déflationnistes entraînées par l'ajustement freinent le désendettement en renchérissant le coût des dettes passées et en contrecarrant la baisse des taux d'intérêt réels qui atteignent rapidement leur limite inférieure. Le risque est alors celui d'un renforcement des politiques comptables visant à une réduction encore plus brutale des passifs financiers des agents privés et publics qui aurait pour conséquence une accélération de la spirale déflationniste.

Probablement, la situation des économies développées depuis le début de la crise relève-t-elle d'une combinaison des deux phénomènes, avec d'un côté l'affaïssement du potentiel et de l'autre un redressement insuffisant de la demande qui reste contrainte par l'accumulation de l'épargne nécessaire au désendettement et à la réduction des déficits publics. Il en résulte que la dynamique de croissance reste lente au regard des trajectoires de reprises passées et que les processus de résorption des output gap sont donc lents et ne seront pas achevés dans de nombreux pays à l'horizon 2018. Cette situation se traduit par des taux de chômage qui demeurent élevés (France, Italie et Espagne) et qui baissent lentement (graphique 9). Si la situation en termes de chômage est plus favorable en Allemagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis, le sous-emploi reste néanmoins significatif ([voir partie 6 « Emploi : retour sur les ajustements depuis la crise »](#)).

Graphique 9. Taux de chômage dans les principaux pays industrialisés



Risques

Le processus de désendettement a été facilité par le niveau des taux d'intérêt qui se maintiennent à des plus bas historiques. Dans ces conditions, une évolution moins favorable des taux d'intérêt de long terme comme celle qui s'est enclenchée à la fin de l'été 2016 pourrait durcir ce processus de désendettement et alimenter de nouvelles craintes sur la soutenabilité des finances publiques. Ce risque ne doit cependant pas être exagéré dans la mesure où, en tenant compte de la maturité actuelle des dettes publiques et des besoins de financement de l'Allemagne, la France, l'Italie ou l'Espagne, une hausse d'un point de l'ensemble des taux d'intérêt se traduirait par une charge supplémentaire allant de 0,1 à 0,3 point de PIB à l'horizon de 2018 (voir partie 7 « Quel impact d'une hausse des taux sur la dette ? »). Le risque serait donc principalement de revoir à la hausse les efforts de consolidation pour satisfaire les exigences des règles budgétaires en vigueur dans la zone euro et de peser encore davantage sur la croissance.

Par ailleurs, les déclarations de Donald Trump lors du dernier sommet du G20 les 17 et 18 mars 2017 pourraient marquer le retour d'une forme de mercantilisme. Le nouveau président américain a en effet dénoncé les excédents courants de la Chine et de

l'Allemagne. De fait, les États-Unis enregistrent des déficits commerciaux bilatéraux importants vis-à-vis de ces deux pays ([voir partie 8 « Déséquilibres courants : vers de nouvelles pressions américaines ? »](#)), ce qui pourrait pousser la nouvelle administration américaine à faire baisser le dollar. Ce risque d'appréciation supplémentaire de l'euro est écarté dans notre scénario principal, notamment parce que la politique monétaire de la BCE sera bien plus expansionniste que celle des États-Unis jusqu'en fin d'année 2018. Mais dès lors que le soutien monétaire prendra fin dans la zone euro, un ajustement des taux de change permettant un rééquilibrage des déséquilibres courants pourrait être un frein à la croissance déjà poussive de la zone euro.

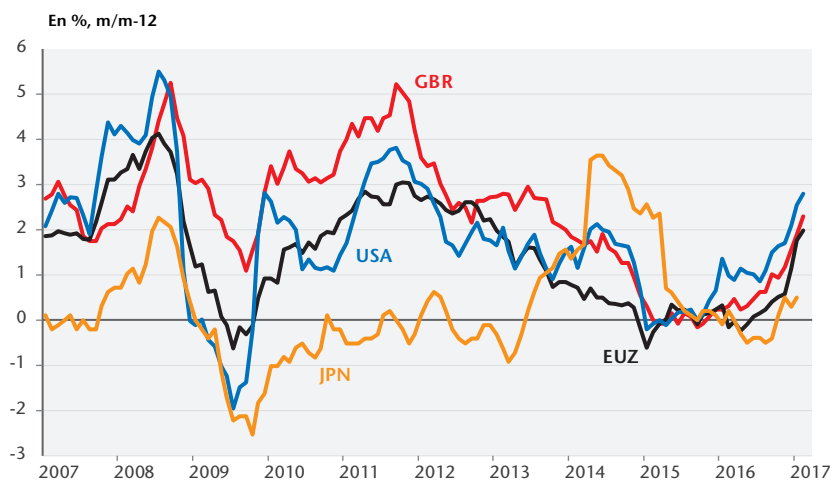
2. Le petit retour de l'inflation

La publication des indices de prix pour février dans les grands pays développés a marqué le retour de l'inflation en territoire positif, après avoir oscillé autour de 0 % durant l'année 2015 (graphique 10). La période de désinflation prononcée entre la mi-2014 et le début de 2016 réplique en partie la trajectoire des indices de prix de l'énergie, composantes de l'indice d'ensemble, marqués par la division par 3 du prix du pétrole. La phase de désinflation liée à l'énergie est toutefois arrivée à son terme, avec la remontée des cours du brut vers 55 dollars au tournant de 2016 et de 2017 depuis son point bas de la mi-janvier 2016 sous les 30 dollars (encadré 1). Ainsi en ce début d'année 2017, l'inflation en glissement annuel s'établit à 2,8 % aux États-Unis, à 2,3 % au Royaume-Uni et à 2 % en zone euro. Au Japon, elle est redevenue positive, 0,5 % en janvier. Néanmoins, ce retour de l'inflation ne reflète pas de tensions inflationnistes comme l'indique l'évolution de l'inflation sous-jacente. Hors effets de l'énergie et des prix alimentaires, l'inflation reste basse en zone euro : inférieure ou égale à 1 % depuis l'été 2013. Elle remonte au Royaume-Uni mais à un niveau modéré (1,4 % en janvier 2017). Il n'y a finalement qu'aux États-Unis, où non seulement l'inflation sous-jacente augmente – depuis le début de l'année 2015 – mais dépasse aussi 2 %.

Les mouvements de change, amples depuis la mi-2014 avec la dépréciation de l'euro contre le dollar jusqu'au début de 2015, et plus récemment de la livre sterling à la suite du Brexit, ont aussi alimenté des hausses de prix. En zone euro, la baisse de la monnaie unique a renchéri le prix des importations autres que l'énergie. Au contraire, l'appréciation du dollar a eu l'effet inverse aux États-Unis. La stabilisation du taux de change de l'euro autour de 1,1 dollar pour 1 euro, et même son nouvel accès baissier vers 1,05 à partir d'octobre 2016, ont répercuté à plein la remontée des cours du brut sur l'inflation en zone euro en 2016. Aux États-Unis, le niveau d'inflation supérieur traduit davantage un effet du dépha-

sage cyclique avec la zone euro, où la croissance est plus faible et le chômage plus élevé, qu'une sur-répercussion des déterminants de l'inflation importée.

Graphique 10. Taux d'inflation dans les pays développés

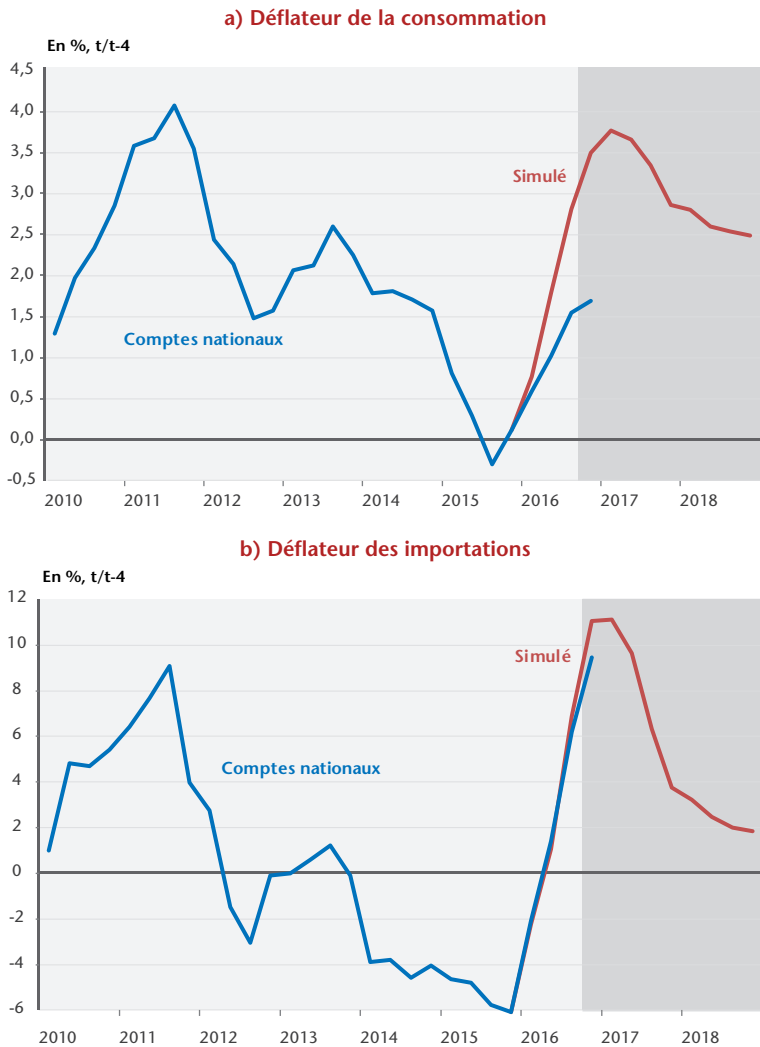


Sources : Eurostat, BLS, ONS, ministère des Affaires intérieures du Japon.

Ce retard à l'allumage devrait toutefois n'être que temporaire. La répercussion intégrale de la hausse des prix d'importation devrait à terme pousser l'inflation d'ensemble largement au-dessus de 3 % au Royaume-Uni, et l'accélération de l'indice mensuel des prix en février de 1,8 % à 2,3 % va dans ce sens. En prévision, l'inertie déjà observée des prix à l'inflation importée et non retracée par la simulation a été prolongée, et le pic d'inflation serait atteint à la fin 2017 (graphiques 11a et b).

Dans les autres pays, la trajectoire de l'inflation répondra à court terme aux mêmes déterminants extérieurs, la remontée des prix de l'énergie poussant à la hausse les prix d'importation. Les pics d'inflation devraient être atteints dans le courant de 2017 en fonction des trajectoires propres aux pays (graphique 12).

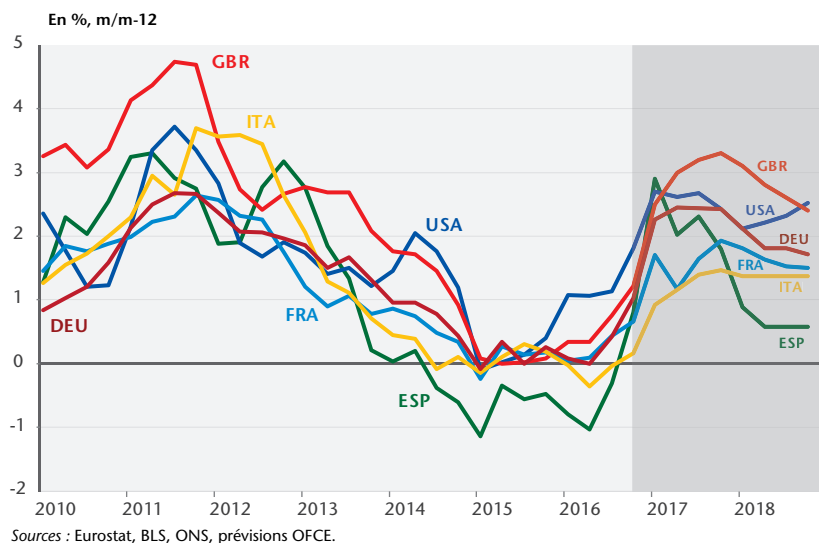
Graphique 11. Inflation au Royaume-Uni



Note : la courbe rouge reprend les résultats des équations en simulation dynamique produites à partir de la fin 2015 sur la base de nos hypothèses.
Sources : ONS, calculs OFCE.

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

Graphique 12. Taux d'inflation dans les pays développés

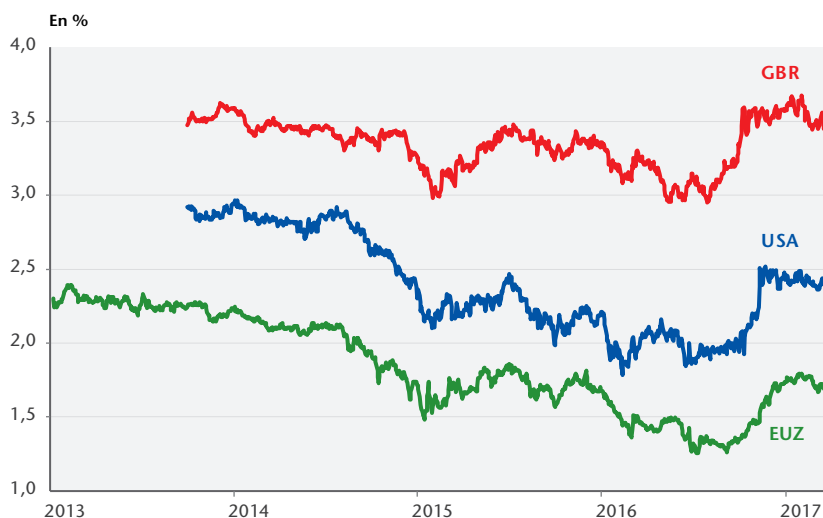


Entre septembre et décembre 2016, les anticipations d'inflation se sont redressées aux États-Unis, au Royaume-Uni et en zone euro, de 0,5 point en moyenne (graphique 13). Cette remontée des anticipations est directement liée à la reprise de l'inflation, notamment à l'inflation pétrolière, mais également à des facteurs spécifiques à chaque zone. Au Royaume-Uni, le vote pour le Brexit en juin 2016 et la dépréciation de la livre ont déjà entraîné la hausse des anticipations d'inflation. Au dernier trimestre 2016, les anticipations se situent au-dessus du seuil de 3,5 %, alors que les agents anticipent l'après-Brexit et ses conséquences monétaires (baisse de la livre sterling) et commerciales (renchérissement du prix des produits importés). Les banques centrales ont été très attentives à l'évolution des anticipations d'inflation, leur remontée témoigne donc d'un ancrage vers leur cible, voire au-dessus pour le Royaume-Uni et les États-Unis, ce qui devrait donc plaider pour une normalisation de la politique monétaire, qui se poursuivra en 2017 et 2018 dans le cas de la Réserve fédérale et qui devrait s'amorcer à partir de mi-2018 pour la BCE et la Banque d'Angleterre.

Aux États-Unis, sous l'effet d'une croissance soutenue et de l'inflation, les anticipations sont également remontées autour de 2,5 %, au-dessus de la cible de 2 % de la Réserve fédérale, et le risque déflationniste semble définitivement écarté. La politique

monétaire des États-Unis est en phase de normalisation, comme en atteste la deuxième hausse des taux directeurs intervenue en l'espace de trois mois.

Graphique 13. Anticipations d'inflation à long terme



Note : il s'agit de mesures de l'inflation anticipée à 5 ans dans 5 ans calculées à partir d'indicateurs de marchés.

Source : Thomson Reuters.

C'est en zone euro que les anticipations sont les plus basses. Même si elles sont un peu remontées autour de 1,7 %, elles restent en-deçà de la cible de 2 % malgré une politique monétaire très accommodante. Le découplage est de plus en plus manifeste avec les États-Unis, qui sont eux en voie de normalisation monétaire.

Encadré 1. Pétrole : un timide rééquilibrage

La fin de l'année 2016 a été riche en rebondissements sur le marché pétrolier, avec deux accords majeurs de baisse de la production.

Le premier accord – l'accord de Vienne – a réuni les pays de l'OPEP, qui ont décidé, le 30 novembre 2016, de retirer 1,2 Mbj (millions de barils par jour) du marché, par rapport à octobre 2016. À la suite de cette décision, l'OPEP a mis en œuvre cet engagement à hauteur de 80 %, et baissé sa production de 1 Mbj entre octobre 2016 et janvier 2017, l'essentiel de l'effort étant porté par l'Arabie saoudite (à hauteur de 0,7

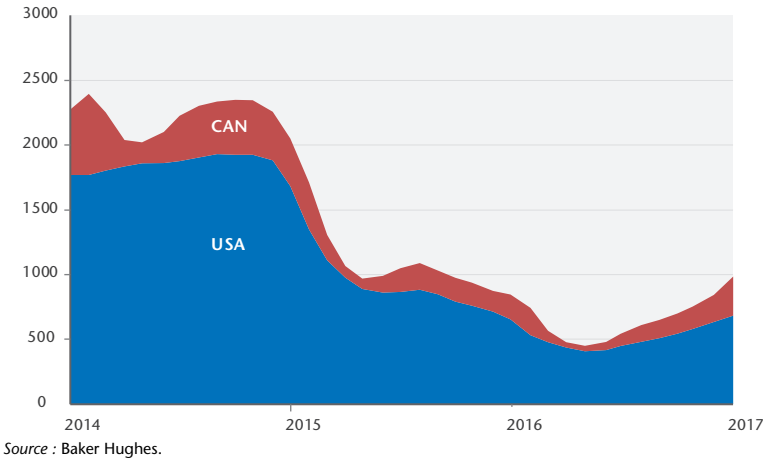
Mbj) et l'Iraq (0,2 Mbj). Cet accord a été un moment-clef, pas forcément en raison de l'ampleur de la baisse, car la cible d'octobre 2016 était une cible très élevée, mais plutôt car l'OPEP a montré sa volonté de revenir à un management actif des prix via les quotas, management qui semblait avoir été abandonné depuis la fin des quotas et la guerre des prix menée par l'Arabie saoudite.

Le second accord, le 10 décembre 2016, a réuni les pays non membres de l'OPEP, notamment la Russie, et a entériné une baisse de production de 0,6 Mbj. Au total, il a ainsi été décidé une baisse de production de 1,8 Mbj, équivalent à 2 % de la production mondiale. Ces deux accords se sont traduits par une hausse du prix du baril, passé de 45,10 à 53,60 dollars entre juillet et décembre 2016. La hausse s'est poursuivie jusqu'en février 2017, avant de s'infléchir en mars, à la suite de plusieurs annonces : la hausse des stocks américains, la croissance de la production américaine plus forte qu'attendu, et les signaux modérés envoyés par l'OPEP quant à une baisse de production au deuxième semestre. Cette baisse rapide du cours du Brent (baisse de 5 dollars la première semaine de mars 2017) ne nous semble pas pérenne. En effet, cette sur-réaction repose sur l'annonce de stocks abondants aux États-Unis ; or, d'autres pays sont dans une situation moins favorable, par exemple la Chine ou le Japon, qui connaissent des niveaux de stocks moins abondants. En outre, il y a un décalage temporel entre la baisse de production de l'OPEP, qui s'est échelonnée entre décembre et février 2017 et l'arrivée du pétrole aux États-Unis (entre 1 mois et demi et deux mois par transport maritime). L'impact de l'accord devrait donc être plus visible en mars-avril 2017.

L'incertitude quant au rythme de croissance de la production américaine

La grande inconnue reste le rythme auquel la production américaine devrait progresser en 2017, puis 2018. Le nombre de foreuses pétrolières en activité progresse depuis le point bas de mai 2016, mais on est encore loin du niveau de 2014 (graphique 14). Certes, grâce à des techniques de forage plus efficaces qui permettent de se concentrer sur les zones les plus productives des gisements (*sweet spots*), la production de chaque nouveau puits augmente. En outre, les coûts de production ont baissé. D'après le US Bureau of Labor Statistics, le coût de production atteignait 60-65 dollars au dernier trimestre 2014, contre 45-50 dollars au dernier trimestre 2016. Ainsi, avec un cours autour de 50 dollars, il est difficile de prévoir avec certitude le rythme de croissance de la production américaine. Nous faisons pour notre part l'hypothèse d'une hausse de production de 0,5 Mbj en 2017, et autant en 2018.

Graphique 14. Nombre de foreuses pétrolières en activité aux États-Unis et au Canada



L'OPEP à la croisée des chemins

À la suite de l'accord du 30 novembre 2016, les pays de l'OPEP ont respecté 80 % de leur engagement initial, avec une baisse de production de 1 Mbj, les plus vertueux ayant été l'Angola, le Qatar, l'Arabie Saoudite, et le Koweït. Après ce premier « succès », l'OPEP n'a pas donné de directive précise quant à son action au deuxième semestre. La baisse de production pourrait se poursuivre, mais tout dépendra du niveau de production mondial, et notamment du rythme de croissance de la production américaine, ainsi que de l'ampleur de la baisse des stocks. Dans notre prévision, nous faisons l'hypothèse d'une augmentation de la production des pays de l'OPEP au deuxième semestre de 0,5 à 1 Mbj par rapport au niveau de début 2017.

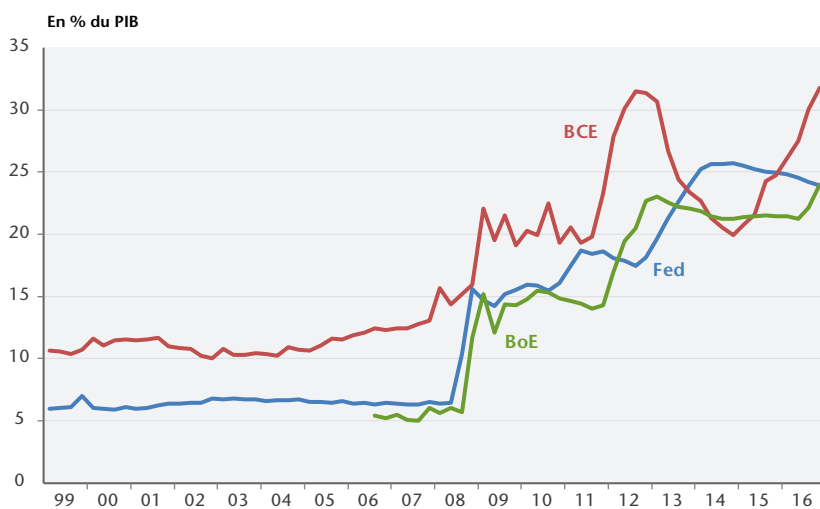
3. Politiques monétaires : nouveaux dilemmes ?

Depuis 2008, les banques centrales des grands pays industrialisés ont fortement assoupli la politique monétaire pour relancer l'activité et lutter contre la menace déflationniste qui s'était installée. À cette fin, elles ont mis en œuvre un ensemble de mesures non conventionnelles qui se sont traduites par une augmentation de la taille des bilans (graphique 15). Avec le retour de la croissance, les craintes se sont aujourd'hui dissipées. La Réserve fédérale fut ainsi la première banque centrale à mettre un terme aux achats d'actifs en octobre 2014 puis à amorcer la normalisation de la politique monétaire avec une première hausse de taux des fonds fédéraux en décembre 2015. Cette hausse fut suivie d'une deuxième un an plus tard et d'une nouvelle en mars 2017 portant ainsi le taux directeur aux États-Unis à 1 %. Au Royaume-Uni, la situation macroéconomique au début de l'année 2016 suggérait aussi une normalisation prochaine de la politique monétaire, mais le vote des Britanniques en faveur du Brexit a remis en cause ce scénario. La dégradation des indicateurs conjoncturels en juillet et le risque d'un affaiblissement de la croissance ont amené la Banque d'Angleterre à abaisser le taux directeur et annoncer une extension du programme d'achats d'actifs dès le mois d'août. En raison d'une reprise de l'activité plus tardive et moins forte dans la zone euro, l'éventualité d'une hausse du taux directeur ne s'est pas encore posée pour la BCE. Le programme d'assouplissement quantitatif (QE) a été mis en œuvre plus tardivement – en 2015 – dans la zone euro et la BCE a récemment annoncé la poursuite de ses achats de titre jusqu'en décembre 2017. Il faut toutefois noter que des voix s'élèvent en Allemagne pour demander un relèvement des taux (inflation à 2 % et faible taux d'intérêt nominaux rognant les rendements de l'épargne des Allemands).

Avec la hausse récente du prix du pétrole, l'inflation devrait rapidement renouer, voire dépasser la cible de 2 % affichée par les principales banques centrales. Cette situation devrait conforter le

sécenario de normalisation de politique monétaire aux États-Unis mais pourrait placer la Banque d'Angleterre face à un dilemme. Celle-ci se montrerait néanmoins prudente arguant d'une hausse temporaire de l'inflation dans un contexte macroéconomique qui reste fragilisé tant que les discussions sur le Brexit sont en cours. Dans la zone euro, l'accélération de l'inflation serait également temporaire et reviendrait dès 2018 sous la cible de 2 %. Dans le même temps, la consolidation de la reprise réduirait l'incitation à prolonger le QE au-delà de 2017. Nous anticipons donc un début de normalisation de la politique monétaire de la BCE qui conserverait néanmoins une orientation expansionniste.

