

## 9. Situation conjoncturelle : tour du monde

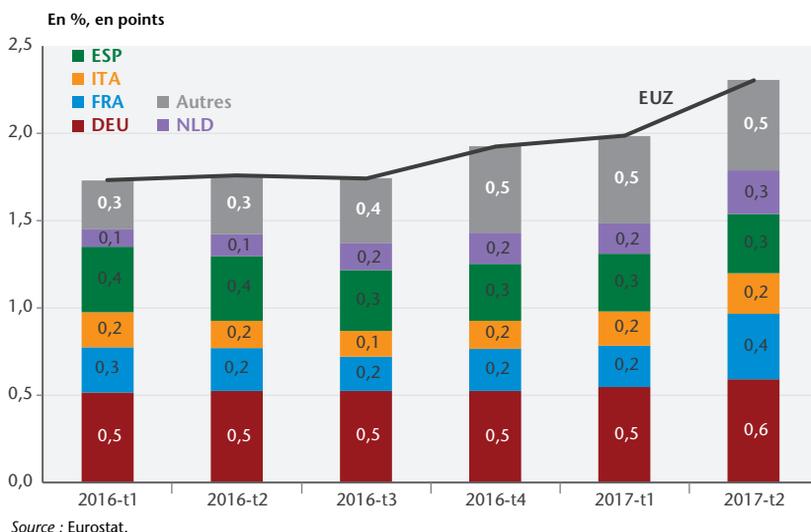
---

### Zone euro : croissance partagée

La reprise se poursuit dans la zone euro avec une accélération de la croissance lors des trois derniers trimestres, ce qui permet de porter le glissement annuel du PIB au deuxième trimestre à 2,3 %, soit la meilleure performance enregistrée depuis le premier trimestre 2011. En outre, si l'Allemagne est toujours le moteur de la croissance de l'ensemble de la zone avec une contribution à hauteur de 0,5 point de croissance (graphique 39), la dynamique en cours sur les derniers trimestres résulte également de l'amélioration des performances de la France, des Pays-Bas et des autres pays européens. Autrement, la contribution de l'Italie est stable (0,2 point) sur les six derniers trimestres tandis que celle de l'Espagne a légèrement diminué passant de 0,4 à 0,3 point. La reprise semble donc désormais généralisée y compris dans les pays qui avaient été les plus fortement touchés par la crise des dettes souveraines. La sortie de récession se confirme en Grèce, de même que l'accélération de la croissance du Portugal.

Au cours des deux premiers trimestres 2017, la consommation des ménages est stable et progresse de 0,4 et 0,5 % respectivement, malgré un ralentissement du revenu disponible réel des ménages. Elle augmente notamment de plus de 0,8 % en Allemagne, en Espagne et aux Pays-Bas. Sur l'ensemble de l'année 2016, le pouvoir d'achat des ménages avait en effet bénéficié de la progression des rémunérations des salariés (+2,9 % en nominal contre 2,5 % en 2015 et 2,1 % en 2014) et de la baisse des prix de l'énergie. Ce soutien s'est estompé en début d'année 2017 avec une remontée de l'inflation qui est passée de 0 % début 2016 à 1,5 % au deuxième trimestre 2017, réduisant le pouvoir d'achat des ménages dans un contexte où les rémunérations nominales sont restées dynamiques. La baisse du taux d'épargne de 12,3 % au deuxième trimestre 2016 à 12 % au premier trimestre 2017 a donc permis de maintenir le niveau de consommation des ménages. En prévision, la consumma-

Graphique 39. Contribution à la croissance de la zone euro



tion continuerait de progresser autour d'un rythme trimestriel de 0,4-0,5 % jusqu'en fin d'année 2018. En Allemagne, le dynamisme serait entretenu par la croissance des salaires réels et la stabilité du taux d'épargne en prévision. En France, si la phase de consolidation budgétaire pesant sur les ménages s'atténue, le décalage entre la hausse de la CSG et la baisse des cotisations sociales marquera la consommation des ménages au premier trimestre 2018. En Italie et en Espagne, les créations d'emplois joueront également un rôle moteur pour soutenir les revenus et la consommation.

Malgré un rebond en Allemagne au premier trimestre 2017 et des taux de croissance dynamiques en France et en Espagne, l'investissement a reculé (-0,2 %) au premier trimestre dans la zone euro, du fait de l'Italie mais surtout de l'Irlande. Cette chute a été compensée le trimestre suivant, ce qui a également contribué au rebond observé sur l'ensemble de la zone euro. Du côté des composantes, l'Espagne et l'Allemagne se distinguent par un investissement des ménages particulièrement dynamique stimulé notamment par des conditions financières avantageuses et par la poursuite du rebond sur le marché immobilier espagnol après la longue purge qui a débuté en 2007 et s'est terminée fin 2013. Pendant, cette période, le taux d'investissement en logement espagnol est passé de 10,6 % du PIB à 5 %. Il est depuis remonté à 5,6 %. Quant à l'investissement

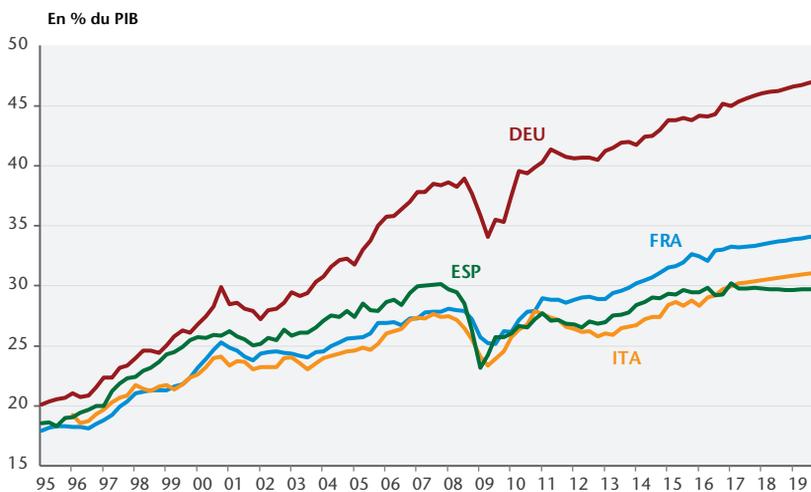
productif, il a profité d'une hausse de la demande domestique et étrangère, d'une amélioration du taux de marge et parfois de mesures de suramortissement mises en place par les gouvernements français et italiens en 2016. Ces mesures prendraient cependant fin en 2017, ce qui pèsera sur la dynamique de l'investissement en fin d'année. Cependant, en Italie, la poursuite de l'assainissement de la situation des banques – qui s'est traduit par une amorce de baisse de la part des créances douteuses dans le PIB – devrait permettre une meilleure transmission de la politique monétaire et donc la poursuite de la baisse des taux d'intérêt pour les ménages et les entreprises contribuant à stimuler l'investissement. Enfin, l'investissement productif et des ménages serait un peu moins dynamique en prévision en Allemagne avec une stabilisation des taux d'investissement autour de 12,3 % et de 5,9 % respectivement.

