

9. Tour du monde de la situation conjoncturelle

Les États-Unis à la relance

La situation économique américaine ne semble pas donner de signes d'essoufflement. Après un trou d'air au quatrième trimestre 2015 et au premier trimestre 2016, la croissance a retrouvé de l'allant en 2017 et la dynamique de l'activité s'est renforcée tout au long de l'année portant la croissance annuelle à 2,3 %. Surtout, ce mouvement va s'amplifier en 2018 et 2019 grâce au soutien apporté par une politique budgétaire fortement expansionniste. La croissance retrouverait un rythme proche de celui de 2014-2015 puisque le PIB progresserait respectivement de 2,9 % et 2,6 % en 2018 et 2019. L'économie américaine devrait alors atteindre un haut de cycle en fin d'année 2019 mais accumulerait également des déséquilibres budgétaires et courant croissants.

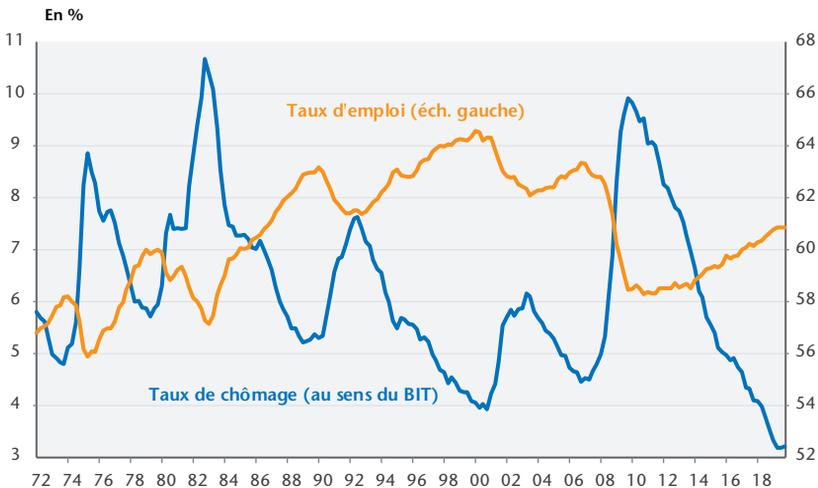
L'écart de croissance se referme

La croissance américaine a accéléré au cours du deuxième semestre 2017, soutenue par une demande intérieure dynamique. Au quatrième trimestre, le PIB a progressé de 2,5 % en glissement annuel contre 2,2 % au deuxième trimestre et 1,8 % en fin d'année 2016. En fin d'année 2017, la hausse de la consommation des ménages de 0,9 % sur un trimestre a été soutenue par la baisse du taux d'épargne de 0,7 point qui s'explique en partie par la forte augmentation de la richesse financière des ménages en fin d'année. Dans le même temps, le pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages a décéléré au cours du second semestre, progressant de 0,3 et 0,1 % respectivement aux troisième et quatrième trimestres contre 0,7 % lors des deux premiers trimestres. Toutes les composantes de l'investissement ont progressé au quatrième trimestre avec notamment un rebond de l'investissement en logement (2,8 %) après deux trimestres de baisse. L'investissement productif privé a augmenté de 1,7 % au quatrième trimestre après 1,1 % au trimestre précédent. L'investissement dans le secteur de l'énergie (*mining*) a notamment repris ; la hausse du prix du pétrole ayant amélioré la rentabilité des investissements dans ce secteur. Sur l'ensemble de l'année, la contribution de la consommation (publique et

privée) et de l'investissement s'est élevée à 2,6 points. Les exportations ont été également dynamiques, progressant de 3,4 % en 2017, portées par le rebond du commerce mondial, après une quasi-stabilité lors des deux années précédentes. Néanmoins, la contribution du commerce extérieur est restée négative : -0,2 point, comme en 2016.

Sur l'ensemble de l'année, la progression du PIB de 2,3 % permet de fermer l'écart de croissance, ouvert depuis 2008, et de faire baisser le taux de chômage à 4,1 %, un niveau inférieur à celui d'avant-crise et proche du point bas à 3,9 % atteint au deuxième trimestre 2000. Pour autant, le taux d'emploi suggère que la situation n'est pas totalement rétablie puisqu'il restait en fin d'année 2017 inférieur de 3 points à son niveau d'avant-crise (graphique 55). Par ailleurs, selon le BLS (*Bureau of Labor Statistics*), le nombre de chômeurs découragés s'élevait encore à 0,3 point de population active. Si on ajoute les chômeurs découragés, les personnes en marge de la population active⁵⁶ ainsi que les personnes en emploi à temps partiel mais qui déclarent souhaiter travailler davantage, le taux de chômage atteint 8,2 % en janvier 2018, un niveau proche du point bas de l'année 2007 (8 %) mais plus élevé que celui de l'année 2000 (6,8 %).

Graphique 55. Taux d'emploi et taux de chômage aux États-Unis



Sources : BLS, CBO, prévision OFCE avril 2018.

56. Il s'agit de personnes qui ne sont pas en recherche active d'emploi mais qui indiquent avoir cherché au cours des douze derniers mois ou être disponibles pour un emploi.

Une politique budgétaire pro-cyclique

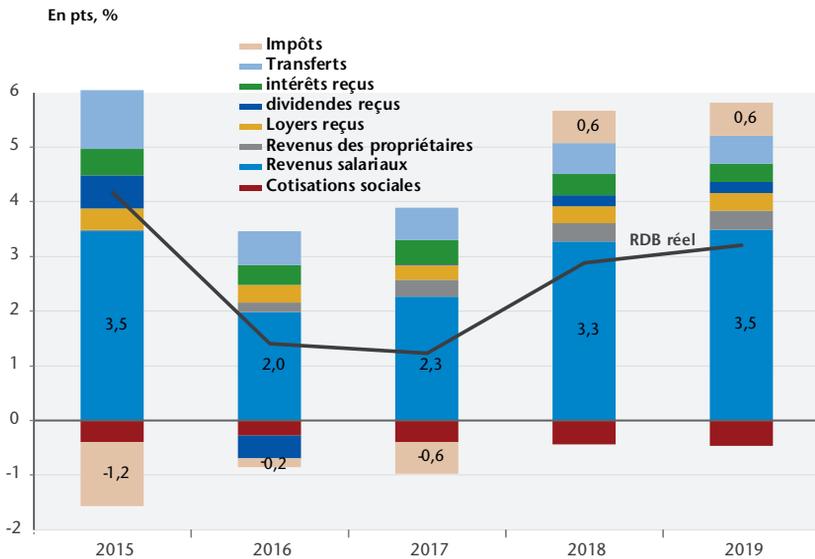
C'est dans ce contexte plutôt favorable que la nouvelle administration Trump, arrivée au pouvoir en janvier 2017, a mis en œuvre une politique budgétaire résolument expansionniste. Initialement, l'objectif du gouvernement était de créer un choc fiscal *via* une baisse de l'impôt sur le revenu des ménages – en réduisant notamment le taux marginal d'imposition maximum – et sur les sociétés⁵⁷ pour stimuler les créations d'emplois et porter la croissance de moyen terme à 3,5 %. Le vote du Congrès sur le volet dépenses en début d'année 2018 a donné lieu à d'intenses tractations entre Républicains et Démocrates, provoquant deux courts épisodes de *shutdown* avant que les deux parties ne parviennent à un accord validé ensuite par le Président et qui se traduira par une augmentation des dépenses. L'objectif du Président était d'augmenter les dépenses militaires en contrepartie d'une réduction des autres dépenses, ce qu'ont refusé les Démocrates qui ont validé l'augmentation des dépenses militaires qu'à la seule condition d'augmenter d'autres postes de dépenses. Il en résulte une augmentation des dépenses fédérales sur deux ans qui devrait atteindre 320 milliards de dollars (1,7 point de PIB). Dans ces conditions, le stimulus budgétaire s'élèvera à 1,5 point de PIB en 2018 et 2019, ce qui représente une impulsion cumulée proche de celle mise en œuvre par Obama pour l'année 2008.

Ces différentes mesures stimuleront la croissance en 2018 et 2019 *via* les différentes composantes de la demande intérieure. Premièrement, la baisse de la fiscalité des ménages entraîne une amélioration du revenu disponible. La contribution des impôts à la croissance du revenu deviendrait positive en 2018 et 2019 (+0,6 point) après avoir été négative en 2017 (graphique 56). Le revenu disponible des ménages progresserait également grâce à l'amélioration de l'emploi et des salaires. En termes réels, la hausse du revenu disponible serait de 2,8 % en 2018 et de 3,1 % en 2019, ce qui stimulerait la consommation. Du côté des entreprises, la baisse des taux marginal et effectif de l'impôt sur les sociétés améliorera leur taux de profit et leur investissement qui sera également tiré par un effet accélérateur en lien avec l'augmentation de la demande domestique et étrangère. Enfin, les dépenses de consommation publique augmenteront de 2,2 % en 2018 et 2019 après une stabilité en 2017. L'effet positif de la relance sera cependant

57. Voir « Politiques budgétaires : accélération sans crise ».

atténué par une augmentation du taux d'épargne qui passerait de 2,6 % en fin d'année 2017 à 3,8 % 2 ans plus tard. Par ailleurs, l'augmentation de la demande se portera également en partie sur des biens importés poussant le taux de pénétration à la hausse sur les deux prochaines années.

Graphique 56. Décomposition du revenu disponible brut des ménages américains



La politique budgétaire expansionniste aura donc bien un effet positif sur la croissance et permettra de poursuivre la baisse du chômage, qui atteindrait 3,2 % en 2019. Ce gain de croissance se fera néanmoins au prix de déséquilibres accrus et pourrait aussi pousser la banque centrale à accélérer son resserrement monétaire dans un contexte où l'inflation se stabiliserait légèrement au-dessus de 2 %⁵⁸. Surtout, contrairement aux phases de reprise précédente, la politique budgétaire américaine va devenir fortement pro-cyclique. Fin 2019, le déficit budgétaire atteindrait 7 % alors que le PIB devrait être 2 points au-dessus de la production potentielle, ce qui porterait le déficit structurel primaire à 4,4 % du PIB, soit le niveau le plus élevé depuis 1972 si l'on exclut la période de la Grande Récession⁵⁹. Comparativement aux

58. Voir « Politique monétaire : les banques centrales face à l'absence d'inflation ».

59. En 2009, le déficit structurel primaire atteignait 7,7 %.

précédentes phases de haut de cycle, la situation budgétaire américaine sera bien plus dégradée. Pendant les années 1990, les finances publiques avaient été assainies et le solde était excédentaire (+0,8 point de PIB) avant le ralentissement de 2000-2001. Avant la crise financière de 2007, le déficit s'élevait à 3,1 % et avait surtout baissé de 2,8 points entre 2003 et 2006.

La première proposition de budget pour l'année 2019 pourrait même amplifier le déficit et la dette publique si le projet de plan d'investissement, proposé en février 2018 par la Maison Blanche, devait être voté sans contrepartie en matière de réduction des dépenses ou de financement de ces investissements en infrastructures. Les choix de politique économique risquent également de réduire les futures marges de manœuvre du gouvernement en cas de choc négatif et pourrait forcer la réduction des déficits à un moment qui serait moins opportun. Par ailleurs, même si la baisse de l'impôt sur le revenu était en partie compensée par une hausse du taux d'épargne des ménages, le creusement du déficit budgétaire ira de pair avec une dégradation du déficit courant qui augmenterait de 0,4 point pour atteindre 2,8 % en 2019. Il y a là de fait une contradiction sur la dénonciation des déficits commerciaux des États-Unis vis-à-vis de la Chine ou de l'Allemagne et la hausse des droits de douanes sur les importations d'acier et d'aluminium. Ces mesures ne devraient pas contribuer à réduire le déficit courant des États-Unis qui n'est que le reflet de l'insuffisance de l'épargne.

Royaume-Uni : navigation à vue

Selon les comptes nationaux publiés le 29 mars dernier, la croissance du PIB britannique a été de 1,8 % en moyenne annuelle en 2017, après 1,9 % en 2016 et 2,3 % en 2015. Mais la croissance s'est établie à 1,4 % en glissement sur un an au quatrième trimestre 2017, contre 2 % un an plus tôt, alors qu'elle accélérerait chez les principaux partenaires commerciaux britanniques, en particulier dans la zone euro (de 2 % en glissement sur un an fin 2016 à 2,6 % fin 2017) et aux États-Unis (de 1,8 % à 2,5 %).