Graphique 15. Taille du bilan des banques centrales



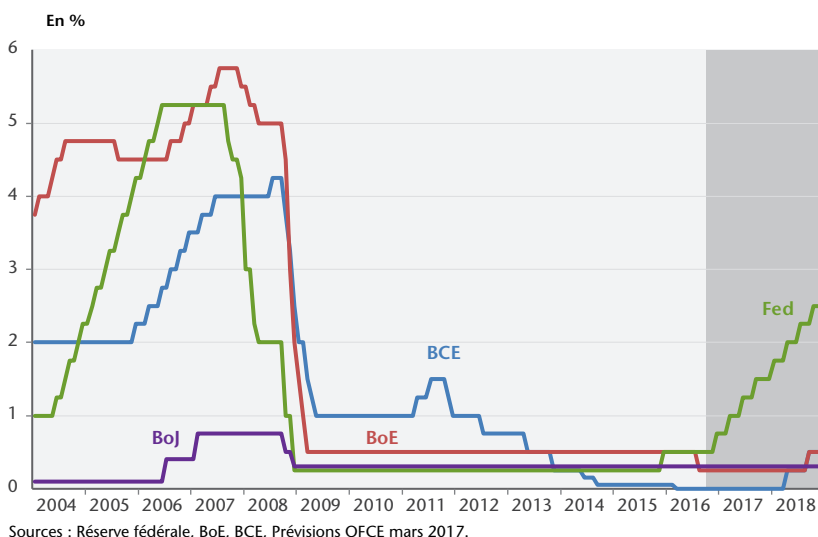
Sources : Réserve fédérale, Banque d'Angleterre, BCE, comptabilités nationales.

L'accélération récente de l'inflation – mesurée aussi bien par l'indice des prix à la consommation, l'inflation sous-jacente ou le déflateur de la consommation¹ – et de l'activité aux États-Unis confirme le scénario de normalisation de la politique monétaire de la Réserve fédérale, comme le confirme le communiqué de presse publié à l'issue de la réunion du 15 mars au cours de laquelle la banque centrale a annoncé une augmentation des taux d'un quart de point. Cette remontée des taux se poursuivrait, avec 2 hausses

1. Le déflateur de la consommation est l'indicateur d'inflation retenu par la Réserve fédérale.

supplémentaires en 2017 et 4 en 2018 (graphique 16). Si on peut noter une accélération du rythme de hausse des taux, cette phase de normalisation reste graduelle relativement à l'épisode de précédant de resserrement monétaire au cours duquel la Réserve fédérale avait remonté les taux à 17 reprises sur une période de 24 mois. Ainsi, en fin d'année 2018, le taux directeur aux États-Unis s'élèverait à 2,5 %, de telle sorte que la politique monétaire resterait expansionniste².

Graphique 16. Taux directeur des principales banques centrales



Du côté de la Banque d'Angleterre, le scénario de normalisation a été remis en cause par le vote en faveur du Brexit. Pour éviter un ralentissement de la croissance et un mouvement de panique financière, la banque centrale a dès le mois d'août 2016 baissé son taux directeur à 0,25 % et augmenté ses achats d'actifs portant ainsi son stock de titres souverains à 435 milliards de livres, auxquels s'ajoutent des achats de titres émis par les entreprises pour un montant de 10 milliards. Cette action de politique moné-

2. Une règle de Taylor où : $i_t = \rho \cdot i_{t-1} + (1 - \rho) \cdot (\bar{r} + \pi_t + \lambda_\pi \cdot (\pi_t - \bar{\pi}) + \lambda_{og} \cdot og_t)$; ou $\rho = 0,75$; $\bar{r} = 1\%$; $\bar{\pi} = 2\%$; $\lambda_\pi = \lambda_{og} = 0,5$ suggère un taux directeur de 3 % au deuxième semestre 2018. i_t représente le taux directeur de la banque centrale, $\bar{r}$ le taux d'intérêt réel neutre, π_t le taux d'inflation et og_t l'écart de croissance. L'objectif d'inflation des banques centrales $\bar{\pi}$ est fixé à 2 %.

taire a probablement contribué à amortir le choc du résultat du vote sur les anticipations des agents, montrant que la banque centrale se tenait prête pour éviter un ralentissement trop brutal de l'économie britannique. Aux troisième et quatrième trimestres, la croissance a accéléré, ce qui a conduit la Banque d'Angleterre à revoir à la hausse ses prévisions de croissance pour 2017. En août 2016, la Banque d'Angleterre prévoyait une croissance de 0,8 % en 2017, relevée à 1,4 % en novembre puis à 2 % en février 2017, se rapprochant ainsi du scénario de croissance avant le vote en faveur du Brexit. La croissance n'a donc pas fléchi au second semestre 2016, mais l'inflation anticipée est en hausse (voir partie 2 « Le petit retour de l'inflation »). Jusqu'à présent, la Banque d'Angleterre explique qu'elle est prête à accepter un dépassement du haut de la cible d'inflation (3 %), tant que l'inflation est poussée à la hausse par des facteurs temporaires : la hausse passée des prix du pétrole et la baisse de la livre. Le Comité de politique monétaire a ainsi décidé (à 8 voix contre 1) de maintenir le taux d'intérêt directeur à 0,25 % le 16 mars 2017. En 2017 et 2018, alors que se dérouleront les négociations sur le Brexit, la banque centrale devrait tolérer un surcroît temporaire de l'inflation. Nous anticipons une stabilité des taux directeurs tout au long de l'année 2017 et une première hausse au cours du second semestre 2018, ce qui amorcerait une normalisation très graduelle de la politique monétaire justifiée notamment par l'accélération de l'inflation sous-jacente. Du côté des achats d'actifs, aucune augmentation du plafond ne serait décidée dans le cas d'un ralentissement modéré de la croissance.

Du côté de la BCE, l'accélération récente de l'inflation a relancé les critiques à l'égard la politique monétaire ainsi que le débat sur l'hétérogénéité des pays de la zone euro. En effet, si le taux de chômage de l'ensemble de la zone euro reste élevé, l'Allemagne a renoué avec la croissance et est proche du plein-emploi. Ces critiques portent à la fois sur les risques inflationnistes et le risque d'instabilité financière associés au faible niveau des taux d'intérêt et aux abondantes liquidités fournies par la BCE dans le cadre des différentes mesures non conventionnelles mises en œuvre depuis 2014³. Alors que l'inflation est rapidement passée de -0,2 % en avril 2016 à 1,5 % en mars 2017 (après 2 % en février) sur l'ensemble de la zone euro, certains s'interrogent sur la pertinence

de conserver une orientation aussi expansionniste de la politique monétaire, surtout que la reprise se confirme et que le chômage baisse. C'est en Allemagne que ces critiques sont aujourd'hui les plus fortes, pointant notamment les effets néfastes du faible niveau des taux d'intérêt sur l'épargne des ménages allemands⁴.

Mais si l'hétérogénéité de la situation macroéconomique des pays de la zone euro est une réalité, il n'en demeure pas moins que la politique monétaire de la BCE doit tenir compte de la croissance et de l'inflation d'ensemble. Or à cet égard, le chômage en zone euro reste bien supérieur à son niveau d'avant-crise et, selon les estimations de l'OCDE, l'écart de croissance est encore négatif (-1,9 % en 2016), témoignant d'une sous-activité persistante. L'inflation remonte mais l'inflation sous-jacente est stable. Il est probable que l'augmentation récente des prix à la consommation, liée au prix du pétrole, soit temporaire. Nous prévoyons que l'inflation redescendrait vers 1,3 % en 2018, niveau inférieur à la cible de la BCE. Quant au risque d'instabilité financière, Blot *et al.* (2017) montrent que les risques de bulle de prix d'actifs ne se sont pas encore matérialisés dans la zone euro. Par ailleurs, la reprise en cours ne s'accompagne pas d'une reprise du crédit, puisque le ratio de crédit sur PIB baisse depuis 2009 (graphique 17). Si le ratio de crédit immobilier sur PIB s'est stabilisé en fin d'année 2016, la baisse se poursuit pour les crédits aux sociétés non financières, confirmant l'observation selon laquelle les crises bancaires sont souvent suivies d'une reprise sans crédit (Abiad, Dell'Ariccia et Li, 2011).

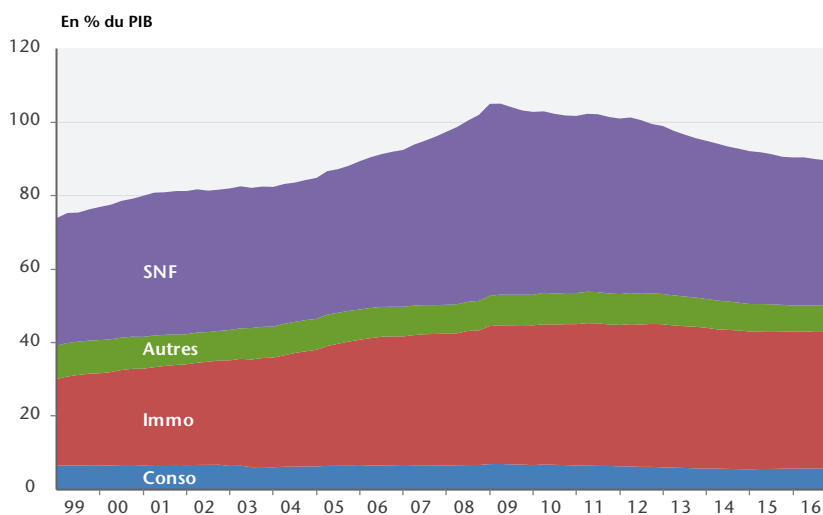
Il n'en demeure pas moins qu'avec la poursuite de la reprise, la question de la normalisation de la politique monétaire de la BCE devrait se poser rapidement une fois que le programme d'achats d'actifs arrivera à son terme. En décembre 2016, Mario Draghi annonçait qu'à partir d'avril 2017, le rythme d'achats d'actifs baisserait de 80 à 60 milliards d'euros jusqu'en décembre 2017 et au-delà si nécessaire. Néanmoins, les prévisions plaident pour une réduction progressive du soutien de la politique monétaire. La BCE ne devrait pas juger utile de poursuivre sa politique d'assouplissement

3. Borio et Zabaï (2016) avancent en effet l'idée que l'efficacité des mesures non conventionnelles pour améliorer la situation macroéconomique est décroissante tandis qu'elles accroissent les risques d'instabilité financière.

4. Voir http://www.lemonde.fr/economie/article/2017/03/03/en-allemande-mario-draghi-est-de-nouveau-sous-le-feu-des-critiques_5088635_3234.html.

quantitatif en 2018. Dans ces conditions se posera la question de la normalisation de la politique monétaire et d'une hausse – sans doute graduelle – du taux directeur. L'expérience récente aux États-Unis a montré que la Réserve fédérale avait agi avec beaucoup de prudence, prenant le soin de préparer les marchés à l'arrêt progressif des achats de titre dans un premier temps, puis à la première décision de hausse des taux. La BCE pourrait néanmoins accélérer ce processus, notamment parce que l'inflation serait globalement plus élevée en 2018 que ce qu'elle était en 2014 et 2015 et parce que les sources de fragilités financières seraient également moindres. Par ailleurs, la politique monétaire de la zone euro a sans doute un impact bien moindre sur le cycle financier mondial que celle de la Réserve fédérale. [Rey \(2013\)](#) montre en effet qu'il existe un cycle financier mondial qui est influencé notamment par la politique monétaire américaine.

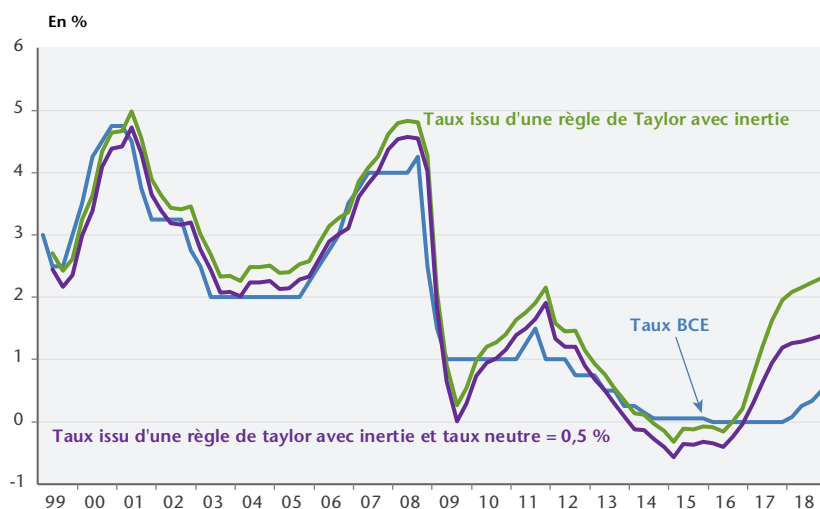
Graphique 17. Ratios de crédit sur PIB dans la zone euro



Nous prévoyons que la phase de normalisation de la politique monétaire en zone euro débiterait au deuxième trimestre 2018 et que le taux directeur de la BCE s'élèverait à 0,5 % en fin d'année. Ces décisions marqueraient un changement de régime, mais la politique monétaire resterait expansionniste au regard d'une règle de Taylor (graphique 18). Dans le cas où la règle suppose une

inertie du comportement de la banque centrale et un taux d'intérêt réel neutre plus faible, l'indicateur suggère d'augmenter le taux directeur au premier trimestre 2017 et de le porter progressivement à 1,4 % en fin d'année 2018. Ce même indicateur montre aussi qu'il y aurait une divergence plus marquée que par le passé entre l'indicateur de taux issu de la règle de Taylor et le taux appliqué par la BCE. Il en résultera que l'écart entre la politique monétaire américaine et celle menée en zone euro restera important prévenant une appréciation du taux de change de l'euro que nous anticipons à 1 euro pour 1,05 dollar du deuxième trimestre 2017 à la fin 2018.

Graphique 18. Règle de Taylor et la politique monétaire de la BCE



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

Sources : BCE, Eurostat, Prévisions OFCE mars 2017.

4. Divergence des politiques budgétaires dans les grandes économies avancées à la suite de l'élection de Trump

Retour sur l'orientation de la politique budgétaire depuis la crise

Depuis le début de la Grande Récession, les politiques budgétaires ont joué un rôle majeur pour expliquer les évolutions macroéconomiques différenciées dans les grandes économies avancées. Dès le début de la crise financière globale, les États-Unis et le Royaume-Uni ont mis en place une politique budgétaire expansionniste pour sortir de la récession. En dehors du Royaume-Uni, la plupart des pays de l'UE ont réagi avec retard, particulièrement l'Allemagne. L'impulsion budgétaire positive a été particulièrement forte aux États-Unis (+ 4,8 points de PIB cumulés au cours de la période 2008-2010). La réaction dans la zone euro et au Royaume-Uni (+1,7 points de PIB) a été plus modérée (tableau 2). L'Allemagne, la France et l'Italie ont mis en place une impulsion légèrement supérieure à 1 point de PIB. Le cas espagnol est difficile à analyser car les évaluations de la croissance potentielle sont fragiles lors de l'éclatement d'une bulle immobilière où le secteur de la construction est un moteur de la croissance. Ainsi, les pays anglo-saxons ont réagi beaucoup plus rapidement et plus fortement à la crise que la plupart des économies de la zone euro, ce qui peut expliquer la reprise plus rapide de ces économies dans la période postérieure.

Avec la reprise engagée en 2010, ces économies ont modifié l'orientation de leur politique budgétaire. À partir de 2011, un important effort de rétablissement des comptes publics s'est mis en place. Ainsi, au cours de la période 2011-2014 l'austérité budgétaire mise en œuvre aux États-Unis et au Royaume-Uni a globalement effacé l'impulsion qui avait été donnée après la crise. Par contre, en zone euro les gouvernements ont cherché à rétablir leurs comptes publics plus rapidement. Ceci est particulièrement vrai en Espagne

et en Italie. Ces deux pays, particulièrement affectés par la crise des dettes souveraines de la zone euro, ont dû mettre en place des mesures d'austérité nettement supérieures à la relance de 2008-2009 dans le but de restaurer la confiance des marchés financiers. De son côté, la France a cumulé un ajustement restrictif de 3,7 points de PIB entre 2011 et 2014.

Tableau 2. Variation du solde structurel primaire depuis 2008

En points					
	2008-2010	2011-2014	2015	2016	2008-2016
DEU	1,6	-2,3	0,0	0,5	-0,2
ESP	5,5	-7,6	1,0	0,4	-0,7
FRA	1,8	-3,7	-0,5	-0,2	-2,6
ITA	0,8	-3,5	0,1	0,3	-2,3
GBR	1,7	-1,3	-0,7	-0,7	-1,0
USA	4,8	-4,9	0,1	0,5	0,6

Source : calculs OFCE avril 2017.

Plus récemment, la politique budgétaire des principales économies avancées a connu des divergences. Le Royaume-Uni a mis en place un fort ajustement structurel (-0,7 point de PIB par an en 2015 et 2016), la France a poursuivi le sien en 2015 et 2016 (-0,7 point de PIB cumulé en 2015 et 2016). L'Italie, bénéficiant des flexibilités existantes dans le Pacte de stabilité et de croissance (PSC), a soutenu de façon modérée l'activité (0,4 point de PIB cumulé en 2015 et 2016), tout comme l'Allemagne (pays où le soutien budgétaire accélère à partir de 2016 avec notamment des nouvelles dépenses en faveur des réfugiés). Enfin, la crise politique espagnole a empêché le pays de poursuivre la consolidation budgétaire et a mis en œuvre une politique franchement expansionniste (+1,4 point de PIB d'impulsion cumulée en 2015 et 2016).

Au final, les grandes économies avancées peuvent être classées en fonction de leur politique budgétaire et fiscale appliquée depuis le début de la Grande Récession. Sur l'ensemble de la période 2008-2016, les États-Unis sont les seuls à avoir appliqué une politique légèrement expansionniste (+0,6 point de PIB). L'Allemagne a gardé une politique budgétaire globalement neutre jusqu'à 2015, qui est devenue légèrement expansionniste à partir de 2016. Ensuite, l'Espagne a réalisé une consolidation de 0,7 point de PIB, suivie par le Royaume-Uni (-1 point). Enfin, sur l'ensemble de la

période, l'Italie et la France sont les deux économies qui ont mis en œuvre l'ajustement le plus conséquent (-2,3 et -2,6 points de PIB respectivement).

En 2017 et 2018, la divergence des politiques budgétaires observée depuis 2015 dans les grandes économies devrait persister. A la suite de l'élection de Trump, la politique budgétaire sera fortement expansionniste aux États-Unis (+0,3 point en 2017 et 1,0 point en 2018), plutôt neutre dans la zone euro (0,0 point en 2017 et -0,2 point en 2018) et restrictive au Japon. Au Royaume-Uni, l'austérité budgétaire qui était jusqu'alors annoncée est annulée dans le budget de mars 2017 : la politique budgétaire serait neutre cette année et resterait restrictive l'an prochain. Le vote en faveur du Brexit a conduit le gouvernement à réduire son objectif de réduction du déficit dans un contexte d'incertitude accrue et pour éviter un ralentissement de la croissance.

Politique budgétaire dans la zone euro : neutre en 2017... et en 2018 ?

Pour les pays de la zone euro, l'hétérogénéité observée en 2016 persistera en 2017 et 2018 (tableau 3). Ainsi, la politique budgétaire restera expansionniste en Allemagne, même si l'impulsion est un peu plus faible qu'en 2016 (+0,3 point en 2017 et +0,1 point en 2018). Les échéances électorales de septembre 2017 en Allemagne pourraient toutefois modifier l'impulsion budgétaire pour 2018, la CDU prônant des mesures d'allègement de la fiscalité, alors que le SPD propose de mettre l'accent sur l'augmentation des dépenses publiques (retraites et éducation notamment). En Italie, l'impulsion budgétaire serait quasiment neutre en 2017 (-0,1 point) et le restera en 2018 (-0,3 point) en lien avec la maîtrise anticipée de la dépense publique. La faible consolidation budgétaire italienne prévue pour 2017 ouvre un risque de non-conformité avec le critère de dette, selon l'analyse de la Commission européenne datant de novembre 2016, y compris quand l'impact des dépenses non anticipées (dues notamment aux réparations liées aux tremblements de terre récents et aux afflux de réfugiés) est pris en compte. Toutefois, l'Italie garderait selon nos prévisions une marge confortable vis-à-vis de la barre des 3 %, notamment grâce à l'amélioration du solde conjoncturel, ce qui pourrait donner un

répit temporaire au gouvernement italien, notamment dans un contexte d'incertitude politique.

Tableau 3. Impulsion budgétaire et comptes publics

	Impulsion budgétaire				Solde public en % du PIB				Dettes publiques En % du PIB			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
DEU	0,0	0,5	0,3	0,1	0,7	0,8	0,7	0,7	71,2	68,2	65,4	62,7
ESP	1,0	0,4	-0,4	0,0	-5,1	-4,7	-3,7	-3,0	99,7	100,4	102,0	102,3
FRA	-0,5	-0,2	-0,1	-0,4	-3,6	-3,4	-3,0	-2,5	95,6	96,0	95,9	95,5
ITA	0,1	0,3	-0,1	-0,3	-2,6	-2,6	-2,5	-2,1	132,7	132,8	132,2	131,9
EUZ	0,1	0,1	0,0	-0,2	-2,1	-1,8	-1,6	-1,4	90,0	87,0	85,0	84,0
GBR	-0,6	-0,7	0,0	-0,4	-5,2	-3,7	-3,6	-3,4	89	88,2	86,8	87,1
USA	0,1	0,5	0,3	1,0	-4,3	-5,0	-5,2	-6,1	101,7	102,8	104,3	105,3

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

Malgré la tenue des élections présidentielles et législatives, la France gardera une politique de consolidation budgétaire en 2017 mais à un rythme plus modéré qu'au cours des quatre premières années du quinquennat Hollande (-0,1 point contre -0,5 en moyenne annuelle sur la période 2013-2016). L'année 2017 se caractérisera par la stabilisation du taux de prélèvements obligatoires (à 44,3 % du PIB), marquant une pause dans la baisse entamée depuis 2015, après le point haut atteint en 2014 (à 44,8 %). En 2017, le report de certaines baisses de fiscalité (notamment l'impact budgétaire de la hausse du taux de CICE sera visible en 2018) permet de libérer des marges budgétaires afin de financer des nouvelles dépenses jugées prioritaires. En dépit de ces nouvelles dépenses, la dépense publique restera maîtrisée. Hors crédits d'impôts, la dépense publique primaire augmentera de 0,9 % en volume en 2017 (après 0,5 % attendu pour 2016 et 0,2 % en 2018), ce qui représente un effort budgétaire de 0,1 point de PIB, le plus faible effort depuis la mise en place de la politique de l'offre en 2014.

Si les annonces du Programme de stabilité 2016-2019 sont tenues, le déficit diminuera fortement en 2018, en lien notamment avec un ajustement structurel plus conséquent (0,4 point de PIB). Toutefois, cette prévision reste incertaine car le programme pluriannuel de finances publiques peut changer significativement

à la suite des élections de 2017. On peut toutefois anticiper que le nouveau gouvernement issu des prochaines élections s'écartera de cet ajustement soit par l'ampleur, soit dans sa composition, voire sur les deux dimensions.

Enfin, l'ajustement structurel espagnol sera conséquent en 2017 (-0,4 point) à la suite de la stabilisation de la situation politique. En 2015 l'Espagne a divergé significativement par rapport à ses objectifs fixés dans le cadre de la procédure de déficit excessif (le solde nominal a été de 5,1 % de PIB alors que la cible était de 4,2 % malgré une croissance supérieure aux anticipations) mais, en l'absence de gouvernement, il a été impossible de corriger la trajectoire en 2016. Dans ce contexte, le Conseil a décidé de fixer une pénalité nulle mais a exigé la mise en œuvre de nouvelles mesures d'ajustement importantes pour 2017. Selon notre prévision, cet effort serait relâché en 2018 (la politique budgétaire serait neutre). L'Espagne restera soumise au volet correctif du Pacte de stabilité à cet horizon, seul le respect de la cible nominale est nécessaire pour éviter des sanctions. Le maintien anticipé d'une conjoncture favorable permettrait à l'Espagne de passer en dessous de la barre des 3 % à l'horizon de la prévision sans besoin d'accentuer l'effort budgétaire.

Selon nos prévisions, la politique budgétaire dans la zone euro dans son ensemble serait neutre en 2017 (évolution qui masque l'impulsion allemande et la restriction espagnole) et restrictive en 2018 (-0,2 point de PIB potentiel). Ce retour à une politique budgétaire restrictive anticipé pour 2018 est conditionnel au respect des engagements des gouvernements des Programmes de stabilité datant du mois d'avril 2016. Les gouvernements ont tendance à afficher un respect strict du Pacte de stabilité lors de la publication de leurs programmes de stabilité, mais au moment du vote des lois de finances, les ajustements sont plus proches d'un respect à minima des engagements européens (par exemple, les pays soumis au volet correctif du Pacte tendent à respecter les cibles nominales et négligent les engagements structurels).