Quant au commerce extérieur, il a contribué à hauteur de 0,4 point à la croissance au premier trimestre, notamment du fait d'importations atones. Au deuxième trimestre, les exportations ont ralenti tandis que les importations accéléraient si bien que la contribution du commerce extérieur est devenue négative. Les parts de marché à l'exportation se sont globalement stabilisées dans les principaux pays en 2016 et au début de l'année 2017. Le taux de pénétration a augmenté de 1,5 point dans la zone euro entre le début de l'année 2016 et le deuxième trimestre 2017. Sur cette période, la hausse a été plus marquée en Allemagne et en Italie (graphique 40). Cette dynamique se poursuivrait en Allemagne avec l'accélération de la demande intérieure et une dégradation relative de la compétitivité-coût liée à la fois à l'appréciation de l'euro du début de l'année 2017 et à une augmentation des coûts salariaux unitaires plus rapide que dans les autres pays européens. Le commerce extérieur amputerait légèrement la croissance allemande de 0,4 point en 2018 et 0,2 point en 2019. En Italie, la contribution du commerce extérieur serait nulle 2018 et légèrement positive en 2019 grâce à une amélioration de la compétitivité. En Espagne, la tendance de gains de parts de marché, observés depuis 2009, s'interromprait du fait de la fin des avantages de prix liés à la baisse des coûts qui ont marqué les années passées. Le rythme trimestriel de croissance des exportations passerait progressivement de 1 % – observé en moyenne depuis 2012 – à 0,6 % fin 2019 tandis que celui des importations serait stable. En 2018, la

contribution du commerce extérieur à la croissance française ne serait plus négative pour la première fois depuis 2012, portée par les effets de la politique d'offre passée – *via* le CICE – et par des marges industrielles à un plus haut historique.

Pour l'ensemble de la zone euro, la croissance du PIB s'élèverait à 2,2 % en 2017, soit un rythme de croissance légèrement supérieur à celui observé lors de la première phase de reprise en 2010. Le taux de croissance avait alors atteint 2 %. En 2018 et 2019, la croissance serait moindre en 2018 et 2019 – respectivement 1,8 puis 1,6 % – principalement en lien avec le ralentissement en Allemagne et en Espagne. Outre-Rhin, cette situation traduirait une convergence progressive de la croissance vers son potentiel alors qu'en Espagne, c'est l'effet de rattrapage qui s'atténuerait progressivement. Il reste que le chômage continuerait à diminuer en Espagne comme en Allemagne. Sur l'ensemble de la zone euro, le taux de chômage atteindrait 8,2 % en fin d'année 2019. Les créations d'emplois resteraient également dynamiques, supérieures à 200 000 emplois par trimestre.

**Graphique 40. Taux de pénétration des principaux pays de la zone euro**



Note : Les taux de pénétration sont calculés comme le ratio des importations sur la demande intérieure hors stock.  
Sources : Eurostat, prévisions OFCE, octobre 2017.

## Royaume-Uni : sous le signe du « Brexit »

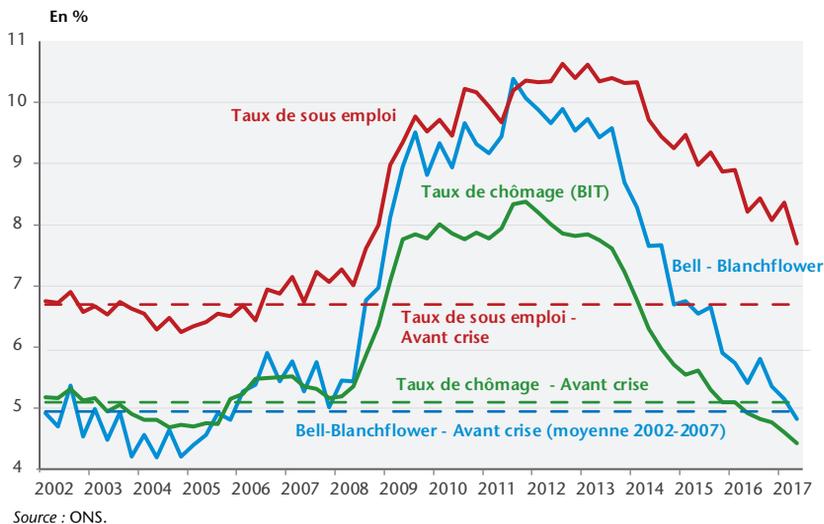
Au deuxième trimestre 2017, le PIB britannique était en hausse de 1,5 % sur un an, contre 1,8 % un an plus tôt. Depuis le début de l'année, le PIB a augmenté de 0,3 % par trimestre. L'économie britannique poursuit sa phase de ralentissement engagée selon les comptes nationaux actuels, en 2015, et poursuivie depuis le vote du 23 juin 2016.

Le taux de chômage britannique a continué de baisser depuis l'été 2016, pour atteindre 4,3 % au sens du BIT en juin 2017, soit 0,6 point de moins qu'un an plus tôt, et le niveau le plus faible depuis 1975. Ce faible niveau de taux de chômage ne signifie pas nécessairement que l'économie britannique soit revenue au plein emploi. Ainsi, la part des emplois à temps plein dans l'emploi total n'a pas encore retrouvé son niveau d'avant-crise (elle est de 38,1 % contre 38,9 % avant la crise), la part des personnes en emploi à temps partiel qui souhaiteraient travailler à temps plein reste aussi plus élevée qu'avant la crise (à 12,3 %, soit 3 points de plus qu'avant la crise). L'indicateur de sous-emploi de l'ONS, qui prend en compte les personnes ayant un emploi, mais souhaitant travailler davantage, suggère un sous-emploi aujourd'hui plus élevé qu'avant 2008 : le taux de sous-emploi serait encore de 7,7 %, soit 0,6 point de plus qu'à la fin de 2007, et 1,3 point au-dessus du point bas de 2004 (graphique 41). Cet indicateur ne prend cependant pas en compte les évolutions du taux d'activité. L'ONS a d'ailleurs récemment publié une étude comparant différentes mesures de sous-emploi, dont l'indicateur de sous-emploi construit selon la méthode Bell-Blanchflower. Cet indicateur ne met pas uniquement l'accent sur les personnes ayant un emploi et souhaitant travailler davantage, mais tient compte aussi des personnes ayant un emploi et souhaitant travailler moins, ainsi que des chômeurs<sup>22</sup>. Comme l'indicateur habituel de l'ONS, l'indicateur Bell-Blanchflower montre que le sous-emploi a davantage augmenté pendant la crise que le taux de chômage, mais il aurait rejoint maintenant son niveau d'avant-crise.

---

22. Voir ONS (2017).

Graphique 41. Taux de chômage (au sens du BIT) et sous-emploi selon deux mesures



L'inflation britannique a accéléré, pour atteindre de 3 % sur un an en septembre 2017 en termes d'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), contre 0,6 % un an plus tôt. L'accélération de l'inflation britannique est un impact visible du vote du 23 juin, qui a conduit à une baisse de l'ordre de 10 % du taux de change effectif de la livre sterling. Selon l'ONS, le contenu en importations des biens et services dans l'IPCH étant de 15,5 %, une baisse de la livre de 10 % aurait un impact direct de 1,5 point. Mais la part des importations dans les ressources (PIB + importations) est de 23 %, ce qui implique un impact direct de 2,3 points de la baisse de la livre sur l'inflation britannique, sans tenir compte de comportements de marges (réduisant l'impact à court terme) et sans compter d'effets de second tour, où la hausse des prix se diffuserait dans l'économie. Jusqu'à récemment, l'accélération de l'inflation est restée modérée, particulièrement en termes de déflateur du prix à la consommation : de 2,2 % sur un an au deuxième trimestre 2017, contre 1,2 % un an plus tôt, soit nettement moins que ne le suggèrent les comportements habituels (voir partie inflation, qui montre que le déflateur de la consommation aurait dû être en hausse de 3,5 % sur un an et non de 2,2 % au deuxième trimestre 2017).