L'économie britannique ralentit depuis 2015, sous l'effet de plusieurs facteurs. Il faut tout d'abord rappeler que l'économie britannique avait renoué avec la croissance avant les principales économies de la zone euro, le PIB britannique retrouvant en 2013 son niveau

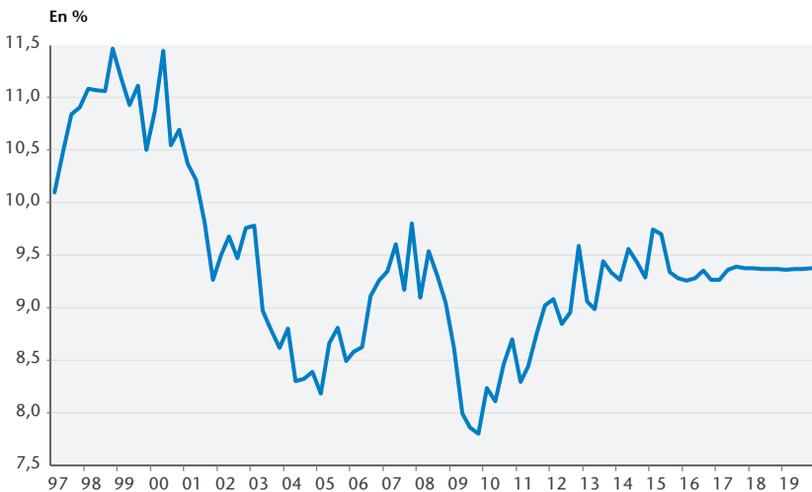
d'avant-crise, deux ans avant la zone euro prise dans son ensemble, et le taux de chômage britannique (au sens du BIT) était revenu en 2015 à 5,4 %, son niveau d'avant-crise. La reprise avait été tirée par la demande intérieure, avant tout la consommation des ménages. Ensuite, depuis 2015, la politique budgétaire est devenue restrictive : l'impulsion budgétaire a été négative d'environ 2,5 points de PIB en cumulé entre 2015 et 2017 soit, après prise en compte des effets dynamiques des multiplicateurs, un impact sur le PIB d'environ -0,1 point en 2016 et -0,4 point en 2017, après un soutien de 0,3 point en 2015 (pour une présentation plus détaillée de ces impacts, voir la partie sur la politique budgétaire). En l'absence de soutien de la politique budgétaire, la politique monétaire était seule à soutenir la croissance, en maintenant une politique expansionniste de taux d'intérêt bas et d'achats de titres, alors que le taux de change élevé pénalisait les exportateurs britanniques, mais contribuait à maintenir une inflation interne très faible. Enfin, en juin 2016, le résultat du référendum en faveur d'une sortie du Royaume-Uni de l'UE a dans un premier temps contribué à accentuer le ralentissement engagé : d'une part la chute du taux de change de l'ordre de 10 % qui a suivi le vote a augmenté l'inflation importée et dégradé le pouvoir d'achat des ménages ; d'autre part les incertitudes accrues ont freiné l'investissement des entreprises. La baisse du taux de change a par ailleurs eu un impact positif pour les exportateurs britanniques, ramenant le taux de change à un niveau plus soutenable. Mais ceci ne s'est pas immédiatement traduit par des gains de compétitivité, les entreprises ayant d'abord restauré leurs marges. Au total, l'impact du référendum de juin 2016 sur la croissance britannique aurait été de l'ordre de -0,3 point de PIB en 2017⁶⁰. En 2017, l'accélération de la croissance mondiale est par ailleurs venue atténuer le ralentissement en cours de l'économie britannique (à hauteur de 0,2 point de PIB, selon nos estimations, voir synthèse).

À la fin mars 2018, les incertitudes restaient nombreuses quant aux modalités de sortie du Royaume-Uni de l'UE (encadré 5). Nous avons fait l'hypothèse qu'à l'horizon de la fin 2019 le Royaume-Uni et l'UE continueraient à négocier les termes d'un futur partenariat qui ne lèverait que progressivement les incertitudes pour les entreprises. Ainsi, dans notre prévision, l'investissement des entreprises ne progresserait que de 1,5 % par an en moyenne, soit une stabilité en termes de ratio

60. Pour plus de détails sur les 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).

sur PIB (graphique 57). L'investissement des entreprises, en volume, avait augmenté à un rythme annuel moyen de 3,3 % de 2013 au début de 2015, tandis que le PIB augmentait de 2,2 % par an, mais a marqué l'arrêt à partir du deuxième trimestre 2015. Sous réserve des révisions ultérieures des comptes nationaux, l'inertie de l'investissement que l'on observe dans les comptes actuels, à partir de la mi-2015, ne s'explique pas par le seul effet accélérateur et reflète probablement l'attentisme des entreprises lié à la perspective d'un Brexit.

Graphique 57. L'investissement du secteur privé au Royaume-Uni



Sources : ONS, prévision OFCE avril 2018.

Encadré 5. L'état des négociations sur la sortie de l'UE

Une majorité de Britanniques a voté en faveur d'une sortie de l'UE le 23 juin 2016, faisant entrer l'économie britannique dans une phase d'incertitudes accrue quant aux modalités de sortie du Royaume-Uni (à quelle échéance ? pour quelle forme d'accord ?). Le 29 mars 2017, le gouvernement britannique a déclenché l'article 50 du Traité de l'UE, selon lequel un pays notifie officiellement son souhait de quitter l'UE, ce qui ouvre une période de 2 ans pour qu'il quitte l'UE. À la fin mars 2018, le Royaume-Uni était à mi-chemin de sa sortie. En un an, le Royaume-Uni et l'UE-27 ont négocié sur 3 points : droits des citoyens, règlement financier, frontière irlandaise ; les deux parties sont désormais d'accord sur les deux premiers points de négociation, mais pas sur la question irlandaise bien que chaque partie souhaite qu'une solution préservant l'accord de paix soit trouvée, ce qui est particulièrement difficile à imaginer (comment éviter de rétablir une

frontière visible entre l'Irlande du Nord et la République d'Irlande, lorsque le Royaume-Uni aura quitté l'Union douanière ?⁶¹.

Au sommet européen de décembre 2017, un accord a été trouvé pour que s'ouvre une période de transition de 21 mois à partir du 29 mars 2019, date à laquelle le Royaume-Uni aura officiellement quitté l'UE. Durant cette période de transition, le Royaume-Uni restera dans le marché unique, continuera de contribuer au budget européen, mais n'aura plus voix au chapitre dans les décisions européennes ; il pourra engager des négociations avec les pays tiers pour conclure des accords bilatéraux. Cette période de transition était souhaitée par les entreprises britanniques qui craignaient que le Royaume-Uni ne doive quitter l'UE le 29 mars 2019 sans qu'aucun accord n'ait été conclu. L'échéance est donc repoussée à la fin 2020. Mais, les délais restent courts et les incertitudes nombreuses sur l'accord qui sera conclu entre le Royaume-Uni et l'UE : les entreprises, y compris dans les services financiers, garderont-elles un accès facile au marché de l'UE ? Quelles seront les conséquences en matière d'investissement ou de relocalisation des activités actuellement sur le sol britannique vers l'UE ?

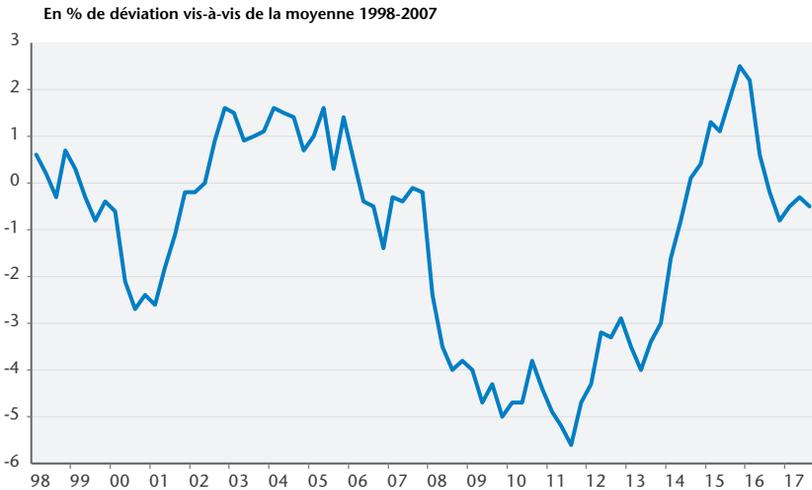
En 2017, le taux de change effectif nominal de la livre s'est stabilisé, et même légèrement apprécié (de l'ordre de 3 %) depuis l'été 2017, ce qui résulte d'une quasi-stabilisation par rapport à l'euro et donc d'une appréciation par rapport au dollar. Nous faisons l'hypothèse que le taux de change effectif de la livre restera quasiment stable à l'horizon 2019, notamment vis-à-vis du dollar, en s'infléchissant donc légèrement vis-à-vis de l'euro en 2019 (passant de 1,13 à 1,10 euro).

L'inflation mesurée selon l'indice des prix à la consommation (IPCH) a accéléré de 0,5 % en juin 2016 (en glissement sur un an) à 3,1 % en novembre 2017, sous l'effet de la hausse des prix des produits importés, pour ralentir ensuite jusqu'à 2,7 % en février 2018. Dans le même temps l'indice des prix sous-jacent a accéléré de 1,4 %, à 2,7 % avant de revenir à 2,4 %. Pour la Banque d'Angleterre, dont l'objectif est une cible d'inflation mesurée en termes d'IPCH, l'inflation (mesurée selon l'IPCH) aurait atteint son pic à la fin 2017. Selon les estimations de la Banque d'Angleterre, les marges commerciales sur les biens et services, qui avaient été comprimées à la suite de la chute de la livre en 2016, ne seraient pas loin d'avoir retrouvé leur niveau moyen de 1998

61. Pour une présentation des enjeux des négociations, voir Mathieu et Sterdyniak, 2018.

à 2007 (graphique 58). L'essentiel des effets de la baisse de la livre de 2016 sur les prix à la consommation serait passé.

Graphique 58. Marges commerciales sur les biens et services (a)



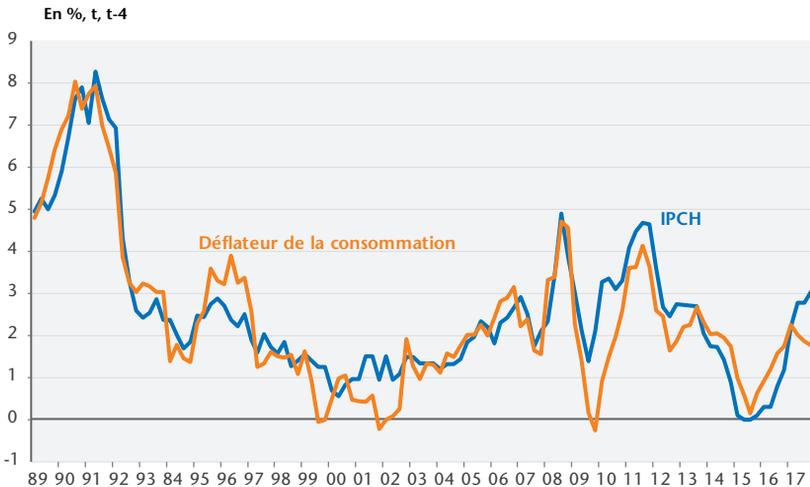
Note : (a) Calculées comme les variations du ratio de l'IPCH, désaisonnalisé par la Banque d'Angleterre, rapporté aux coûts estimés de production et de distribution des biens et services à la consommation, en écart à la moyenne 1998-2007. Les coûts comprennent ceux du travail, des importations, de l'énergie et de la fiscalité, pondérés selon leur intensité dans l'IPCH.

Sources : ONS et calculs de la Banque d'Angleterre.

Mais le déflateur des prix à la consommation, qui intervient dans les comptes nationaux pour déflater les composantes du revenu des ménages n'a pas autant accéléré que l'IPCH en 2017 (graphique 59). De l'été 2016 au premier trimestre 2017, l'IPCH et le déflateur de la consommation ont connu des évolutions semblables. Puis, selon la publication des comptes du 29 mars 2018, donc sous réserve de futures révisions, le déflateur de la consommation n'a augmenté que de 2 % en glissement sur un an jusqu'au quatrième trimestre 2017, alors que l'IPCH accélérât. L'IPCH (résultant d'une enquête mensuelle) et le déflateur (calculé dans les comptes nationaux) suivent en général des évolutions proches. L'écart d'1,3 point que l'on observe sur les glissements à la fin de 2017 est important, il se situe dans la fourchette haute des écarts observés, comme celui de 2001. Selon les estimations de la boucle prix-salaire (voir partie inflation), le déflateur de la consommation aurait dû accélérer à 3 % au début de 2017 avant de ralentir à 2,5 % en fin d'année. Nous faisons l'hypothèse que le déflateur accélérera autour de 2,5 % à l'horizon 2019, rattrapant ainsi le

niveau suggéré par la boucle : à la fin de 2017, le pic d'inflation n'aurait donc pas encore été atteint.

Graphique 59. Inflation au Royaume-Uni, selon l'IPCH et le déflateur de la consommation

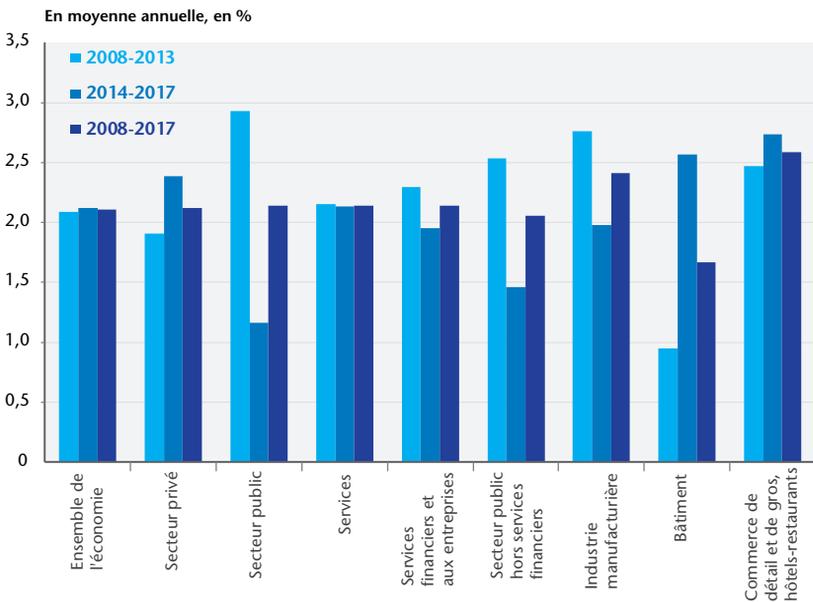


Source : ONS.