Au-delà du comportement stratégique des gouvernements vis-à-vis des règles de la gouvernance européenne, il est vraisemblable que la politique budgétaire soit moins restrictive qu'initialement prévu. Dans un contexte international incertain (élection de Trump, Brexit, élections en France et en Allemagne, crise politique en Italie,

réponse à l'afflux de réfugiés), cette prévision est à prendre avec prudence. Le retour à la consolidation budgétaire ne fait plus consensus en Europe. Lors de l'examen annuel de la croissance en Europe de novembre 2016, marquant le début du Semestre européen, la Commission européenne a recommandé aux États membres de la zone euro d'appliquer une politique globalement expansionniste dans l'ensemble de la zone euro (de +0,5 point de PIB) pour faire face à la situation conjoncturelle. Cette recommandation marque un tournant dans le discours de la Commission. Toutefois, la recommandation n'a pas été suivie par le Conseil qui a finalement décidé que la politique d'ensemble la mieux adaptée aux défis du moment était de garder une politique budgétaire globalement neutre. Par ailleurs, l'absence de sanction vis-à-vis des déviations flagrantes de l'Espagne et du Portugal, par rapport à leurs engagements, retire de la crédibilité à la gouvernance budgétaire européenne. Ceci suggère que la politique budgétaire en zone euro pourrait être moins restrictive par rapport à ce qui est annoncé dans les derniers Programmes de stabilité : une politique budgétaire neutre semble plus vraisemblable.

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

Aux États-Unis, la politique budgétaire devrait rester expansionniste en 2017 et 2018, comme en 2015. Après 6 années d'un ajustement budgétaire très restrictif et bénéficiant d'une croissance économique supérieure à la croissance potentielle, le solde budgétaire était passé de 12,8 % en 2009 à 4,3 % en 2015. Mais comme souvent lors des années électorales aux États-Unis, l'orthodoxie budgétaire est oubliée et fait place à une politique plus dispendieuse. En 2016, l'impulsion budgétaire est redevenue positive et le déficit budgétaire s'est à nouveau creusé cette année-là jusqu'à 5 %. Avec l'arrivée de Donald Trump à la présidence des États-Unis en janvier 2017, la politique expansionniste devrait se poursuivre.

Le 16 mars 2016, la partie discrétionnaire des dépenses du projet de loi sur la prochaine année fiscale 2018 a été présentée devant le Congrès. Elle prévoit notamment une forte hausse des dépenses dans le budget de la Défense et de la Sécurité intérieure (financement du mur avec la frontière mexicaine), compensée par des

coupes sombres dans les autres dépenses discrétionnaires, notamment du ministère de l'Éducation, des Affaires sociales et de l'Agence pour l'Environnement. Globalement, les propositions respectent les engagements pris dans le cadre du Budget Control Act (BCA) de 2011, à l'exception près que le nouveau président modifie la répartition entre les dépenses discrétionnaires capées de la défense et hors défense. Le débat portant sur les recettes commencera en mai, le budget final pouvant être voté au cours de l'été prochain. Nous attendons que la grande réforme fiscale sur les ménages et les entreprises promise pendant la campagne présidentielle de Trump soit au moins partiellement adoptée et mise en œuvre au début de l'année fiscale 2017, c'est-à-dire au 1^{er} octobre 2016. Parmi les promesses de campagne, figurent pour les ménages la réduction du nombre de tranches d'imposition de 7 à 3 et la baisse des taux marginaux à 10 %, 25 % et 33 %, la suppression de l'impôt sur les successions et, pour les entreprises, la baisse du taux marginal supérieur de 35 % (l'un des plus élevés du monde) au taux unique de 20 % et autour de 10 % pour les profits réalisés à l'étranger et rapatriés aux États-Unis. La baisse des taux d'imposition s'accompagnerait de la suppression d'un grand nombre d'avantages fiscaux, qui serait compensés pour les ménages par le relèvement de l'abattement forfaitaire. Ces propositions, si elles devaient être adoptées, s'accompagneraient de la suppression de l'AMT (impôt minimum alternatif⁵). Par ailleurs, Trump prévoit de lancer un programme de 1 000 milliards d'investissements dans les infrastructures, financé par les entreprises du secteur privé, qui bénéficieraient d'incitations fiscales sous forme de crédits d'impôts. L'adoption de ces réformes suppose une nette dégradation du solde budgétaire ; la chute des recettes fiscales qui s'ensuivrait n'étant pas compensée par des coupes dans le projet de dépenses qui vient d'être présenté. Or, il nous semble peu réaliste que le Congrès vote une trop forte dérive des finances publiques. Nous prévoyons une impulsion budgétaire de 0,3 point de PIB en 2017 et 1 point de PIB en 2018, avec un impact sur le PIB de 0,3 point en 2017 et 0,7 point en 2018. Une partie des baisses d'impôts sur le revenu, qui concernent essentiellement les

5. Aux États-Unis, les impôts sur le revenu sont calculés selon deux règles différentes. Les contribuables payent le montant le plus élevé. L'AMT a été mis en place pour éviter les abus des exemptions fiscales dont pourraient bénéficier les ménages les plus riches.

ménages les plus riches, ne manquera pas d'être épargnée tandis qu'une autre sera consommée. L'impact sera plus faible que si les baisses avaient concerné les ménages. Les entreprises, elles, devraient relancer l'investissement dès 2018. Le déficit budgétaire pourrait dépasser 6 % du PIB en 2018 et la dette du gouvernement fédéral aller au-delà de la barre de 105 % du PIB. Ce scénario soulève malgré tout la question du respect des engagements pris dans le cadre du BCA de 2011 qui lie le relèvement du plafond de la dette autorisée à une réduction à long terme du déficit par des coupes massives dans les dépenses de l'État. C'est probablement là que réside le principal défi du Président Trump pour faire passer ses réformes : convaincre les membres du Congrès de nouveaux relèvements du plafond de dette.

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

Au Royaume-Uni, la politique budgétaire serait, selon le budget publié en mars 2017, neutre cette année (sous l'hypothèse du gouvernement d'une croissance potentielle de 1,9 %), et restrictive de 0,8 point de PIB l'an prochain. Le budget 2017 se donne pour premier objectif la stabilité de l'économie britannique, souhaitant éviter que celle-ci soit déstabilisée par les négociations sur la sortie du Royaume-Uni de l'UE qui vont débiter le 29 mars.

Nous avons retenu dans notre prévision l'hypothèse de neutralité budgétaire cette année. Le gouvernement annonce pour 2018 une restriction budgétaire importante (0,8 point de PIB), parallèlement à une croissance du PIB de 1,6 % du PIB. Nous avons retenu un effort budgétaire moindre, car les négociations avec l'UE sur le Brexit dureront au moins jusqu'en mars 2019 et, dans cette phase, où l'issue des négociations restera incertaine, il est vraisemblable que le gouvernement, en 2018 comme en 2017, n'hésite pas à utiliser la politique budgétaire pour soutenir la croissance et, en tout état de cause, soit prêt aujourd'hui à reporter une partie des mesures restrictives prévues au-delà de 2018. Le gouvernement de la coalition Conservateur-Libéraux démocrates de 2010 à 2015, puis Conservateur depuis 2015, a en effet pour habitude de présenter des objectifs de rétablissement de l'équilibre budgétaire et de baisse de la dette publique à l'horizon de 5 ans, mais en

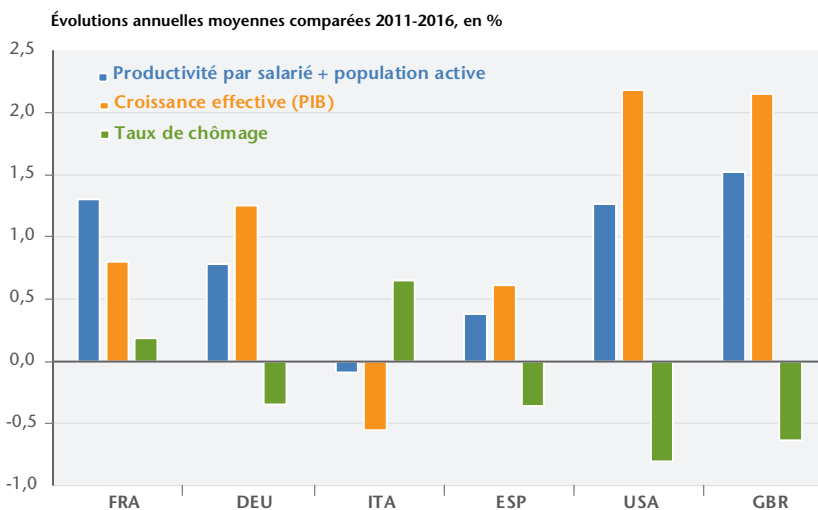
pratique il repousse la réalisation de cet objectif de moyen terme en fonction de la conjoncture. Ainsi, en mars 2016, le budget annonçait un effort budgétaire de 1 point de PIB en 2017, ramené à 0 dans le budget de mars 2017. Le budget de mars 2017 repousse le retour du solde public à l'équilibre au-delà de l'horizon du budget (2022). Le déficit public (au sens de Maastricht) passerait de 2,7 % du PIB en 2016-17, en termes d'année budgétaire, qui débute en avril au Royaume-Uni, à 1,9 % en 2018-19, et 0,9 % en 2021-2022, avec un effort budgétaire concentré sur 2018-20 (au total 1,7 point sur ces deux ans). La dette publique passerait de 87,5 % du PIB en 2016-2017 à 83,6 % du PIB en 2021-22. Compte tenu de nos hypothèses, ce scénario gouvernemental ne serait pas respecté et le déficit resterait au-dessus de 3 % à l'horizon de notre prévision.

Parmi les principales mesures du budget 2017, on notera l'assouplissement du plafonnement des prestations sociales qui était prévu en 2017, mais qui serait toujours mis en place à l'horizon de 5 ans. Le gouvernement de Theresa May a pris acte que les inégalités de revenus, comme le fait que la mondialisation ait fait des gagnants et des perdants, ont joué un rôle dans le vote en faveur du Brexit et souhaite afficher une politique sociale moins restrictive que ses prédécesseurs. Selon le budget, les dépenses publiques courantes (hors investissements publics) seraient, rapportées au PIB, stables cette année, et nous avons supposé que cela resterait le cas en 2018 (contre une baisse de 0,4 point de PIB dans le budget, ce qui nous conduit à ramener l'effort budgétaire de 0,8 à 0,4 point de PIB). En 2018, l'effort budgétaire porterait donc essentiellement sur les recettes, hors impôts sur les sociétés, dont la mise en place d'une taxe pour financer les mesures d'apprentissage. Le gouvernement maintient le cap de la baisse des taux d'imposition des sociétés : le taux de l'IS sera abaissé de 20 % à 19 % en avril 2017, et à 17 % en 2020. Ceci fait partie de la stratégie du gouvernement britannique de soutien aux entreprises britanniques, et de son souhait de continuer à attirer les investisseurs étrangers, alors que le Brexit se met en place. Le budget 2017 annonce aussi des mesures d'investissement public à l'horizon de 5 ans : l'investissement public net passerait de 1,9 % du PIB en 2016-2017 à 2,3 % du PIB en 2021-2022.

5. Quel potentiel de croissance ?

Une première approche simple du potentiel de croissance consiste à regarder la somme des évolutions moyennes de la productivité par tête et de la population active sur plusieurs années. Si la croissance du PIB est plus forte, on s'attend à constater une baisse du taux de chômage, et réciproquement. Ainsi, pour l'Allemagne, le Royaume-Uni, les États-Unis et dans une moindre mesure l'Espagne, la croissance du PIB a été supérieure en moyenne entre 2011 et 2016 à la somme de l'évolution moyenne de la productivité par salarié et de l'évolution moyenne de la population active (graphique 19). Dans ces pays, le chômage a baissé entre 2011 et 2016.

Graphique 19. Croissance effective et potentielle et taux de chômage



Source : calculs OFCE, avril 2017.

Cette approche, si elle donne une indication sur le potentiel de croissance, peut toutefois conduire à le sur/sous-estimer du fait de l'évolution du cycle de productivité. Par exemple, si la productivité effective est plus élevée que la tendance de productivité en début

de période, mais que le cycle de productivité est refermé en fin de période, la croissance est alors particulièrement riche en emplois, et la croissance de la productivité observée par salarié est plus faible que la tendance sous-jacente. Cela nous conduit à estimer des équations d’emplois afin de distinguer dans l’évolution de la productivité apparente du travail ce qui relève de l’évolution de la productivité tendancielle et ce qui relève de l’évolution du cycle de productivité.

Par la suite nous décomposons le potentiel de croissance pour la France, l’Allemagne, l’Italie, Le Royaume-Uni et les États-Unis entre d’une part les gains de productivité tendanciels et d’autre part l’évolution de la population active.

Un ralentissement généralisé des gains de productivité

Si la tendance de fond est au ralentissement des gains de productivité depuis la décennie 1990, le taux de croissance moyen de la productivité horaire dans le secteur marchand a connu toutefois des évolutions contrastées selon les pays (tableau 4).

Tableau 4. Taux de croissance annuel moyen
de la productivité horaire des salariés (secteur marchand)

En %

Période	DEU	ESP	FRA	ITA	GBR	USA
1990-2000	3,0	0,5	1,7	1,8	2,4	2,2
2000-2007	2,3	-0,4	1,5	-0,3	2,8	2,8
2007-2016	0,4	1,8	0,8	-0,3	0,3	1,0
2007-2011	0,3	2,3	0,6	-0,3	0,4	1,6
2011-2016	0,5	1,3	0,9	-0,3	0,3	0,5
2017-2018	0,8	0,6	0,4	0,0	1,2	0,5

Sources : comptabilités nationales.

Entre les années 1990 et la première moitié des années 2000, la productivité a accéléré au Royaume-Uni et aux États-Unis, tandis qu’elle ralentissait modestement en France, fortement en Allemagne et s’écroulait en Italie et en Espagne. Entre 2007 et 2016, les gains de productivité horaire continuent de ralentir globalement dans l’ensemble des pays excepté en Espagne où ils accélèrent. Le ralentissement est plus prononcé entre 2008 et 2011 sous l’effet de la Grande Récession et de comportements d’ajustement différents

selon les pays : certains pays (France, Allemagne, Italie) privilégient les leviers d'ajustement internes (rétention de main-d'œuvre et baisse de la durée du travail) tandis que l'Espagne et les États-Unis ajustent plus rapidement l'emploi (Cochard *et al.*, 2010).

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

Tableau 5. Taux de croissance annuel moyen de la productivité par salarié (secteur marchand)

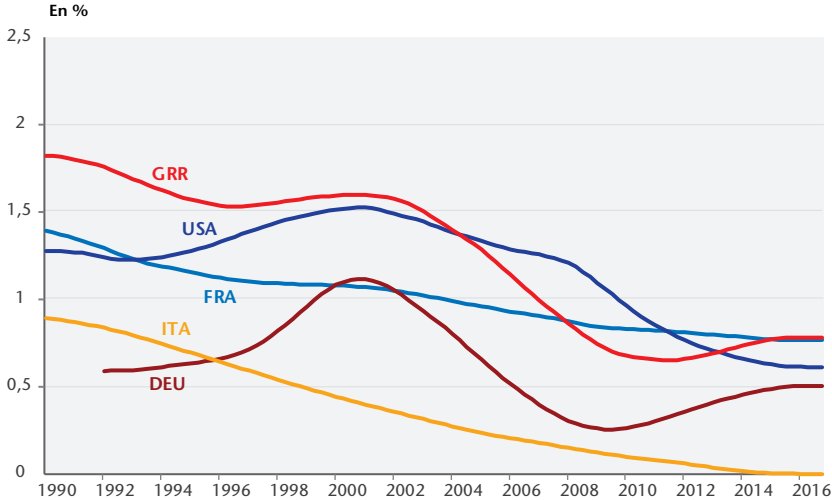
En %						
Période	DEU	ESP	FRA	ITA	GBR	USA
1990-2000	1,8	0,3	0,8	2,2	2,4	2,2
2000-2007	2,2	-0,8	1,2	-0,7	2,7	2,4
2007-2016	-0,1	1,7	0,5	-0,8	0,4	1,0
2007-2011	-0,4	2,5	0,4	-1,0	0,0	1,6
2011-2016	0,2	0,9	0,7	-0,7	0,6	0,4

Sources : comptabilités nationales.

Ces évolutions ne permettent pas de renseigner précisément de l'évolution de la tendance de productivité dans la mesure où elles captent la dynamique des cycles de productivité. C'est pourquoi, nous proposons une estimation de la productivité tendancielle qui s'appuie sur l'estimation d'équations d'emplois. Le modèle théorique sous-jacent est discuté dans Ducoudré et Plane (2015). La tendance de productivité est modélisée soit sous forme linéaire avec des ruptures, soit à partir d'un filtre de Kalman (encadré 2). Les résultats de ces deux estimations suggèrent une réduction progressive de la tendance de productivité qui, toutes choses égales par ailleurs, implique une baisse de la croissance potentielle. Les résultats issus de la méthode de Kalman (graphique 20) permettent d'identifier la valeur de la production au dernier point de l'estimation, soit ici au dernier trimestre 2016. Il ressort alors que la

tendance de productivité s'élèverait à 0,8 % par an pour la France et le Royaume-Uni. Elle serait plus faible aux États-Unis (0,6 %) et en Allemagne (0,5 %) et nulle pour l'Italie.

Graphique 20. Taux de croissance tendanciel de la productivité – estimation par filtre de Kalman



Source : calculs OFCE, avril 2017.

Encadré 2. Quelle tendance de productivité ?

Partant d'une équation de demande de travail, deux méthodes alternatives permettent de déterminer l'évolution de la tendance de productivité. Dans le premier cas, nous supposons que la productivité suit une tendance log-linéaire avec rupture. Une deuxième estimation, par la méthode du filtre de Kalman, permet d'obtenir une estimation continue de la tendance de productivité.

Les équations estimées de demande de travail

La demande de travail est mesurée en effectifs de salariés du secteur marchand. L'équation d'emploi estimée s'écrit :

$$\text{Signal} : \log \left(\frac{Q_t}{L_t \times HL_t} \right) = \lambda \cdot \log \left(\frac{Q_{t-1}}{L_{t-1} \times HL_{t-1}} \right) + SV1L_t + \widetilde{\beta}_1 \cdot \log \left(\frac{C_{L,t-1}}{P_{t-1}} \right) + \widetilde{\beta}_2 \cdot \log HL_{t-1} \\ + \alpha_1 \times \log L_{t-1} + \alpha_2 \times \log Q_t + \alpha_3 \times \log HL_t + \alpha_4 \times \log \left(\frac{C_{L,t}}{P_t} \right) + \varepsilon_t$$

À long terme, la productivité par salarié dépend de la tendance de productivité, de la durée du travail et du coût du travail. La dynamique de court terme intègre quant à elle les variations passées et présentes de ces mêmes variables et de la valeur ajoutée marchande et les variations passées de l'emploi.

Avec :

- L représentant l'emploi salarié du secteur marchand
- Q représentant la valeur ajoutée du secteur marchand
- HL représentant la durée du travail trimestrielle moyenne par salarié du secteur marchand
- C_L représentant le salaire horaire super-brut dans le secteur marchand
- P représentant l'indice de prix de la valeur ajoutée marchande
- t représentant l'indice de temps
- c représentant la constante

Les prix sont ceux de la valeur ajoutée marchande intérieure. Le coût du travail est mesuré comme le salaire horaire moyen versé par les entreprises du secteur marchand, y compris les cotisations sociales patronales. β_1 mesure l'élasticité de substitution entre le capital et le travail. Toutes choses égales par ailleurs, la hausse du coût du travail accroît le prix du travail relativement à celui du capital, entraînant une modification, à production donnée, de la combinaison capital-travail plus favorable au capital et moins au travail. Par ailleurs, les estimations sont enrichies par rapport au modèle structurel de façon à améliorer les relations de cointégration et la significativité des coefficients. Nous avons ajouté la durée du travail dans le long terme. Avec une productivité marginale décroissante, toute baisse de la durée du travail accroît la productivité horaire moyenne du travail, mais l'élasticité de la durée du travail à la productivité horaire peut être inférieure à l'unité, c'est-à-dire qu'une baisse de la durée du travail n'est pas nécessairement intégralement compensée par une hausse de la productivité horaire, induisant dès lors une baisse de la productivité par tête et donc une hausse de l'emploi à production donnée.

Tendance de productivité log-linéaire

La variable *tendance_{prod}* de l'équation d'emploi mesure la tendance de productivité. Elle est modélisée dans un premier temps sous la forme d'une tendance log-linéaire. Mais celle-ci capte mal un certain nombre de phénomènes tels que l'évolution non linéaire du progrès technique, les effets des mesures ciblées de baisse du coût du travail ou les conséquences d'une érosion du tissu productif liée aux défaillances d'entreprises à la suite d'un choc économique. Nous avons donc introduit des ruptures de tendance de productivité afin de prendre en compte des effets autres que ceux captés par le coût du travail macroéconomique ou la durée du travail (tableau 6).

Tableau 6. Dates de rupture des tendances de productivité log-linéaires*

En points

	Période d'estimation	Rupture 1	Rupture 2
DEU	1991-2015	2005-T1	
FRA	1980-2015	1990-T1	2002-T2
ITA	1980-2015	1996-T1	
GBR	1980-2015	1990-T1	2006-T1
USA	1981-2015	1995-T1	2007-T1

* Le profil de la productivité espagnole sur la période est très particulier notamment en raison de la productivité dans le secteur de la construction ce qui n'a pas permis de trouver des spécifications économétriques robustes.

Sources : calculs et prévisions OFCE, avril 2017.

Pour la France, les ruptures de tendances de productivité sont généralement incluses dans les estimations d'équations d'emploi (Cochard *et al.*, 2010 ; Klein & Simon, 2010). Elles captent d'une part l'effet des politiques d'emploi sur la productivité apparente du travail (dispositifs d'allègement de charges sur les bas salaires qui enrichissent la croissance en emplois, politiques de réduction du temps de travail) et d'autre part la salarisation croissante de l'emploi. Pour l'Allemagne, l'Italie, le Royaume-Uni et les États-Unis, les dates de ruptures retenues sont proches de celles retenues dans Cochard *et al.* (2010), avec toutefois une rupture additionnelle en 2007-t1 pour le Royaume-Uni.

Nous estimons les équations d'emploi salarié marchand sous forme d'un modèle à correction d'erreurs (MCE) avec une fréquence trimestrielle sur une période allant de 1980 à 2015 (1991-2015 pour l'Allemagne). Les résultats sont présentés dans le tableau 7.

Tableau 7. Résultats – tendances de productivité log-linéaires avec ruptures

	DEU	FRA	ITA	GBR	USA
Force de rappel					
λ	-0,11 (-4,98)	-0,05 (-3,89)	-0,21 (-6,59)	-0,09 (-4,35)	-0,11 (-5,21)
Élasticités de long terme					
β_1 Coût du travail	0,17	0,29	0,28	0,15	0,28
β_2 Durée du travail	1,01	0,54	1,03	-0,08 (ns)	-1,38
Trend avant la 1 ^{re} rupture (en %)	2,6	3,4	3,0	4,2	1,1
Trend après la 1 ^{re} rupture (en %)	0,6	1,2	0,0	2,1	1,8
Trend après 2 ^e rupture (en %)		0,8		0,3	0,8

Note : Pour les États-Unis, l'estimation porte sur le PIB et l'emploi total du secteur marchand non agricole.

Source : calculs et prévisions OFCE, avril 2017.

Tendance de productivité estimée par le filtre de Kalman

Pour estimer la tendance de productivité avec le filtre de Kalman (voir tableaux 8 et 9), l'équation d'emploi est exprimée en productivité horaire dans l'équation de signal :

$$\text{dlog } L_t = \alpha_1 \times \text{dlog } L_{t-1} + \alpha_2 \times \text{dlog } Q_t + \alpha_3 \times \text{dlog } HL_t + \alpha_4 \times \text{dlog } C_{L,t} - \underbrace{\lambda \left(\log \left(\frac{Q_{t-1}}{L_{t-1}} \right) - \beta_1 \log \left(\frac{C_{L,t-1}}{P_{t-1}} \right) - \beta_2 \log HL_{t-1} - \text{tendance_prod} - c \right)}_{\text{relation de long terme}} + \varepsilon_t$$

État(1) : $SV1_t = SV1_{t-1} + SV2_{t-1} + v_{1,t}$
(tendance de productivité)

État(2) : $SV2_t = SV2_{t-1} + v_{2,t}$
(taux de croissance tendanciel de la productivité)

État(3) : $SV1L_t = SV1_{t-1}$
(tendance de productivité avec 1 retard)

Tableau 8. Résultats – tendances de productivité avec le filtre de Kalman avec ruptures

	DEU	FRA	ITA	GBR	USA
Période d'estimation	1992-2016	1981-2016	1981-2016	1990-2016	1981-2016
Force de rappel					
λ	-0,04 (-2,34)	-0,11 (-5,41)	-0,17 (-4,81)	-0,19 (-4,74)	-0,30 (-7,13)
Élasticités de long terme					
$\beta_1 = \tilde{\beta}_1 / \lambda$: Coût du travail	0,20	0,19	0,53	0,18	0,17
$\beta_2 = \tilde{\beta}_2 / + 1$: Durée du travail	0,01	0,57	0,76	0,0 (c)	0,0 (c)
Dernière tendance estimée (%) – $SV2_t / \lambda \times 400$	0,5	0,8	0,0	0,8	0,6

Note : Pour les États-Unis, l'estimation porte sur le PIB et l'emploi total du secteur marchand non agricole.
Source : calculs OFCE, avril 2017.