Le déficit public britannique a continué de baisser pour atteindre 2,9 % du PIB 2016 (contre de 4,3 % en 2015). La dette publique, au

sens de Maastricht, est proche de 90 % du PIB. Alors qu'il s'apprête à quitter l'UE, le Royaume-Uni est avec la France et l'Espagne l'un des trois pays de l'UE qui reste sous procédure de déficit excessif – bien que ne faisant pas partie de la zone euro, le Royaume-Uni n'est pas susceptible d'être soumis à des sanctions financières pour non-respect des critères budgétaires européens.

Le solde de la balance des paiements courants britannique est resté déficitaire de plus de 4 points de PIB en 2016 comme en 2015, du fait du maintien d'un fort déficit du solde des marchandises (de plus de 6 points de PIB), en partie compensé par un excédent des services de plus de 4 points de PIB, qui permet de stabiliser le déficit des biens et services, mais le déficit du solde des revenus primaires s'est creusé depuis 2013 (du fait de la baisse des revenus des investissements britanniques à l'étranger). C'est l'un des points faibles de l'économie britannique depuis plusieurs années.

Les indicateurs conjoncturels disponibles début octobre suggèrent une hausse du PIB de l'ordre de 0,3 % au troisième trimestre, soit 1,5 % en glissement sur un an. Mais ceci résulte d'évolutions contrastées selon les secteurs. Ainsi l'indice de production de l'industrie manufacturière (10 % de la valeur ajoutée) est en hausse de 2,8 % sur un an en août et les enquêtes d'opinions réalisées auprès des industriels en septembre signalent la poursuite de l'amélioration des perspectives de production à l'horizon des prochains mois, ainsi qu'une stabilisation des carnets de commandes sur le marché intérieur et à l'exportation à un haut niveau. Mais c'est dans l'industrie manufacturière que la baisse passée de la livre sterling a probablement le plus d'effets positifs à court terme. L'indice de la production industrielle totale (14 % de la valeur ajoutée) augmente cependant nettement moins rapidement (+1,8 % sur un an), la production énergétique étant freinée notamment par des travaux de maintenance en Mer du Nord. La production dans le bâtiment (6 % de la valeur ajoutée) était en hausse de 3,5 % sur un an en août, mais elle est en nette décélération depuis le début de l'année. Dans les services (79 % de la valeur ajoutée), la valeur ajoutée était, en juillet (dernier point connu de l'indice mensuel), en hausse de 1,5 % sur un an.

Nous retenons un scénario dans lequel les Britanniques et l'UE ne parviendraient pas à trouver un accord total de sortie d'ici mars 2019, mais où l'UE-27 accepterait la mise en place d'un accord transitoire à

partir de mars 2019, à la suite de la demande faite par Theresa May dans son discours de Florence du 22 septembre<sup>23</sup>.

La croissance du PIB serait de 1,4 % cette année, 1 % en 2018 et de 1,2 % en 2019. L'investissement des entreprises progresserait à peine (il baisserait légèrement à l'horizon de la mi-2018, avant de progresser de 1,5 % en 2019, voir tableau A9, soit une quasi-stabilité en termes de taux d'investissement), freiné par les incertitudes sur le futur accord en le Royaume-Uni et l'UE. La consommation des ménages serait freinée par les pertes de pouvoir d'achat résultant de l'accélération de l'inflation jusqu'au début de 2018 et son maintien à un rythme supérieur à 2 % à l'horizon de 2019, ainsi que par la montée du taux de chômage à l'horizon 2019.

La hausse des salaires nominaux resterait voisine de 2,5 % par an à l'horizon de 2019. D'une part, celle-ci a peu varié depuis la crise de 2008 et en dépit des fluctuations de prix. D'autre part, le sous-emploi qui persiste dans l'économie britannique suggère qu'il reste encore des marges avant que des tensions fortes se produisent sur le marché du travail, et la perspective d'un ralentissement de la croissance et de pertes d'emplois, sur fond de « Brexit », freine probablement les revendications pour des hausses de salaires dans le secteur privé. Le salaire minimum des adultes a été revalorisé de 4,1 % en avril dernier, mais cela n'a pas eu d'impact sur l'ensemble des salaires<sup>24</sup>. L'accord récent du gouvernement britannique de lever la contrainte d'une hausse de 1 % des salaires dans le secteur public n'aboutira probablement pas à de fortes hausses de salaires. Le ralentissement de la croissance contribuerait à freiner l'augmentation des salaires nominaux à l'horizon 2019.

Les ménages retrouveraient des gains de pouvoir d'achat principalement du fait du ralentissement de l'inflation à partir de la mi-2018 (de 3,4 % à 2,2 % à la fin 2019 en termes d'IPCH). Notre prévision d'inflation est modérée, au regard de l'inflation attendue selon l'équation présentée dans la partie prix-salaire de notre prévision. Nous supposons que l'écart entre l'inflation prévue par l'équation et l'inflation observée depuis plusieurs trimestres persistera à l'horizon de 2019. Si l'inflation accélérât comme prévu par l'équation, elle serait

---

23. Pour une présentation des principaux canaux de transmission du choc du Brexit, ainsi qu'une décomposition des impacts ex ante de ce choc sur le PIB britannique : voir OFCE (2017).

24. Voir OFCE (2017) pour une analyse de cette revalorisation du salaire minimum.

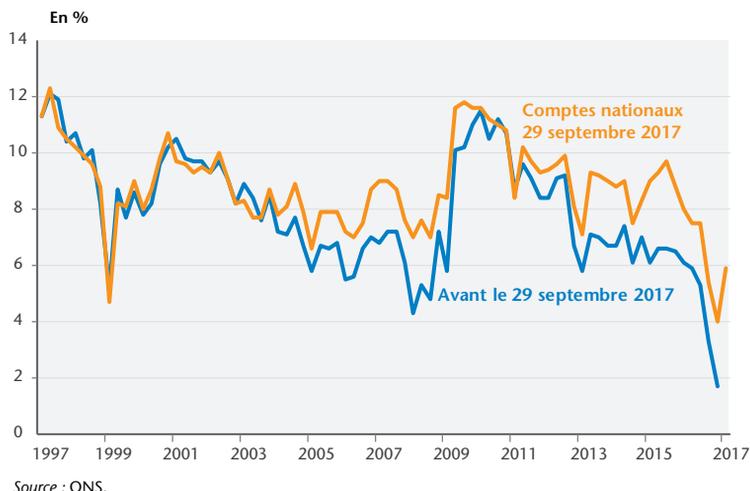
plus forte d'environ 1,5 point, ce qui constitue un risque à la baisse de notre prévision. Le taux d'épargne augmenterait à peine à l'horizon 2019 : d'une part la montée du taux de chômage (de l'ordre de 0,9 point au total) inciterait les ménages à augmenter leur taux d'épargne mais d'autre part le niveau élevé de la richesse et l'absence de baisse des cours des actifs financiers et immobiliers limiteraient la hausse du taux d'épargne. Le taux d'épargne serait voisin de 6 % à l'horizon 2019, bien que la révision récente de l'ONS incite à de la prudence sur les commentaires autour du niveau du taux d'épargne (encadré 2).