Sur le marché du travail, le taux de chômage (au sens du BIT) s'est stabilisé à près de 4,3 % depuis le deuxième trimestre 2017, après avoir baissé de près de 2 points depuis 2014, et se trouve à son plus bas niveau depuis 1975. Le taux de sous-emploi, mesuré par l'ONS, reste cependant légèrement au-dessus de son niveau d'avant-crise (à 7,8 % fin 2017 contre 7,1 % fin 2007). Malgré la baisse du taux de chômage et l'accélération de l'inflation (mesurée selon l'IPCH), les salaires nominaux n'ont que faiblement accéléré. Selon l'indicateur mensuel des salaires moyens hebdomadaires publié par l'ONS, les salaires augmentaient à la fin de 2017 à des rythmes annuels de 2,7 % en moyenne dans l'économie, contre 2,5 % un an plus tôt. Les salaires nominaux n'ont d'ailleurs augmenté que de 2,1 % par an depuis dix ans, sans réagir rapidement aux fluctuations de l'inflation. Les effets de composition sectorielle sont parfois avancés pour expliquer la relative stabilité du taux de croissance des salaires nominaux de l'ensemble de l'économie britannique depuis le début de la crise. En distinguant deux sous-périodes : 2008-2013 et 2014-2017, on observe que la hausse annuelle des salaires de l'ensemble de l'économie a effectivement été de 2,1 % sur chacune des sous-périodes (graphique 60), mais plus

faible initialement dans le secteur privé (83 % de l'emploi), au plus fort de la crise, que dans le secteur public (17 % de l'emploi), ce qui s'est inversé dans la deuxième sous-période. Le gouvernement avait en fait commencé à geler une partie des salaires du secteur public à partir de 2011, avant de limiter la hausse annuelle des salaires du secteur public à 1 % à partir de 2013. Dans le secteur privé, on observe un ralentissement des salaires pour les services financiers et aux entreprises (de 2,3 % à 1,95 %, 22 % de l'emploi), un ralentissement plus net dans l'industrie manufacturière (de 2,75 % à 2 %, 8 % de l'emploi), mais une légère accélération dans les secteurs du commerce-restauration-hôtellerie (de 2,45 % à 2,75 %, 24 % de l'emploi) et un rattrapage dans le bâtiment (de 0,95 % à 2,6 %, 6 % de l'emploi).

Graphique 60. Évolution des salaires hebdomadaires moyens



Source : ONS.

En 2017, les salaires ont augmenté plus rapidement dans les secteurs des services financiers et aux entreprises (3,2 % fin 2017 contre 1,1 % un an plus tôt) et l'industrie manufacturière (3,2 % contre 1,7 %), plus modérément dans le secteur public (de 1,5 % à 2,1 %) mais ont décéléré dans les secteurs du commerce-restauration-hôtellerie (de 3,9 % à 2,3 %), et plus encore dans le bâtiment (de 6,5 % à 1,6 %). On n'observe pas jusqu'à présent de franche accéléra-

tion des tensions salariales, et cela demeurerait le cas à l'horizon 2019, la hausse des salaires nominaux avoisinant 3 %.

Dans notre scénario, la productivité horaire augmenterait de 0,9 % par an à l'horizon 2019, soit son rythme tendanciel (voir la partie productivité). La productivité horaire était en hausse de 1 % en glissement sur un an à la fin 2017, ce qui résultait d'une baisse au premier semestre suivie d'une accélération au second semestre (+1 % au troisième trimestre et 0,7 % au quatrième trimestre 2017), du fait d'une baisse de la durée du travail. Nous avons fait l'hypothèse que l'accélération des deux derniers trimestres, récente, était temporaire, et retenu une hausse plus tendancielle de la productivité horaire. À l'horizon 2019, le cycle de productivité ne serait donc pas entièrement fermé. L'emploi augmenterait d'environ 0,5 % par an et, sous l'hypothèse d'une hausse de la population active de près de 0,8 % par an, le taux de chômage augmenterait de 0,5 point, pour approcher 4,9 % à la fin de 2019.

La consommation des ménages a fortement ralenti en 2017, passant d'une hausse de 3 % en glissement fin 2016 à 1,2 % seulement fin 2017. En 2016 et 2017 le revenu disponible réel des ménages n'a progressé que de 0,2 % par an, après une hausse particulièrement forte de 5,3 % en 2015 (tableau 9). En 2016 et 2017, la hausse du revenu réel a été rognée par l'accélération du déflateur ; la décélération de la hausse des revenus salariaux et des entrepreneurs individuels, tandis que les revenus nets de la propriété baissaient. Les ménages ont subi l'austérité budgétaire d'une part *via* l'évolution des rémunérations dans le secteur public, d'autres part *via* le gel des prestations sociales, hors prestations retraites.

En 2017, le taux d'épargne des ménages a atteint son plus faible niveau depuis 1963 (5,3 % en moyenne annuelle contre 7,1 % en 2016). Néanmoins la richesse financière des ménages a atteint un niveau record, tandis que l'endettement des ménages remontait légèrement au cours de 2017. Les prix de l'immobilier sont aussi à des niveaux historiquement élevés et progressent modérément. Les effets richesse qui, pour leur composante financière, ont un rôle dans le comportement de consommation au Royaume-Uni, ont contribué à soutenir la consommation des ménages au Royaume-Uni dans la période récente. Nous avons fait l'hypothèse que la richesse financière augmenterait à l'horizon de la prévision, comme le revenu des ménages. Le taux d'épargne resterait quasiment stable. Mais en cas de

krach boursier, la baisse de la richesse financière pousserait le taux d'épargne à la hausse et freinerait la consommation des ménages, ce qui constitue un aléa à la baisse de notre prévision.

Tableau 9. Évolution du revenu disponible réel des ménages et de ses principales composantes

En points de revenu / en %

	Revenu des EI	Salaires	Revenus de la propriété (nets)	Prestations (nettes des cotisations sociales)	Impôts	Autres transferts	Revenu des ménages, déflaté	Déflateur de la consommation En %
2007	-0,2	2,5	1,5	0,1	-1,0	0,1	2,9	2,0
2008	0,8	-1,1	-1,1	1,0	0,1	-0,1	-0,3	4,0
2009	-2,9	-0,5	0,8	3,4	0,9	0,0	1,7	0,9
2010	-0,7	-0,3	0,3	0,1	0,1	-0,1	-0,5	1,7
2011	0,1	-1,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	-2,0	3,8
2012	1,1	-0,1	-1,0	1,9	0,7	0,2	2,7	2,1
2013	0,2	0,9	0,5	0,2	-0,2	-0,5	1,2	2,4
2014	1,1	0,7	1,0	-1,6	-0,1	-0,3	1,0	1,9
2015	1,1	1,9	1,7	1,3	-0,7	-0,1	5,3	0,6
2016	0,6	1,3	-0,8	-0,3	-0,4	-0,1	0,2	1,4
2017	0,0	0,9	-0,7	0,6	-0,5	-0,1	0,2	2,0
2018	0,3	0,9	0,5	-0,2	-0,2	-0,1	1,2	2,2
2019	0,3	0,5	0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,7	2,4

Sources : ONS, prévision OFCE avril 2018.

Le déficit public s'est fortement réduit depuis 2015, passant de 4,3 % du PIB à 3 % du PIB en 2016, au sens de Maastricht. En 2017, il serait de l'ordre de 2 % (au moment où nous achevons notre prévision, seuls les chiffres des trois premiers trimestres de 2017 sont connus, la notification officielle ne sera faite qu'à la mi-avril). L'impulsion budgétaire aurait été négative d'environ 1 point en 2017, comme en 2016, principalement sous l'effet de baisses de dépenses courantes (hors investissement public). Le gouvernement garde le cap de la réduction du déficit et de la dette publique, qui, selon les nouvelles règles budgétaires qu'il a adoptées en 2017, est de ramener le déficit du secteur public corrigé de la conjoncture à moins de 2 % du PIB 2020-21 et de faire baisser le ratio de la dette publique rapportée au PIB à partir de 2020-21. Selon le budget 2017, présenté en novembre dernier, le déficit corrigé de la conjoncture était estimé à 2,2 % du PIB en 2016-2017 et serait de 1,6 % en 2019-20 (sous une hypothèse de croissance de 1,7 % en 2017, 1,4 % en 2018 et 1,3 % en 2019), tandis le ratio de

dette publique commencerait à baisser à partir de 2019. Selon le budget, l'impulsion budgétaire resterait négative de 0,3 point de PIB par an en 2018 et 2019, sous l'effet de la poursuite des baisses de dépenses publiques, rapportées au PIB, hors investissement public. La hausse de la consommation publique en volume serait d'environ 1% par an, celle de l'investissement public en volume de 2,1 % par an.

Le déficit de la balance courante s'est réduit de 5,8 % du PIB en 2016, à 4,1 % du PIB en 2017 (après 5,2 % du PIB en 2015), grâce à la poursuite de la hausse de l'excédent des services (de 4,8 à 5,2 % du PIB), à la stabilisation du déficit des marchandises (-6,9 % du PIB), et à l'amélioration du solde des revenus primaires. À la fin 2017, les effets positifs de la baisse de la livre sterling ne s'étaient pas traduits par des gains de parts de marché à l'exportation des marchandises, les exportateurs ayant préféré restaurer leurs marges plutôt que de baisser leur prix, tandis que la hausse du taux de pénétration des importations s'était légèrement infléchi. Nous faisons l'hypothèse que les parts de marché britanniques ne s'amélioreraient que modérément à l'horizon de la prévision, les exportations bénéficiant principalement du dynamisme de la demande adressée.

La croissance du PIB serait de 1,4 % cette année et l'an prochain, avec une contribution d'environ 1,2 point par an de la demande intérieure et d'environ 0,2 point du commerce extérieur, soit un rééquilibrage modéré de la croissance. En 2018, le choc « Brexit » du référendum de juin 2016 continuerait de freiner la croissance, à hauteur de 0,2 point de PIB, auxquels s'ajouteraient l'effet négatif de la hausse des prix du pétrole et du resserrement progressif des conditions de crédit, tandis que la croissance resterait portée par un cycle de commerce mondial dynamique et que les effets de l'austérité budgétaire s'atténueraient. En 2019, les effets négatifs du choc « Brexit » de 2016 disparaîtraient, mais une évolution plus rapide des prix au Royaume-Uni que chez ses principaux partenaires (du fait d'une inflation un peu plus rapide et sous nos prévisions de taux de change quasiment stable) dégraderait la compétitivité-prix des exportateurs britanniques ; conjuguée au resserrement progressif de la politique monétaire, la croissance devrait ralentir au Royaume-Uni.

Allemagne : croissance sans limite ?

L'Allemagne reste le principal moteur de la croissance de la zone euro en 2017. Sur l'ensemble de l'année, le PIB a progressé de 2,5 % contribuant pour 0,7 point à la croissance de l'ensemble de la zone euro. Surtout, l'embellie de l'économie ne semble pas fléchir au cours des derniers trimestres. Aux troisième et au quatrième trimestre, le PIB a en effet progressé de 0,7 et 0,6 % et le taux de chômage a continué de baisser et atteignait 3,8 % en fin d'année, soit le niveau le plus bas observé depuis la réunification. Certains indicateurs suggèrent cependant que l'Allemagne aurait atteint, voire dépassé son potentiel d'activité, ce qui pose la question de la poursuite de la dynamique en cours et d'un éventuel ralentissement vers un rythme de croissance potentiel plus bas.

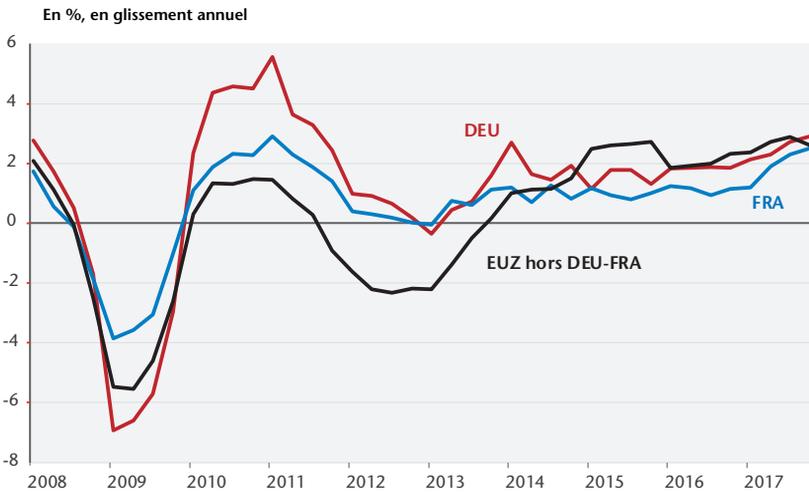
Le boom se poursuit

Depuis 2010, les performances économiques de la première économie de la zone euro ont été généralement meilleures que celles des autres pays (graphique 61). Cette situation est en partie le miroir d'une crise qui avait fortement marqué l'économie allemande en 2008-2009. La forte exposition de l'Allemagne au commerce extérieur explique en effet largement pourquoi le PIB de l'Allemagne a davantage plongé pendant la Grande Récession. La reprise de 2010-2011 fut en retour plus forte, dans le sillage de celle du commerce mondial. L'écart entre le rythme de croissance de l'Allemagne et celui des autres pays ne s'est resserré qu'à partir de 2015. L'Allemagne a été moins touchée par la crise des dettes souveraines entre 2011 et 2015. Les taux d'intérêt de long terme sont restés bas en Allemagne, l'obligation allemande servant d'actif sûr pour la zone euro, et la consolidation budgétaire a été de moindre ampleur outre-Rhin, si bien que le ralentissement de la croissance observé en 2013 résulte surtout des effets de débordement négatifs des autres pays de la zone euro.

Sur la fin de l'année 2017, l'activité est restée soutenue et fortement tirée par le commerce extérieur. Les entreprises allemandes semblent donc avoir été peu pénalisées jusqu'ici par l'appréciation de l'euro et ont surtout bénéficié du cycle de reprise mondiale et d'une accélération de la demande adressée, qui a augmenté de 5,3 % cette année contre une hausse 0,8 % en 2016. Inversement, la demande intérieure a marqué le pas en fin d'année. La consommation des ménages a reculé au troisième trimestre et est restée atone au quatrième, en lien avec la

stagnation du pouvoir d'achat des ménages. La baisse des revenus du patrimoine au troisième trimestre et le ralentissement des salaires au quatrième ont pesé sur le revenu disponible nominal tandis que l'inflation a légèrement accéléré, en lien avec une remontée du prix du pétrole. Après un premier trimestre très dynamique, l'investissement productif a ensuite ralenti le reste de l'année. De plus, l'investissement-logement et l'investissement public ont reculé lors du dernier trimestre si bien que l'ensemble de la formation brute de capital fixe n'a progressé que de 0,1 %. Parmi les différentes composantes de la demande domestique, seule la consommation publique a résisté.