Tableau 9. Taux de croissance annuel moyen de la productivité tendancielle

	DEU	FRA	ITA	GBR	USA
1990-2000	0,8	1,2	0,7	1,3	1,6
2000-2007	0,7	1,0	0,3	1,3	1,4
2007-2016	0,4	0,8	0,1	0,7	0,8

Note : La population active est égale à la somme du nombre d'emplois total au sens de la comptabilité nationale et du nombre de chômeurs au sens du BIT.
Source : calculs et prévisions OFCE, avril 2017.

Évolutions comparées de la population active

Par ailleurs, l'évolution de la population active indique un ralentissement de sa croissance entre 2000 et 2016 dans les 6 pays et il est particulièrement marqué en Espagne⁶ (tableau 10). Les raisons structurelles de ce ralentissement sont à chercher du côté de la baisse du taux de fécondité dans les pays développés et de la fin de la montée de la participation des femmes au marché du travail. Plus conjoncturellement, on observe également un effet de flexion de la population active au moment de la crise de 2008, la hausse du chômage décourageant une partie des chômeurs, qui deviennent alors inactifs, surtout en Espagne et aux États-Unis.

En contrepoint, les réformes des systèmes de retraite allongeant la durée des carrières et le report de l'âge minimum de départ en retraite ont contribué à soutenir le taux d'activité et à contrebalancer le ralentissement de la croissance de la population active. Pour la France, la croissance de la population active a d'ailleurs été plus dynamique que les projections de population active pour 2011-2015, de l'ordre de 0,2 à 0,3 point en moyenne chaque année.

Tableau 10. Taux de croissance annuel moyen de la population active

	DEU	ESP	FRA	ITA	GBR	USA
1990-2000	0,6	1,5	0,9	0,5	0,1	1,6
2000-2007	0,3	3,3	0,7	0,8	1,0	0,6
2007-2016	0,4	0,2	0,5	0,4	0,8	0,4
2007-2011	0,1	1,1	0,4	0,1	0,8	-0,2
2011-2016	0,6	-0,6	0,6	0,6	0,9	0,8
2017-2018	0,7	-0,1	0,5	0,2	0,4	1,2

Note : La population active est égale à la somme du nombre d'emplois total au sens de la comptabilité nationale et du nombre de chômeurs au sens du BIT.
Source : calculs et prévisions OFCE, avril 2017.

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

6. La forte progression de la population active espagnole dans la première partie des années 2000 s'explique par une évolution positive du solde migratoire.

soutenue par la hausse du taux d'activité (concentrée sur la période 2007-2011) avant de bénéficier d'une augmentation de la population en âge de travailler (+0,6 % entre 2011 et 2016), sous l'effet de l'immigration, en provenance principalement de l'Europe de l'Est⁷.

Estimations du potentiel de croissance en 2017-2018

Partant des estimations des tendances de productivité et des évolutions de la population active, nous en déduisons le potentiel de croissance des économies. Le tableau 11 synthétise cette information pour les années 2017-2018. Ces estimations aboutissent à un taux de croissance potentiel proche de 1,2 pour la France, l'Allemagne et le Royaume-Uni, de 1,8 pour les États-Unis et de 0,2 pour l'Italie. L'estimation via l'évolution de la population active et de la productivité par salarié (colonne (3)) aboutit à des estimations plus basses pour l'Allemagne, l'Italie et les États-Unis, qui peuvent s'expliquer par une fermeture par le haut du cycle de productivité (croissance riche en emplois) ou une dégradation du cycle de productivité.

Tableau 11. Estimations et prévision des taux de croissance potentiels

	Tendance linéaire avec ruptures (1)	Filtre de Kalman (2)	Stabilisation du taux de chômage 2011-2016 (3)	Prévision OFCE 2017-2018 (4)
DEU	1,3	1,2	0,8	1,25
ESP	—	—	0,4	0,5
FRA	1,3	1,2	1,3	1,3
ITA	0,2	0,2	-0,1	0,35
GBR	0,7	1,2	1,5	1,6
USA	2,0	1,8	1,3	1,8

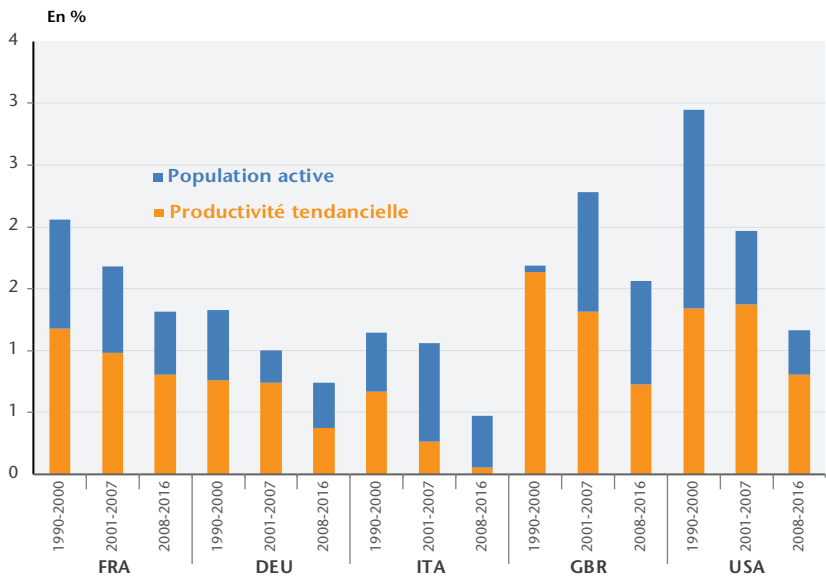
Note : pour les colonnes (1) et (2), nous retenons la prévision de population active pour 2017-2018.

Source : calculs et prévisions OFCE, avril 2017.

En outre, ces différents éléments indiquent qu'il y a un ralentissement progressif de la croissance potentielle depuis les années 1990 (graphique 21), ce qui pourrait donc contribuer à expliquer le ralentissement de la croissance observée dans les pays industrialisés.

7. Pour plus de détails voir le chapitre sur le marché du travail et la démographie du Repères sur l'économie européenne 2017, Editions de La Découverte.

Graphique 21. Décomposition et évolution de la croissance potentielle



Note : La population active est égale à la somme du nombre d'emplois total au sens de la comptabilité nationale et du nombre de chômeurs au sens du BIT. La productivité tendancielle est estimée par le filtre de Kalman.
Source : calculs OFCE, avril 2017.

6. Emploi : retour sur les ajustements depuis la crise

Les évolutions de l'emploi reposent principalement sur celles de l'activité économique, et dans une moindre mesure sur l'évolution du coût du travail et de la durée du travail. A court terme toutefois, l'emploi peut augmenter plus (ou moins) rapidement que l'activité économique selon que l'économie se situe en haut (en bas) du cycle de productivité, ce qui nécessite de poser un diagnostic sur la productivité tendancielle (voir partie 5 « Quel potentiel de croissance ? ») et sur la position dans le cycle. Par ailleurs, les politiques d'enrichissement de la croissance en emploi favorisent les créations d'emploi en ralentissant la progression de la productivité pour une progression de l'activité donnée. L'évolution du chômage résulte de l'écart entre l'évolution de la population active et l'évolution de l'emploi. Une amélioration sur le front du chômage peut dès lors masquer des évolutions moins favorables sur le marché du travail, en termes de comportements d'activité (évolution du taux d'activité et du halo du chômage), ou de progression de l'emploi précaire (temps partiel subi, ...).

Les cycles de productivité se refermeraient progressivement...

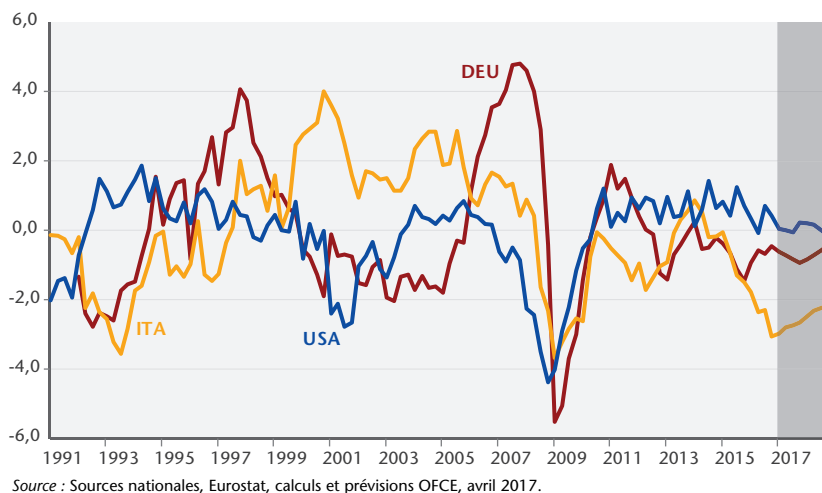
Notre analyse de l'emploi marchand repose sur celle du cycle de productivité qui se définit en écart à la tendance de productivité (estimée par un filtre de Kalman). En période de ralentissement conjoncturel (et symétriquement en période de reprise), lorsque les entreprises privilégient les leviers d'ajustement internes, celles-ci attendent généralement la confirmation de la baisse de l'activité (et symétriquement le redressement) avant de procéder à des réductions d'effectifs (et symétriquement des embauches), ce qui se traduit dans un premier temps par une dégradation des gains de productivité (et symétriquement une amélioration). Ce n'est que

dans un second temps, quand la baisse d'activité se confirme, qu'elles procèdent à des suppressions de postes ou à moins d'embauches. Le ralentissement de l'activité se traduit d'abord par des pertes de productivité par rapport à la tendance de long terme, donc par le creusement du cycle de productivité, qui se rétablit progressivement, une fois passé le creux d'activité.

Nous avons calculé le cycle de productivité pour l'Allemagne, l'Italie et les États-Unis (graphique 22). Au moment de la crise, la contraction de l'activité économique s'est traduite par une forte baisse de la productivité horaire par rapport à sa tendance dans les quatre pays. Le cycle s'est ensuite refermé au bout de 7 à 8 trimestres. L'ajustement s'est fait principalement par l'emploi pour les États-Unis et l'Espagne (graphique 23), tandis que la France, l'Allemagne et l'Italie ont privilégié les leviers d'ajustement internes. Par la suite, les cycles ont suivi deux mouvements différents, avec d'un côté l'Allemagne et l'Italie qui ont connu un nouveau creusement du cycle avec la crise de la zone euro et la rechute de la croissance à partir de la mi-2011. Par contre, les États-Unis ont connu un cycle de productivité légèrement positif sur l'ensemble de la période à partir de 2011, les entreprises ajustant rapidement la main-d'œuvre à la progression de l'activité économique. En Italie, la dégradation du cycle de productivité en fin de période peut s'expliquer pour partie par les mesures de baisse du coût du travail ciblées qui ont enrichi la croissance en emploi (et dont l'effet n'est pas ici répercuté sur la tendance de productivité).

En prévision, l'Italie refermerait très progressivement son cycle de productivité et l'emploi serait peu dynamique à l'horizon de la prévision. En Allemagne, le ralentissement de la croissance en 2017-2018 se traduirait dans un premier temps par un creusement du cycle de productivité, qui se refermerait progressivement à partir de 2018. L'emploi total continuerait de progresser en 2017 (+1,0 % en 2017 puis +0,5 % en 2018). Enfin aux États-Unis le cycle se refermerait dès le premier trimestre 2017 avec le ralentissement de la croissance. La productivité progresserait ensuite au même rythme que sa tendance (0,6 % par an). L'emploi total progresserait de 0,8 % en 2017, puis de 1,3 % en 2018 du fait de l'accélération de la croissance.

Graphique 22. Cycles de productivité

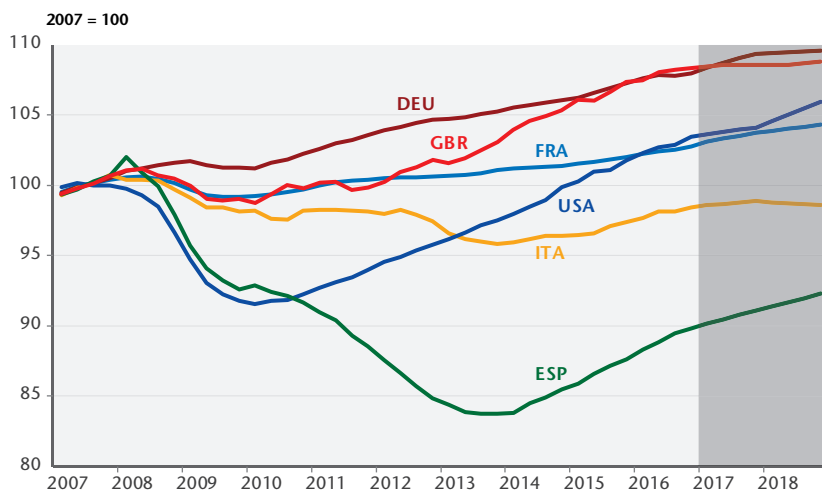


...et la lente convergence des taux de chômage se poursuivrait en 2017-2018

Compte-tenu des évolutions prévues de la population active et d'une croissance supérieure au taux de croissance potentielle, le taux de chômage poursuivrait sa décroissance en Espagne (-2,4 points à l'horizon 2018) et en France (-0,4 point). La baisse se poursuivrait également en Italie mais à un rythme plus lent que celui enregistré en 2015-2016 (-0,4 point après -0,9 point entre fin 2014 et fin 2016) du fait d'une croissance plus faible que celle enregistrée en 2014-2015 et de la fermeture du cycle de productivité inscrite en prévision. Le taux de chômage resterait stable en Allemagne, l'économie allemande croissant à un rythme proche de son potentiel sur la période 2017-2018. Au Royaume-Uni, l'accélération des gains de productivité couplée à une population active toujours dynamique et au ralentissement de la croissance en 2018 du fait du Brexit se traduirait par une lente remontée du taux de chômage. Aux États-Unis, le ralentissement de la croissance (en glissement annuel) aurait pour conséquence un ralentissement des créations d'emploi (graphique 23), qui conjugué à une poursuite de la remontée du taux d'activité se traduirait par une hausse du taux de chômage en 2017. En 2018, l'accélération de la croissance liée à la montée en puissance du plan de relance et de réforme fiscale de

Donald Trump inverserait cette dynamique, le chômage repartant dès lors à la baisse.

Graphique 23. Emploi total

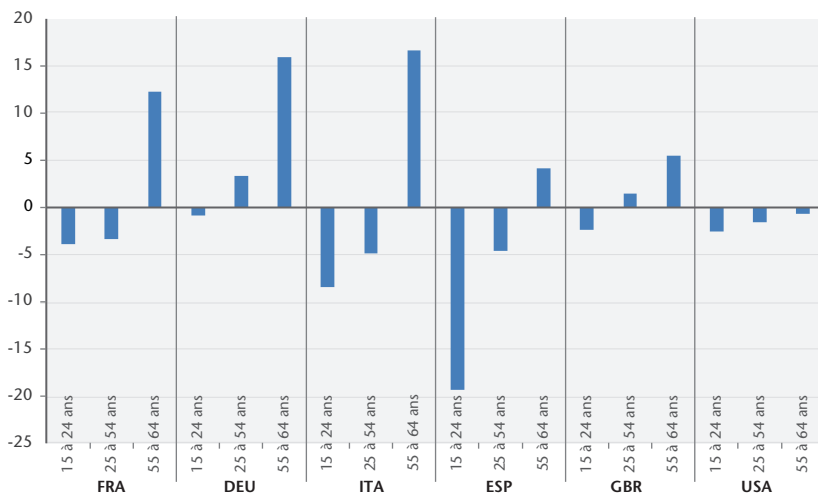


Source : sources nationales, Eurostat, calculs et prévisions OFCE, avril 2017.

Les taux d'emploi marqués par la crise et les réformes

Excepté aux États-Unis, les taux d'emploi ont beaucoup évolué depuis 2008. En France, en Italie et en Espagne, le taux d'emploi des 15-24 ans et plus largement des moins de 55 ans a fortement reculé (graphique 24). Entre le premier trimestre 2008 et le dernier trimestre 2016, le taux d'emploi des 18-24 ans a baissé de 19 points en Espagne, de 8 points en Italie, et de près de 4 points en France quand, dans le même temps les taux de chômage de ces pays augmentaient respectivement de 9, 5 et 3 points. La faiblesse de l'activité économique dans ces pays, accompagnée par des destructions ou de faibles créations d'emplois, a fortement impacté les jeunes arrivant sur le marché du travail. *A contrario*, sur la cette même période, le taux d'emploi des individus âgés de 55 à 64 ans croissait dans l'ensemble des pays mentionnés. En France, du fait des réformes des retraites successives, le taux d'emploi des seniors a augmenté de 12,3 points en l'espace de 9 années pour atteindre 50% au quatrième trimestre 2016. En Italie, malgré la dégradation du marché du travail, le taux d'emploi des 55-64 ans a cru de près de 17 points.

Graphique 24. Variation du taux d'emploi par âge entre le t1 2008 et le t4 2016



Sources : Comptabilités OCDE, calcul OFCE.

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

La plupart des pays européens ont, au cours de la crise, réduit plus ou moins fortement la durée effective de travail, via des dispositifs de chômage partiel, de réduction des heures supplémentaires ou de recours aux comptes épargne-temps, mais aussi via le développement du temps partiel (particulièrement en Italie et en Espagne), notamment le temps partiel subi. *A contrario*, l'évolution favorable du chômage américain (tableau 12) s'explique en partie par une baisse importante du taux d'activité (tableau 13). Ce dernier s'établissait au dernier trimestre 2016 à 62,7 %, soit 3,6 points de moins que début 2007.

En supposant qu'une hausse d'un point du taux d'activité entraîne, à emploi constant, une hausse de 1 point du taux de chômage, il est possible de mesurer l'impact de ces ajustements (durée du travail et taux d'activité) sur le chômage, en calculant un taux de chômage à emploi constant et contrôlé de ces ajustements. Excepté aux États-Unis, du fait entre autres des réformes des retraites menées, l'ensemble des pays étudiés ont connu une augmentation de leur population active (actifs occupés + chômeurs) plus importante que celle observée dans la population

générale. Mécaniquement, sans création d'emploi, ce dynamisme démographique a pour effet d'accroître le taux de chômage des pays concernés.

Tableau 12. Variation du taux de chômage au sens du BIT (en point de %)

	T1 2007 – T4 2011	T1 2012 – T4 2016	T1 2007 – T4 2016
DEU	-3,7	-1,6	-5,1
ESP	17,8	-5,1	10,3
FRA	1,6	0,6	1,6
ITA	5,3	1,9	5,8
GBR	2,3	-3,4	-0,7
USA	3,3	-3,4	0,4

Source : Comptabilités nationales, calcul OFCE.

Tableau 13. Variation du taux d'activité (en point de %)

	T1 2007 – T4 2011	T1 2012 – T4 2016	T1 2007 – T4 2016
DEU	2,2	1,3	2,9
ESP	1,3	-1,5	0,0
FRA	1,4	1,3	2,0
ITA	1,5	2,2	3,1
GBR	0,8	1,5	1,6
USA	-2,6	-1,1	-3,6

Source : Comptabilités nationales, calcul OFCE.

Si le taux d'activité s'était maintenu à son niveau de 2007, le taux de chômage serait inférieur de 2 points en France, de 2,5 points en Italie et de 1,6 point au Royaume-Uni (tableau 14). Par contre, sans la contraction importante de la population active américaine, le taux de chômage aurait été supérieur de plus de

Tableau 14. Écart entre le taux de chômage observé au t4 2016 et le taux de chômage en cas ... (en point de %)

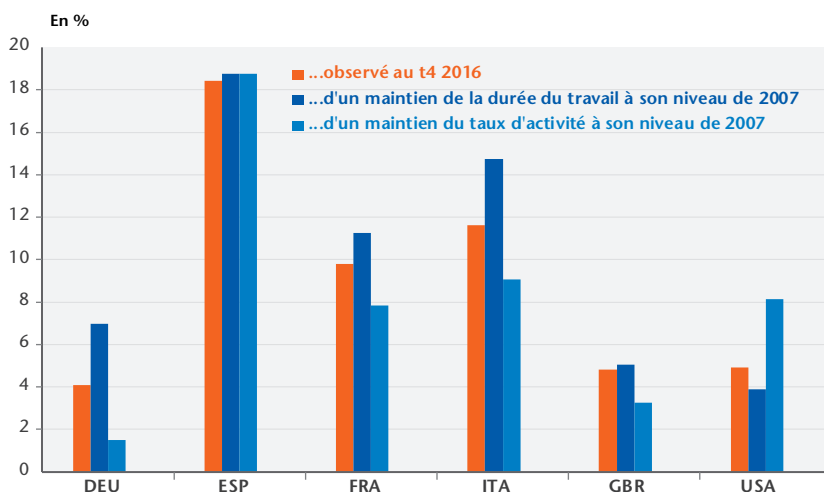
	...d'un maintien de la durée du travail à son niveau de 2007	...d'un maintien du taux d'activité à son niveau de 2007	...d'un maintien de la durée du travail et du taux d'activité à son niveau de 2007
DEU	2,9	-2,6	0,3
ESP	0,3	0,3	0,7
FRA	1,5	-2,0	-0,5
ITA	3,1	-2,5	0,6
GBR	0,3	-1,6	-1,3
USA	-1,0	3,2	2,2

Source : Comptabilités nationales, calcul OFCE.

3 points à celui observé en 2016. Il apparaît également que l'Allemagne a connu depuis la crise une baisse importante de son chômage (-5,1 points) alors même que son taux d'activité croissait de 2,9 points. À taux d'activité inchangé, le taux de chômage allemand serait de ... 1,5 % (graphique 25).

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 2,9 points en Allemagne, de 3,1 points en Italie et d'1,5 point en France. En Espagne et au Royaume-Uni, le temps de travail n'a que très peu évolué depuis la crise. En contrôlant le temps de travail, le taux de chômage évolue donc comme celui observé dans ces deux pays. Enfin, sans ajustement de la durée du travail, le taux de chômage aux États-Unis serait 1 point inférieur.

Graphique 25. Taux de chômage au t4 2016 ...



Sources : Comptabilités OCDE, calcul OFCE.

Il faut rappeler que les dynamiques de baisse de la durée du travail sont anciennes. En effet, depuis la fin des années 1990, tous 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 an. En France, le passage aux 35 heures a entraîné une baisse similaire sur la période. 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.

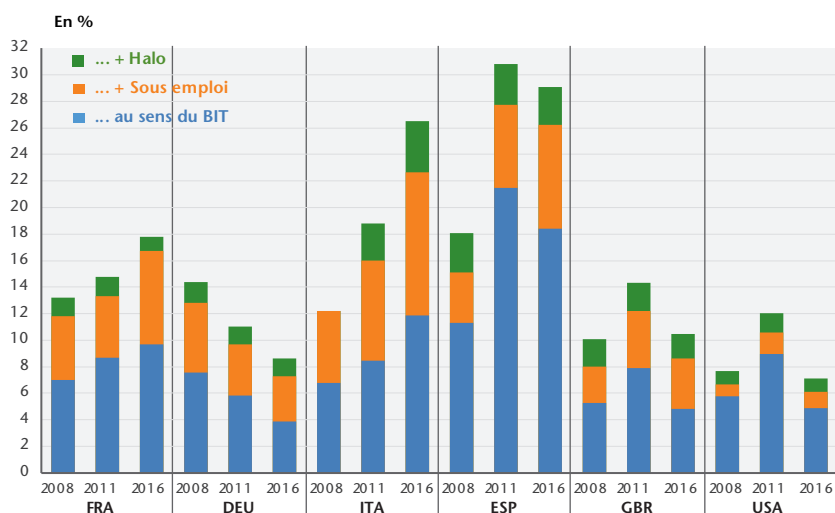
Au-delà du « taux de chômage »

En plus de ne rendre compte que partiellement des dynamiques à l'œuvre sur le marché du travail, la définition stricte du chômage au sens du Bureau international du travail (BIT) ne prend pas en compte les situations à la marge du chômage. Ainsi les personnes souhaitant travailler mais considérées comme inactives au sens du BIT, soit parce qu'elles ne sont pas disponibles rapidement pour travailler (sous deux semaines), soit parce qu'elles ne recherchent pas activement un emploi, forment le « halo » du chômage.