La hausse des cours boursiers (+20 % sur un an depuis juin 2016) et celle des prix de l'immobilier (+5 % sur un an), ont d'ailleurs continué à augmenter la richesse des ménages. Au deuxième trimestre 2017, la richesse financière nette des ménages était de 350 % de leur revenu annuel, la richesse immobilière de plus de 400 %, ce qui constitue un niveau historiquement élevé. L'endettement des ménages, qui avait atteint un niveau record par rapport au revenu des ménages en 2008 (150 % du revenu), a depuis baissé jusqu'à 130 %.

### **Encadré 3. La révision du taux d'épargne des ménages britanniques dans les comptes nationaux du 29 septembre**

Les comptes nationaux publiés fin septembre apportent une révision importante du revenu et du taux d'épargne des ménages britanniques. L'ONS comptabilise désormais les dividendes que se versent les ménages chefs d'entreprise, sur la base des données effectivement déclarées à l'administration fiscale, et non plus en appliquant un ratio constant dividendes/revenu des ménages, établi sur la base de données historiques. Or, depuis plusieurs années, le nombre d'entrepreneurs choisissant de se verser une rémunération sous forme de dividendes et non plus de salaire a nettement augmenté. L'intégration de ces dividendes déclarés à l'administration fiscale augmente le revenu des ménages, sans affecter la consommation et conduit à relever le taux d'épargne de 1,5 point en moyenne par an depuis 1997, et davantage dans la période récente (graphique 42). Ainsi le taux d'épargne qui était estimé à 1,7 % au premier trimestre 2017 dans la version précédente des comptes est maintenant estimé à 4 %. Au deuxième trimestre, le taux d'épargne est remonté à 5,9 %<sup>25</sup>.

**Graphique 42. Taux d'épargne des ménages britanniques, avant et après révision du 29 septembre**



Par ailleurs, la forte baisse du taux d'épargne observée au premier trimestre, déjà retracée dans la version précédente des comptes nationaux, a un caractère exceptionnel : elle reflète à nouveau une chute des revenus, dans le cas aussi des dividendes. Du fait de la hausse de la fiscalité annoncée à partir d'avril 2016, les ménages chefs d'entreprise avaient avancé le versement de leurs dividendes au premier trimestre 2016, dividendes sur lesquels ils règlent leur impôt un an plus tard, soit au premier trimestre 2017. Ceci a fait chuté le taux d'épargne ponctuellement au premier trimestre.

## États-Unis : en bout de course

Après la forte croissance de 2015 à 2,9 %, la croissance américaine a ralenti à 1,5 % en 2016. Elle devrait accélérer à 2 % en 2017 puis à 2,4 % en 2018 avant de revenir vers un rythme plus soutenable de 1,8 % en 2019. L'écart de production est presque refermé depuis 2016. La croissance est davantage marquée par l'empreinte de chocs

25. L'évolution du taux d'épargne, notamment sa baisse au cours des dernières années, et plus précisément l'évolution de la consommation sont très bien retracées par l'équation de consommation présentée dans l'étude spéciale de la *Revue de l'OFCE* d'avril 2017, qui fait dépendre la consommation des déterminants habituels de revenu, taux d'intérêt réels, richesse financière et taux de chômage.

extérieurs (négatifs comme en 2016 et 2017, ou positifs comme en 2018) mais la dynamique de rattrapage est épuisée et les mouvements cycliques traditionnels (cycle de l'endettement, cycle de productivité, ...) ne fonctionnent plus. La croissance oscille donc autour de son potentiel. Les tensions inflationnistes restent modérées.

Depuis le début de l'année 2015, la consommation des ménages progresse autour d'un rythme soutenu et régulier de 0,7 % par trimestre. Cette solidité masque cependant une dégradation du revenu des ménages : le taux de croissance annuel du RDB est passé de 4,6 % à 0,2 % entre mi-2015 et fin 2016. La consommation a certes ralenti mais surtout le ralentissement du RDB a été en grande partie compensé par une chute de 2,6 points du taux d'épargne. Au premier semestre 2017, le RDB des ménages a légèrement accéléré au premier trimestre sous l'effet du dynamisme de la masse salariale et au deuxième trimestre, de la stabilisation des prix à la consommation. Le taux d'épargne est resté stable, autour d'un niveau très bas de 3,7 %. La baisse du taux d'épargne des ménages américains a été permise par au moins deux facteurs : la baisse du taux de chômage qui se poursuit jusqu'à aujourd'hui et un effet richesse positif lié à la valorisation du patrimoine immobilier et surtout financier des ménages.

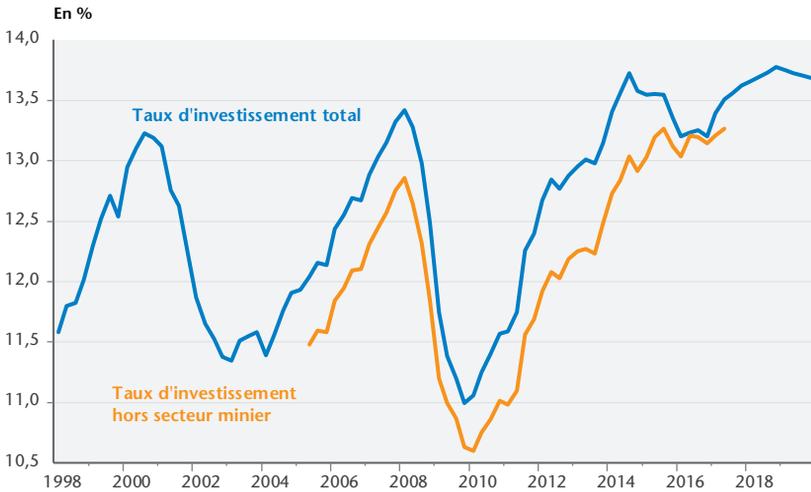
La richesse totale des ménages, nette du stock de dette, n'a jamais été aussi élevée (6,7 fois le RDB à la mi 2017). En forte hausse depuis un an (+ 30 point de RDB en à peine un an), elle dépasse désormais le pic atteint en 2006-2007 (à 6,5 fois le RDB), au pire de la folie immobilière. À l'époque, les ménages s'étaient enrichis à travers l'acquisition d'un patrimoine immobilier (3 fois le RDB en 2006) permise grâce à des conditions d'emprunt particulièrement favorables (la dette atteignait 1,3 fois le RDB) et grâce également à la valorisation des actifs financiers (4,7 fois le RDB). Aujourd'hui, la situation des ménages est plus favorable et la composition de cette richesse s'est modifiée depuis 2006 au profit du patrimoine financier. Le patrimoine immobilier, malgré la hausse des prix, ne représente plus que 2,3 fois le RDB au deuxième trimestre 2017 et le patrimoine financier, soutenu par l'envolée boursière de 2016 et 2017, s'élève désormais à 5,5 fois le RDB des ménages (soit beaucoup plus qu'en zone euro plutôt autour de 3,3 fois). Même si la richesse financière se répartit de façon plus inégalitaire selon les niveaux de revenu que la richesse immobilière et influe donc différemment sur les comportements des ménages, l'enri-

chissement des ménages, *via* l'envolée de la Bourses, a néanmoins permis un surcroît de consommation.