Graphique 61. Croissance de l'Allemagne, de la France et du reste de la zone euro



L'évolution conjoncturelle de l'économie allemande pose la question des déterminants de la croissance dans une économie en situation de quasi plein-emploi. Le faible taux de chômage devrait en effet améliorer la situation relative des salariés et pousser à une embellie des salaires et l'apparition de tensions inflationnistes. Ces mécanismes devraient pousser la demande intérieure et en particulier la consommation des ménages à la hausse tandis que le commerce extérieur serait pénalisé par une dégradation du prix relatif et des importations plus dynamiques. L'évolution récente des prix et des salaires ne confirme pas pour l'instant ce scénario puisqu'il n'y pas de tensions sur le marché du travail ou sur l'appareil productif même si les enquêtes dans le secteur de l'industrie indiquent des difficultés de recrutement au plus

haut. Depuis le début de l'année 2016, l'inflation sous-jacente s'élève à 1,2 % en moyenne et aucun signe d'accélération n'est visible sur les derniers trimestres. Quant au salaire horaire apparent, il a ralenti entre 2016 et 2017 passant de 3,1 à 2,4 % malgré des déterminants suggérant une poursuite du rythme de croissance autour de 3 %.

Ralentissement progressif

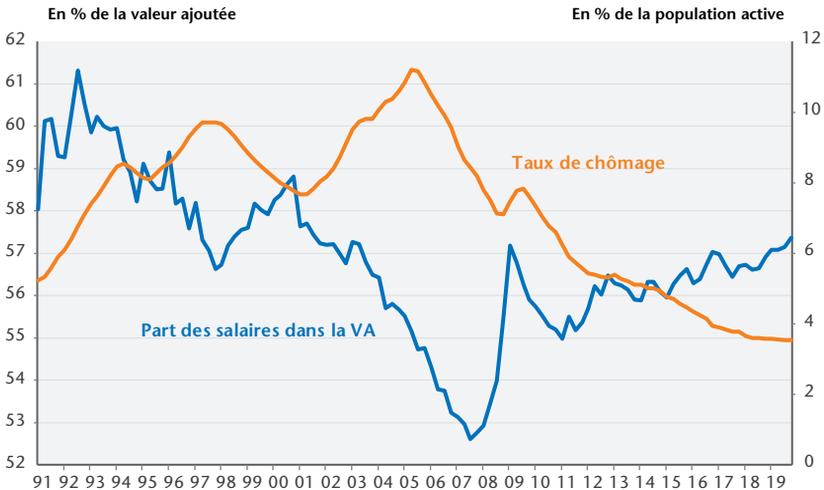
En 2018, certains facteurs qui avaient porté la croissance vont toutefois s'estomper. L'effet de l'appréciation de l'euro et d'une augmentation des prix – bien que modérée – supérieure à celle des autres pays de la zone euro réduiraient la compétitivité. La hausse du prix du pétrole pénaliserait le pouvoir d'achat des ménages. L'orientation de la politique budgétaire resterait cependant légèrement expansionniste. La mise en œuvre du programme économique de la nouvelle coalition ne modifierait pas l'orientation de la politique budgétaire. Le prochain gouvernement maintiendra un objectif d'équilibre des finances publiques, ce qui laisse cependant des marges de manœuvre étant donné les règles budgétaires en vigueur en Europe et en Allemagne⁶². L'accord de coalition prévoit notamment la suppression progressive de l'impôt de solidarité payé par les Allemands de l'Ouest après la réunification. L'allègement induit s'élèvera à 10 milliards d'euros d'ici 2021. Parmi les autres principales mesures, 12 milliards de dépenses devraient être consacrées à la famille et à l'enfance et 4 milliards au logement. L'impulsion budgétaire restera donc positive mais son ampleur ne sera pas significativement accentuée et l'effet sur le PIB sera également limité en raison d'un multiplicateur budgétaire peu élevé. Enfin, la fermeture progressive des écarts de production dans les autres pays réduira l'effet d'entraînement sur l'économie allemande.

Il reste qu'à court terme, la dynamique sera positive. Les enquêtes de conjoncture sont globalement bien orientées, même si l'on peut noter un fléchissement de l'indicateur de confiance dans l'industrie en mars 2018. La croissance serait maintenue à 0,6 % lors des premiers trimestres 2018. L'acquis de croissance serait également favorable, ce qui entraînerait une hausse du PIB de 2,3 % en 2018 en léger recul. Le

62. Dans la zone euro, outre la règle de 3 % pour le déficit, une règle prévoit que le déficit budgétaire structurel – c'est-à-dire corrigé des effets du cycle économique – ne dépasse pas 0,5 % du PIB. La règle peut être assouplie lorsque la dette est inférieure à 60 % du PIB. L'Allemagne a toutefois adopté une règle plus stricte en 2009 puisque le déficit structurel ne peut pas excéder 0,35 % du PIB.

ralentissement serait plus significatif en 2019 avec une croissance attendue à 1,7 %. Le ralentissement serait surtout significatif du côté des exportations qui croîtraient de 3,6 % en moyenne annuelle en 2019 contre 5,3 et 5,6 % respectivement en 2017 et 2018. La contribution du commerce extérieur à la croissance trimestrielle serait nulle en moyenne pour les deux années à venir. Dans ces conditions, le taux de chômage baisserait encore légèrement – de 0,2 point – en 2018 avant de se stabiliser entre 3,6 et 3,5 % en 2019. Il en résulterait une ré-accelération du salaire nominal qui progresserait de 3,5 % en 2019. Les prix resteraient cependant modérés ; la hausse du coût salarial étant absorbé par une baisse des marges des entreprises et donc une augmentation de la part des salaires dans la valeur ajoutée (graphique 62).

Graphique 62. Taux de chômage et part des salaires dans la valeur ajoutée



Sources : Destatis, prévision OFCE avril 2018.

Italie : l'incertitude politique de retour

Avec une croissance de 1,5 % en 2017, l'Italie semble enfin profiter de la reprise généralisée en zone euro et affiche son plus fort taux de croissance annuelle depuis 2010. Cette amélioration de la croissance est liée à plusieurs facteurs : d'abord, la poursuite de la fermeture de l'écart de production qui s'était fortement dégradé après la double récession (2008-2009 puis 2012-2013). En outre, la politique budgétaire expansionniste en 2017 (+0,3 point d'impulsion budgétaire),

essentiellement ciblée sur les entreprises, et le dynamisme de la consommation porté par la croissance de l'emploi et la hausse des salaires expliquent cette bonne performance.

Malgré cette embellie, l'Italie reste la lanterne rouge des grands pays de la zone euro : la reprise y est moins soutenue que chez ses partenaires. Par ailleurs, la croissance potentielle reste atone (0,2 % en 2017), et le secteur bancaire peine à se restructurer, comme en témoignent les récentes recapitalisations. En outre, l'absence de productivité demeure un des problèmes endémiques de l'Italie⁶³. Même en intégrant l'enrichissement de la croissance en emplois dans la tendance de productivité italienne (ce qui fait baisser la tendance de productivité), nous observons un cycle de productivité qui ne cesse de se dégrader depuis début 2015. À cette situation économique fragile s'ajoute un facteur politique d'instabilité : les élections du 4 mars 2018 n'ont pas permis de dégager de majorité parlementaire ; et nous faisons l'hypothèse centrale d'un gouvernement provisoire de coalition nationale « transpartisan » avant de nouvelles élections.

En 2018 et en 2019, la croissance devrait rester au-dessus du potentiel mais décélérer (1,3 % en 2018 et 0,9 % en 2019). L'instabilité politique liée à l'incapacité de constituer une majorité claire devrait mettre un coup d'arrêt aux réformes : nous anticipons une neutralité globale de la politique budgétaire en 2018, et une légère impulsion budgétaire positive en 2019 (+0,1 %). C'est essentiellement la demande interne qui devrait tirer la croissance en 2018 et en 2019. L'investissement continuerait de progresser, sous l'effet d'une politique monétaire toujours accommodante et d'un taux d'utilisation des capacités qui est revenu au point haut de 2007. Les transferts sociaux, les mesures favorables à l'emploi public et la baisse du chômage, qui représentent une impulsion positive de +0,14 pt de PIB en 2018 et +0,08 pt de PIB en 2019 (voir infra), devraient permettre une croissance du revenu disponible brut réel de 0,9 % en 2018, et de 0,5 % en 2019. En outre, en lien avec la baisse du chômage, nous inscrivons en prévision une baisse significative du taux d'épargne qui passerait de 7,3 % à 6,8 % entre 2017 et 2019, soutenant la consommation privée. La baisse du chômage sera lente, avec la fin des mesures généralisées de baisse des cotisations sociales pour les entreprises, et la fermeture progressive du cycle de productivité. Par ailleurs, le secteur bancaire

63. Voir M. Bugamelli (2018).

poursuit sa restructuration⁶⁴ : la politique accommodante de la BCE permet aux entreprises et aux ménages de bénéficier néanmoins de conditions de financement très favorables ; en revanche, la remontée des taux à partir de 2019 devrait durcir les conditions de financement des entreprises et des ménages, d'où un ralentissement de la demande intérieure. Enfin, la contribution du commerce extérieur à la croissance serait quasi-nulle avec la dégradation de la compétitivité-prix en 2018 et 2019, en raison de l'appréciation de l'euro et de la reconstitution des marges des entreprises.

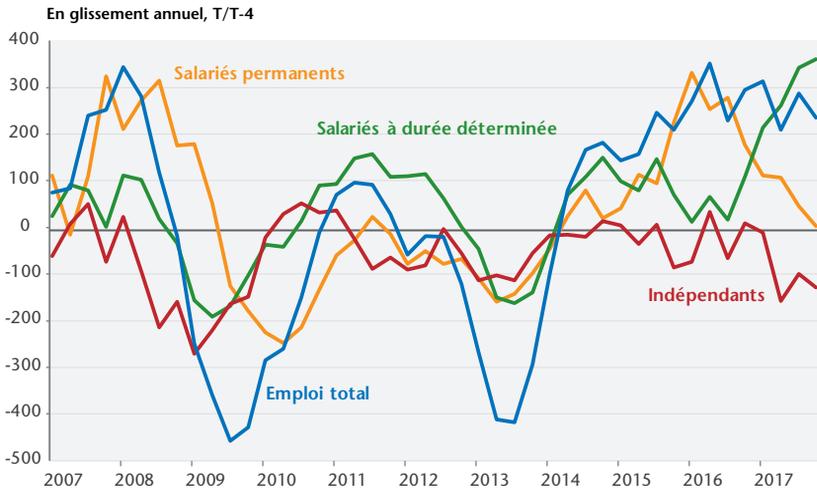
Deuxième semestre 2017 : une reprise générale

La croissance est restée dynamique aux troisième et quatrième trimestres de 2017 (respectivement +0,4 % et +0,3 % de croissance), mais les moteurs de croissance ont été différents entre les deux trimestres. En effet, la croissance du troisième trimestre a été tirée quasi-exclusivement par la demande intérieure, *i.e.* la consommation des ménages (+0,4 %) et la FBCF productive (+3,9 %), alors que la contribution du commerce extérieur était quasi-nulle. Au quatrième trimestre, en revanche, les moteurs de la croissance ont été différents : la consommation des ménages s'est repliée (+0,1 %) et l'investissement productif, bien que toujours dynamique, a vu son taux de croissance divisé par deux (+2 %). En lien avec la consommation, la croissance des importations a été moins forte ; or, comme les exportations sont restées dynamiques en raison de la reprise en zone euro, la contribution du commerce extérieur a été positive. Sur le plan de l'emploi, après un troisième trimestre caractérisé par une progression de l'emploi continue depuis 2014, grâce aux dispositifs de baisse des cotisations sociales pour les entreprises introduites en 2015, l'emploi a stagné au quatrième trimestre. Étant donnée la baisse concomitante de la population active, le chômage a reculé pour revenir à 11 %. Fait saillant, d'après les chiffres de l'Institut national de prévoyance sociale (INPS), on constate, sur l'année 2017, une très forte progression des embauches à durée déterminée (+14,5 % en glissement annuel, entre le dernier trimestre 2016 et le dernier trimestre 2017, graphique 63) et une stagnation des embauches en contrats à durée indéterminée (+0 %). Globalement, la hausse de l'emploi permanent, qui avait été très soutenue en 2015 et 2016, semble s'être complètement tarie avec

64. Voir Antonin (2017).

l'arrivée à expiration des dispositifs de baisse généralisée de cotisations sociales des entreprises⁶⁵.

Graphique 63. Évolution du nombre d'emplois par type de contrat



Sources : Istat, calculs OFCE.

L'instabilité politique : un coup d'arrêt porté aux réformes ?

À la fragilité de la reprise économique s'ajoute un facteur politique d'instabilité : les élections du 4 mars 2018 n'ont pas permis de dégager de majorité parlementaire. Le système quasi-proportionnel a fait apparaître un paysage politique divisé entre trois forces : une coalition de droite (Forza Italia, Ligue du Nord et Fratelli d'Italia et Union des chrétiens démocrates), qui a obtenu 37 % des suffrages ; le mouvement populiste Cinque Stelle (M5S) avec 32,7 % des suffrages et la coalition de centre gauche (formée de six partis, et notamment du Parti démocrate de Matteo Renzi) qui a récolté 22,9 % des suffrages. Depuis, a débuté une longue période de négociations pour arriver à former un gouvernement, le premier ministre Gentiloni assurant la transition. Plusieurs scénarii sont envisageables : une alliance entre le mouvement M5S et la Ligue du Nord ou le Parti démocrate, une alliance entre la coalition de droite et le parti démocrate, ou une coalition « transparti-

65. Pour rappel, l'exonération de cotisations sociales, amorcée en 2015 a été dégressive dans le temps. En 2015, les exonérations de cotisations sociales ont concerné toutes les nouvelles embauches, pendant une durée de 3 ans. En 2016, l'exonération a été de 40 % des cotisations sociales pendant une durée de deux ans. En 2017, les avantages fiscaux ont été maintenus uniquement pour les jeunes jusqu'à 29 ans et les chômeurs résidant dans le Mezzogiorno.

sane » qui serait un gouvernement de transition impliquant toutes les forces politiques, avant la tenue de nouvelles élections d'ici un an. C'est cette dernière hypothèse que nous retenons dans notre scénario central : l'une des tâches prioritaires de ce gouvernement de transition serait de voter une nouvelle loi électorale permettant l'émergence d'une majorité gouvernementale claire.