Les bases de données de l'OCDE permettent d'intégrer dans le chômage les individus qui en sont exclus du fait de la définition du BIT. Le graphique 26 présente pour les années 2008, 2011 et 2016 le taux de chômage observé auquel vient s'additionner d'une part les individus, actifs occupés, déclarant vouloir travailler davantage et d'autre part les individus inactifs, mais souhaitant travailler et étant disponibles pour le faire. En Allemagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis, les évolutions de ces différentes mesures semblent aller dans le même sens, celui d'une amélioration franche de la situation sur le marché du travail. *A contrario*, la France et l'Italie ont connu entre 2008 et 2011, mais surtout entre 2011 et 2016, une forte dégradation de leur chômage, tant au sens strict, celui du BIT, qu'au sens large. En Italie, le taux de chômage au sens du BIT a augmenté entre 2011 et 2016 de 3,4 points. Dans le même temps, le sous-emploi a augmenté de 3,2 point et la proportion d'individus entretenant un « lien marginal » vis-à-vis de l'emploi de 1 point. Au final, en Italie, le taux de chômage intégrant une partie des demandeurs d'emploi exclus de la définition du BIT atteignait, en 2016, 26,5 %, soit plus du double du taux de chômage BIT. En France, du fait d'un niveau de chômage plus faible, ces différences sont moins importantes. Malgré tout, entre 2011 et 2016, le sous-emploi a augmenté de 2,4 points quand le chômage au sens strict ne croissait « que » de 1 point. En Espagne, si l'amélioration en termes de chômage BIT est notable sur la période (-3 points entre

2011 et 2016), le sous-emploi a, lui, continué à croître fortement (+1,5 point). En 2016, en Espagne, le taux de chômage BIT était supérieur de 7 points à son niveau de 2008. En intégrant les demandeurs d'emplois exclus de la mesure du BIT, cet écart atteint 11,2 points.

Graphique 26. Taux de chômage au t4 2016 ...



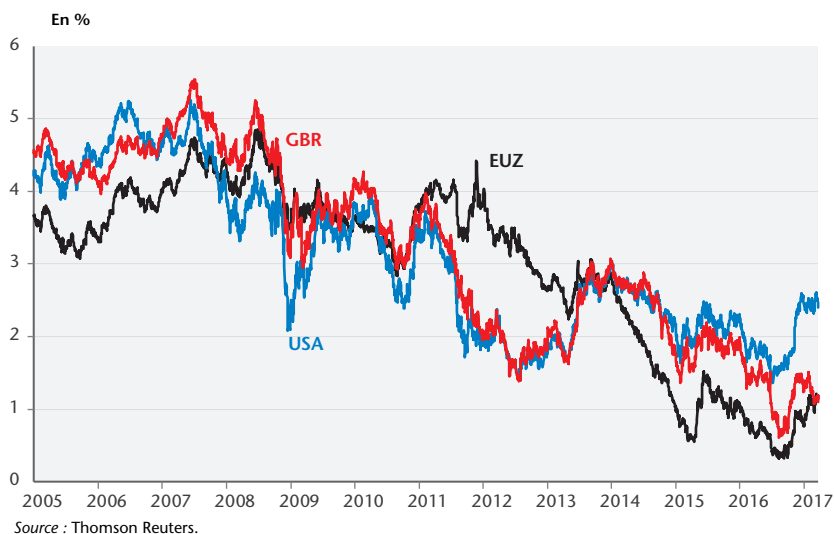
Note : Pour 2016, l'ensemble des données n'étant pas disponibles, nous supposons que le « halo » a suivi une évolution similaire à 2015.

Sources : Comptabilités OCDE, calcul OFCE.

7. Quel impact d'une hausse des taux sur la dette publique ?

Après une baisse régulière des taux souverains aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro à partir de la fin d'année 2013 (graphique 27), les rendements ont atteint un point bas pendant l'été 2016 puis ont assez fortement remonté en novembre. Cette hausse coïncide avec le résultat des élections présidentielles américaines mais aussi avec un retour de l'inflation alimenté par le rebond du prix du pétrole. L'analyse des rendements des obligations indexées permet de décomposer cette évolution récente des taux souverains en une composante liée aux anticipations d'inflation et une composante intrinsèque (c'est-à-dire une hausse du rendement réel). Cette hausse des taux devrait accroître la charge de la dette, ce qui, dans un contexte d'endettement public élevé, pourrait menacer la soutenabilité des dettes publiques ou contraindre les pays à mener des politiques budgétaires plus restrictives afin d'atteindre leur objectif de réduction de la dette. Pour

Graphique 27. Taux d'intérêt souverains



appréhender ce risque, nous calculons l'effet d'une hausse des taux d'intérêt sur la charge de la dette en tenant compte de la maturité des dettes publiques et des échéances d'émissions obligataires.

Pourquoi les taux augmentent-ils ?

Après avoir atteint un point bas à 1,37 % en juillet 2016, le rendement nominal des obligations du Trésor américain à 10 ans est remonté d'abord progressivement en septembre-octobre puis plus fortement après la victoire de Donald Trump aux élections américaines le 8 novembre. Entre le 4 novembre et le 16 décembre, le taux est passé de 1,78 % à 2,60 %. La dynamique des taux souverains en zone euro ou au Royaume-Uni a suivi un profil assez proche, le point bas ayant été atteint un peu plus tard. L'annonce d'une baisse des taux et d'une nouvelle extension du programme d'assouplissement quantitatif de la Banque d'Angleterre début août a entraîné une baisse des rendements obligataires qui ont baissé de 0,3 point, atteignant un point bas à 0,61 % le 12 août. Il est dès lors probable que ces évolutions soient le reflet d'un facteur commun plutôt que lié à un resserrement global anticipé de la politique monétaire. Si la hausse des taux est déjà amorcée et se poursuit en 2017 aux Etats-Unis, elle n'est pas encore d'actualité dans la zone euro et au Royaume-Uni ; elle devrait être plus tardive (voir partie 3 « Politiques monétaires : nouveaux dilemmes ? »).

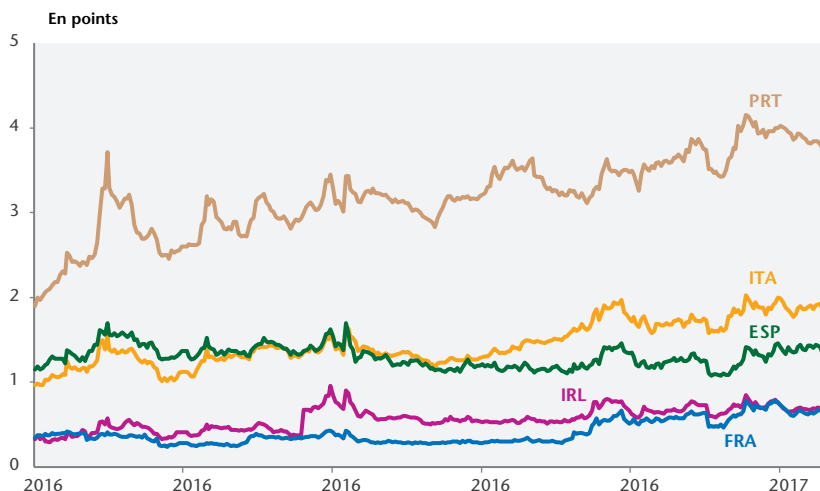
Deux hypothèses pourraient expliquer cette hausse des taux d'intérêt. D'une part, la hausse refléterait la remontée de l'inflation alimentée par le rebond du prix du pétrole. Il s'agit effectivement d'un phénomène commun qui se répercute rapidement sur les indices de prix et qui se reflète dans les anticipations d'inflation. Indépendamment de l'effet lié au pétrole, la consolidation de la croissance mondiale et la fermeture de l'écart de croissance aux États-Unis et au Royaume-Uni pourraient écarter le risque déflationniste. D'ailleurs aux États-Unis, l'inflation sous-jacente a continué à progresser. On ne retrouve cependant pas la même tendance en zone euro si bien que si l'effet inflation domine, il pourrait être plus important aux États-Unis que dans les pays de la zone euro, surtout que les annonces faites par Donald Trump pendant la campagne ont également pu alimenter une augmentation des anticipations d'inflation aux États-Unis.

L'autre hypothèse expliquant l'augmentation des taux d'intérêt pourrait être liée à l'anticipation de la mise en œuvre d'une politique budgétaire plus expansionniste aux États-Unis à la suite de l'élection de Donald Trump et notamment à certaines annonces portant sur la mise en œuvre d'un plan de soutien à l'investissement⁸. Il devrait en résulter une augmentation de l'offre de titres de dettes obligataires anticipée par les marchés et conduisant à une hausse des taux non seulement aux États-Unis mais aussi dans les autres pays industrialisés, du fait de la substituabilité entre les obligations souveraines de ces pays. Par ailleurs, si le rendement des titres allemands a également augmenté, la hausse a été moindre qu'aux États-Unis : +0,16 point entre le 4 novembre et le 16 décembre. Cet écart pourrait soit s'expliquer par une revalorisation à la hausse du risque souverain aux États-Unis relativement à l'Allemagne, soit par une anticipation d'appréciation de l'euro. Dans ce cas, la réaction des taux dans les autres pays de la zone euro devrait être identique à celle de l'Allemagne, ce qui n'est pas le cas puisque les écarts de taux vis-à-vis de l'Allemagne ont augmenté de l'ordre de 0,4 point en France et en Italie et de 0,2 point en Espagne (graphique 28) entre octobre 2016 et février 2017. Dans ces conditions, le choc anticipé sur l'offre de titres aux États-Unis aurait également conduit les investisseurs à réviser les primes de risque souverain dans les différents pays.

Pour déterminer l'importance relative de ces deux explications, il faut dissocier dans l'évolution du rendement nominal ce qui relève des anticipations d'inflation. Les obligations indexées sur l'inflation permettent de faire cette décomposition. En réévaluant le prix de l'obligation en fonction de l'évolution de l'indice des prix entre la date d'émission du titre et la date de paiement du coupon, le prêteur est ainsi protégé contre l'inflation. Le prix de ces obligations indexées permet de déterminer le rendement réel d'un actif souverain et partant du rendement nominal d'un titre pour une même maturité d'en déduire l'inflation moyenne anticipée entre la date actuelle et la date d'échéance du titre.

8. La poursuite de la hausse du taux directeur aux États-Unis plaide également pour une hausse des taux longs. Il est cependant probable que cette phase de normalisation était déjà anticipée par les marchés et n'expliquerait donc pas le choc sur les taux longs observés début novembre ; elle coïncide plutôt avec un changement de l'orientation de la politique budgétaire américaine.

Graphique 28. Écarts de taux à long terme dans la zone euro vis-à-vis du rendement allemand

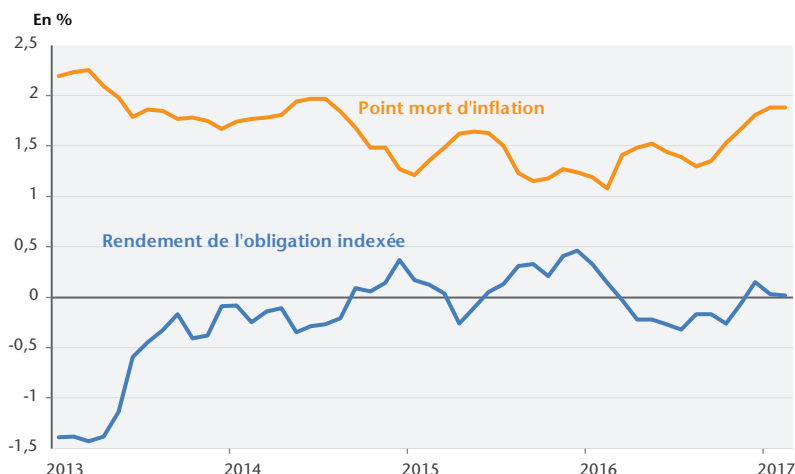


Il ressort qu'aux États-Unis, l'inflation moyenne anticipée à 5 ans augmente à partir de septembre 2016 (graphique 29) au moment où l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation accélère. La hausse cumulée entre juillet 2016 et janvier 2017 atteint 0,58 point. Quant au rendement réel des obligations, il augmente de 0,4 point en novembre-décembre, c'est-à-dire après la victoire de Donald Trump aux élections présidentielles. Le rendement réel diminue par la suite. Il ressort donc que l'augmentation des taux d'intérêt aux États-Unis s'explique en partie par un choc de taux réel que nous interprétons comme l'anticipation d'un choc budgétaire. Les précisions données ensuite par la nouvelle administration a cependant montré que les annonces sur le plan d'investissement pourrait être d'une moindre ampleur que prévue notamment par le fait qu'il ne s'agirait pas d'une forte augmentation de l'investissement public mais plutôt d'incitations fiscales en faveur de l'investissement. Par contre, l'effet de l'inflation est également significatif et sans doute plus durable.

La même analyse conduite à partir des rendements des OATi (Obligations assimilables du Trésor indexées, titres émis par le Trésor français) suggère la même interprétation (graphique 30). La hausse du point mort d'inflation (qui correspond à l'inflation moyenne anticipée sur la durée de vie résiduelle du titre) débute

pendant l'été. Entre la fin du mois d'octobre et le début du mois de novembre, le rendement réel augmente de 0,38 point. Cette hausse est cependant de courte durée et partiellement compensée par la suite. L'inflation anticipée explique donc une grande partie de l'augmentation du rendement nominal observée depuis septembre.

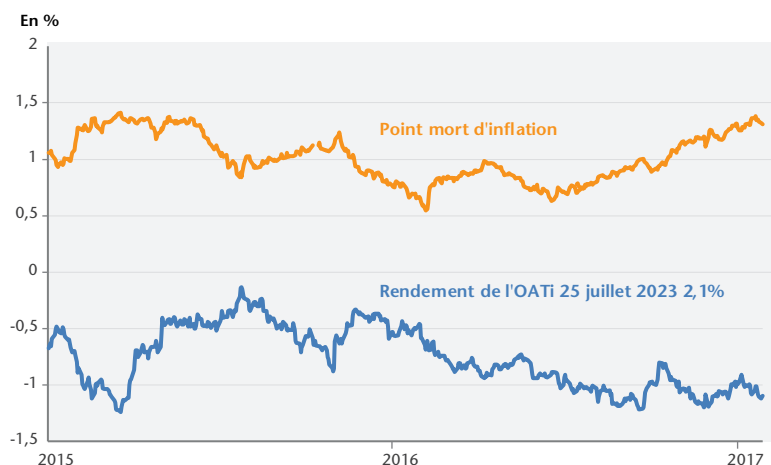
Graphique 29. Rendement des obligations indexées à cinq ans et point mort d'inflation* aux États-Unis



* Le point mort d'inflation correspond à l'inflation moyenne anticipée sur la durée de vie résiduelle du titre.

Source : Thomson Reuters.

Graphique 30. Rendement des obligations indexées à cinq ans et point mort d'inflation* en France



* Le point mort d'inflation correspond à l'inflation moyenne anticipée sur la durée de vie résiduelle du titre.

Source : Agence France Trésor.

Quel effet de la hausse sur la dynamique de la dette ?

Évolution de la dette publique négociable

Depuis 1999, le taux d'intérêt moyen sur la dette publique a fortement baissé (graphique 31), favorisé par une baisse tendancielle des taux d'intérêt moyens à l'émission. Il est passé d'environ 5 % en 1999 pour l'Allemagne et la France à 2 % en 2016. L'Italie et l'Espagne ont connu jusqu'en 2008 une baisse légèrement plus rapide, profitant de la quasi-absence de prime de risque avant la crise. À partir de 2009, la forte hausse des primes de risque à l'émission (graphique 32) se traduit par un accroissement de l'écart de taux sur les dettes, mais la dynamique globale de baisse se poursuit. En conséquence, le poids de la charge d'intérêts sur la dette exprimée en pourcentage du PIB a baissé entre 2000 et 2016 en France et en Italie bien que l'endettement public ait cru sur la période (tableau 15). En Espagne, la charge d'intérêts a diminué jusqu'en 2010, mais a augmenté ensuite, la baisse du taux moyen apparent sur la dette publique n'ayant pas compensé la forte progression de la dette publique espagnole. En Allemagne, la charge de la dette a fortement baissé entre 2010 et 2016 (-0,9 point de PIB) favorisée par la baisse des taux d'intérêt et le désendettement du pays.

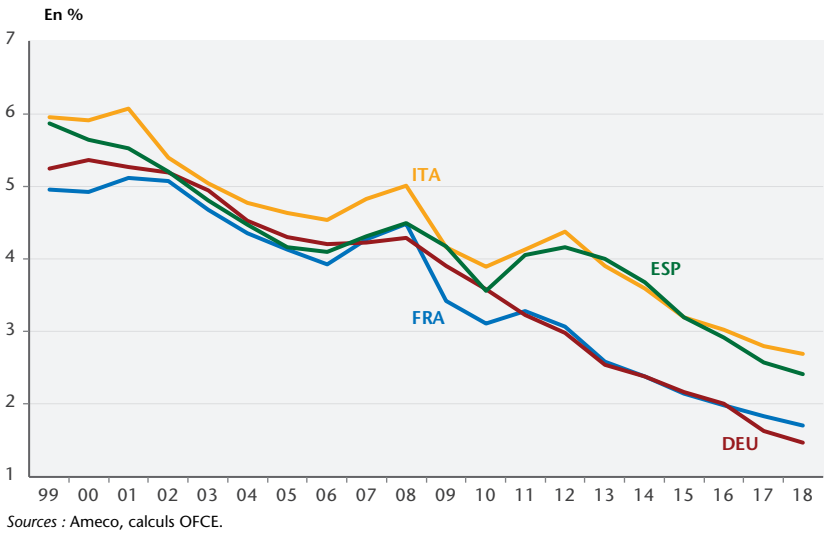
Tableau 15. Charge d'intérêts sur la dette publique

En % du PIB nominal	2000	2010	2016
DEU	3,1	2,5	1,4
FRA	2,8	2,4	1,9
ITA	6,1	4,3	3,9
ESP	3,2	1,9	2,8

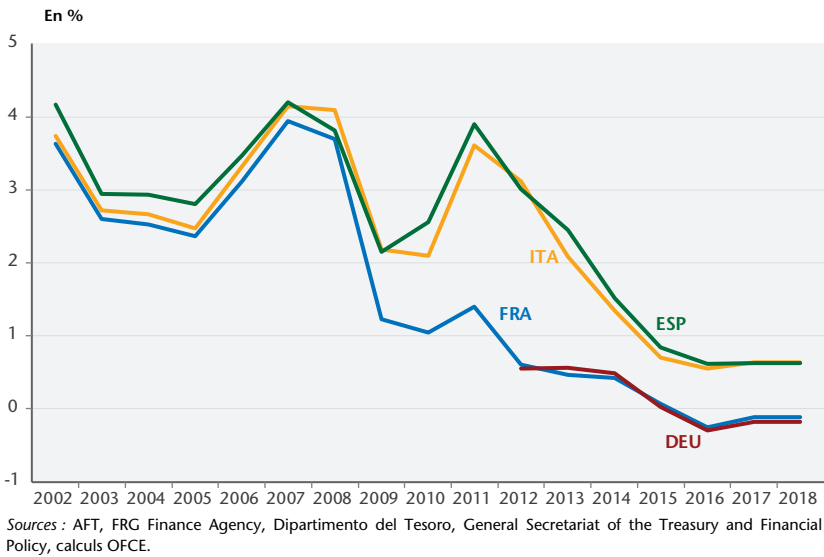
Source : Ameco.

La baisse tendancielle des taux d'intérêt a favorisé un allongement de la durée moyenne des émissions, qui a progressivement conduit à une hausse de la maturité résiduelle des dettes publiques négociables (graphique 33). La maturité résiduelle, autour de 6 ans au début des années 2000, se monte désormais à presque 7 ans en 2016 pour l'Italie, l'Allemagne et l'Espagne, et autour de 7,5 ans pour la dette française. Celle-ci limite le besoin de refinancement annuel lié à l'amortissement de la dette arrivée à échéance.

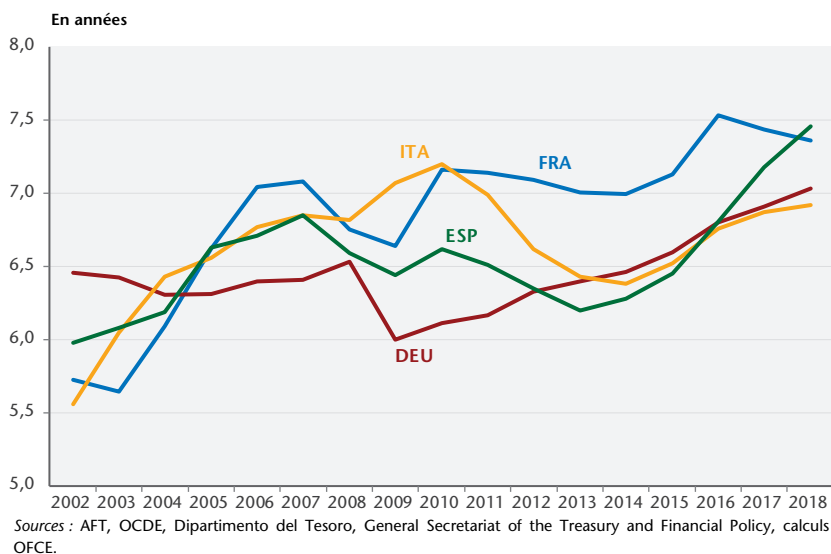
Graphique 31. Évolution du taux d'intérêt implicite sur la dette publique au sens de Maastricht



Graphique 32. Taux d'intérêt moyen à l'émission, y compris la dette à court terme



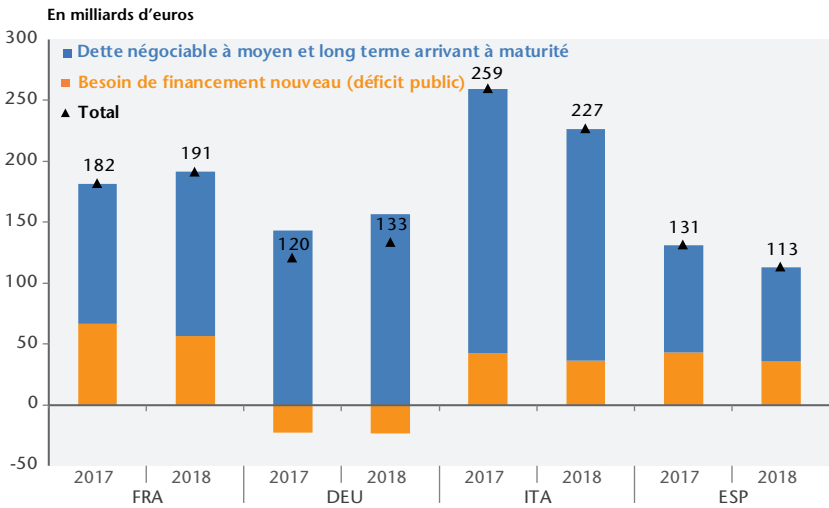
Graphique 33. Maturité de la dette publique



Malgré l'allongement de la maturité moyenne des dettes publiques, les émissions attendues pour 2017 et 2018 restent importantes, compte tenu de la dette arrivant à échéance pour les quatre pays considérés et du financement du déficit public prévu pour la France, l'Italie et l'Espagne (l'excédent budgétaire allemand réduit les besoins d'émission de dette publique). L'Italie devra ainsi refinancer 406 milliards d'euros de dette arrivant à échéance en 2017-2018, auxquels il faut ajouter près de 80 milliards d'euros de déficit public cumulé (graphique 34).

Nous calculons l'évolution de la dette publique à l'horizon 2018, en faisant l'hypothèse d'émission de dette aux taux d'intérêt observés en janvier 2017 (voir graphique 32), et à partir des stratégies d'émission (répartition par maturité) annoncées pour 2017. Compte tenu de ces hypothèses, la maturité moyenne de la dette continuerait d'augmenter en Espagne, et dans une moindre mesure en Italie et en Allemagne. Elle diminuerait de 0,2 ans pour la dette française entre fin 2016 et fin 2018. Le taux d'intérêt moyen implicite poursuivrait sa baisse tendancielle.

Graphique 34. Amortissement de la dette publique négociable et déficit public en 2017-2018



Sources : AFT, FRG Finance Agency, Dipartimento del Tesoro, General Secretariat of the Treasury and Financial Policy, calculs OFCE.

Effet d’une hausse de 1 % du taux d’intérêt moyen à l’émission

Les projections présentées ci-dessus reposent sur l’hypothèse d’une stabilité de la structure par terme des taux d’intérêt à l’horizon 2018. Une hausse des taux d’intérêt à l’émission se traduirait mécaniquement par une hausse de la charge d’intérêts sur la dette publique. Ainsi, une hausse de 1 point du taux d’intérêt moyen à l’émission dès 2017 aurait pour conséquence une hausse de 2,5 milliards d’euros de la charge d’intérêts sur la dette (au sens de Maastricht) pour la France en 2017, soit 0,1 % du PIB, et de 5,4 milliards d’euros en 2018 (tableau 16).