Par ailleurs, les ménages se sont désendettés de près de 30 points de RDB depuis l'éclatement de la crise et leur taux d'endettement reste stable à 100 % depuis deux ans (niveau de 2002) au niveau de sa tendance de long terme. Malgré la reprise économique, des conditions monétaires favorables (les taux hypothécaires ont augmenté de 50 points de base fin 2016 et sont stables autour de 4 % depuis) et un marché de l'immobilier attractif (les prix sont orientés à la hausse), les nouveaux crédits nets hypothécaires restent faibles. Or, sans reprise de l'endettement hypothécaire, l'investissement résidentiel ne peut progresser. Sur un an, il a augmenté de seulement 1,3 % au deuxième trimestre 2017, après une croissance à 10 % en 2015. Les mises en chantier et permis de construire ne montrent pas de signes d'accélération depuis 2 ans.

Du côté des entreprises, l'investissement, qui pendant quatre années avait cru à un rythme moyen de 7 % par an, a fortement ralenti entre la fin 2015 à la fin 2016, avant de se ressaisir au premier semestre. Sur un an, il a augmenté de 4,3 % au deuxième trimestre 2017 après 0,7 % fin 2016. Le taux d'investissement qui avait atteint un point haut à 13,7 % à l'été 2014 a baissé et est revenu à 13,5 % à la mi-2017. Néanmoins, l'investissement total des entreprises est fortement marqué par le comportement de l'industrie minière (qui pourtant ne dépasse pas 7,5 % du total au point le plus haut). En effet, la baisse puis la stabilisation des prix du pétrole et gaz de schiste ont eu un effet très marqué sur la construction de nouvelles plateformes. Entre le troisième trimestre 2014 et le deuxième de 2016, l'investissement a chuté de 64 % dans le secteur minier et a stagné au deuxième semestre 2016. La récente remontée des prix du pétrole, bien que faible, a changé la donne. L'investissement est reparti : en deux trimestres, les dépenses ont augmenté en cumulé de 65 %. En prévision, les prix du pétrole restant à un niveau peu élevé, les investissements resteront moins élevés que sur la période 2011-2014 et devraient moins soutenir l'investissement. Si l'on exclut cette composante minière, l'investissement passe de 1,7 % à 0,7 % au premier trimestre et de 1,6 % à 0,9 % au deuxième. Le taux d'investissement est plus stable (graphique 43).

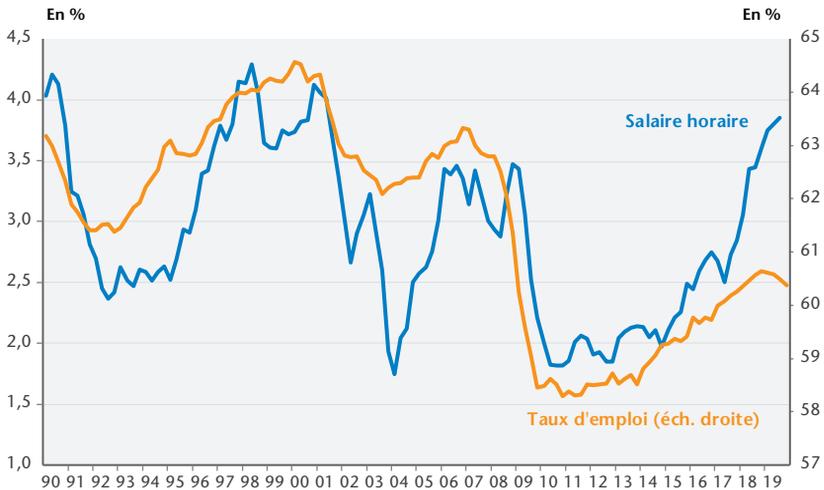
Graphique 43. Taux d'investissement aux États-Unis



Source : Bureau of Economic Analysis.

La situation financière des entreprises reste plutôt favorable. Après la légère dégradation de 2015, le taux de marge est stable depuis plus d'un an à un niveau élevé, plus élevé notamment qu'à la veille du retournement conjoncturel de 2006. Malgré le bas niveau de chômage, on n'observe pas de dérapages dans les coûts de production, notamment salariaux. La productivité horaire qui n'avait pas baissé en 2008 malgré la profondeur de la crise et qui avait même très fortement accéléré en 2009 au point de dépasser sa tendance de long terme, évolue très faiblement depuis 2011. L'emploi évolue en phase avec l'activité. Au début de l'année 2017, le niveau de productivité est revenu vers son niveau de long terme. Du côté des salaires, les données d'enquêtes auprès des entreprises montrent une légère accélération des salaires horaires dans le secteur privé qui passent d'une hausse sur un an de 2 % en 2014 à 2,7 % sur les trois premiers trimestres de 2017 (graphique 44). Le mouvement est moins net si l'on considère les salaires horaires au sens de la comptabilité nationale (salaires et traitements divisés par le nombre d'heures travaillées). Dans ces conditions, les coûts salariaux unitaires restent sous contrôle (2,2 % au deuxième trimestre 2017). Cette situation permet de maintenir une inflation sous-jacente (hors pétrole et produits alimentaires) inférieure à 2 % (1,7 % en septembre 2017 pour une inflation à 2,2 %).

Graphique 44. Salaire et emploi



Source : Bureau of Labor Statistics.

Du point de vue du commerce extérieur, les exportations aux performances très erratiques depuis plusieurs années, en lien avec la hausse du dollar, ont répondu à la hausse des carnets de commande enregistrés auprès des entreprises l'année dernière. Après plusieurs années de stagnation, les ventes à l'étranger ont progressé de 1,8 % et 0,9 % sur chacun des deux premiers trimestres 2017. Il s'agit surtout des fournitures industrielles (produits pétroliers) au premier trimestre et des services de voyages au deuxième. Les importations qui avaient augmenté fortement fin 2016-début 2017 ont ralenti au deuxième trimestre. Au final, la contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB est quasiment nul depuis plusieurs trimestres.

Cette dynamique de croissance devrait se poursuivre au cours des prochains trimestres. Un certain nombre d'indicateurs conjoncturels sont à la mi-2017 toujours très bien orientés même si l'indicateur coïncident du NBER a marqué un peu le pas durant l'été 2017. L'indicateur avancé accélère depuis fin 2016 (avec une pause en septembre dernier) et l'indicateur retardé, informant surtout sur des contraintes de stocks (niveau d'endettement...), ne témoigne pas de phénomènes de tensions. Plus précisément, l'indicateur de confiance de ménages s'est envolé entre la mi-2016 et mars 2017 et reste à un sommet de 120 (pour une base 100 en 1985), soit 10 points de plus qu'en 2006-2007 (mais 20 points de moins que sur la période 1997-2000). Les

indicateurs d'activité dans l'industrie (ISM, Philadelphie, Chicago) sont très positifs. Si les nouvelles commandes de biens de consommation et de produits semi-finis n'ont pas retrouvé leur niveau des années 1998-2008, elles sont sur un plateau depuis le début de 2016. Les commandes de biens de capital ne cessent d'augmenter depuis le début de l'année. Enfin, les carnets de commandes sont bien remplis malgré un léger retournement des carnets à l'exportation durant l'été.