Cette incapacité à dégager une majorité politique claire devrait hypothéquer la capacité du futur gouvernement à faire des réformes. En outre, les trois forces politiques qui émergent à l'issue des élections ont axé leur campagne sur l'accroissement du déficit public et la reprise par la demande. La coalition de droite a ainsi promis une baisse de la fiscalité avec l'instauration d'un taux d'unique d'imposition pour les ménages et les entreprises (de 15 ou 23 %) et la suppression de l'IRAP (taxe locale assise sur la production), sans baisse des dépenses publiques compensatoire. Quant au mouvement M5S, il prévoyait la baisse de l'IRAP, une réduction du nombre de tranches de l'impôt sur le revenu et une baisse globale de fiscalité sur le revenu, ainsi que l'instauration d'un salaire minimum de 780 euros, un plan d'investissement en infrastructures de 50 milliards d'euros, et de nouvelles embauches dans la fonction publique. La coalition de centre gauche prévoyait quant à elle la baisse de l'impôt sur les sociétés de 24 à 22 %, la hausse des dépenses d'infrastructure et militait pour le changement de règles budgétaires au niveau européen. Étant donnée notre hypothèse centrale d'un gouvernement transitoire qui ne pourrait pas disposer d'une majorité suffisante pour mettre en œuvre un programme, nous n'inscrivons pas ces mesures en prévision. Nous anticipons une neutralité globale de la politique budgétaire en 2018, et une légère impulsion budgétaire positive en 2019 (+0,1 %). Cela devrait se traduire par une amélioration du solde structurel de 0,3 point en 2018, exclusivement liée à la non prolongation des mesures exceptionnelles de 2017 qui ont représenté 0,3 point de PIB⁶⁶. Comme par le passé, cet ajustement structurel limité donne actuellement lieu à un bras de fer avec la Commission européenne, qui demande à l'Italie un effort structurel de 0,6 point. Nous anticipons néanmoins que l'Italie s'en tiendra à un effort de 0,3 point, ce qui ramènerait le déficit public de 1,9 à 1,3 % de PIB en 2018.

66. Le solde structurel est calculé comme le solde public net du solde conjoncturel et des mesures exceptionnelles (« one offs »).

Notre scénario central : une politique budgétaire quasiment neutre

C'est essentiellement la demande interne qui devrait tirer la croissance en 2018, et dans une moindre mesure en 2019 : l'impulsion budgétaire globale, nulle en 2018 et légèrement positive en 2019, peut se décomposer ainsi :

- i. Pour les ménages, une impulsion positive de +0,14 pt de PIB en 2018 et +0,08 pt de PIB en 2019, passant essentiellement par deux mesures : les transferts sociaux avec la lutte contre la pauvreté et les mesures en faveur de l'emploi public, avec le renouvellement des contrats des agents publics et l'augmentation des rémunérations. Couplées avec la progression de l'emploi et la neutralisation de la clause de sauvegarde qui prévoyait l'augmentation automatique du taux de TVA, ces mesures permettent au revenu disponible brut de progresser de 0,9 point en 2018 et 0,5 point en 2019.
- ii. Pour les entreprises, l'impact budgétaire des mesures serait nul en 2018 et 2019.
- iii. C'est la consommation publique qui subirait une impulsion budgétaire légèrement négative en 2018 et 2019 (- 0,1 pt de PIB en 2018 et -0,1 pt de PIB en 2019).

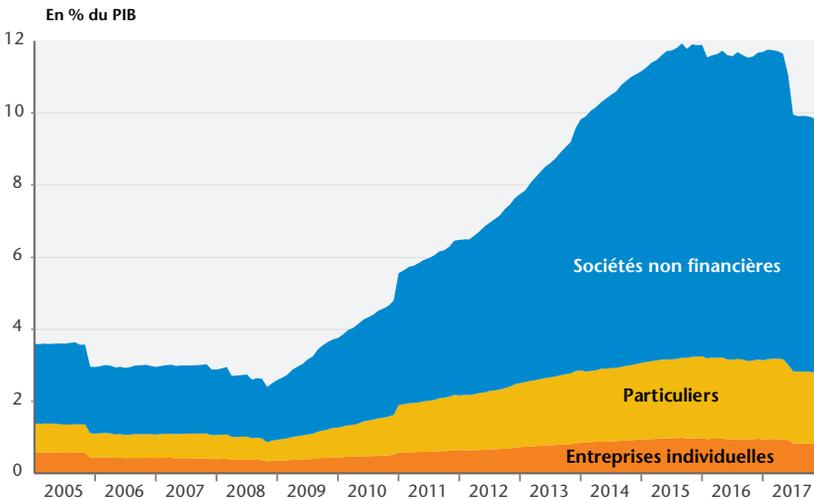
Zoom sur l'emploi et la productivité

Depuis le début de 2017, ce sont surtout les contrats à durée déterminée qui contribuent à la croissance de l'emploi. Globalement, l'emploi total a progressé de 1,1 % en 2017. À partir de 2018, on s'attend à une moindre progression des créations d'emplois en raison de mesures d'exonération de cotisations patronales plus restreintes. Dans la loi de finances pour 2018, les charges sociales sont réduites de 50 % lors des trois premières années de contrat à durée indéterminée, pour un montant maximal de 3 000 euros/an. Cette mesure n'est valable pour les jeunes de moins de 35 ans, et à compter de 2019, sera restreinte aux jeunes de moins de 29 ans. Par ailleurs, les employeurs qui embauchent dans le Sud ou des apprentis préalablement en alternance se voient totalement exonérés de cotisations. Le chômage continuerait néanmoins sa baisse, à cause d'un effet de flexion de la population active lié à l'essoufflement des créations d'emploi et au départ à la retraite des générations issues du *baby boom*. La productivité horaire devrait augmenter moins vite que la productivité par salarié en 2018, car nous faisons l'hypothèse d'un retour du chômage partiel à

la « normale », c'est-à-dire à la situation d'avant-crise. Ainsi, le total d'heures de chômage partiel indemnisées par la Cassa integrazione guadagni passerait d'un total de 85 millions au dernier trimestre 2017 à 40 millions, soit le niveau d'avant-crise. Sous l'effet de la croissance de l'investissement et de l'augmentation modérée de l'emploi sur 2018-2019, nous anticipons la fermeture partielle du cycle de productivité.

En effet, le taux d'investissement productif s'est fortement redressé en 2017 : il devrait rester dynamique en 2018 et 2019, notamment grâce à la poursuite des mesures de suramortissement dans la loi de finances (qui représentent 0,1 point d'impulsion budgétaire en 2019), et à l'apurement de la situation des banques qui permet une meilleure transmission de la politique monétaire. Par ailleurs, le montant des prêts irrécouvrables (*sofferenze*) a amorcé une forte baisse de 28 milliards d'euros entre janvier et décembre 2017, soit presque deux points de PIB (graphique 64). Elle est liée à la restructuration progressive des bilans bancaires et à la reprise économique dans certains secteurs, notamment dans le secteur de la construction qui représente 43 % des prêts irrécouvrables au sein des entreprises.

Graphique 64. Part des prêts irrécouvrables (*sofferenze*)



Sources : Istat, Banque d'Italie.

Espagne : la reprise est finie, vive la croissance !

Depuis la reprise engagée fin 2013, la croissance espagnole n'a pas faibli : 3,4 % en 2015, 3,3 % en 2016 et 3,1 % en 2017. La chute de 10 % du PIB enregistrée entre 2008 et 2013 est désormais effacée : fin 2017, le PIB dépassait de plus de 2 % son point haut d'avant-crise (0,6 % seulement si l'on retient le PIB par habitant). Il reste néanmoins très en deçà de son potentiel de production. Estimé à -3 % du PIB potentiel en 2017, cet écart de production (*output gap*) devrait être quasiment refermé à l'horizon 2019, avec une croissance que l'on prévoit à 2,6 % en 2018 et 1,9 % en 2019, et une croissance potentielle à 1,1 % sur chacune des deux années.

Les principaux moteurs de cette reprise ont tout d'abord été liés aux mécanismes endogènes d'ajustement qui permettent à l'économie de revenir vers la pleine utilisation des facteurs de production. Avec un *output gap* évalué autour de 14 % en 2014, les marges de croissance étaient élevées et la dynamique de rattrapage, importante. La croissance a bénéficié aussi du soutien des politiques budgétaires et monétaires devenues expansionnistes, cumulées sur la période, de la baisse des prix du pétrole et d'un net avantage de compétitivité jusqu'en 2016, relayé en 2017 par la reprise du commerce international. Ces facteurs devraient moins jouer en 2018 et 2019. La dynamique de rattrapage sera moins active que par le passé, l'*output gap* étant plus faible malgré une légère accélération de la croissance potentielle (qui passe de 0,9 % en 2017 à 1,1 % en 2018 et 2019), liée principalement au recul du taux de chômage non accélérateur d'inflation (NAIRU)⁶⁷. La politique budgétaire pourrait fournir encore un léger soutien à la croissance en 2018 avant de devenir plus restrictive en 2019. La croissance devrait aussi pâtir de la légère hausse des prix du pétrole, surtout en 2019, et de l'appréciation de l'euro.

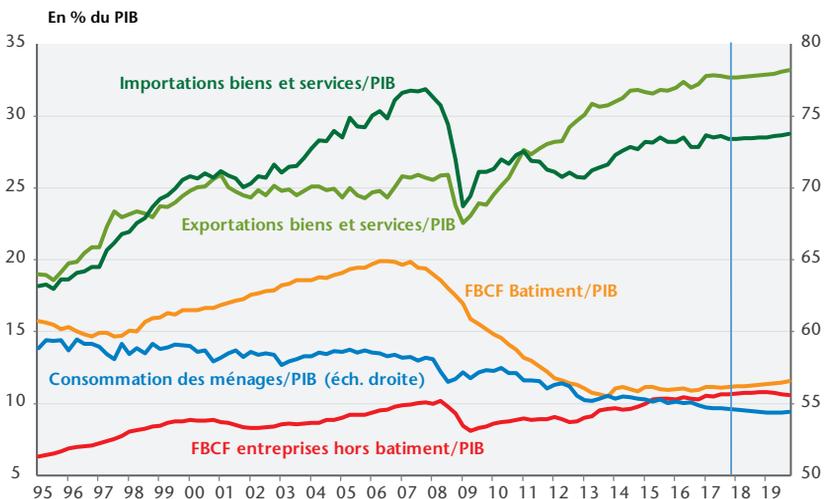
La vigueur de la croissance ne saurait masquer la profonde transformation de l'économie espagnole depuis la crise de 2008 et l'éclatement de la bulle immobilière (graphique 65). Entre 2007 et 2017, l'investissement en bâtiment a chuté de 8,4 points de PIB (4,8 points pour l'investissement résidentiel et 3,6 points pour l'investissement en

67. On suppose en effet que la croissance de la productivité tendancielle se maintient sur son rythme de 0,8 % et que la population active reste stable. Cette stabilisation repose sur les effets conjoints des hypothèses de baisse tendancielle du taux d'activité et jusqu'en 2029, de hausse de la population en âge de travailler, deux hypothèses inscrites dans les projections à long terme de l'institut national de statistiques (INE).

bâtiment des entreprises) et la consommation des ménages de 4 points. Cette baisse de la consommation s'inscrit dans une tendance de plus long terme mais elle s'est accélérée depuis 2008. Ce recul relatif des dépenses illustrant l'ajustement aux déséquilibres passés a pour contrepartie un basculement de la demande au profit du commerce extérieur : les exportations de biens et services qui représentaient 25,8 % du PIB en 2007 comptent désormais pour 32,8 % du PIB tandis que la part des importations a baissé de 3,2 points sur la période. L'économie espagnole semble mieux équilibrée que par le passé, une des illustrations est le passage d'un solde courant structurellement déficitaire avant la crise (-6 % en moyenne entre 2000 et 2007, avec un point bas à 9,7 % cette dernière année) à un excédent de 1,5 % en moyenne entre 2013 et 2017.

De fait, à l'exception de l'investissement en bâtiment des entreprises, toutes les composantes de la demande ont été dynamiques en 2017. La consommation des ménages a progressé de 2,4 % (moins donc que le PIB) et a retrouvé son niveau de 2010 (elle reste toutefois 4% plus basse qu'en 2007). Cette consommation a été soutenue par la baisse de plus de 2 points du taux d'épargne venue compenser un revenu réel qui a stagné avec la reprise de l'inflation : mesurée à partir de l'indice des prix à la consommation, l'inflation est passée de -0,1 % en 2016 à 1,8 % en 2017, en lien avec la hausse des prix du pétrole (la composante énergie de l'IPC qui compte pour presque 12 % de

Graphique 65. Répartition de la demande finale dans le PIB



Sources : INE, prévision OFCE avril 2018.

l'indice, a progressé de 8 % cette année-là). La baisse du taux d'épargne a été rendue possible probablement par des effets de richesse positifs mais aussi et surtout par la baisse du taux de chômage. Pour autant les stigmates de la crise sur le marché du travail restent bien présents. Bien qu'en baisse (de 2,4 points entre 2016 et 2017 et de 7 points par rapport au point haut de 2013), le taux de chômage se situe encore 6,5 points au-dessus de sa moyenne d'avant crise (2000-2007). Avec une moyenne à 16,5 % fin 2017, il reste encore très élevé chez les jeunes (34 % chez les actifs de 20-24 ans et 21,7 % chez ceux âgés de 25 à 29 ans) ; quant aux chômeurs de plus de 1, voire 2 ans, ils comptent encore pour plus de la moitié du total.