Tableau 16. Effet d’une hausse de 1 point du taux d’intérêt moyen à l’émission sur la charge de la dette

En milliards d'euros				
	DEU	FRA	ESP	ITA
2017	1,5	2,5	1,2	1,9
2018	4,3	5,4	3,1	4,8

En % du PIB				
	DEU	FRA	ESP	ITA
2017	0,05	0,1	0,1	0,1
2018	0,1	0,2	0,3	0,3

Source : Ameco, calculs OFCE.

Effet d'une hausse de 1 % du taux d'inflation sur la charge de la dette liée aux obligations indexées sur l'inflation

Par ailleurs, une accélération de l'inflation se traduirait par une charge d'intérêt additionnelle liée à la partie de la dette obligataire indexée sur l'évolution des prix à la consommation. La France et l'Italie, dont respectivement 13,4 % et 13,5 % de la dette obligataire est indexée sur l'inflation (graphique 35), ont ainsi une charge d'intérêts plus sensible à une remontée de l'inflation. 1 point d'inflation supplémentaire augmente la charge d'intérêt de 2,4 milliards d'euros pour l'Italie (tableau 17) et 2 milliards d'euros pour la France. L'impact est mécaniquement plus faible pour l'Allemagne (0,7 milliard d'euros) et l'Espagne (0,2 milliard d'euros).

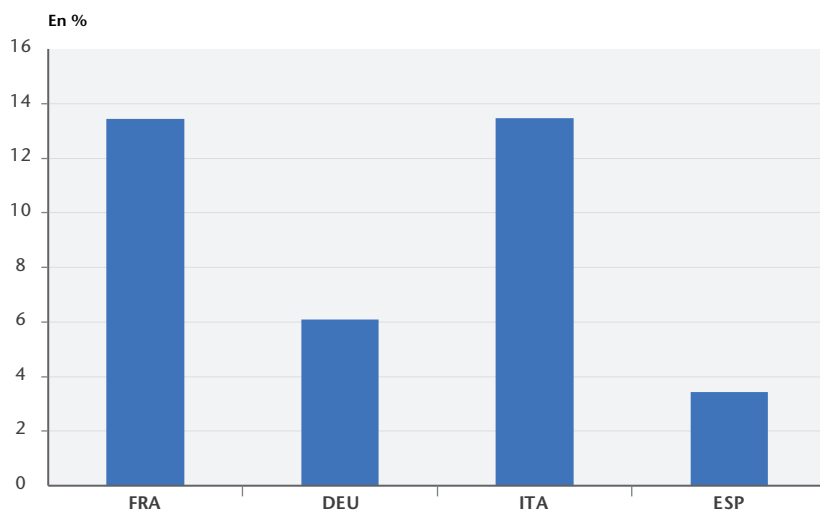
Tableau 17. Effet d'une hausse de 1 point du taux d'inflation annuel sur la charge d'intérêt

En milliards d'euros

	DEU	FRA	ESP	ITA
Dette obligataire indexée fin 2016	66	200	21	237
Charge d'intérêt additionnelle	0,7	2,0	0,2	2,4

Sources : AFT, FRG Finance Agency, Dipartimento del Tesoro, General Secretariat of the Treasury and Financial Policy, calculs OFCE.

Graphique 35. Part de la dette obligataire indexée sur l'inflation en 2016



Sources : AFT, FRG Finance Agency, Dipartimento del Tesoro, General Secretariat of the Treasury and Financial Policy, calculs OFCE.

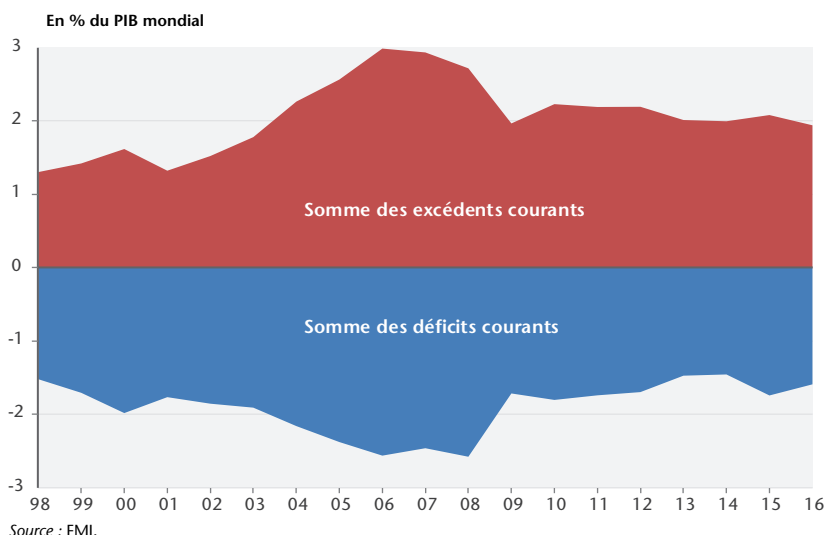
8. Déséquilibres courants : vers de nouvelles pressions américaines ?

Si la crise financière globale qui a éclaté en 2007 trouve ses racines dans les déséquilibres financiers apparus pendant les années 2000, certains facteurs macroéconomiques ont joué le rôle de catalyseur. Ainsi, les déséquilibres internationaux, caractérisés par le déficit du compte courant aux États-Unis et l'excédent de nombreux pays, en particulier la Chine, ont eu pour contrepartie un afflux d'épargne qui s'est porté sur les titres du Trésor américain. Ces mouvements financiers ont poussé les taux d'intérêt à long terme aux États-Unis à la baisse et ont alimenté une prise de risque excessive de la part d'investisseurs en quête de rendement (Brender et Pisani, 2011). En Europe, l'équilibre du solde courant de la zone euro a masqué l'existence d'importants déséquilibres intra-zone qui furent dans un premier temps justifiés par l'hypothèse d'un mouvement de convergence (Blanchard et Giavazzi, 2002) entre pays. La crise de la zone euro a cependant montré que l'attitude de « douce négligence » (*benign neglect*) à l'égard de ces déséquilibres était une erreur. Si la croissance de l'Espagne ou de l'Irlande était bien plus forte au début des années 2000 que celle de l'Allemagne ou de la France, elle fut tirée par la production du secteur des biens non échangeables – la construction – plutôt que par le secteur exportateur, rendant les déficits insoutenables. La convergence s'est faite au prix de déséquilibres financiers – un boom du crédit et des prix immobilier – et s'est accompagnée d'une forte divergence en matière de compétitivité, qui a ensuite précipité la zone euro dans une seconde phase de crise à partir de 2010.

Les déséquilibres internationaux se sont réduits après l'éclatement de la crise financière mondiale (graphique 36). En termes de flux bruts, la somme cumulée des déficits est ainsi passé de 1 635 milliards de dollars en 2008 (soit 2,6 % du PIB mondial) à moins de 1 200 milliards (1,6 % du PIB). Dans le même temps, les excédents se sont réduits de 264 milliards passant de 3 % du PIB

mondial à 1,9 %⁹. Les déséquilibres à l'échelle mondiale restent donc néanmoins prégnants et pourraient être une source de fragilités. Les deux principaux pays ayant enregistré des déficits en 2016 sont les États-Unis (-469 milliards de dollars) et le Royaume-Uni (-157 milliards de dollars) qui sont en grande partie financés par les excédents de l'Allemagne (+300 milliards de dollars), de la Chine (+270 milliards de dollars), du Japon (+176 milliards de dollars) et de la Corée (+101 milliards de dollars). Les propos tenus par Donald Trump sur l'excédent courant de l'Allemagne lors du sommet du G20 qui se tenait à Baden-Baden les 17 et 18 mars 2017 montrent qu'il y a là un sujet de tensions qui pourrait alimenter la tentation protectionniste ou la guerre des monnaies. Au sein de la zone euro, l'irrévocabilité des taux de change rend plus difficile les ajustements de compétitivité qui s'appuient donc essentiellement sur des dévaluations internes. Ces ajustements sont actuellement sans doute favorisés par la faiblesse de l'euro, mais des tensions concernant la réduction des déséquilibres intra-zone euro pourraient resurgir si l'euro s'appréciait à nouveau.

Graphique 36. Déséquilibres internationaux

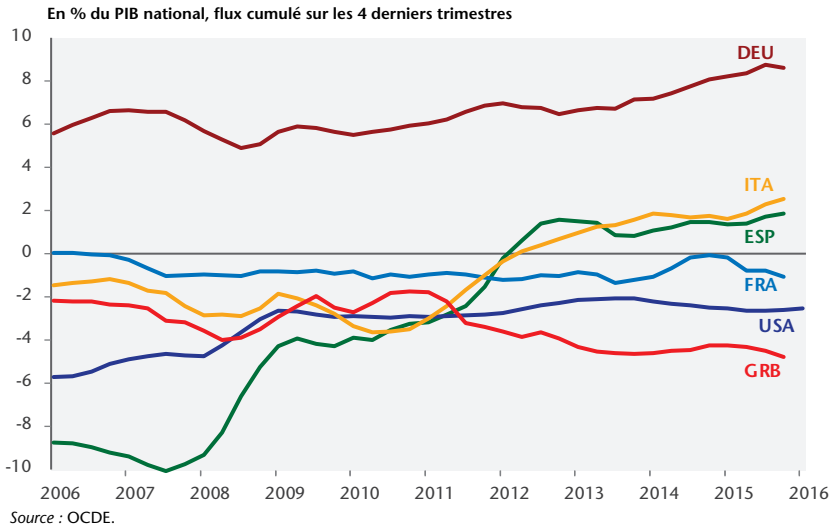


9. Base DOTS du FMI. Les exportations mondiales diffèrent des importations mondiales en raison des erreurs et omissions.

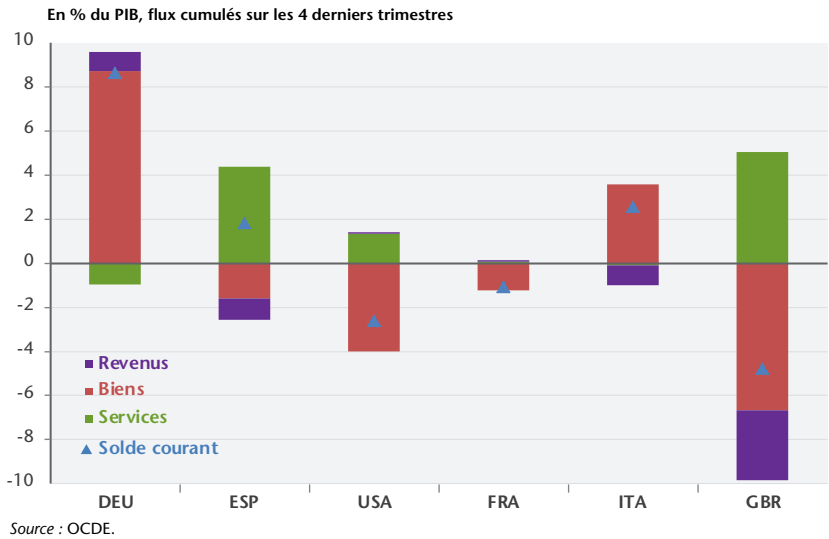
Une faible correction des déséquilibres courants

Le graphique 37 montre l'évolution des soldes courants pour six grands pays au cours des dix dernières années tandis que le graphique 38 montre la décomposition de ce solde, au troisième trimestre 2016, entre balance des biens, des services et des revenus.

Graphique 37. Solde extérieur courant des six pays avancés



Graphique 38. Décomposition des soldes courants au troisième trimestre 2016



Le graphique 37 met bien en évidence la singularité de l'Allemagne qui continue de renforcer son excédent courant depuis 2013, avec un solde de +8,8 % du PIB au deuxième trimestre 2016 – même si le troisième trimestre a connu une légère diminution à 8,6 %, qui s'explique par la balance des revenus. L'essentiel de l'excédent allemand provient de la balance des biens, celle des services étant déficitaire à 1 % du PIB environ. La balance des revenus est quant à elle également excédentaire, du fait de la position extérieure nette très positive de l'Allemagne.

À l'inverse, le Royaume-Uni voit sa situation extérieure se dégrader progressivement, le déficit courant atteignant un déficit de 4,8 % au troisième trimestre 2016. La décomposition du solde courant fait apparaître une situation symétrique de celle de l'Allemagne : la balance des services est nettement excédentaire (proche de 5 %), tandis que celles des biens et des revenus sont très déficitaires. Sur les dernières années, la dégradation du solde courant s'explique essentiellement par celle des revenus. Si l'on s'en tient à la balance commerciale, cette dernière s'est donc améliorée en 2014 et 2015, et affiche aujourd'hui un déficit plus modéré de 1,7 % du PIB. La dégradation de la balance des revenus, consécutive à la croissance des profits rapatriés hors du Royaume-Uni par des multinationales, reste toutefois difficile à réconcilier avec l'amélioration de la position extérieure nette du pays observée sur cette même période.

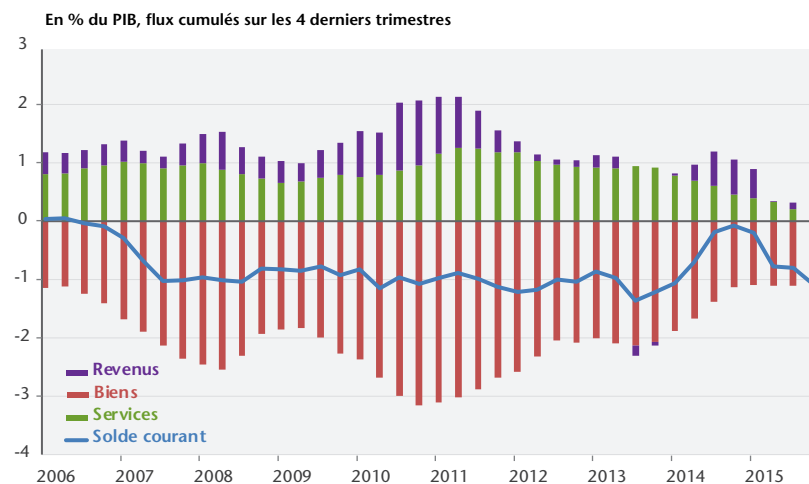
L'Italie et l'Espagne affichent aujourd'hui toutes deux un excédent courant voisin de 2 % du PIB, conséquence des politiques de compression de la demande interne qui ont fait chuter les importations en 2012 et 2013. La baisse de l'euro en 2014 a ensuite permis de consolider cet excédent. La composition du solde est toutefois différente entre les deux pays : l'excédent est porté par la balance des services en Espagne, et par celle des biens en Italie. Dans les deux cas, la balance des revenus est déficitaire, ce qui est cohérent avec les positions extérieures nettes négatives des deux pays.

Aux États-Unis, le déficit courant semble se stabiliser autour de 2,6 % du PIB, en très légère dégradation depuis 2014. Celle-ci s'explique essentiellement par la disparition de l'excédent de la balance des revenus. Le déficit commercial est donc constant depuis plusieurs années – autour de 2,7 % du PIB – bien que ce solde masque une diminution simultanée des exportations et des

importations, dont la part dans le PIB a chuté de 2 points en 2 ans, reflet de la baisse du commerce mondial. Sur les derniers trimestres, cette contraction du commerce s'observe également en Espagne, en Italie et en Allemagne, bien que dans une moindre mesure. Par ailleurs, tout comme pour le Royaume-Uni, le déficit commercial américain s'explique par la balance des biens, tandis que celle des services est en léger excédent.

En ce qui concerne la France, elle est parmi ces six pays celle dont le solde courant (-1,1 %) est le plus proche de l'équilibre, avec un léger déficit de la balance des biens et un quasi-équilibre de celles des services et des revenus. Si la situation apparaît donc relativement rassurante d'un point de vue statique, la dynamique des quatre derniers trimestres suscite cependant quelques inquiétudes. Et ce d'autant plus si on compare avec les autres grands pays de la zone euro, qui affichent une nouvelle augmentation pendant la même période. Cette divergence de la France par rapport au reste de la zone euro est d'autant plus inquiétante qu'elle se produit dans un contexte où la baisse de l'euro continue à diffuser ses effets sur le plan commercial. Si on analyse cette dégradation depuis un an (graphique 39), on observe qu'elle est principalement la conséquence de la disparition progressive du surplus de la balance des services entamée en 2014. En outre, la balance des biens a recommencé à se dégrader au cours des deux derniers trimestres, notamment sous l'effet de la hausse des prix du pétrole.

Graphique 39. Décomposition du solde courant de la France



Décomposition géographique des déséquilibres commerciaux

La décomposition géographique des soldes commerciaux – mesurant uniquement les échanges de biens – apporte un autre éclairage sur les déséquilibres et permet d'illustrer les sources principales de guerre commerciale entre les pays. Au cours des années 2000, le déficit des échanges commerciaux des États-Unis vis-à-vis de la Chine a souvent alimenté les critiques contre la politique de change du gouvernement chinois, accusé de maintenir une monnaie sous-évaluée. De fait, en 2007, le solde bilatéral du commerce de biens entre les États-Unis et la Chine était déficitaire de 275 milliards de dollars (tableau 18) sur un déficit total de 855 milliards (soit 5,9 points de PIB des États-Unis). Une analyse du commerce en valeur ajoutée permet toutefois d'atténuer le déficit américain à l'égard de la Chine (encadré 3). L'autre source

Tableau 18. Décomposition géographique des échanges de biens : États-Unis et Royaume-Uni¹

En milliards de \$, flux cumulés sur 4 trimestres

	USA		GBR	
	2007	2016-t3	2007	2016-t3
Monde	-855	-733	-196	-227
(En % du PIB)	(-5,9)	(-3,9)	(-6,4)	(-8,6)
Zone Euro	-94	-127	-72	-112
USA			12	0
GBR	-8	3		
DEU	-47	-68	-40	-45
FRA	-15	-16	-9	-8
ESP	-1	-3	-1	-9
ITA	-22	-28	-8	-10
CHN	-275	-350	-38	-40
Asie	-350	-473	-52	-61
Europe de l'Est	1	-5	-10	-16
Exportateurs de pétrole²	-156	3	2	11
MEX	-76	-63		
CAN	-69	-8		

1. Les chiffres donnés dans ce tableau (ainsi que dans les deux suivants) proviennent des statistiques de commerce international (qui fournissent une désagrégation géographique), tandis que les données des graphiques 38 et 39 proviennent des statistiques de balance des paiements (qui couvrent également les services et les revenus). Cette différence explique certaines incohérences apparentes (p.ex. le déficit en biens du Royaume-Uni est de 8,6 % dans le tableau 1, contre 6,7 % dans le graphique 38). Pour une discussion sur les différences méthodologiques entre les deux approches, voir Diev (2004).

2. Dont les pays de l'OPEP et la Russie

Source : FMI (DOTS).

principale du déficit des échanges américains était due aux pays producteurs de pétrole. Le solde vis-à-vis de la zone euro du Mexique ou du Canada était également déficitaire.

En fin d'année 2016, le déficit s'est réduit d'un peu plus de 100 milliards de dollars (soit 3,9 points de PIB), en grande partie en lien avec une amélioration du solde bilatéral vis-à-vis des pays producteurs de pétrole et dans une moindre mesure relativement aux partenaires de l'ALENA (Accord de libre-échange Nord-américain). Autrement, le déficit s'est creusé avec la Chine et la zone euro et notamment l'Allemagne où il est passé de 47 milliards de dollars en 2007 à 68 en 2006.

Pour les autres grands pays (Royaume-Uni, Allemagne, France, Italie et Espagne), on note également qu'il y a globalement une réduction des déficits ou une amélioration des excédents des échanges réalisés avec les pays producteurs de pétrole (tableaux 19 et 20). Par ailleurs, le solde s'est détérioré de 2,2 points de PIB pour le Royaume-Uni, en grande partie du fait des échanges avec les pays de la zone euro¹⁰. Le déficit des échanges avec la Chine a peu augmenté, passant de 38 milliards en 2007 à 40 en fin d'année 2016.

Tableau 19. Décomposition géographique des échanges de biens :
Allemagne et France

En milliards de \$, flux cumulés sur 4 trimestres

	DEU		FRA	
	2007	2016-Q3	2007	2016-Q3
Monde	266	275	-72	-72
(En % du PIB)	(7,7)	(7,9)	(-2,7)	(-2,9)
EUZ	97	13	-84	-102
USA	52	70	7	4
GBR	38	56	10	11
DEU			-36	-30
FRA	37	35		
ITA	27	10	-3	-9
ESP	37	14	7	-3
CHN	-26	3	-13	-12
Asie	-26	-6	-11	-11
Europe de l'Est	36	17	4	-2
Pétrole	16	30	-13	5

Source : FMI (DOTS).

10. L'Allemagne mais aussi l'Irlande, les Pays-Bas et la Belgique.

**Tableau 20. Décomposition géographique des échanges de biens :
Italie et Espagne**

En milliards de \$, flux cumulés sur 4 trimestres

	ITA		ESP	
	2007	2016-Q3	2007	2016-Q3
Monde	-12	55	-138	-26
(En % du PIB)				
Zone Euro	-9	-3	-63	-8
USA	18	24	-1	1
GBR	11	13	0	8
DEU	-23	-7	-35	-14
FRA	11	13	-2	6
ITA			-11	1
ESP	15	2		
CHN	-21	-20	-19	-17
Asie	-24	-24	-26	-25
Europe de l'Est	12	7	-1	1
Pétrole	-34	-3	-31	-10

Source : FMI (DOTS).

Au niveau des pays de la zone euro, on retrouve l'amélioration des échanges de l'Allemagne et de l'Italie vis-à-vis des États-Unis et du Royaume-Uni¹¹. À l'intérieur de la zone euro, l'excédent courant allemand se réduit fortement vis-à-vis de ses partenaires puisqu'il était de 97 milliards de dollars en 2007 et qu'il est retombé à 13 milliards au troisième trimestre 2016. Dans le même temps, l'Allemagne améliore la situation de ses échanges avec la Chine. Cette situation traduit bien la réduction des déséquilibres en cours au sein de la zone euro, rééquilibrage en partie lié à la baisse de la demande dans les pays en crise. À terme et sans ajustement des prix relatifs, le retour de la croissance devrait favoriser la demande et conduire à un nouveau creusement des déséquilibres intra-zone¹². La forte réduction du déficit de l'Espagne avec les autres pays de la zone euro – qui passe de 63 à 8 milliards de dollars – traduit particulièrement la nature de l'ajustement pendant la crise. Enfin, si le solde des échanges de biens s'est stabi-

11. Notons que la base de données du FMI ne corrige pas des erreurs statistiques si bien que l'excédent bilatéral d'un pays A vers un pays B ne correspond pas exactement au déficit du pays B à l'égard du pays A.

12. L'analyse menée dans le rapport iAGS 2017 montre en effet que les balances structurelles – c'est-à-dire corrigée des écarts d'écart de croissance – restent déséquilibrées.

lisé pour la France, c'est uniquement du fait d'un moindre déficit avec les pays producteurs de pétrole. Le déficit s'est en effet accru vis-à-vis des autres partenaires de la zone euro. Ce constat ne tient cependant pas compte des échanges de services qui renforcent le constat d'une perte de vitesse des échanges extérieurs de la France pendant la crise (voir graphique 39).

La tentation de la guerre des monnaies

L'éventualité d'une nouvelle guerre mondiale des monnaies s'est renforcée avec l'arrivée au pouvoir de Donald Trump. Le président américain a en effet multiplié les déclarations laissant entendre que la Chine et l'Allemagne, deux pays qui dégagent d'importants excédents vis-à-vis des États-Unis (voir tableau 18), manipulent leurs monnaies afin de les maintenir sous-évaluées et donc de bénéficier d'un avantage compétitif.

En ce qui concerne la Chine, l'accusation n'est pas nouvelle, et elle a été souvent formulée tout au long des années 2000, en particulier par le FMI. La Chine a en effet régulièrement recours à des contrôles de capitaux et à des interventions sur le marché des changes, mais cela ne suffit pas en soi à caractériser une manipulation monétaire : il faut pour cela que le taux de change observé diverge substantiellement de sa valeur d'équilibre, c'est-à-dire celle qu'on observerait si les forces de marché étaient laissées à leur libre jeu. En l'occurrence, il est établi que le yuan a été largement sous-évalué jusqu'au début des années 2010, conduisant à une importante accumulation de devises étrangères par la Banque Populaire de Chine (jusqu'à 4 000 milliards de dollars à la mi-2014). Mais la situation s'est depuis lors inversée : en 2015 et 2016, les réserves de la banque centrale ont chuté de 25 %, sous l'effet de sorties massives de capitaux. Le FMI a ainsi déclaré en 2015 que le yuan n'était plus surévalué, ce que confirment des études économétriques (Cline, 2016). L'accusation de Trump contre la Chine tombe donc quelque peu à contretemps.

