

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2017-2018

Éric Heyer et Xavier Timbeau

OFCE, Sciences Po

Ce numéro de la *Revue de l'OFCE* consacré aux prévisions économiques pour les années 2017 et 2018 est composé de plusieurs articles qui peuvent être lus indépendamment.

Le premier article, intitulé « **La routine de l'incertitude** » présente le scénario de prévision pour l'économie mondiale et la zone euro. Comme le rappellent les économistes du département Analyse et prévision de l'OFCE, 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. L'incertitude politique et géopolitique, dans le sillage de l'élection américaine ou le risque d'éclatement de l'Union européenne ou de l'Union monétaire après le Brexit restent présents. Mais ces éléments font maintenant partie du contexte et obligent les agents économiques à s'y adapter à défaut de s'en préserver. Au final, le ralentissement modéré de la croissance mondiale est plus un « trou d'air » qu'un retournement du cycle international.

La politique monétaire a continué à soutenir l'activité et le frein lié à des politiques budgétaires restrictives s'est globalement desserré en 2016. Les ménages des pays industrialisés ont bénéficié de gains de pouvoir d'achat par la baisse du prix du pétrole. Du côté des changes, l'appréciation du dollar (en termes effectifs) à partir de 2014 a contribué au ralentissement de la croissance outre-Atlantique qui est passée de 2,6 % à 1,6 % en 2016. Mais elle a aussi permis d'apporter un soutien supplémentaire dans la zone euro, où la reprise avait tardé à se matérialiser. Après une croissance de 1,9 % en 2015, le PIB en volume de la zone euro a progressé de 1,7 % en 2016, tiré par l'Allemagne et l'Espagne. Au Royaume-Uni, le vote en faveur du Brexit n'a pas induit

de crise financière ou de mouvement de fuite de capitaux. La croissance britannique au deuxième semestre 2016 a même montré des signes de robustesse, le Brexit s'analysant comme une dévaluation traditionnelle dans ses enchaînements. Ainsi, le ralentissement de l'activité au Royaume-Uni devrait bien avoir lieu en 2017 et en 2018. Se diffusant principalement 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 émergents, 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). Si la récession se poursuit en Russie, elle est néanmoins atténuée en 2016. Dans le reste de l'Asie hors Chine, la croissance reste bien orientée, notamment en Inde avec un taux de croissance de 7,5 % en 2016 comme en 2015.

Ce scénario devrait se poursuivre en 2017 et 2018. L'émergence de nouvelles sources d'incertitudes – sur la politique commerciale des États-Unis ou sur l'issue de prochaines élections en Europe – ne devrait pas être la source d'un nouveau choc majeur qui remettrait en cause le schéma de croissance qui s'est amorcé. 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 progressivement restrictives en 2018, sous l'hypothèse que les gouvernements respectent leurs engagements dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance. Dans le cas contraire, la BCE pourrait resserrer plus rapidement et plus fortement. Aux États-Unis, l'administration Trump devrait mener une politique expansionniste, axée sur des baisses d'impôts et des dépenses régaliennes, 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 (4,4 % en 2018, après 4 % en 2017). Les pays producteurs de pétrole bénéficieraient de la remontée du prix.

Tableau 1. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	PIB en volume ¹			
	2015	2016	2017	2018
DEU	1,5	1,8	1,5	1,3
FRA	1,2	1,1	1,5	1,4
ITA	0,7	1,0	0,8	0,4
ESP	3,2	3,2	2,0	1,8
EUZ	1,9	1,7	1,6	1,4
GBR	2,2	1,8	1,8	1,2
NPM ²	4,1	3,3	3,2	3,0
UE 28	1,9	1,9	1,7	1,5
USA	2,6	1,6	1,8	2,3
JPN	1,2	1,0	1,4	1,1
Pays développés	2,1	1,6	1,7	1,8
RUS	-3,7	-0,6	1,1	1,1
CHN	6,9	6,7	6,0	6,1
IND	7,5	7,5	7,0	7,7
PVD	3,7	3,9	4,0	4,4
Monde	3,0	2,9	2,9	3,2

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

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

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

Tableau 2. 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	0,29
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
Prix du pétrole Brent, en \$ ¹	34,1	45,6	45,9	49,5	54,1	58,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	52,5	43,8	58,0	60,0
Prix du pétrole Brent, en € ¹	31,3	40,1	41,2	45,1	51,1	55,2	57,1	57,1	57,1	57,1	57,1	57,1	47,1	39,4	55,1	57,1

1. Moyenne sur la période.

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 mars 2017.