Simultanément, le surendettement des ménages, lié à la bulle immobilière continue de peser sur les comportements d'emprunts et la contrainte d'ajustement des ménages domine. À l'exception des crédits à la consommation, les nouveaux crédits, nets des remboursements, continuent de baisser. Malgré un recul de 30 points de RDB par rapport à la période 2006-2009, l'encours de dette représente encore 90,9 % du RDB fin 2017 (74 % au titre de la dette immobilière) et le montant des prêts non performants reste largement supérieur à la normale (5% de l'encours de crédits des ménages contre une moyenne de 1 % avant la crise). Pour autant sur le marché immobilier, l'excès d'offre de logements a été résorbé et malgré la revalorisation du patrimoine (+12 % en deux ans), les prix restent suffisamment attractifs (25 % en dessous de leur niveau de 2007) pour favoriser le retour des ménages sur le marché de l'investissement résidentiel, et rendre alors possible une hausse de l'investissement logement à un rythme relativement soutenu : 8 % en 2017, avec une fin d'année à 9,5 % sur un an. L'investissement logement reste malgré tout à un niveau très bas par rapport au point haut de 2007 : 45 % en dessous de son niveau de 2007.

Du côté des entreprises, la situation est très favorable. Le taux de marge se situe à un niveau élevé, tout particulièrement dans le secteur manufacturier (46,8 % fin 2017 contre une moyenne comprise entre 36 et 38 % sur la période 2000-2007). Les tensions inflationnistes sont sous contrôle. L'emploi progresse rapidement (plus de 2,5 % par an depuis 3 ans) et la durée du travail, après une légère hausse en 2015 et début 2016, revient sur sa tendance baissière de long terme. Le cycle de productivité s'est refermé depuis 2015 et la productivité évolue désormais sur sa tendance au rythme de 0,8 % par an⁶⁸. Les salaires

68. Voir partie « Cycle de productivité et emploi : retour sur les ajustements depuis la crise », et Ducoudré et Heyer (2017) pour plus de détails.

nominaux augmentent mais modérément : 1,1 % sur un an pour le salaire horaire fin 2017, après 0,6 % un an plus tôt. Le niveau élevé du taux de chômage, la nature des emplois créés (90 % des nouveaux contrats sont des CDD, la part des salariés en contrat temporaire, déjà élevée en Espagne, augmente dans l'emploi total tandis que l'emploi à temps partiel demeure à un niveau élevé) et les réformes menées en 2010 et 2012 pour favoriser les accords d'entreprises et renforcer la flexibilité de l'emploi expliquent cette atonie. Les salaires négociés qui progressaient autour de 0,6 % par an entre 2013 et 2015 en vertu des clauses de modération salariale se sont accélérés pour évoluer au rythme de 1,45 % en 2017. Cette situation favorable des entreprises, combinée à une demande en expansion et des taux d'utilisation des capacités de production revenus à leur niveau de long terme ont favorisé une forte poussée des dépenses d'investissement hors bâtiment (5,4 % en moyenne 2017 et 6,5 % au quatrième trimestre sur un an), en matériels de transport, mais aussi et surtout en machines et équipements (hors matériel de transport).

À l'horizon 2019, les perspectives de croissance restent favorables pour l'économie espagnole même si la dynamique devrait ralentir : la croissance devrait atteindre 2,6 % en 2018 et 1,9 % en 2019. Sous l'hypothèse qu'un nouveau budget 2018 soit voté d'ici l'été prochain sur la base de ce qui a été adopté en Conseil des ministres le 27 mars dernier et présenté à l'Assemblée le 3 avril (voir la partie « Politiques budgétaires : accélération sans crise »), la politique budgétaire deviendrait légèrement expansionniste à partir du deuxième semestre 2018 (+0,2 point de PIB d'impulsion budgétaire). En 2017, le déficit public a été ramené de 4,3 % du PIB, en 2016 à 3,07 % du PIB, soit légèrement moins que l'objectif de 3,10 % pris auprès de Bruxelles. La sortie de la procédure pour déficit excessif aura donc avoir lieu sans surprise en 2018, mais il est toutefois très peu probable que l'objectif d'un déficit à 2,2 % du PIB pour cette année soit respecté, surtout avec les propositions de baisses d'impôt inscrites dans le projet de loi de finances 2018. En 2019, ce soutien disparaîtrait au profit d'une légère consolidation fiscale (-0,1 point de PIB), à mettre principalement sur le compte des dépenses publiques. Mais la dynamique de rattrapage de l'économie espagnole qui tend à ramener l'offre vers son niveau potentiel s'estompera progressivement avec la réduction de l'*output gap*. Et les soutiens à la croissance devraient disparaître progressivement, avec la légère hausse des prix du pétrole et surtout l'appréciation de l'euro, qui jouera plus négativement qu'ailleurs sur la compétitivité des produits espa-

gnols – les exportations espagnoles étant davantage sensibles à l'évolution de leurs prix relatifs. Malgré un commerce mondial plutôt dynamique, les entreprises devraient perdre des parts de marché à l'exportation et les exportations ralentir sensiblement en 2018 et 2019. Néanmoins, la contribution du commerce extérieur devrait rester encore positive (0,2 point de PIB en 2018 et 2019 après 0,3 point en 2017) du fait du ralentissement des importations. Le taux de pénétration est relativement stable depuis 2014 – la reprise s'est faite sans accélération des importations – et le ralentissement prévu de la croissance devrait s'accompagner de celui des importations.

En ce début d'année 2018, l'emploi et les salaires restent encore bien orientés. Les données sur les travailleurs affiliés au régime de sécurité sociale continuent d'augmenter rapidement en janvier et février. De même la hausse des salaires négociés est de 1,49 % en ce début d'année contre 1,44 % un an plus tôt. Après la revalorisation de 8 % en janvier 2017, le salaire minimum interprofessionnel a augmenté de 4 % en janvier 2018 (à 735,90 euros). L'objectif étant de le porter à 850 euros en 2020, une prochaine hausse de 5 % est prévu en 2019 (puis de 7 % en 2020) conditionnée toutefois, selon le décret signé en décembre dernier, au fait que la croissance soit d'au moins 2,5 % et que l'emploi augmente de 450 000 par an. Les coûts salariaux devraient augmenter légèrement (1,2 % en 2018 et 1,6 % en 2019) mais l'inflation restera modérée, les entreprises pouvant absorber ces hausses de coûts dans leurs marges. L'IPC terminerait l'année 2019 sur un rythme de 1,3 % (1,1 % en moyenne annuelle 2019). La consommation des ménages restera dynamique portée à la fois par un revenu réel plus dynamique qu'en 2017 (1,2 et 1,3 % après 0 en 2017) et un taux d'épargne qui continuerait à baisser légèrement, au moins en 2018 avec la décade du taux de chômage. Face au ralentissement des débouchés, les entreprises réduiraient leurs investissements en équipements en 2019. Le taux d'investissement hors bâtiment resterait élevé jusqu'à l'été 2019 avant de se retourner pour atteindre 10,6 % fin 2019.

On suppose que la crise catalane aura un impact marginal sur le scénario présenté ici malgré la poursuite des incertitudes sur le plan politique. Les élections du 21 décembre 2017 n'ont toujours pas abouti à la formation d'un gouvernement catalan et l'ensemble des institutions (ministère de l'Économie, Banque d'Espagne, FMI, Commission européenne) revoient leur estimation d'impact à la baisse, pour au final la neutraliser.

Les émergents d'Asie et d'Amérique latine

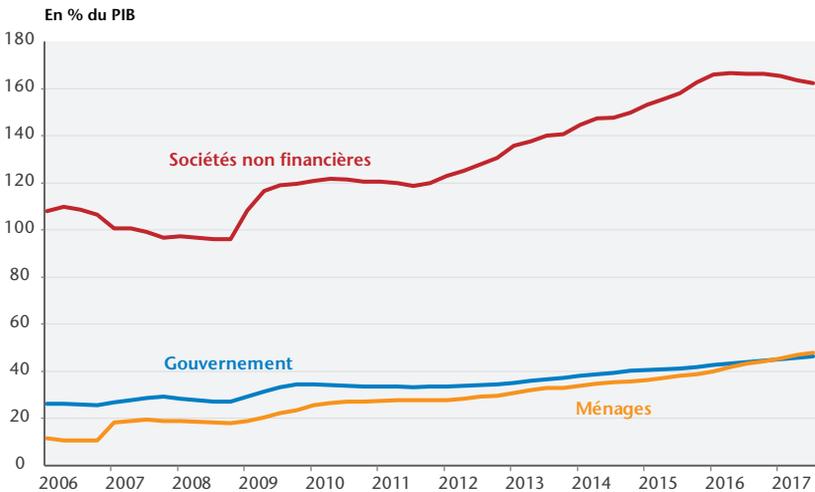
En Asie, la croissance reste favorable

Les perspectives de croissance sont positives pour la plupart des pays émergents d'Asie qui enregistreraient en moyenne, une croissance de 6,0 % sur la période 2018-19, soit un rythme identique à celui de 2017. Certains freins apparaissent en Chine où la croissance devrait légèrement ralentir. En Inde, après le ralentissement provoqué par les « chocs » de 2016 et 2017, la croissance devrait se redresser en 2018 et 2019 avec respectivement un rythme de 7,2 % et 7,5 % après 6,4 % en 2017. L'Indonésie devrait dégager une croissance de 5,2 %, alimentée essentiellement par la consommation privée : la balance courante pourrait cependant se détériorer et engendrer des pressions sur la monnaie nationale et l'inflation. La Corée du Sud et Taïwan, grandes économies exportatrices, devraient continuer à être portées par la croissance mondiale et le redressement des dépenses de consommation et d'investissement.

En Chine, la croissance s'est légèrement accélérée à 6,9 % en 2017 après 6,7% en 2016. L'activité a été tirée par les dépenses d'infrastructures, les investissements dans l'immobilier, la consommation des ménages – les ventes de détail ont augmenté de 10, 2 % sur l'année – et aussi les exportations en lien avec une demande extérieure dynamique et une monnaie très compétitive : le yuan s'était déprécié de près de 15 % entre début 2015 et mi-2017. Les exportations chinoises ont bondi en dollars de 7,9 % l'an après deux années de baisse. Les importations ont progressé de 15 % mais l'excédent commercial s'est dégradé moins vite qu'en 2016. Au deuxième semestre 2017, la dynamique s'est relâchée et la croissance devrait ralentir vers 6,7 % en 2018 et 6,5 % en 2019. La perte de compétitivité du yuan enregistrée depuis la mi 2017 (du fait de l'appréciation de près de 9 % à mars 2018) s'est déjà traduite par un retournement de carnets de commande à l'exportation. Ce ralentissement attendu continue de fragiliser les ajustements en cours, conduisant les autorités à rester vigilantes sur l'évolution de la dette des agents privés et des collectivités locales. Les mesures sélectives de contrôle sur l'offre de liquidité semblent porter leurs fruits : rapporté au PIB, le stock de crédits aux entreprises reste élevé mais baisse depuis un an tandis que la dette des ménages, nécessaire à la consommation privée, continue d'augmenter (graphique 66). Mais la situation financière reste toujours préoccupante : les entreprises et les

collectivités locales restent surendettées et les institutions financières insuffisamment provisionnées. La croissance est néanmoins suffisamment solide pour contenir le risque de crédits.

Graphique 66. Encours des crédits au secteur non financier en Chine



Source : BRI.

Affectée par la démonétisation (le retrait soudain fin 2016 des billets de 500 et 1 000 roupies – 6,3/12,6 euros – a provoqué une pénurie d'argent liquide) et l'introduction d'une TVA sur les biens et services, la croissance indienne a été freinée sur l'année budgétaire 2017 à 6,4 % (après 7,9 % en 2016, taux le plus bas depuis l'arrivée des nationalistes hindous en 2014 (voir encadré 6). Les mesures ont eu un impact sur la consommation des ménages (5,6 % en 2017 contre 7,8 % en 2016) et sur les investissements privés qui peinent à redémarrer. Une meilleure intégration financière des ménages les plus pauvres et le dynamisme de l'industrie devraient soutenir la demande. La croissance devrait s'accélérer, l'impact de la démonétisation et de la TVA étant dissipé et des mesures correctrices ayant été prises. La demande extérieure restera forte et le pays devrait commencer à récolter les bénéfices de réformes structurelles. La position budgétaire plus souple constituera un atout supplémentaire pour la croissance. L'économie de l'Inde devrait rebondir en 2018-2019 avec une croissance à respectivement +7,2 % et +7,5 %.

Encadré 6. Mesures économiques du gouvernement indien

Les élections qui ont eu lieu en 2017 dans plusieurs États de l'Inde pour la désignation des membres des assemblées ont été gagnées par le BJP (Bharatiya Janata Party, le « Parti du peuple indien »). Le programme économique du BJP prévoit des avantages orientés vers les agriculteurs et les populations les plus pauvres. Les principales mesures annoncées sont les suivantes :

- un programme de protection de la santé pour 100 millions de familles pauvres ;
- une connexion gratuite au gaz de cuisson liquéfié, pour un coût d'environ 45 dollars par foyer ;
- 40 millions de familles pauvres seront raccordées gratuitement au réseau électrique ;
- l'agriculture, (plus d'un quart du PIB) restant un secteur important de l'économie indienne recevra 15,7 milliards de dollars pour des infrastructures rurales et les ménages les plus pauvres. Le prix du riz et d'autres cultures sera augmenté ;
- l'impôt sur les gains en capital des plus riches sera porté à 10 % pour les bénéficiaires réalisés sur les marchés boursiers en plein essor de l'Inde.