Concernant l'Allemagne, même si l'accusation d'une manipulation délibérée semble bien difficile à étayer, il n'en reste pas moins que l'euro apparaît significativement sous-évalué pour elle (d'environ 31 % au troisième trimestre 2016 selon nos calculs¹³), ce qui lui donne indiscutablement un avantage significatif en

termes de compétitivité-prix. Cette sous-évaluation provient pour partie des divergences internes à la zone euro, mais par ailleurs la zone dans son ensemble affiche également un important déséquilibre extérieur, avec un excédent courant total de plus de 3 % du PIB. Cet excédent exerce des pressions à l'appréciation de l'euro, qui pour le moment ne se manifestent pas, du fait du différentiel de politique monétaire de part et d'autre de l'Atlantique : le cycle de resserrement des taux entamé aux États-Unis alimente l'appréciation du dollar.

Si Donald Trump décidait de traduire en actes ses menaces de rétorsion monétaire, une possibilité pour lui serait d'intervenir dans le processus de décision de la Réserve fédérale, comme il l'a d'ailleurs évoqué pendant sa campagne, afin de freiner la normalisation des taux américains (par rapport à notre scénario de prévision). Entre autres conséquences, cela entraînerait une chute du dollar et donc à terme une diminution de l'excédent commercial européen. Les tensions internes à la zone euro seraient alors attisées car les déséquilibres internes n'y ont pas été totalement résorbés, et un euro plus fort serait difficile à supporter pour les pays du sud de la zone. Dans ce contexte de remise en question des équilibres monétaires internationaux, la mise en place de politiques de reconvergence au sein de la zone euro est donc plus que jamais nécessaire (voir notamment [iAGS, 2017](#)).

Encadré 3. Commerce en valeur ajoutée : une nouvelle lecture des échanges de biens et services

La mesure du commerce en valeur ajoutée vient donner une autre lecture des relations commerciales existant entre pays. Les données de commerce extérieur inscrites dans la comptabilité nationale comptabilisent à leurs valeurs d'échange (ou valeurs brutes) les flux de biens et services entre un pays et son partenaire avec qui se fait directement la transaction. Une autre approche, basée sur la demande finale, consiste à décomposer et à réaffecter aux pays d'origine, la valeur ajoutée (VA) contenue dans les biens et services consommés ou investis. Cette mesure se fait à partir des statistiques de commerce bilatéral, des tableaux mondiaux d'input et d'output et du modèle de matrice inversée de Leontief. L'OCDE fait ce travail de reconstitution des

13. Calculs de iAGS 2017 actualisés avec les données du troisième trimestre 2016.

chaînes de production. Les données sont disponibles dans la base Trade in Value Added (TiVA) pour 61 pays et 34 secteurs sur les années 1995 à 2011. Le lien comptable entre l'approche en valeur brute et l'approche en valeur ajoutée existe. Les exportations mesurées à leur valeur brute sont constituées pour partie des consommations intermédiaires fabriquées à l'étranger, importées puis réexportées après transformation (donc la valeur ajoutée étrangère), et de la valeur ajoutée domestique (VAD) exportée (entrant dans la demande finale étrangère). Les importations en valeur brute, elles, sont constituées de la valeur ajoutée étrangère contenue dans la demande finale du pays d'accueil, augmentée des consommations intermédiaires importées qui seront réexportées après transformation. Ce que l'on appelle « commerce vertical » correspond aux importations de consommations intermédiaires qui sont réexportées. Au niveau mondial, ces flux représentaient 40 % des échanges en 2011 contre 32 % en 1995. Du fait de ce double comptage, ces flux s'annulent en termes agrégés. Le solde des échanges de biens et services pour un pays donné reste identique, qu'il soit mesuré en valeur d'échange ou en valeur ajoutée. Ceci n'est pas vrai en solde bilatéral : les inputs importés d'un pays ne sont pas nécessairement réexportés vers le même pays.

En résumé, et en considérant un monde à trois pays A, B et RDM (reste du monde), on a :

Exportations brutes de A vers B = Consommations intermédiaires importées de RDM puis réexportées vers B + VAD exportée vers B = consommations intermédiaires importées de RDM puis réexportées vers B + VAD destinée à la demande finale de B + VAD exportée vers B et réexportée vers RDM (ou A).

Importations brutes de A en provenance de B = VA étrangère importée de B puis réexportée vers RDM (ou B) + VA étrangère importée de B et destinée à la demande finale de A.

Cette approche permet d'avoir une nouvelle lecture des relations commerciales entre pays et surtout de mesurer in fine les relations qui lient les pays entre eux à partir du lieu d'utilisation finale. D'où provient au final la valeur ajoutée d'un bien consommé dans un pays¹⁴ ? Quel est le degré d'exposition d'un pays à un choc de demande finale (ou un choc d'offre¹⁵) d'un pays étranger ? Quelle est l'importance du commerce vertical dans les flux d'importations et d'exportations d'un pays ?

En 2011, date des dernières données disponibles pour le commerce en VA, l'Allemagne était déjà le seul des six pays étudiés ici à dégager un fort excédent commercial en biens et services : 5,6 % du PIB. Les États-Unis enregistraient un déficit de 4,1 % du PIB, supérieur à celui de la

14. Voir Daudin *et al.* (2006).

15. Voir Cochard *et al.* (2016).

France (-3,4 %) et surtout du Royaume-Uni, de l'Espagne et de l'Italie (autour de -1,5 %). Plusieurs résultats ressortent de cette nouvelle approche en VA :

- Par rapport aux données en valeur brute, les déséquilibres bilatéraux sont généralement atténués, notamment entre les quatre grands pays de la zone euro et la Chine (tableau 21). Si l'Allemagne maintient son excédent inchangé vis-à-vis de l'UE 15, la France et l'Italie réduisent leur déficit de 0,6 et 0,3 point de PIB tandis que l'Espagne réduit son excédent de 0,9 point de PIB. Le Royaume-Uni et les États-Unis par contre augmentent leur déficit de 0,3 point de PIB chacun. Vis-à-vis des pays d'Europe de l'Est, tous les pays réduisent leur déficit, notamment l'Allemagne qui in fine enregistre un solde équilibré et le Royaume-Uni. Vis-à-vis des États-Unis, l'Allemagne est le seul des trois pays qui dégage un excédent, qui de plus s'accroît (+0,2 point de PIB). La France devient légèrement excédentaire pendant que l'Espagne efface une partie de son déficit.

Tableau 21. Soldes bilatéraux

En % du PIB

Vers	De		DEU		FRA		ITA		ESP		GBR		USA	
	VB	VA	VB	VA	VB	VA	VB	VA	VB	VA	VB	VA	VB	VA
DEU			-1,0	-0,9	-1,0	-0,8	-0,1	-0,2	-0,6	-0,6	-0,2	-0,2		
FRA	0,8	0,7			0,3	0,2	0,8	0,6	-0,3	-0,1	0,0	0,0		
ITA	0,6	0,5	-0,3	-0,1			0,2	0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1		
ESP	0,0	0,1	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1			-0,3	-0,3	0,0	0,0		
GBR	0,4	0,4	0,2	0,1	0,3	0,2	0,6	0,5			-0,1	-0,1		
USA	0,8	1,0	-0,1	0,1	0,8	0,7	-0,2	-0,1	0,9	0,9				

VB : valeur brute ; VA : valeur ajoutée.

Sources : OECD, Base TiVA, calculs des auteurs.

Vis-à-vis de la Chine, les déséquilibres se réduisent : l'excédent allemand se réduit de 0,6 point de PIB alors que le déficit des autres pays retenus ici s'atténue d'environ 0,3 point de PIB. Si le déficit américain reste le plus élevé, c'est malgré tout celui qui enregistre la correction la plus forte (0,7 point de PIB).

Du côté des exportations, les flux sont moins importants en valeur ajoutée qu'en valeur brute. Ceci s'explique de deux façons. D'abord, comme on l'a dit, les exportations brutes ont un fort contenu en commerce vertical qui n'apparaît plus dans le commerce en valeur ajoutée. Cela concerne un quart de la valeur brute des exportations dans les quatre grands pays de la zone euro. Cette part est légèrement moins élevée au Royaume-Uni (23 %) du fait d'un moindre contenu en inputs importés dans les services, et beaucoup plus aux États-Unis (14 %), qui bénéficient de leur effet taille. À l'opposé, les exportations de la Chine ont un fort contenu en inputs importés (32 %), signe de l'importance du

pays dans le circuit des chaînes de valeur. Le deuxième élément d'explication est qu'une partie de la valeur ajoutée domestique exportée n'est pas consommée dans le pays avec qui est enregistrée la transaction mais est utilisée comme input destiné à être réexporté. Cette part va de 15 % des exportations brutes en Chine à 25 % pour l'Allemagne, le Royaume-Uni et les États-Unis. Une partie marginale de cette valeur ajoutée réexportée sera d'ailleurs réimportée vers le pays initial pour y être consommée ou investie. Au final, en moyenne, seulement la moitié des exportations brutes des quatre pays de la zone euro sont de la valeur ajoutée domestique consommée dans les pays partenaires « de premier rang » (soit 21 % du PIB allemand et 21 % du PIB français, alors que les exportations brutes représentent respectivement 43 % et 28 % de leur PIB). Cette part atteint 60 % aux États-Unis. Le reste viendra alimenter le commerce vertical du pays importateur. Cette partie sera néanmoins consommée ou investie dans un pays tiers et n'apparaît pas dans les statistiques de commerce bilatéral brut. Dans le tableau 22, et même si les contenus sont différents, nous pouvons comparer les deux sources d'informations que sont les exportations brutes bilatérales des cinq grands pays et leurs exportations en valeur ajoutée vers le pays d'utilisation finale. Ce dernier indicateur peut être compris comme l'élasticité du PIB à la demande finale étrangère.

Tableau 22. Exportations brutes et en valeur ajoutée*

En % du PIB

Vers	De DEU		FRA		ITA		ESP		GBR		USA	
	VB	VA	VB	VA	VB	VA	VB	VA	VB	VA	VB	VA
DEU			3,8	2,3	3,8	2,4	3,6	2,4	3,4	2,2	0,6	0,5
FRA	3,7	2,4			3,3	2,1	4,6	3,0	2,2	1,6	0,4	0,4
ITA	2,9	1,9	2,3	1,6			2,7	1,7	1,2	0,9	0,2	0,2
ESP	1,5	1,1	2,0	1,2	1,7	1,0			1,4	1,0	0,2	0,2
GBR	2,8	1,9	2,2	1,6	1,6	1,2	3,0	2,1			0,6	0,5
USA	3,5	3,3	2,2	2,0	2,4	2,2	1,8	1,7	4,8	4,2		
CHN	3,3	1,9	1,2	0,8	1,2	0,8	0,7	0,5	1,1	0,9	1,0	0,7

VB : valeur brute ; VA : valeur ajoutée
* Les exportations en valeur ajoutée correspondent au contenu en VA de la demande finale du pays étranger.
Sources : OECD, Base TiVA, calculs des auteurs

Globalement, il ressort que

- La France n'est plus le premier marché d'exportations de l'Allemagne mais s'efface nettement derrière les États-Unis dès lors que l'on considère le commerce en VA ;
- La prédominance de l'Allemagne comme débouché des exportations françaises est moins marquée en valeur ajoutée. La sensibilité à un choc allemand est en fait à peine supérieure à un choc en provenance des États-Unis ;

- L'Italie est aussi nettement moins dépendante des demandes finales allemande et française que ce qu'il ressort des données brutes ;
- C'est aussi le cas de l'Espagne, notamment vis-à-vis de l'Italie ;
- Le lien entre le Royaume-Uni et l'Allemagne est sensiblement réduit en valeur ajoutée, même si l'Allemagne demeure le principal marché européen du Royaume-Uni ;
- Les États-Unis, du fait de leur taille, enregistrent peu d'écarts entre les deux mesures ;
- Au final, l'Allemagne reste le pays le plus exposé à une variation de la demande finale chinoise, mais moins que ce que peuvent laisser penser les données brutes.

Le tableau 23 fournit une autre vision des importations, à savoir la valeur ajoutée étrangère qui sera consommée ou investie dans le pays importateur. On peut assimiler cette mesure à un véritable taux de pénétration puisque sont exclues de cette mesure les importations qui seront réexportées et consommées ailleurs. Les données sont présentées en pourcentage de la demande finale locale.

Tableau 23. Importations brutes et valeur ajoutée étrangère destinée à la demande finale locale

En % de la demande finale locale, 2011

	DEU		FRA		ITA		ESP		GBR		USA	
	VB	VA	VB	VA	VB	VA	VB	VA	VB	VA	VB	VA
VA domestique	60,5	73,5	69,7	77,3	67,6	76,4	66,2	75,5	66,3	74,5	82,9	85,8
VA importée	39,5	26,5	30,3	22,7	32,4	23,6	33,8	24,5	33,7	25,5	17,1	14,2
en provenance de...												
DEU			4,7	3,1	4,8	3,2	3,7	2,6	4,0	2,8	0,8	0,8
FRA	3,1	1,9			2,9	2,0	3,7	2,3	2,4	1,7	0,4	0,4
ITA	2,4	1,5	2,5	1,7			2,5	1,5	1,4	1,1	0,3	0,3
ESP	1,6	1,0	2,4	1,5	1,8	1,2			1,7	1,3	0,2	0,2
GBR	2,5	1,6	1,9	1,4	1,3	1,1	2,4	1,7			0,8	0,7
USA	2,8	2,4	2,2	1,9	1,5	1,5	2,0	1,8	3,8	3,3		
CHN	2,5	1,6	2,2	1,5	2,2	1,5	2,2	1,6	2,5	1,8	2,9	1,9

VB : valeur brute ; VA : valeur ajoutée

Sources : OECD, Base TiVA, calculs des auteurs.

Plusieurs remarques à la lecture du tableau :

C'est en Allemagne que l'écart entre les deux mesures est le plus élevé. Au final, si l'Allemagne reste un pays plus ouvert que ses partenaires européens en valeur ajoutée, le contenu en valeur ajoutée étrangère dans la demande finale locale se rapproche de la structure des autres pays. La baisse vient surtout de l'écart entre les importations et la valeur ajoutée en provenance de la France ;

La France est à l'opposé le pays où la part des importations brutes dans la demande finale est la plus faible mais aussi celui où la différence entre ce ratio et celui de valeur ajoutée étrangère destinée à la demande finale française, rapportée à la demande finale est la plus faible. Cela souligne un rapprochement des taux de pénétration entre pays de la zone euro.

Les États-Unis, pays structurellement peu ouvert, enregistrent une différence moins marquée qu'ailleurs entre les deux mesures. C'est néanmoins dans ce pays que la différence du solde bilatéral avec la Chine est la plus forte. La Chine reste malgré tout le premier fabricant étranger de biens et services consommés aux États-Unis.

9. Situation conjoncturelle : tour du monde

Zone euro : croissance à petits pas

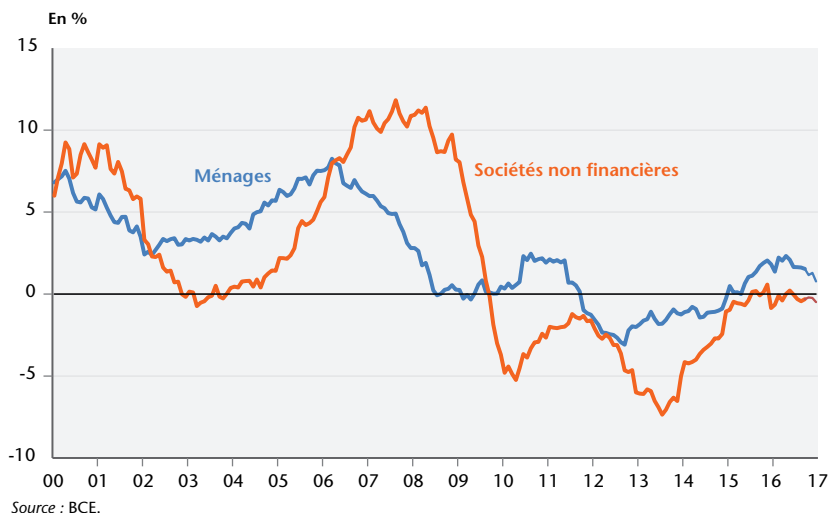
Fin 2016, soit huit ans après le début de la Grande Récession, le PIB par habitant de la zone euro était toujours inférieur à son niveau d'avant-crise et le taux de chômage sur l'ensemble de l'année supérieur de 2,5 points à celui de l'année 2007. Comparativement à la situation du Royaume-Uni ou des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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

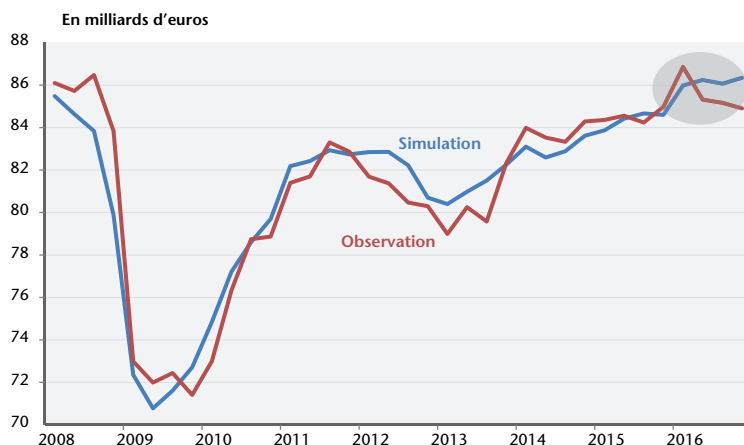
17. L'équation retenue est la suivante :

$$\Delta \log(I/VA) = -0,44 - 0,239 * (\log(I(-1)/VA(-1)) + 0,07 * \log(CRK(-1)) - 0,01 * TM(-1)) \\ + 0,375 * \Delta \log(VA) + 0,616 * \Delta \log(VA(-1)) - 0,138 * \Delta \log(I(-1)/VA(-1)) + 0,026 * 19900 + 0,235 * AR(4),$$

Avec I/VA : le taux d'investissement, CRK le coût réel du capital (le coût du capital est calculé comme le prix de l'investissement que multiplie la somme du taux d'intérêt réel sur les nouveaux prêts aux entreprises non financières (déflaté par le prix de l'investissement) et du taux de dépréciation du capital productif ; il est déflaté par le prix de la valeur ajoutée marchande), TM le taux de marge des entreprises net de la consommation de capital fixe et de l'impôt sur les sociétés, VA la valeur ajoutée des entreprises et 19900 une indicatrice pour les années 1999 et 2000.

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

Graphique 41. Investissement productif privé non résidentiel réel



Sources : Destatis, calculs OFCE.

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

Royaume-Uni : jusqu'ici tout va bien

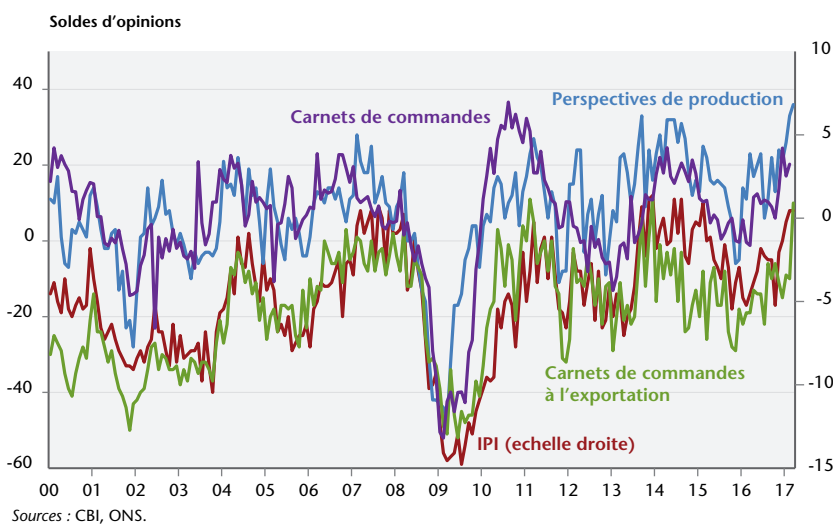
La croissance du PIB britannique a été de 0,7 % au quatrième trimestre 2016, soit, en 2016, de 1,8 % en moyenne annuelle et 1,9 % en glissement sur un an. Le vote des Britanniques en faveur d'une sortie du Royaume-Uni de l'UE le 23 juin 2016 n'a pas été suivi d'un ralentissement de l'économie au second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

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

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

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

Graphique 42. Enquêtes de confiance au Royaume-Uni

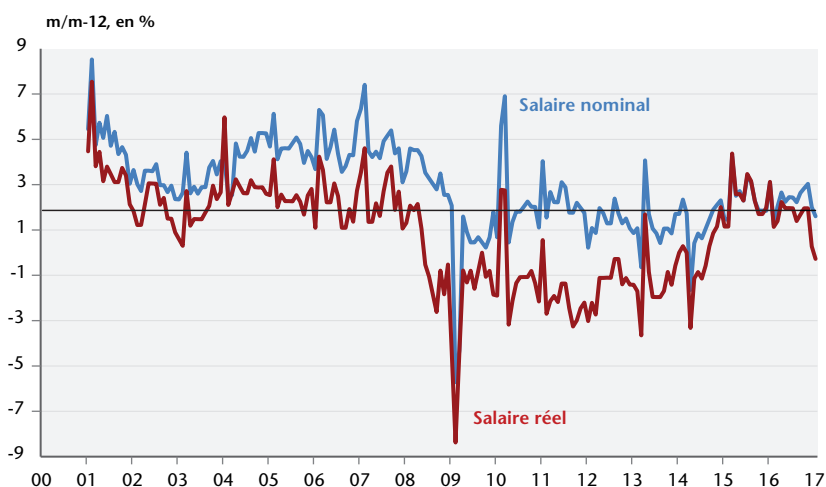


Le taux de chômage a baissé de 5,1 % à la fin 2015 à 4,7 %, au sens du BIT, en décembre 2016. C'est le plus bas taux de chômage depuis l'été 1975, mais cela ne signifie pas pour autant que l'économie britannique est au plein emploi. Le taux de chômage britannique est aujourd'hui plus faible qu'il ne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

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

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

Graphique 43. Évolution des salaires nominaux* et réels



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

Source : ONS.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Quels impacts du Brexit ?

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

Une partie du scénario s'est effectivement réalisée :

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

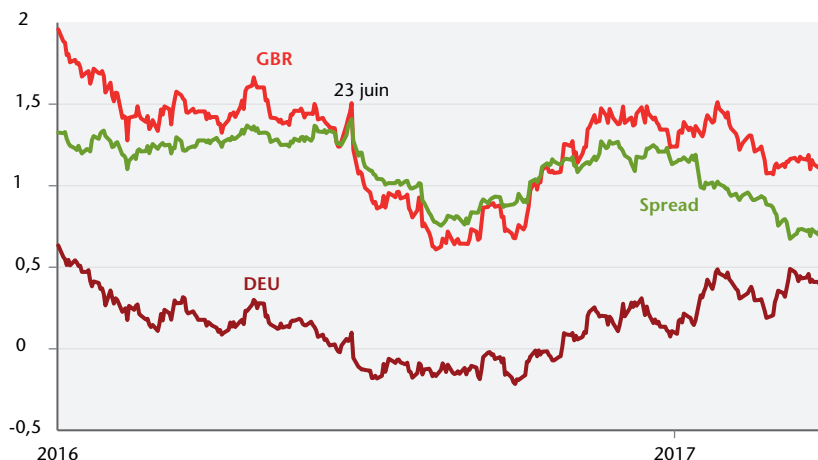
18. Le taux de pénétration est défini comme le rapport des importations à la demande intérieure.

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

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

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

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



Source : Thomson Reuters.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Source : Estimations OFCE.