Au cours des trimestres suivants, plusieurs hypothèses sous-tendent notre prévision.

Tout d'abord, la fin de l'été 2017 a été perturbée par une série d'ouragans qui a causé d'importants dégâts matériels dans le golfe du Mexique et qui ont nécessité des interventions d'urgence de la part des services de l'État ainsi que d'importants programmes de reconstruction des infrastructures à venir. L'activité pétrolière a été interrompue pendant quelques jours mais très vite la production est revenue à son niveau initial. On suppose ici que l'impact des ouragans reste marginal au niveau macro-économique (baisse de la production fin août et en septembre, puis reprise au quatrième trimestre, avec les premiers effets de la reconstruction). Le coût budgétaire a été calé sur celui des ouragans de 2005 (d'une ampleur comparable), tel qu'il avait été évalué en 2007 par le CBO avec le même profil de déblocage des fonds. On retient donc un coût total de 100 milliards de dollars sur 10 ans, dont 5 milliards dépensés dès 2017, 35 milliards en 2018 et 22 milliards en 2019.

À ces dépenses budgétaires liées aux catastrophes naturelles s'ajoutent nos hypothèses de politique budgétaire (voir partie budgétaire) basées sur l'idée que la grande réforme fiscale actuellement en discussion sera en partie votée. Les ménages, et notamment les plus riches verront leurs impôts baisser en 2018. Une moitié de la baisse des impôts sur le revenu ira en dépenses de consommation, l'autre moitié sera épargnée : le taux d'épargne remontera de 0,7 point de RDB. Les entreprises seraient les principales gagnantes de la réforme fiscale et profiteront de ces liquidités supplémentaires et de l'amortissement accéléré pour augmenter leurs investissements. En 2018, la croissance devrait donc être largement soutenue par l'investissement privé (hors secteur minier, celui-ci devant devenir plus neutre du fait de la stabilisation des prix du pétrole) et public. En 2019, le soutien budgétaire à la croissance ne jouera plus. Le déficit budgétaire de 4,9 % en 2017 se creuserait à 5,2 % en 2018 et se réduirait légèrement en 2019.

En 2018 et 2019, la croissance américaine devrait aussi bénéficier du repli du dollar. Après 4 années d'appréciation face aux autres monnaies (de 2013 à 2016), le taux de change effectif du dollar, corrigé des différentiels de prix, a atteint un point haut qui pénalise fortement la compétitivité-prix des exportations. Le retournement entamé au début de l'année 2017 devrait se poursuivre en 2018 et 2019 et se traduire par de légers gains de parts de marché qui rompent avec la tendance de 2016. La contribution du commerce extérieur devrait donc devenir neutre à l'horizon 2019.

L'accélération de la croissance en 2018, alors que l'activité est proche de son potentiel, ne manquera pas de se traduire par quelques frictions sur le marché du travail. L'emploi devrait accélérer (1,8 % sur un an à la fin 2018) mais les entreprises ne devraient pas s'écarter du rythme moyen de productivité estimé sur la dernière décennie de 0,8 % par an (à partir d'un filtre de Kalman). Compte tenu du vieillissement de la population qui a accéléré vers le milieu des années 2000, le taux d'emploi pourrait marquer un point haut qui signifierait un point de tensions sur le marché du travail. La hausse des salaires serait donc à venir. De 2,7 % au deuxième trimestre 2017, les hausses pourraient atteindre 3,6 % en 2018 et se poursuivre jusqu'à 3,9 % fin 2019, malgré le ralentissement des créations d'emploi. Le taux de chômage, lui, continuerait de baisser jusqu'à 4 % fin 2018 (il est à 4,3 % au troisième trimestre 2017) avant d'augmenter en 2019 jusqu'à 4,7 %. Le taux d'activité augmenterait de 0,5 point à 63,4 %. L'inflation sera un peu plus élevée (les CSU progresseraient un peu au-dessus de 3 %) mais elle ne devrait pas dépasser 2 % fin 2018. Le taux de marge se dégradera légèrement.

En 2019, les soutiens à la croissance ne seront plus là et l'économie progressera autour de son rythme potentiel. L'écart de production sera légèrement positif.

## **Pays émergents : vers la fin du ralentissement**

### **Asie : la croissance se maintient**

La région Asie de l'Est et Pacifique enregistrerait sa plus faible croissance depuis 2011, avec 6,0 % attendus en 2017 puis 6,1 % en 2018-2019. Le poids de la Chine demeure considérable : après une année 2016 où la croissance a été soutenue par des mesures de stimulation

fiscales et monétaires, l'accroissement de la dette et le rebond du marché immobilier, le PIB chinois devrait croître de 6,8 % en 2017 avant de ralentir à 6,5% en 2018-2019 du fait de la transformation en cours de son modèle économique et des mesures prises pour comprimer les sérieux risques financiers internes.

### ***La Chine : priorité à la stabilisation de la croissance***

Après 6,7 % en 2016, la croissance chinoise devrait accélérer légèrement à 6,8 % en 2017 avant de ralentir à nouveau en 2018 et 2019. La croissance reste solide et supérieure à l'objectif de 6,5 % fixé par le gouvernement dans le 13<sup>e</sup> plan quinquennal (2016-2020). Le risque d'un ralentissement brutal, qui rendrait très difficile la résolution des déséquilibres, semble donc être écarté même si les mesures de Pékin pour ralentir le marché immobilier et limiter l'endettement ne manqueront pas de freiner la croissance.

Au troisième trimestre 2017, la croissance a progressé de 6,8 % sur un an après 6,9 % sur les deux trimestres précédents (soit 1,7 % sur un trimestre après 1,8 % sur les deux précédents). L'envolée du crédit bancaire, la bonne tenue du commerce extérieur et le soutien des dépenses publiques d'infrastructures ont permis ces bonnes performances. En septembre, les indicateurs conjoncturels sont restés très bien orientés : si la croissance est surtout portée par les services, la production industrielle a augmenté à un rythme très soutenu (6,6 % sur un an) tout comme les ventes au détail (+ 10,3 %).

La croissance continue de bénéficier d'une politique budgétaire pro-cyclique *via* d'importantes dépenses d'infrastructures. La politique monétaire joue la prudence et vise surtout à gérer les déséquilibres financiers. La dette des agents non financiers (concentrée principalement sur les entreprises et les collectivités locales) représente 260 % du PIB et ne montre pas de signe de ralentissement. Face au surendettement des agents non financiers, la dégradation de la qualité de l'actif du système financier combinée à des provisions insuffisantes pourrait poser problème si la croissance ralentissait en deça du seuil des 6,5 %. La politique monétaire s'était resserrée très légèrement fin 2016. La dégradation de la dette par S&P à A+, dans la lignée de Moody's en mai dernier montre que le risque de crédit demeure faible malgré tout.

Sur le plan externe, la crise de confiance qui était apparue en 2014 s'était traduite par des fuites massives de capitaux et une dépréciation

de la monnaie, elle est maintenant enrayée. Les réserves de changes ont recommencé à augmenter depuis fin 2016 et le yuan s'est apprécié de 7 % face au dollar entre janvier et septembre 2017. En septembre, le contrôle des capitaux s'est assoupli et les autorités semblent décidées à mettre un terme au mouvement haussier de leur monnaie qui pénalise leurs exportations. La politique monétaire est plus accommodante et le cours pivot, officiellement déterminé par les autorités en fonction des pressions du marché, a baissé en septembre. Mais l'arbitrage entre croissance économique et résolution des déséquilibres demeure le perpétuel moteur de la politique économique.