En Corée, la croissance a atteint +3,1 % en 2017 contre +2,8 % en 2016, notamment grâce à l'accélération de l'investissement des entreprises (+8,8 % en 2017 contre +5,2 % en 2016) et au rebond des exportations d'électricité et du tourisme. En 2018, les mesures de soutien du gouvernement Moon (hausse de l'emploi public, du salaire minimum et des dépenses sociales) et le rebond des exportations de semi-conducteurs devraient permettre une croissance du PIB de 2,9 %. La stabilité politique en 2018 sera favorable à la demande interne. En Indonésie la croissance de l'économie a été soutenue par la consommation des ménages et a atteint 5 % en 2016 et 2017. Une population en augmentation, une urbanisation en développement et la hausse du PIB par habitant permettent l'émergence d'une classe moyenne, ce qui contribue à la hausse de la consommation. L'inflation maîtrisée par la banque centrale aux alentours de 4 % depuis deux ans a aussi soutenu cette demande privée. L'amélioration des infrastructures a encouragé l'investissement, qui est passé de +4,5 % en 2016 à +6,2 % en 2017. À Singapour, la croissance du PIB s'est établie à +3,6 % en 2017. Elle a été tirée par le secteur manufacturier, qui représente 20 % de l'économie et qui a crû de 10,5 %, sa plus forte hausse en sept ans. Le secteur de la construction a chuté de 12,2 %. Les services, premier

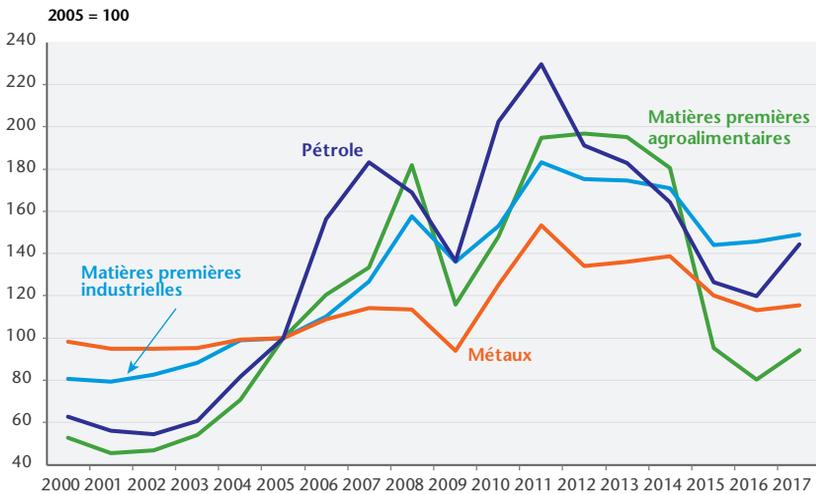
secteur d'activité, ont quasiment stagné (+ 0,2 %). La légère remontée des prix de l'énergie, l'accélération de la consommation des ménages (+3,1 en 2017 contre +1,7 % en 2016) et la politique budgétaire expansive du gouvernement ont provoqué un redémarrage de l'inflation, qui est passée de -0,5 % en 2016 à +0,6 % en 2017. Aux Philippines, la croissance se poursuit à un rythme très soutenu, proche de 6,4% début 2018. L'inflation a accéléré (+3,2 % en 2017 contre +1,8 % en 2016). À Taïwan, la croissance (2,9% en 2017) a dépassé son potentiel, sous l'effet de la croissance des exportations (+7,4 % en 2017 contre +1,9 % en 2016). La croissance de la Thaïlande a progressé (3,9 % en 2017) portée par une demande intérieure forte.

Amérique latine : année de récupération

L'année 2017 est être une année de transition pour l'Amérique latine. Après plusieurs années marquées par la chute du prix des matières premières (-50 % pour les matières premières industrielles et les hydrocarbures depuis 2011, graphique 67) dont la région est fortement exportatrice, un commerce international morose et des tensions politiques dans plusieurs grands pays de la région, la croissance a repris lentement cette année. La croissance mondiale s'est raffermie, tout comme les échanges mondiaux, soutenus par le cycle d'investissement à l'échelle mondiale qui a généré une forte demande en matières premières industrielles, ce qui a ravivé les prix. Les termes de l'échange se sont donc légèrement améliorés en 2017. La baisse du dollar face aux autres grandes monnaies en 2017 s'est traduite par une légère appréciation des monnaies mexicaine et chilienne, les autres monnaies restant plutôt stables par rapport à la devise nord-américaine. Dans ce contexte, la région a bénéficié d'un environnement commercial porteur et les exportations ont été très dynamiques. Simultanément, et malgré le resserrement des taux d'intérêt sur les marchés financiers internationaux (le LIBOR est passé de 0,25 % à 1,8 % entre fin 2016 et début 2018) en phase avec celui de la Réserve fédérale des États-Unis, les banques centrales mènent, à l'exception du Mexique et de l'Argentine, des politiques monétaires très accommodantes. L'absence de tensions inflationnistes et l'atonie de la croissance ont permis de baisser les taux d'intérêt à des niveaux très bas (notamment au Brésil) sans remettre en cause les taux de change. Malgré des déficits publics élevés, la consolidation budgétaire est repoussée, la dette publique, bien qu'en hausse, restant à des niveaux soutenables.

En 2018 et 2019, la croissance devrait se raffermir dans tous les pays (à l'exception du Venezuela) sous l'effet de la bonne tenue de la demande intérieure et des exportations. Le commerce mondial resterait dynamique et les prix des matières premières continueraient d'augmenter. La baisse probable des monnaies face au dollar devrait améliorer la compétitivité et soutenir la dynamique des exportations. La hausse des taux d'intérêt sur le marché international des capitaux ne devrait pas fragiliser les économies sur le front externe, ni se transmettre aux conditions de prêts domestiques – les politiques monétaires devraient rester expansionnistes à l'horizon 2019. Les réserves de change sont suffisamment importantes pour permettre aux autorités monétaires de soutenir les monnaies en cas de mouvements trop marqués. Une période d'instabilité pourrait s'ouvrir toutefois dans plusieurs pays (Brésil, Mexique, Colombie) avec les prochaines élections de 2018.

Graphique 67. Prix des matières premières en Amérique latine



Un rapide tour d'horizon montre que la situation de la région en 2017 est portée par la sortie de récession du Brésil et la reprise en Argentine, avec des effets bénéfiques d'entraînement sur les pays voisins. Après 3 ans de récession (le PIB a chuté de 8,3 % entre mi 2014 et fin 2016), le **Brésil** affiche une croissance de 1 % en 2017. Face à une inflation sortie depuis juin 2016 de la bande cible de fluctuations autorisées (2,8 % en février 2018 pour une cible de 4,5 % +/- 1 point),

la banque centrale a toute latitude pour mener une politique monétaire active. Ce qui n'est pas le cas de la politique budgétaire. Malgré l'amélioration enregistrée ces derniers mois, le déficit budgétaire reste élevé (7,5 % en janvier dernier dont 6 points de charges d'intérêts) et avec un déficit encore à 1,5 %, le solde primaire est loin de l'excédent de 2 % nécessaire pour stabiliser la dette publique (actuellement à 75 % du PIB). Des réformes ont été engagées, notamment en 2016 avec l'inscription dans la constitution du gel pendant 20 ans des dépenses publiques en termes réels, mais la réforme des retraites, nécessaire à la consolidation budgétaire n'a pu être votée au parlement en février dernier, faute de majorité. Ceci a valu une nouvelle dégradation de la note souveraine par Standard & Poors à BB-. La reprise devrait s'accélérer en 2018 et 2019 mais rester modérée, d'autant que de nouveaux facteurs d'instabilité ne sont pas exclus avec les élections législatives et présidentielles à venir en octobre 2018 et la montée du protectionnisme des États-Unis, premier marché pour l'acier brésilien. Avec une croissance à 2,9 % en 2017, l'**Argentine** pourrait sortir de 5 ans de stagnation, et malgré une sécheresse très sévère en cours, la croissance devrait se confirmer en 2018 et 2019. Les réformes entreprises par le gouvernement Macri pour redresser le pays et retrouver la confiance des investisseurs portent leurs fruits. Pourtant, le problème de l'inflation reste non résolu (25 % en 2017) et le changement radical de cap de la politique monétaire, reprise en main par le gouvernement, inquiète les investisseurs (le *spread* a fortement augmenté depuis fin 2017 et le peso s'est brusquement déprécié). Les objectifs d'inflation visés pour 2018 et 2019 ont été revus à la hausse : 15 % en 2018 (contre 10 % initialement), 10 % en 2019 et 5 % en 2020 et surtout, après avoir mené une politique très restrictive, la banque centrale a réduit par deux fois son taux directeur en vue d'offrir un soutien à l'économie réelle. Mais le pari n'est pas gagné. Les perspectives du **Mexique**, par contre, restent suspendues aux renégociations sur le NAFTA avec les États-Unis. Pour le moment, est mis en balance le retrait des taxes américaines sur les importations d'acier et d'aluminium en provenance du Mexique et du Canada et un accord plus « juste » voulu par les États-Unis (notamment une hausse du « made in USA » dans les échanges). À ces incertitudes, s'ajoute une poussée de l'inflation en 2017, en lien avec la dépréciation du peso, qui conduit les autorités à resserrer la politique monétaire tandis que la politique budgétaire est plutôt restrictive. Malgré tout, la bonne compétitivité du peso mexicain combinée à la vigueur de la demande extérieure, notamment en

provenance des États-Unis, devrait permettre de maintenir le pays sur un rythme de croissance supérieur à 2 %.

Pétrole : stabilité des cours

Au cours du second semestre 2017, les cours du baril de Brent ont augmenté de près de 20 dollars, flirtant avec le seuil de 70 dollars depuis le mois de janvier 2018. Cette forte hausse est imputable à plusieurs facteurs : les tensions persistantes autour de l'accord nucléaire avec l'Iran, les ruptures d'approvisionnement en Libye et au Venezuela, et un rationnement de l'offre de l'OPEP, menant à un déséquilibre entre offre et demande. En outre, le 30 novembre 2017, les pays membres de l'OPEP ont décidé de prolonger de neuf mois, jusqu'à décembre 2018, leur accord de 2016 prévoyant un plafonnement de production instauré avec le retour des quotas par pays ; de leur côté, les autres pays non membres de l'OPEP, associés à l'accord, ont également décidé de continuer à coopérer en prolongeant leur baisse de production⁶⁹. Le prince héritier saoudien a d'ailleurs appelé de ses vœux une transformation de l'accord entre Moscou et Riyad en accord pérenne, mais rien n'est pour le moment acté. Les divergences quant au dossier syrien pourraient compromettre cette entente, que nous n'intégrons pas dans nos prévisions.

Pour 2018 et 2019, nous prévoyons une quasi-stagnation du prix du baril autour de 70 dollars et un équilibre entre offre et demande : le prix du baril de Brent serait de 68 dollars en 2018 et 71 dollars en 2019. En effet, la demande mondiale continuerait de progresser à un rythme dynamique, portée par les pays émergents et les États-Unis. Malgré notre hypothèse d'un maintien des quotas de production par l'OPEP au niveau actuel en 2018, nous anticipons une forte hausse de la production d'Amérique du Nord, en 2018 et en 2019. Par ailleurs, après un important déstockage en 2017, nous anticipons une poursuite du déstockage au premier semestre 2018, puis une stabilisation des stocks à partir du second semestre.

Un risque haussier ne peut pas être exclu en cas de poursuite du plafonnement de la production par l'OPEP en 2019, d'un nouveau bras de fer entre les États-Unis et l'Iran, ou encore de regains de tensions au Nigéria ou en Libye.

69. Voir C. Antonin, *Réunion de l'OPEP : beaucoup de bruit pour rien ?*; *Blog de l'OFCE*, décembre 2017.

Juin 2017 – janvier 2018 : une remontée rapide des cours

Entre juin 2017 et janvier 2018, les cours du baril de Brent ont progressé d'environ 23 dollars. Cette hausse s'explique par plusieurs facteurs. En premier lieu, le 30 novembre 2017, les pays membres de l'OPEP ont décidé de prolonger de neuf mois, jusqu'à décembre 2018, leur accord de 2016 plafonnant la production dans les pays membres ; alors même que les autres pays non membres de l'OPEP, associés à l'accord, décidaient de continuer à coopérer en prolongeant leur baisse de production. Grâce à la hausse des cours, les revenus bruts issus du pétrole pour les 14 pays de l'OPEP ont progressé de 3 625 millions de dollars par jour, alors que la production a baissé de 0,45 Mbj, d'après l'Agence internationale de l'Énergie. Ainsi, en février 2018, l'objectif de baisse de production de 1,18 Mbj par rapport à octobre 2016 a été atteint, et même dépassé pour les douze pays membres de l'OPEP soumis à quotas (tableau 10). Le respect des objectifs a même progressé entre octobre 2017 et février 2018, passant de 81 % à 118 %, notamment grâce à la baisse de production de l'Arabie saoudite. Hors OPEP, le respect des objectifs atteint 65 %, ce qui témoigne d'une position plus modérée de la Russie, qui a traîné des pieds pour signer l'accord avec l'OPEP. Par ailleurs, les tensions persistantes quant à l'accord nucléaire avec l'Iran ont contribué à la hausse des cours : certes, le président américain a confirmé⁷⁰, le 12 janvier 2018, la levée des sanctions économiques envers l'Iran après l'accord sur le nucléaire de 2015 (accord de Vienne). En réalité, Donald Trump a fixé un ultime délai, le 12 mai 2018, au Congrès des États-Unis et aux pays européens pour réécrire et améliorer les termes de l'accord, jugés trop favorables à Téhéran. Enfin, la production vénézuélienne a fortement baissé, de 360 000 barils/jour, entre juin 2017 et janvier 2018, et la Libye a été confrontée à des ruptures d'approvisionnement qui ont rendu les marchés nerveux même si la production globale n'a pas baissé.

La très forte croissance de l'offre hors OPEP (États-Unis, Canada et Brésil notamment), qui a atteint 0,7 Mbj en 2017, a néanmoins contribué à limiter la hausse des cours. Par ailleurs, les pays de l'OPEP non soumis à quotas (Libye et Nigéria) ont également accru leur production.

70. Le Congrès oblige le président à redire périodiquement s'il certifie que l'Iran applique l'accord de Vienne et à émettre une dispense pour que les sanctions américaines restent suspendues.