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

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

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

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

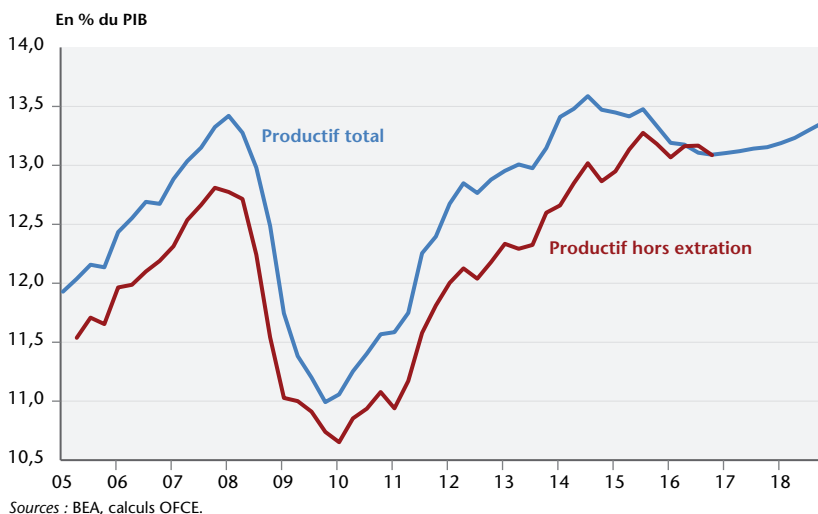
Le ralentissement de la croissance en 2016 s'explique exclusivement par celui de la demande intérieure, la contribution du commerce extérieur ayant été nettement moins négative en 2016 qu'en 2015. Le facteur le plus important tient à la normalisation du comportement de stockage des entreprises. Après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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

Pays émergents : vers la fin du ralentissement

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

La Chine : priorité à la stabilisation de la croissance

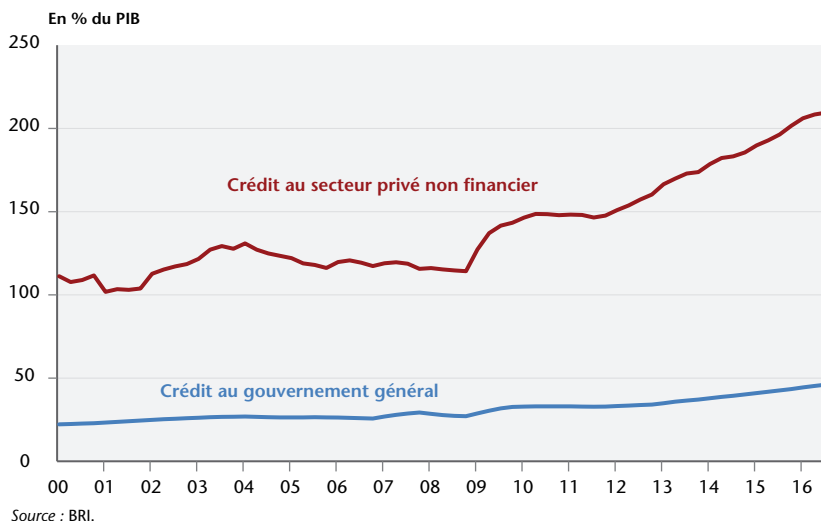
Après avoir été supérieure à 10 % l'an entre 2003 et 2010, la croissance chinoise n'a cessé de ralentir depuis 2011 au point que les autorités sont intervenues pour freiner le mouvement. Selon les données officielles, le taux de croissance s'est stabilisé à 6,7 % sur un an depuis le deuxième trimestre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

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

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

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

Graphique 46. Dette du secteur non financier en Chine



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

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

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

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

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

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

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

L'Amérique latine a touché le fond

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

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

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

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

Pays membres de l'Europe de l'Est

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

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

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

Références

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

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

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

	2016				2017				2018				2015	2016	2017	2018
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Taux de change ¹																
1 €=...dollars	1,09	1,14	1,11	1,10	1,06	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,11	1,11	1,05	1,05
1 \$=...yens	118,0	109,0	103,0	107,0	115,0	115,0	117,0	120,0	120,0	120,0	120,0	120,0	120,9	109,3	116,7	120,0
1 £=...euros	1,32	1,27	1,19	1,15	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17	1,38	1,23	1,17	1,17
Taux d'intérêt directeurs des banques centrales¹																
USA	0,50	0,50	0,50	0,54	0,83	1,08	1,33	1,50	1,75	2,00	2,25	2,50	0,26	0,51	1,19	2,13
JPN	0,00	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	-0,07	-0,08	0,00
EUZ	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,33	0,50	0,05	0,01	0,00	0,27
GBR	0,50	0,50	0,34	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	0,50	0,50	0,40	0,25	0,38
Taux d'intérêt à 10 ans¹																
USA	1,9	1,8	1,6	2,1	2,4	2,6	3,0	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	2,1	1,8	2,9	3,50
JPN	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4	-0,1	0,1	0,10
EUZ	1,1	1,0	0,7	0,9	1,3	1,2	1,3	1,3	1,5	1,5	1,5	1,5	1,3	0,9	1,3	1,50
GBR	1,7	1,6	1,0	1,1	1,3	1,2	1,4	1,4	1,5	1,5	1,7	1,7	1,9	1,3	1,3	1,60
Matières premières																
Prix du pétrole Brent, en \$ ¹	34,1	45,6	45,9	49,5	53,7	58,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	52,5	43,8	57,9	60,0
Prix du pétrole Brent, en € ¹	31,3	40,1	41,2	45,1	50,7	55,2	57,1	57,1	57,1	57,1	57,1	57,1	47,1	39,4	55,1	57,1
Matières premières industrielles ²	-17,4	25,6	3,2	11,2	8,0	-0,7	-0,5	-0,4	-0,4	-0,2	-0,4	-0,3	-41,9	-12,7	23,2	-1,53

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 2017.

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

Millions de barils/jour sauf mention contraire, cvs

	2016				2017				2018				2015	2016	2017	2018
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Demande mondiale	95,9	96,5	96,8	96,7	97,5	98,1	98,3	98,4	99,1	99,6	99,6	99,9	95,1	96,5	98,1	99,6
<i>En taux de croissance¹</i>													1,6	1,0	1,5	1,6
<i>PIB mondial¹</i>													3,0	2,9	2,9	3,2
<i>Intensité pétrolière¹</i>													-1,4	-1,9	-1,4	-1,6
Production mondiale	98,0	97,4	97,0	98,1	97,3	97,5	97,9	98,5	98,9	99,2	99,4	99,7	97,5	97,6	97,8	99,3
<i>Dont OPEP</i>	39,3	39,4	39,1	40,0	39,4	39,3	39,6	39,9	40,2	40,2	40,2	40,2	38,7	39,4	39,5	40,2
<i>Non OPEP</i>	58,7	58,0	58,0	58,1	58,0	58,2	58,4	58,7	58,8	59,0	59,3	59,5	58,8	58,2	58,3	59,1
Variation de Stock	2,1	0,9	0,2	1,4	-0,2	-0,6	-0,4	0,1	-0,2	-0,4	-0,2	-0,2	2,4	1,2	-0,3	-0,2
<i>Dont OCDE</i>	0,9	-0,1	0,3	0,5	0,3	-0,4	-0,3	0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	0,7	0,0	0,0	0,0
Prix du pétrole Brent en \$²	34,1	45,6	45,9	49,5	53,7	58,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	52,5	43,8	57,9	60,0
Prix des matières premières industrielles ¹	-17,4	25,6	3,2	11,2	7,7	-0,7	-0,5	-0,4	-0,4	-0,2	-0,4	-0,3	-41,9	-12,7	23,2	-1,5
Taux de change 1 € = ...\$	1,10	1,29	1,12	1,08	1,06	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05	1,11	1,15	1,05	1,05
Prix du Brent en €	30,8	35,3	41,0	45,8	50,7	55,2	57,1	57,1	57,1	57,1	57,1	57,1	47,5	38,2	55,1	57,1

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

2. En dollars, moyenne sur la période.

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

A3. États-Unis : résumé des prévisions

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

	2016				2017				2018				2014	2015	2016	2017	2018
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,2	0,4	0,9	0,5	0,3	0,3	0,3	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6	2,4	2,6	1,6	1,8	2,3
PIB par habitant	0,1	0,2	0,7	0,3	0,2	0,1	0,1	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	1,6	1,9	0,9	1,0	1,6
Consommation des ménages	0,4	1,1	0,7	0,7	0,3	0,3	0,3	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	2,9	3,2	2,7	2,1	2,5
Consommation publique	0,0	0,1	0,4	-0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,7	1,6	0,8	0,7	1,1
FBCF totale dont :	-0,3	-0,2	0,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,9	1,1	1,2	1,2	1,2	5,5	3,9	0,6	2,3	4,2
Production privée	-0,9	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,7	0,9	1,0	1,1	1,1	6,0	2,1	-0,5	1,7	3,4
Logement	1,9	-2,0	-1,1	2,3	1,5	1,5	1,5	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	3,5	11,7	4,9	4,6	6,8
Administrations publiques	2,2	-2,6	-0,9	1,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	-1,4	2,4	0,9	1,0	2,2
Exportations de biens et services	-0,2	0,4	2,4	-1,0	0,1	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	4,3	0,1	0,4	1,1	1,1
Importations de biens et services	-0,2	0,0	0,5	2,1	0,5	0,5	0,6	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8	4,4	4,6	1,1	3,2	2,9
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,3	0,6	0,5	0,7	0,4	0,4	0,4	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	2,7	3,1	2,1	1,9	2,7
Variations de stocks	-0,1	-0,3	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,2	-0,4	0,2	0,0
Commerce extérieur	0,0	0,0	0,2	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,7	-0,1	-0,4	-0,3
Prix à la consommation (IPCH) *	1,1	1,1	1,1	1,8	2,7	2,6	2,7	2,6	2,3	2,4	2,5	2,5	1,6	0,1	1,3	2,6	2,4
Taux de chômage	5,0	4,9	4,9	4,7	4,7	4,9	5,1	5,3	5,1	5,0	4,8	4,7	6,2	5,3	4,9	5,0	4,9
Solde courant, en % du PIB													-2,3	-2,6	-2,6	-2,6	-3,0
Solde public, en % du PIB													-4,9	-4,3	-5,0	-5,2	-6,1
Dette publique, en % du PIB													101,8	101,7	102,8	104,3	105,4
Impulsion budgétaire, en points de PIB													-0,6	-0,2	0,5	0,3	1,0
PIB zone euro	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	1,2	1,9	1,7	1,6	1,4

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

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

A4. Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2016				2017				2018				2014	2015	2016	2017	2018
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	1,2	1,9	1,7	1,6	1,4
PIB par habitant	0,4	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,8	1,6	1,4	1,3	1,1
Consommation des ménages	0,7	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,8	1,8	1,9	1,4	1,3
Consommation publique	0,7	0,3	0,1	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,6	1,3	1,8	1,3	1,1
FBCF totale dont :	0,3	1,2	-0,7	0,6	0,7	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	1,5	3,0	2,5	1,9	2,1
Productive hors bâtiment	-0,2	2,9	-1,7	0,3	1,0	0,3	0,7	0,6	0,4	0,4	0,4	0,3	4,9	5,0	3,7	1,6	1,7
Logement	1,1	0,6	1,0	1,2	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	-0,2	2,0	3,7	3,1	2,3
Construction	1,2	-1,3	0,9	0,9	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	-2,4	0,9	0,7	1,9	1,5
Exportations de biens et services	0,2	1,3	0,3	1,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	4,4	6,3	2,7	3,0	2,2
Importations de biens et services	-0,1	1,4	-0,1	2,0	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	4,9	6,3	3,4	3,3	2,2
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,6	0,5	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,9	1,9	1,9	1,5	1,4
Variations de stocks	-0,2	-0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,2	-0,1	0,1	0,0
Commerce extérieur	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	0,0
Prix à la consommation (IPCH)*	0,1	-0,1	0,3	0,7	1,8	1,8	1,9	1,9	1,6	1,4	1,4	1,4	0,4	0,0	0,2	1,9	1,4
Taux de chômage	10,3	10,1	9,9	9,7	9,5	9,4	9,3	9,3	9,2	9,2	9,1	9,1	11,6	10,9	10,0	9,4	9,2
Solde courant, en % du PIB													2,4	3,0	3,4	3,5	3,5
Solde public, en % du PIB													-2,6	-2,1	-1,8	-1,6	-1,4
Dette publique, en % du PIB													92	90	87	85	84
Impulsion budgétaire, en points de PIB													-0,2	0,1	0,1	0,0	-0,2
PIB États-Unis	0,2	0,4	0,9	0,5	0,3	0,3	0,3	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6	2,4	2,6	1,6	1,8	2,3

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

Sources : Eurostat, prévision OFCE avril 2017.

A5. Allemagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2016				2017				2018				2014	2015	2016	2017	2018
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,7	0,5	0,1	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,6	1,5	1,8	1,5	1,3
PIB par habitant	0,4	0,1	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	1,2	0,6	0,5	0,7	0,9
Consommation des ménages	0,7	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	1,0	1,9	1,8	1,4	1,5
Consommation publique	1,3	0,9	0,2	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	1,2	2,8	4,0	2,8	2,1
FBCF totale dont :	1,0	-1,5	0,0	0,8	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	4,0	1,4	1,3	1,4	1,7
Productive privée	0,8	-2,0	0,5	-0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	5,5	1,5	0,1	0,2	1,2
Logement	2,0	0,6	0,0	1,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	3,0	0,9	4,0	2,9	2,0
Administrations publiques	-0,5	-3,7	-2,7	5,4	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	-1,6	1,4	1,2	3,9	3,2
Exportations de biens et services	1,4	1,2	-0,3	1,8	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	4,0	4,6	2,4	2,8	2,1
Importations de biens et services	1,4	0,1	0,4	3,1	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	4,0	5,0	3,6	4,4	3,0
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	1,0	0,0	0,1	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,4	1,8	2,2	1,6	1,6
Variations de stocks	-0,4	-0,1	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	0,4	0,0
Commerce extérieur	0,1	0,5	-0,3	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	0,1	-0,3	-0,5	-0,3
Prix à la consommation (IPCH)*	0,1	0,0	0,4	1,0	2,1	2,1	2,4	2,3	2,0	1,7	1,8	1,7	0,8	0,1	0,4	2,2	1,8
Taux de chômage	4,3	4,2	4,1	3,9	3,9	3,9	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	5,0	4,6	4,2	3,9	4,0
Solde courant, en % du PIB													7,3	8,5	8,5	7,4	6,2
Solde public, en % du PIB													0,3	0,7	0,8	0,7	0,7
Dettes publiques, en % du PIB													74,9	71,2	68,2	65,4	62,7
Impulsion publique, en points de PIB													0,2	0,0	0,5	0,3	0,1
PIB zone euro	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	1,2	1,9	1,7	1,6	1,4

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

Sources : Bundesbank, Statistisches Bundesamt, prévision OFCE avril 2017.

A6. France : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2016				2017				2018				2014	2015	2016	2017	2018
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,6	-0,1	0,2	0,5	0,3	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,7	1,2	1,1	1,4	1,4
PIB par habitant	0,6	-0,2	-0,1	0,4	0,2	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,7	0,7	1,0	1,0
Consommation des ménages	1,2	0,2	0,1	0,6	0,1	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,7	1,5	1,8	1,4	1,4
Consommation publique	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,2	1,4	1,4	1,4	1,2
FBCF totale dont :	1,1	0,1	0,2	0,6	0,9	0,3	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	-0,4	0,9	2,7	2,1	1,8
SNFEI	1,9	0,1	-0,1	0,9	1,3	0,0	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	1,4	2,7	3,9	2,4	1,9
Ménages	0,5	0,5	0,7	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	-3,5	-0,8	2,1	3,3	2,5
Administrations publiques	-0,7	-0,7	0,2	-1,2	-0,4	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	-5,8	-3,9	-0,7	-1,1	0,6
Exportations de biens et services	-0,2	-0,1	0,8	1,4	-0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	3,4	6,0	1,2	1,6	1,8
Importations de biens et services	0,5	-1,5	2,6	0,8	1,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	4,8	6,4	3,5	3,8	1,8
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	1,0	0,2	0,2	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,6	1,3	1,9	1,6	1,5
Variations de stocks	-0,2	-0,8	0,7	-0,2	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,1	0,0	0,6	0,0
Commerce extérieur	-0,2	0,5	-0,6	0,2	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,3	-0,8	-0,8	-0,1
Prix à la consommation (IPCH)*	0,0	0,1	0,4	0,7	1,5	1,7	1,9	1,9	1,8	1,6	1,5	1,5	0,6	0,1	0,3	1,8	1,6
Taux de chômage	9,9	9,6	9,8	9,7	9,5	9,5	9,4	9,4	9,3	9,3	9,3	9,3	9,9	10,1	9,8	9,5	9,3
Solde public, en % du PIB													-3,9	-3,6	-3,4	-3,0	-2,5
Dette publique, en % du PIB													94,9	95,6	96,0	95,9	95,5
Impulsion budgétaire, en points de PIB													-0,4	-0,4	-0,1	-0,1	-0,4
PIB zone euro	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	1,2	1,9	1,7	1,6	1,4

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

Sources : INSEE, prévision OFCE avril 2017.

A7. Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2016				2017				2018				2014	2015	2016	2017	2018
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,4	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,7	1,0	0,8	0,4
PIB par habitant	0,5	0,1	0,3	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,6	0,5	1,0	0,6	0,2
Consommation des ménages	0,2	0,5	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	1,6	1,3	0,6	0,3
Consommation publique	0,9	-0,3	-0,2	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,7	0,6	0,3	0,0
FBCF totale dont :	1,0	0,4	1,5	1,3	0,6	0,6	0,6	0,6	0,2	0,2	0,1	0,0	-2,2	1,4	3,1	3,3	1,3
productive	2,8	1,2	3,5	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,4	0,3	0,3	0,3	1,9	4,9	7,1	4,6	1,9
logement	0,8	0,3	0,5	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-6,7	1,5	3,1	0,9	0,7
Exportations de biens et services	-0,7	2,2	0,3	1,9	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	2,4	4,1	2,6	3,0	0,9
Importations de biens et services	-1,1	2,2	1,0	2,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	3,1	6,7	3,1	3,2	0,8
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,3	0,3	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,4	1,0	1,4	1,0	0,4
Variations de stocks	-0,1	-0,3	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,2	-0,4	-0,1	0,0
Commerce extérieur	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	0,0	0,0
Prix à la consommation (IPCH)¹	0,0	-0,4	0,0	0,2	1,3	1,2	1,4	1,5	1,4	1,3	1,3	1,3	0,2	0,1	-0,1	1,4	1,3
Taux de chômage	11,6	11,6	11,6	11,8	11,8	11,8	11,7	11,7	11,7	11,8	11,8	11,8	12,6	11,9	11,7	11,8	11,8
Solde courant, en % de PIB													1,9	1,6	2,7	2,1	1,8
Solde public, en % de PIB													-3,0	-2,6	-2,4	-2,1	-1,6
Dette publique, en % du PIB													132,1	132,7	132,8	132,2	131,9
Impulsion budgétaire, en points de PIB													0,5	0,0	0,3	-0,1	-0,3
PIB zone euro	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	1,2	1,9	1,7	1,6	1,4

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

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

A8. Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2016				2017				2018				2014	2015	2016	2017	2018
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,8	0,8	0,7	0,7	0,4	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	1,4	3,2	3,2	2,0	1,8
PIB par habitant	0,8	0,8	0,7	0,7	0,4	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	1,7	3,3	3,3	2,0	1,8
Consommation des ménages	0,9	0,7	0,6	0,8	0,6	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	1,6	2,9	3,2	2,3	1,9
Consommation publique	0,2	-0,6	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,3	2,0	0,8	0,0	0,5
FBCF totale ¹ dont :	0,4	1,4	-0,1	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	3,8	6,0	3,1	1,6	1,9
Productive	0,2	1,5	-0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	2,9	7,1	2,9	1,0	1,2
Logement	1,1	0,9	0,4	1,4	0,8	0,8	0,8	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	6,2	3,1	3,7	3,5	3,8
Exportations de biens et services	0,2	3,4	-1,2	2,0	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6	0,7	0,7	4,2	4,9	4,4	3,2	2,6
Importations de biens et services	-0,2	2,6	-2,0	1,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	6,5	5,6	3,3	2,4	2,2
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,6	0,6	0,4	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	1,6	3,2	2,6	1,6	1,6
Variations de stocks	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2	0,1	0,0
Commerce extérieur	0,1	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,4	0,0	0,5	0,4	0,3
Prix à la consommation (IPCH) ²	-0,8	-1,0	-0,3	0,8	2,8	2,6	2,3	1,8	0,9	0,7	0,7	0,7	-0,2	-0,5	-0,2	2,4	0,7
Taux de chômage	21,0	20,0	18,9	18,6	18,2	17,9	17,7	17,5	17,3	17,1	16,9	16,8	24,4	22,1	19,6	17,8	17,0
Solde courant, en % de PIB													1,1	-0,4	-1,1	-1,6	-1,6
Solde public, en % de PIB ³													-6,0	-5,1	-4,7	-3,8	-3,0
Dette publique, en % de PIB													98,1	99,7	100,6	102,3	102,5
Impulsion budgétaire, en points de PIB													-0,3	0,8	0,4	-0,4	0,0
PIB zone euro	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	1,2	1,9	1,7	1,6	1,4

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 avril 2017.

A9. Royaume-Uni : résumé des prévisions

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

	2016				2017				2018				2014	2015	2016	2017	2018
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,2	0,6	0,5	0,7	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	3,1	2,2	1,8	1,7	1,1
PIB par habitant	0,0	0,4	0,3	0,5	0,2	0,2	0,1	0	0,1	0,1	0,1	0,1	2,5	1,4	1,1	1,0	0,3
Consommation des ménages ¹	0,7	0,7	0,7	0,7	0,4	0,2	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	2,2	2,4	2,8	1,6	-0,1
Consommation publique	0,4	0,2	-0,1	0,0	0,5	0,5	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	2,3	1,3	0,8	1,2	1,0
FBCF totale ² dont :	0,0	0,2	0,6	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	6,7	3,4	0,5	0,1	0,4
Productive privée	-1,1	0,8	0,4	-0,9	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	0,4	0,4	3,9	5,1	-1,5	-1,3	-1,0
Logement	2,3	-1,5	-0,4	1,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	13,4	3,0	4,5	2,0	2,2
Administrations publiques	0,2	1,3	2,9	1,3	-0,9	0,0	0,0	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	6,3	-1,3	1,4	2,0	1,8
Exportations de biens et services	-2,9	1,3	-2,1	4,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	1,5	6,1	1,8	4,4	2,6
Importations de biens et services	0,4	0,3	2,3	-1,0	0,4	0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	2,5	5,5	2,8	1,1	-0,1
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,6	0,6	0,5	0,5	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	2,9	2,4	2,0	1,3	0,2
Variations de stocks	0,7	-0,2	1,4	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	-0,2	0,1	-0,5	0,0
Commerce extérieur	-1,1	0,3	-1,4	1,7	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,4	0,0	-0,4	1,0	0,8
Prix à la consommation (IPCH) ³	0,3	0,3	0,8	1,2	2,5	2,9	3,2	3,4	3,3	2,8	2,5	2,2	1,4	0,1	0,6	3,0	2,7
Taux de chômage ⁴	5,1	4,9	4,8	4,8	4,9	5,0	5,1	5,2	5,3	5,4	5,5	5,6	6,2	5,4	4,9	5,0	5,4
Solde courant, en % du PIB		-4,9		-3,9		-2,5		-2,3		-2,2		-2,0	-4,7	-4,3	-4,4	-2,4	-2,1
Solde public ⁵, en % du PIB													-5,6	-4,3	-3,3	-3,3	-3,1
Dette publique, en % du PIB													88,1	89,0	88,2	86,8	87,4
Impulsion budgétaire, en points de PIB													0,0	0,5	-0,9	0,2	-0,4
PIB zone euro	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	1,2	1,9	1,7	1,6	1,4

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

Sources : ONS (Quarterly National Accounts, Quarter 4 2015,30 septembre 2016), prévision OFCE avril 2017.

A10. Amérique latine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2014	2015	2016	2017	2018
PIB	1,2	0,0	-0,6	0,9	2,1
Argentine	-2,5	2,6	-2,6	1,0	3,2
Brésil	0,5	-3,8	-3,6	-0,5	2,2
Mexique	2,3	2,6	2,1	1,8	1,0
Importations	2,3	-2,4	-3,3	1,6	3,4
Exportations	1,8	1,3	1,1	0,9	2,2
Demande adressée	3,3	1,4	-0,3	3,1	2,6

Sources : FMI, calculs et prévision OFCE avril 2017.

A11. Asie : résumé des prévisions de PIB

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2015	2016	2017	2018
Corée du Sud	6,8	2,6	2,7	2,5	2,5
Asie en développement rapide	20,3	3,5	3,8	3,7	3,9
Taïwan	3,9	0,7	1,5	1,7	2,4
Hong Kong	1,5	2,4	1,9	1,9	1,9
Singapour	0,9	1,9	2,0	1,3	2,0
Thaïlande	3,6	2,8	3,2	2,6	2,6
Indonésie	6,0	4,9	5,0	5,3	5,3
Malaisie	1,7	5,0	4,2	4,3	4,4
Philippines	2,6	5,9	6,9	6,0	5,9
Chine	48,5	6,9	6,7	6,6	6,5
Inde	24,4	7,5	7,5	7,0	7,7
Asie hors Chine	51,5	5,3	5,4	5,1	5,5
Total	100,0	6,1	6,0	5,8	6,0

Sources : CEIC, calculs et prévision OFCE avril 2017.

A12. Nouveaux États membres de l'Union

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2015	2016	2017	2018
Pologne	45	4,5	3,5	3,2	3,1
Roumanie	18	4,0	4,8	4,4	3,7
République Tchèque	15	4,6	2,3	2,6	2,7
Hongrie	12	3,1	1,8	2,5	2,4
Bulgarie	6	3,6	3,4	2,9	2,8
Croatie	4	1,6	2,9	3,1	2,5
NEM-6	100,0	4,1	3,3	3,2	3,0

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