Le deuxième article propose une projection de l'économie française à l'horizon 2022, permettant d'obtenir des indications quant aux scénarios possibles d'évolution de la croissance économique, du marché du travail et des finances publiques au cours des prochaines années en France. Il s'intitule « **Chômage, déficit, dette publique : quelles marges pour les cinq prochaines années ?** ».

Dans cette étude, les deux auteurs, Éric Heyer et Xavier Timbeau, actualisent les perspectives de prévision pour l'économie française élaborées par l'OFCE pour l'année 2017. Les cinq années suivantes sont un cadrage macroéconomique basé sous deux hypothèses. La première est que les ajustements budgétaires annoncés dans le programme pluriannuel du Projet de loi de finances pour 2017 seront respectés. La seconde est que l'économie française ne connaîtra pas de choc (économique) majeur dans les cinq ans à venir. Mais il est probable qu'une autre stratégie économique sera poursuivie à la suite de l'élection présidentielle de 2017.

En 2017, avec un taux de croissance de 1,5 %, l'économie française croîtrait à un rythme légèrement supérieur à son potentiel (1,3 %), la politique budgétaire nationale ne pesant quasiment plus sur la croissance du PIB pour la première fois depuis sept ans. Installée sur une dynamique modérée de sortie de crise, la reprise de l'investissement des ménages devrait se confirmer en 2017 (+ 2,9 %). De plus, si les conditions climatiques reviennent à la normale, la production agricole devrait retrouver un niveau proche de sa moyenne, contribuant à l'accélération du PIB. En revanche, la France doit désormais faire face à l'impact négatif du Brexit sur le commerce extérieur et à celui des attentats sur la fréquentation touristique. De plus, en 2017, le prix du baril de pétrole ne soutiendra plus la croissance (-0,1 point de PIB) contrairement aux trois années précédentes (+0,3 point de PIB en moyenne sur 2014-16). En supposant que les dispositifs fiscaux soient conservés et la prime à l'embauche maintenue, l'économie française créerait 260 000 emplois en 2017, dont 240 000 dans le secteur marchand. Le taux de chômage se réduirait de « seulement » 0,3 point, en 2017, en raison du rebond de la population active dû au retour progressif sur le marché du travail des personnes ayant bénéficié du plan formation. Enfin, le déficit public atteindrait 3 % du PIB en 2017, son plus bas niveau depuis dix ans. La dette publique serait relativement stable, à 95,9 % en 2017 (après 96 % en 2016) sous l'hypothèse d'une remontée lente des taux souverains.

Au cours du prochain quinquennat, à l'horizon 2022, l'économie française devrait croître à un rythme légèrement supérieur à celui de sa croissance potentielle. Cette croissance devrait s'établir en moyenne à

un niveau proche de 1,6 %. La probabilité que la croissance moyenne soit inférieure à 0,5 % ou supérieure à 2,7 % est faible (inférieure à 2,5 %).

Le taux de chômage se réduirait progressivement et atteindrait 7,8 % fin 2022. Si à court terme, la probabilité d'une hausse du chômage n'est pas nulle (supérieure à 5 %), le taux de chômage devrait s'établir en 2022 à un niveau inférieur à celui de 2017 avec toutefois une probabilité faible (inférieure à 10 %) d'être en dessous de 7 %.

L'inflation, mesurée par le déflateur de PIB, se rapprocherait progressivement d'un rythme de 2 %, avec une probabilité de 75 % de se situer dans un intervalle compris entre 0,9 % et 1,9 % en 2022.

Ce scénario est compatible avec une réduction graduelle du déficit public qui s'établirait à 1,1 point de PIB en 2022. La probabilité de retrouver un solde public équilibré en 2022 est toutefois faible (inférieur à 2 %).

La dette publique diminuerait pour atteindre 89,5 points de PIB en 2022. Au cours des trois dernières années (2020-2022), la dette baisserait de près de 2 points de PIB en moyenne chaque année, rythme compatible avec le critère de la dette. Notons que la probabilité que la dette publique baisse à l'horizon 2022 est extrêmement élevée (supérieure à 98 %).

