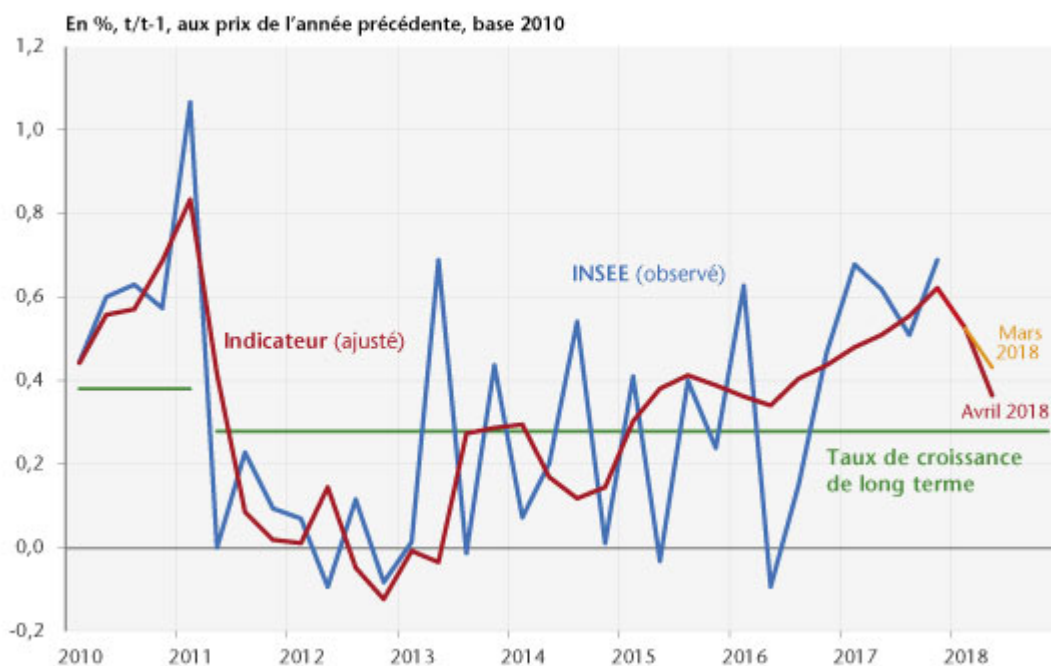


L'indicateur avancé : pas de retournement du cycle de croissance

par [Hervé Péléraux](#)

Selon l'indicateur avancé de l'OFCE pour la France, bâti sur les enquêtes de conjoncture publiées par l'INSEE le 24 avril, la croissance de l'économie française aurait été de +0,5 % au premier trimestre 2018, en repli de 0,2 point par rapport au quatrième trimestre 2017 (+0,7 %). Pour le deuxième trimestre, la croissance devrait revenir au voisinage de +0,4 %, révisée en baisse d'un peu moins de 0,1 point par rapport à l'évaluation du mois dernier.

Graphique 1. Le taux de croissance du PIB observé, ajusté et prévu



Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

Tableau. Le taux de croissance du PIB observé, ajusté et prévu

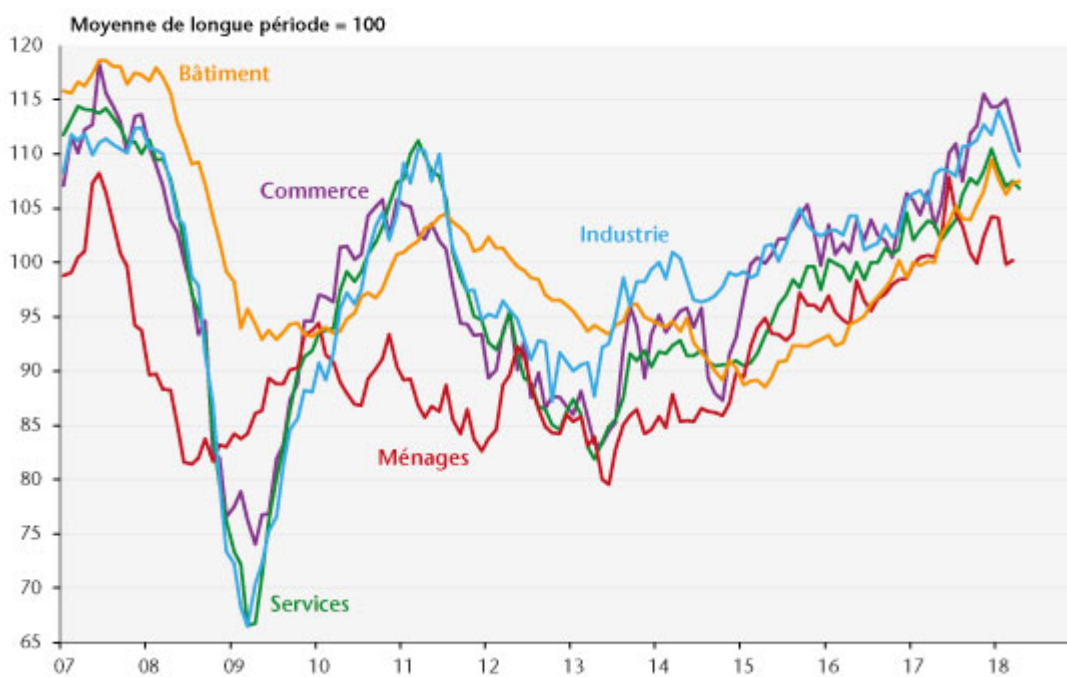
En %, t/t-1, prix de l'année précédente

	2017				2018	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2
INSEE	+0,7	+0,6	+0,5	+0,7	-	-
Indicateur	+0,5	+0,5	+0,6	+0,6	+0,5	+0,4

Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

Les publications successives des enquêtes confirment depuis quelques mois le tassement de l'opinion des chefs d'entreprise interrogés par l'INSEE. Les climats des affaires restent certes à un niveau élevé, mais leur évolution récente laisse penser qu'ils ont atteint leur pic conjoncturel au tournant de 2017 et de 2018.