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

Hors Chine, la croissance des pays en développement de la région a été de 5,6 % en 2016 et devrait s'établir à 5,2 % en 2017. La progression se ferait ensuite à un rythme un peu plus rapide, pour atteindre 5,6 % en 2018 et 2019. L'Inde verrait sa croissance ralentir de 0,5 point en 2017, à +7,0. La démonétisation en novembre 2016 de plus de 80 % des billets de banque en circulation en est l'une des causes. Le gouvernement de Narendra Modi a décrété que les billets de 500 et 1 000 roupies (6,5 et 13 euros), coupures qui représentaient 86 % de la valeur de l'argent liquide en circulation, n'avaient plus de valeur légale. Cette mesure radicale est destinée à lutter contre l'évasion fiscale et à faire rentrer dans le secteur bancaire une partie de l'énorme secteur informel. Mais elle a eu pour effet immédiat de déclencher une ruée vers les banques qui se sont trouvées à sec, et d'entraîner un ralentissement de la consommation dû à la pénurie d'argent liquide (+3,1 % en 2016 contre +7,1 % en 2015). Toutefois, l'impact négatif de la démonétisation sur la croissance du PIB sera transitoire. Une fois que le stock d'argent liquide aura été rétabli, ce qui devrait intervenir d'ici fin mars 2017, l'économie reviendra à la normale. En 2018 et 2019, le PIB devrait croître de +7,7 % grâce aux bénéfices tirés de la mise en place des réformes attendues de longue date.

Au deuxième trimestre 2017, la croissance de la Corée du Sud affiche un léger ralentissement avec une progression du PIB de 0,6 % contre 1,1 % le trimestre précédent. L'activité a profité d'une hausse la consommation des ménages de 1,1 %, mais a été ralentie par le recul de 2,9 % des exportations, moteur traditionnel de l'économie. Sur un an, en moyenne, la croissance s'établirait à 2,7 % puis ralentirait à 2,6 et 2,5 %. Parmi les autres économies de la région, la croissance accé-

lèrerait entre 2017 et 2019 à Taïwan, Singapour, en Indonésie et dans une moindre mesure en Malaisie. Elle se stabiliserait à Hong-Kong, en Thaïlande et aux Philippines.

Outre les risques géopolitiques (relation Chine/États-Unis, Mer de Chine méridionale, péninsule coréenne), des risques macro financiers importants subsistent : l'incertitude liée à la politique commerciale américaine de Donald Trump pourrait entraîner un regain de pression sur le yuan, une délocalisation accrue des capitaux et une nouvelle baisse des réserves de devises chinoises. Les mesures de Pékin visant à ralentir le marché immobilier et à limiter l'endettement pourraient également avoir des conséquences sur la croissance chinoise. De plus, un protectionnisme accru des États-Unis pourrait exposer la Chine et les pays d'Asie qui sont tributaires des exportations et dont le modèle de croissance repose sur les chaînes de production mondiales. Enfin, un dollar plus fort et des taux d'intérêt plus élevés aux États-Unis entraîneraient une sortie des capitaux des pays émergents.

### **L'Amérique latine : un horizon enfin dégagé**

L'Amérique latine confirme sa sortie de récession engagée à la mi 2016. Après une baisse de 0,9 % sur un an au printemps 2016, l'activité a progressé de 1,6 % au printemps 2017. La reprise reste encore faible mais les deux grands pays que sont l'Argentine et le Brésil sortent d'une crise politique majeure qui s'était doublée d'une profonde crise économique. Aujourd'hui, à l'exception du Venezuela, le paysage se dégage et la croissance peut repartir. L'environnement international reste cependant peu porteur. Le prix des matières premières reste à un niveau plutôt bas, malgré la remontée des cours au premier semestre 2017. Le prix des matières premières industrielles a progressé de 11 % sur un an en août 2017 mais reste 40 % en dessous de son niveau de l'été 2014. Quant aux matières premières alimentaires, leur cours a baissé de 7 % sur un an. Enfin, les prix du pétrole demeurent à un niveau bas. Pour autant, si les termes de l'échange restent dégradés, le commerce international a accéléré fin 2016 et devrait rester plus dynamique qu'en 2015 et 2016. Par ailleurs, l'environnement financier reste particulièrement accommodant. La croissance régionale pourrait atteindre 2,4 % en 2018 et 2,6 % en 2019 après -0,6 % en 2016 et 1,7 % attendu pour 2017.

Après six années de stagnation, la croissance est repartie en Argentine fin 2016 pour atteindre 2,6 % sur un an au deuxième trimestre

2017. Le gouvernement Macri a entrepris d'importantes réformes telles que la suppression des subventions sur le gaz et l'électricité, la levée des contrôles des changes et de capitaux qui ont rassuré les marchés financiers : l'indice boursier a crû de près de 50 % depuis le début de l'année). Au Brésil, la croissance a repris au début de l'année après trois années de récession (chute de 9 % du PIB en cumulé entre le premier trimestre 2014 et le dernier de 2016). La situation économique et politique reste fragile mais la rigueur budgétaire combinée à la vague massive de privatisations (dont le géant Petrobras) annoncée fin août devrait permettre de réduire considérablement le déficit budgétaire. En août 2017, le déficit budgétaire primaire atteignait 2,4 % du PIB sur 12 mois, et le déficit budgétaire total 9 % du PIB. Au Chili, en Colombie, la croissance accélère à 1,3 % sur un an au deuxième trimestre 2017 et à 2,4 % au Pérou. Ces rythmes bien que supérieurs à ceux des années passées, restent très modérés par rapport aux tendances passées et aux besoins de la population.

Cette reprise modérée se place dans un contexte généralisé de reflux de l'inflation, spectaculaire dans le cas de l'Argentine (l'inflation annuelle est passée de 45 % à 20 % en un peu moins d'un an). Au Brésil, l'inflation atteint même des niveaux historiquement bas si l'on en juge les pics passés : 2,5 % en août dernier après plus de 9 % en 2015 et 2016. Les autorités monétaires ont même réduit leur objectif de cible de 4,5 % (+/- 1,5 point) en 2017 à 4 % en 2020. Seul pays où cette tendance désinflationniste ne s'observe pas, le Mexique qui face à un peso qui a perdu près de 40 % de sa valeur face au dollar en 2 ans, voit ses prix accélérer fortement : 6,6 % en août dernier contre 2,7 % un an plus tôt. L'appréciation du peso face au dollar depuis le début de l'année devrait jouer favorablement sur l'évolution des prix. Dans les autres pays, les taux de change nominaux sont relativement stables face au dollar depuis un an. En termes de compétitivité, les pays sont dans une situation qui à l'exception de l'Équateur, leur est relativement favorable pour gagner des parts de marchés à l'exportation.

Dans cette période de croissance modérée, de faible inflation et de stabilité des taux de change, les politiques monétaires restent, à l'exception de l'Argentine et du Mexique, très accommodantes. Les taux directeurs ont continué de baisser et se situent à des niveaux neutres ou bas.