Tableau 3. Cadrage macroéconomique à moyen terme pour l'économie française

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
PIB	1,2	1,1	1,5	1,4	1,5	1,7	1,7	1,6
Impact sur PIB dû...								
... aux évolutions du pétrole	0,5	0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
... à la compétitivité-prix	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
... aux conditions financières	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
... aux politiques budgétaires	-0,4	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1
... au ralentissement des pays émergents	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
... au Brexit	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Chocs internes	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total des chocs	-0,2	-0,4	-0,1	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Solde des APU (en pts de PIB)	-3,6	-3,4	-3,0	-2,5	-1,9	-1,6	-1,4	-1,1
Dette publique (en pts de PIB)	95,6	96,0	95,9	95,5	94,4	93,0	91,4	89,5
Inflation (en %)	0,7	1,0	1,3	1,4	1,5	1,5	1,6	1,7
Taux de chômage	10,1	9,6	9,4	9,2	8,8	8,5	8,1	7,8
Dépenses publiques (en pts de PIB)	56,7	56,2	55,8	55,3	54,7	54,4	54,2	53,9
Taux de PO (en pts de PIB)	44,4	44,2	44,2	44,0	44,0	44,0	44,0	44,0

Sources : INSEE, et prévisions OFCE 2017-2022.

Enfin, le taux de prélèvement obligatoire (PO) se stabiliserait à 44,0 points de PIB tandis que la part de la dépense publique diminuerait de près de 2 points de PIB au cours du quinquennat pour s'établir à 53,9 points de PIB en 2022. Cette dernière a une probabilité très faible (inférieure à 3 %) de retrouver son niveau de 2008 et devrait se situer (avec une probabilité à 75 %), entre 53,4 et 54,5 points de PIB en 2022.

Au final, à l'horizon de la fin du prochain quinquennat, l'ajustement réalisé jusqu'à aujourd'hui dégage des marges de manœuvre limitées mais significatives.

Au final, à l'horizon de la fin du prochain quinquennat, l'ajustement réalisé jusqu'à aujourd'hui dégage des marges de manœuvre limitées mais significatives.

Deux autres articles complètent et enrichissent l'analyse conjoncturelle : le premier s'intitule « **Le risque bancaire en zone euro** ». Dans ce travail, les deux auteurs, Christophe Blot et Paul Hubert, analysent les cycles du crédit et de l'activité bancaire dans la zone euro. La politique monétaire accommodante de la BCE soulève en effet des interrogations concernant les risques induits d'instabilité bancaire. Cette étude ne suggère ni boom de crédit ni contraction excessive sur la période récente. Si la dynamique du crédit est orientée plus favorablement par rapport à sa tendance en France et en Allemagne, le cycle ne témoigne pas d'une hausse excessive. L'Espagne constitue un cas particulier puisqu'elle se distingue par la faiblesse du crédit rapporté au PIB, alors que l'encours de crédit rapporté aux capitaux et réserves du système bancaire se situe à un niveau historiquement élevé, suggérant une prise de risque excessive. Dans le second, intitulé « **Les comportements de consommation des ménages ont-ils été affectés par la crise de 2008 ? Une analyse économétrique de cinq grands pays développés** » Les auteurs, Céline Antonin, Mathieu Plane et Raul Sampognaro, cherchent à expliquer l'évolution de la consommation dans cinq grands pays industrialisés (Allemagne, France, Espagne, Royaume-Uni et États-Unis) entre 1990 et 2015 à partir de ses déterminants traditionnels. Alors que la littérature sur les effets de richesse porte essentiellement sur la période antérieure à la crise de 2008, ils intègrent les années post-crise, distinguent des effets de richesse financière et immobilière par pays et utilisent une mesure de la richesse agrégée et désagrégée pour comparer l'ampleur des effets entre pays. Ils montrent que depuis la crise financière de 2008, les méthodes classiques d'estimation par pays échouent à prévoir la consommation des ménages. Ils proposent donc une méthode d'estimation en panel, qui permet de mieux tenir

compte des chocs communs, d'obtenir des équations valides et de mesurer les effets richesse y compris après la crise. Conformément à la théorie et à une partie de la littérature empirique, ils n'observent pas d'effet de richesse significatif sur l'immobilier. En revanche, l'effet de richesse financière est significatif dans tous les pays (à l'exception de l'Allemagne). Il est élevé en Espagne où il y a eu un éclatement de la bulle immobilière et financière en 2007, avec une élasticité de la consommation à la richesse financière brute de 0,19. Suivent les États-Unis, où le marché financier est plus développé qu'en Europe continentale (élasticité de 0,14), puis enfin la France et le Royaume-Uni qui affichent des effets similaires (élasticité de 0,09).

Enfin, ce numéro se termine par la retranscription du **débat** sur les perspectives économiques et qui a permis de confronter les analyses de l'OFCE à celles d'Olivier Garnier de la Société Générale et de Jean-Michel Six de Standard and Poor's.