Tableau 10. Respect des accords de baisse de production, février 2018

En Millions de barils/jour

	Production février 2018	Référence : octobre 2016	Engagement de baisse de production	Baisse effective	Respect des engagements
Pays de l'OPEP					
Algérie	1,03	1,05	-0,05	-0,02	40 %
Angola	1,60	1,60	-0,08	0,00	0 %
Equateur	0,54	0,55	-0,03	-0,01	38 %
Guinée équatoriale	0,20	0,16	-0,01	0,04	-333 %
Gabon	0,14	0,20	-0,01	-0,07	722 %
Iran	3,84	3,70	0,09	0,14	150 %
Irak	4,44	4,54	-0,21	-0,10	48 %
Koweït	2,71	2,91	-0,13	-0,20	153 %
Qatar	0,61	0,65	-0,03	-0,04	133 %
Arabie Saoudite	10,07	10,55	-0,49	-0,48	99 %
Emirats arabes unis	2,89	3,07	-0,14	-0,18	129 %
Vénézuéla	1,62	2,09	-0,10	-0,47	495 %
Total OPEP 12	29,68	31,07	-1,18	-1,39	118 %
Libye	0,98	0,55			
Nigéria	1,72	1,47			
Total OPEP 14	32,38	33,09			
Pays hors OPEP*					
Azerbaïdjan	0,82	0,83	-0,04	-0,01	33 %
Kazakhstan	1,99	1,79	-0,02	0,20	-996 %
Mexique	2,22	2,42	-0,10	-0,20	205 %
Oman	0,99	1,02	-0,05	-0,03	65 %
Russie	11,17	11,45	-0,30	-0,28	93 %
Total hors OPEP	17,18	17,51	-0,50	-0,33	65 %

* On ne présente ici que les principaux pays hors OPEP ayant pris un engagement de baisse de production.
Sources : EIA pour les données de production, Agence Internationale de l'Énergie (*Oil Market Report*) pour les plafonds de production.

La baisse des stocks de l'OCDE au cours de l'année 2017 a également contribué à soutenir les cours. Ainsi, les stocks ont baissé lors de trois trimestres consécutifs (deuxième, troisième et quatrième trimestres 2017), ce qui constitue un fait rare dans l'histoire récente. En octobre 2017, ils représentaient 96 jours de demande dans l'OCDE, contre 100 jours de demande début 2017.

En 2018 et 2019 : un marché équilibré

En 2018 et 2019, nous anticipons une croissance soutenue de la demande mondiale (+1,4 % en 2018 et +1,5 % en 2019), sous l'effet des pays émergents (Chine et Inde notamment), même si la hausse récente des prix devrait freiner la hausse de la consommation *via* une baisse de l'intensité pétrolière plus marquée (-2,2 % en 2018 et -2,1 % en 2019). Notons que la baisse de l'intensité énergétique est tendancielle, de l'ordre de 1,9 % par an depuis 2007. La demande chinoise représenterait 0,4 Mbj supplémentaires par an, quasiment un tiers de la hausse globale. La hausse de demande des États-Unis serait comparable, et la croissance de l'Inde représenterait 0,3 Mbj supplémentaires par an. Du côté de l'offre, le dynamisme viendrait exclusivement de la croissance de l'offre non OPEP : en 2018, nous anticipons un supplément d'offre de 1,1 Mbj aux États-Unis (essentiellement du champ Permian), de 0,3 Mbj au Canada (champ Hebron et le projet Fort Hills), de 0,15 Mbj au Brésil, et de 0,1 Mbj au Kazakhstan (champ Kashagan). En 2019, le supplément d'offre de l'Amérique du Nord représenterait 0,8 Mbj. Du côté de l'OPEP, on s'attend à une stagnation de la production entre 2017 et 2018, puis une hausse modérée en 2019, conditionnelle à l'hypothèse que nous faisons d'un assouplissement des quotas après décembre 2018.

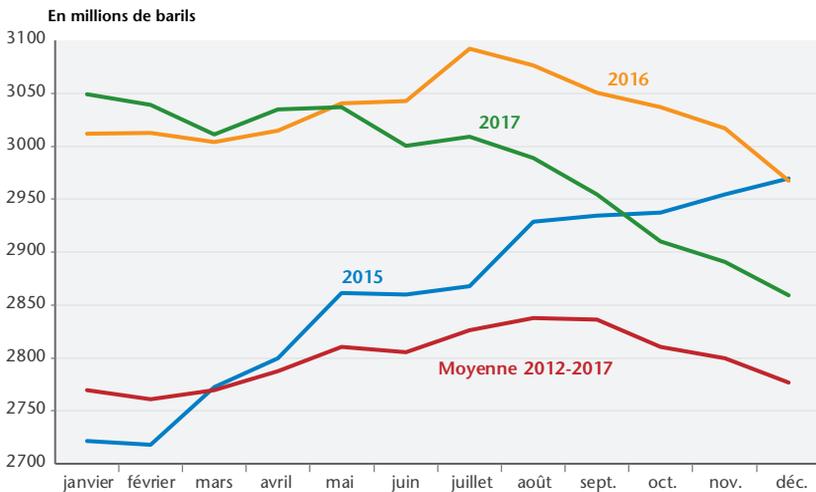
La production mondiale restera ainsi très dépendante de la production américaine en 2018 et 2019. Les coûts d'exploitation du pétrole de schiste se sont accrus d'environ 10 % en 2017, et on s'attend à une augmentation des coûts entre 7 et 15 % en 2018. Cependant, cela est contrebalancé par l'augmentation de la productivité de chaque puits, grâce à des techniques de forage plus efficaces qui permettent de se concentrer sur les zones les plus productives des gisements (*sweet spots*). Après avoir fortement baissé entre 2014 et 2016, passant de 70 à 40 dollars, le seuil de rentabilité est par conséquent resté stable au cours des derniers trimestres, entre 35 et 40 dollars⁷¹. La production américaine pourrait donc augmenter dans les deux prochaines années, ce qui motive notre prévision. Cela étant, les dépenses d'investissement restent faibles : après avoir stagné en 2017, elles ne devraient augmenter que de 6 % en 2018, et essentiellement concentrées sur le secteur du brut léger (*light tight oil*) d'après l'Agence internationale de l'énergie⁷², ce qui pourrait peser sur la production à moyen terme.

71. D'après les estimations de Rystad Energy, reprises par la Banque mondiale (2017).

72. Agence internationale de l'énergie, *Oil 2018 – Analysis and Forecasts to 2023*, mars 2018.

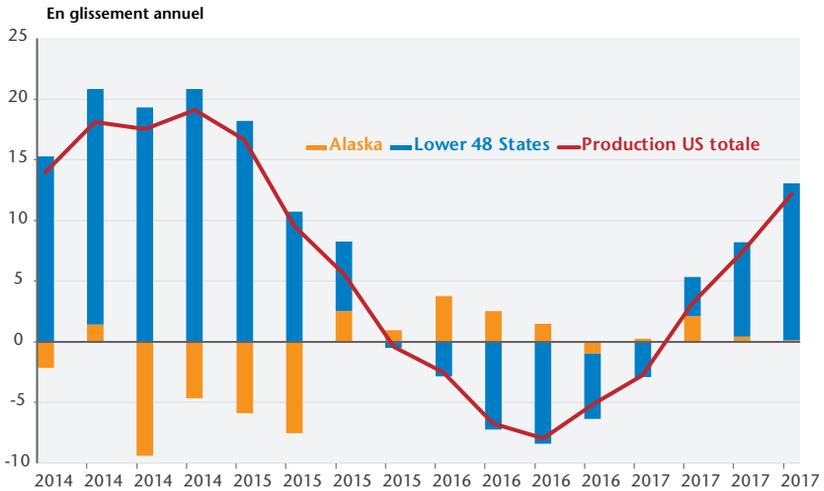
Après un important déstockage en 2017 (graphique 68), nous inscrivons une poursuite du déstockage de 110 millions de barils au premier semestre 2018, puis une stabilisation des stocks au niveau de la moyenne des cinq dernières années (moyenne 2012-2017). Notons par ailleurs que, en sus des stocks commerciaux, les pays de l'OCDE disposent de stocks stratégiques qui représentent, fin 2017, 1 568 millions de baril (soit 33 jours de demande). Ainsi, les prix du baril de Brent se stabiliseraient autour de 68 dollars en 2018 et 71 dollars en 2019. La dépréciation du dollar par rapport à l'euro, qui passerait de 0,82 euro début 2018 à 0,77 euro fin 2019, devrait également soutenir les cours du Brent.

Graphique 68. Stocks commerciaux de barils de Brent de l'OCDE



Sources : Energy Information Administration, calculs OFCE.

Graphique 69. Production de pétrole par région des États-Unis, 2014-2017



Source : Energy Information Administration.

Références

- Abiad A., Dell’Ariccia G. et Li G., 2011, « Creditless recoveries », *IMF Working Paper*, n°11/58.
- Antonin A., 2017, « Italie : L’horizon semble s’éclaircir », *Blog de l’OFCE*, décembre.
- Altavilla C., Giannone D., et Lenza M., 2014, « The financial and macroeconomic effects of OMT announcements », *ECB Working Paper Series*, 1707.
- Basu S., Fernald J. G. et Shapiro M. D., 2001, « Productivity growth in the 1990s: technology, utilization, or adjustment? », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, pp. 117-165.
- Bellora C., & Jean S., 2018, « Pour comprendre la crise des importations américaines d’acier et d’aluminium », *CEPII le Blog*, 13 mars 2018.
- Bergeaud A., Cette G. et Lecat R., 2016, « Productivity Trends in Advanced Countries between 1890 and 2012 », *The Review of Income Wealth*, 62: 420-444.
- Berson C., Charsonville L de., Pavel D., Faubert V., Ferrara L., Guilloux-Nefussi S., Kalantzis Y., Lalliard A., Matheron J., Mogliani M., 2018, « La courbe de Phillips existe-t-elle encore ? », *Rue de la Banque*, n° 56.
- Blot C., Péléraux H., Sampognaro R. et Villemot S., 2015, « Comprendre la dynamique salariale par temps de crise », *Revue de l’OFCE*, 8: 219-255.

- Blot C., Ducoudré B. et Timbeau X., 2016, « Sovereign debt spread and default in a model with self-fulfilling prophecies and asymmetric information », *Journal of Macroeconomics*, 4: 281-299.
- Blot C. et Hubert P., 2017, « Quels effets attendre de la réduction du bilan des banques centrales ? », *Revue de l'OFCE*, n°152, 215-232.
- Bugamelli *et al.*, 2018, « Productivity growth in Italy: a tale of a slow-motion change », *Banca d'Italia Occasional Papers*, n° 422.
- Cline W. R., 2008, « Estimating Consistent Fundamental Equilibrium Exchange Rates », *Peterson Institute Working Paper*, N°08-6, Peterson Institute for International Economics.
- Cochard M., Cornilleau G. et Heyer É., 2010, « Les marchés du travail dans la crise », *Economie et Statistiques*, n°438-440.
- Cornilleau G., Le Bayon S. et Riffart C., 2017, « Démographie et marché du travail depuis 2018 », in OFCE, *L'Économie européenne 2017*, Collection Repères, Éditions La Découverte.
- Crafts N. et O'Rourke K. H., 2013, « Twentieth Century Growth », *CEPR Discussion Papers*.
- De Grauwe P. et Ji Y., 2013, « Panic-driven austerity in the Eurozone and its implications », *VoxEU.org*, 21.
- De Santis R. A., 2016, « Impact of the asset purchase programme on euro area government bond yields using market news », *ECB Working Paper Series*, n° 1939.
- Ducoudré B. et Heyer É., 2017, « Quel nouveau sentier de croissance de la productivité du travail ?, Une analyse pour six grands pays développés », *Revue de l'OFCE*, n° 152, octobre.
- Eichengreen B. et Gupta P., 2015, « Tapering talk: The impact of expectations of reduced Federal Reserve security purchases on emerging markets », *Emerging Markets Review*, 25: 1-15.
- Furciéri D. et Zdzienicka A., 2011, « How costly are debt crises? », *IMF Working paper*, n° 11/280.
- Furciéri D. et Mourougane A., 2012, « The effect of financial crises on potential output: New empirical evidence from OECD countries », *Journal of Macroeconomics*, 34(3), 822-832.
- Reinhart C. M. et Rogoff K. S., 2009, « This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crises », *NBER, Working paper*, n° 13 882.
- Gordon R. J., 1999, « U.S. economic growth since 1870: One big wave ? », *American Economic Review*, 89: 123-128.
- Gordon R. J., 2004, « Two centuries of economic growth: Europe chasing the American frontier », *NBER Working Paper*, n° 10662.
- Gordon R., 2012, « Is US economic growth over? Faltering innovation confronts the six headwinds », *CEPR Policy Insight*, 63.

- Guerini M., Moneta A., Napoletano M. et Roventini A., 2018, « The Janus-Faced Nature of Debt: Results from a Data-Driven Cointegrated SVAR Approach », *Macroeconomic Dynamics* (forthcoming).
- Heyer É. et Sampognaro R., 2015, « L'impact des chocs économiques sur la croissance dans les pays développés depuis 2011 », *Revue de l'OFCE*, n° 138.
- Hubert P. et Le Moigne M., 2018, « La désinflation manquante : un phénomène américain uniquement ? », *Revue de l'OFCE*.
- iAGS, 2017, *The Elusive Recovery*, The independent Annual Growth Survey 2017.
- Jordà Ò., Schularick M. et Taylor A. M., 2015, « Leveraged bubbles », *Journal of Monetary Economics*, 76, S1-S20.
- Koo R. C., 2013, « The world in balance sheet recession: causes, cures and politics », In *Post-Keynesian Views of the Crisis and its Remedies* (pp. 58-77), Routledge.
- Lecat R., 2004, « Productivité du travail des grands pays industrialisés?: la fin du rattrapage des États-Unis? ? », *Bulletin de la Banque de France*, 121: 47-67.
- Mathieu C. et Sterdyniak H., 2018, « Brexit : comment le Royaume-Uni et l'UE vont-ils rebondir ? », in OFCE, *L'Économie européenne 2018*, Collection Repères, Éditions La Découverte.
- Mian A. et Sufi A., 2009, « The consequences of mortgage credit expansion: Evidence from the US mortgage default crisis », *The Quarterly Journal of Economics*, 124(4), 1449-1496.
- OFCE, 2017, « La routine de l'incertitude », *Revue de l'OFCE*, n° 151.
- Szczerbowicz U., 2015, « The ECB unconventional monetary policies: have they lowered market borrowing costs for banks and governments ? », *International Journal of Central Banking*, 11(4): 91-127.
- Verdugo G., 2016, « Real wage cyclicalité in the Eurozone before and during the Great Recession: Evidence from micro data », *European Economic Review*, 82: 46-69.
- Villemot S., 2017, « Les déséquilibres des balances courantes dans la zone euro?: comment les résorber ? », in OFCE, *L'économie européenne 2017*, collection Repères, Éditions La Découverte.