## Europe centrale et orientale : à fond

La croissance du PIB qui avait montré des signes de faiblesse en 2016 dans trois - Hongrie, République tchèque, Pologne – des six pays d'Europe centrale membres de l'UE, Bulgarie, Roumanie et Croatie) a regagné de la vigueur en 2017. Ces mouvements conjoncturels sont essentiellement dus au recul de l'investissement en 2016 puis à sa reprise en 2017, en raison des délais d'utilisation des fonds structurels européens dans le cadre du nouveau programme (2014-2020). En Hongrie et en République tchèque, le ralentissement des exportations a accentué ce mouvement. En Bulgarie et en Roumanie, malgré la baisse marquée de l'investissement en 2016, les autres composantes de la demande interne ou les exportations ont pris le relais, avec pour conséquence un maintien de la croissance du PIB à un rythme assez élevé (respectivement 3,9 % et 4,8 % en 2016). En 2017, le rebond de l'investissement a été très net dans tous les pays et contribue largement à l'accélération de la croissance dans l'ensemble de la zone qui passe de 3 % en 2016 à 4,4 % en 2017. Il y aurait une normalisation en 2018 et 2019, à 3,4 % puis 3 %. Les dynamiques de commerce extérieur seraient défavorables en 2017, avec une contribution à la croissance négative, à l'exception de la République tchèque. Les exportations ralentissent ainsi dans un certain nombre de pays, tandis que la croissance des importations se maintient à un haut niveau.

La consommation privée resterait très dynamique (5 % en 2017). Le taux de chômage continuerait de baisser, pour se situer à de bas niveaux, compris entre 3,2 % en République tchèque et 6,4 % en Bulgarie en 2017. Au-delà des créations d'emplois, la dynamique de la population active favorise cette réduction du chômage. La plupart de ces pays ont connu au cours de la dernière décennie une baisse de leur population, et notamment de la population en âge de travailler plus ou moins compensée par une augmentation des taux d'activité<sup>26</sup>. Ce faible chômage alimente des augmentations de salaires importantes (les coûts horaires de la main-d'œuvre ont augmenté à des rythmes proches de 10 % ou supérieurs à 10 % selon les pays au deuxième trimestre 2017), avec pour le moment un impact limité sur l'inflation. En octobre 2017, l'inflation en Roumanie et Bulgarie atteignait 1,3 %, en Croatie et en Pologne 1,6 %. Seules la Hongrie et la République tchèque connaissent une inflation supérieure à 2 % (2,5 %). Face à cette accélération, la

---

26. Voir le chapitre IX de L'économie européenne (OFCE, 2017).

banque centrale tchèque a relevé son taux directeur pour la première fois depuis 2008 (de 0,2 point en août 2017). Elle a aussi abandonné l'arrimage à l'euro en avril dernier, ce qui s'est traduit par une appréciation modérée de la couronne par rapport à l'euro (5 %). Les mouvements sur les taux de change dans les autres pays sont aussi restés limités, avec une faible appréciation du zloty en Pologne depuis fin 2016 et une légère dépréciation en Roumanie en 2017.

## Références

- Ahmed S., A. Levin et B. A Wilson, 2004, « Recent US macroeconomic stability: good policies, good practices, or good luck? », *The Review of Economics and Statistics*, 86(3) : 824-832.
- Ball L. M., 2006, « Has globalization changed inflation? », National Bureau of Economic Research, *NBER Working Paper*, n° 12687.
- Bernanke B., 2004, *The Great Moderation. Remarks at the Meeting of the Eastern Economic Association*, 20 février.
- Blank R., 1995, « Changes in inequality and unemployment over the 1980s. Comparative cross-national responses », *Journal of Population Economics*, (8) : 1.
- Blot C. et X. Timbeau, 2009, « Du chaos financier au KO économique », *Revue de l'OFCE*, (3) : 149-178.
- Blot C., P. Hubert, et F. Labondance, 2015, « La politique monétaire crée-t-elle des bulles ? », *Revue de l'OFCE*, (8) : 257-286.
- Borio C., P. Disyatat et M. Juselius, 2016, « Rethinking potential output: Embedding information about the financial cycle », *Oxford Economic Papers*, 69(3) : 655-677.
- Chagny O. et S. Le Bayon, 2014, « L'introduction d'un salaire minimum légal : genèse et portée d'une rupture majeure », *Chronique Internationale de l'IRE*, (146) : 3-18.
- Cochard M., G. Cornilleau et É. Heyer, 2010, « Les marchés du travail dans la crise », *Économie et statistique*, 438(1) : 181-204.
- Dumont M., 2013, « Is there a Trade-off between Wage Inequality and Unemployment? ». In: Hellier J., Chusseau N. (eds), *Growing Income Inequalities*, Londres, Palgrave Macmillan.
- Furceri D., et A. Mourougane, 2012, « The effect of financial crises on potential output: New empirical evidence from OECD countries », *Journal of Macroeconomics*, 34(3) : 822-832.
- Furceri D., et A. Zdzienicka, 2012, « How costly are debt crises? », *Journal of International Money and Finance*, 31(4) : 726-742.

- Giannone D., M. Lenza et L. Reichlin, 2008, « Explaining the great moderation: It is not the shocks », *Journal of the European Economic Association*, 6(2-3) : 621-633.
- Gordon R., 2012, « Is US economic growth over? Faltering innovation confronts the six headwinds », *CEPR Policy Insight*, 63.
- Greenwood R., S. G. Hanson et J. C. Stein, 2016, « The Federal Reserve's balance sheet as a financial-stability tool », In *Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future*, Jackson Hole Symposium: Federal Reserve Bank of Kansas City.
- iAGS, 2014, « From Austerity to Stagnation : How to avoid the deflation trap », in – Independent Annual Growth Survey 2014, *Revue de l'OFCE, Special issue*.
- Jordà Ò., M. Schularick, et A. M. Taylor, 2015, « Leveraged bubbles », *Journal of Monetary Economics*, 76, S1-S20.
- Krugman P., 1994, « Past and Prospective Causes of High Unemployment », *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 23-43.
- Le Garrec G. et V. Touzé, 2016, « Caractéristiques et dynamique de l'équilibre de stagnation séculaire », *OFCE les notes*, 57, janvier.
- Lowe P. et C. Borio, 2002, « Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus », *Bank for International Settlements working paper*, n° 114.
- OFCE, 2016, « Petite reprise après grande crise », *Revue de l'OFCE*, 147.
- OFCE, 2017, « La Routine de l'incertitude », *Revue de l'OFCE*, 151.
- OFCE, 2017, *L'économie européenne 2017*, Collection Repères Éditions La Découverte.
- ONS, 2017, *Economic Review*, octobre 2017.
- Reinhart C. M. et K. S. Rogoff, 2008, « This time is different: A panoramic view of eight centuries of financial crises », *Annals of Economics and Finance*, 15(2) : 1065-1188.
- Rogers J. H., C. Scotti, et J. H. Wright, 2014, « Evaluating asset-market effects of unconventional monetary policy: a multi-country review », *Economic Policy*, 29(80) : 749-799.
- Storer P et M. Van Audenrode, 1998, « Exploring the Links between Wage Inequality and Unemployment: A Comparison of Canada », *Canadian Public Policy/Analyse de politiques*, (241) : 233-253.