Graphique 2. Climats des affaires en France



Source : INSEE.

Au stade actuel, il convient d'être prudent quant à l'interprétation de ces signaux. D'abord, les séries d'enquêtes ne sont pas exemptes de volatilité à l'échelon mensuel et cette volatilité se manifeste aussi sur les hauts de cycle, comme on l'a vu en 2007, avec des mouvements ponctuels contraires à l'orientation générale des données. Ensuite, la confiance reste largement supérieure à sa moyenne

de longue période dans toutes les branches, laissant entendre que l'activité reste supérieure à sa croissance de moyen terme. Par conséquent, même si la croissance va probablement ralentir au premier semestre 2018, ce passage à vide ne serait aucunement le signal d'une inversion du cycle de croissance en cours en l'état actuel de l'information sur les enquêtes.

Un tel signal serait donné par le passage du taux de croissance du PIB sous le taux de croissance de long terme (que l'on peut assimiler au taux de croissance potentiel de l'économie), évalué par l'estimation de l'indicateur à +0,3 % par trimestre, seuil dont les prévisions actuelles sont encore éloignées.

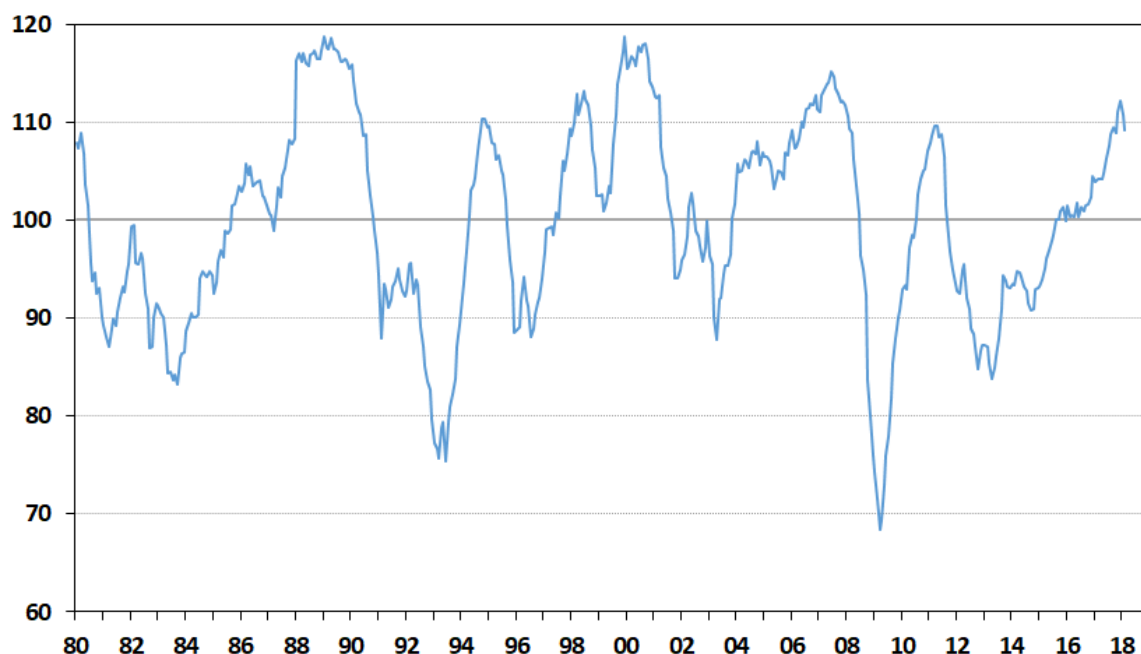
Le passage à vide peut être mis en rapport avec la politique fiscale du gouvernement qui pèsera, au premier semestre 2018, sur le pouvoir d'achat des ménages (voir sur ce point P. Madec *et alii*, « [Budget 2018 : pas d'austérité mais des inégalités](#) », *Policy Brief* N°30, 15 janvier 2018). L'alourdissement transitoire de la fiscalité lié à la bascule cotisations sociales / CSG, à la hausse du tabac et à la fiscalité écologique devrait retentir négativement sur la consommation des ménages. Cet effet négatif de la fiscalité serait toutefois ponctuel et devrait jouer en sens inverse au second semestre, avec la montée en charge de certaines mesures visant à soutenir le pouvoir d'achat. Les données quantitatives disponibles jusqu'en février, l'indice de production industrielle et la consommation des ménages en biens confirment ces inquiétudes, avec des acquis de croissance négatifs au premier trimestre, respectivement -1 et -0,2 %. En revanche, l'indice de production dans les services affiche un dynamisme non démenti, avec une progression de +1,6 % en janvier, portant son acquis de croissance pour le premier trimestre à +1,8 %.

L'indicateur avancé : l'amarre est haute

Par [Hervé Péléraux](#)

La publication ce jour des enquêtes de conjoncture dans les différentes branches confirme l'optimisme des chefs d'entreprise interrogés par l'INSEE en février (graphique 1). Le climat général des affaires reste dans une zone comprise entre son niveau de la fin 2007 et son pic de rebond de début 2011. Depuis deux mois consécutifs, le climat est toutefois en repli, sous l'effet en particulier d'un optimisme moindre dans les services.

Graphique 1. Le climat des affaires en France



Source : INSEE.

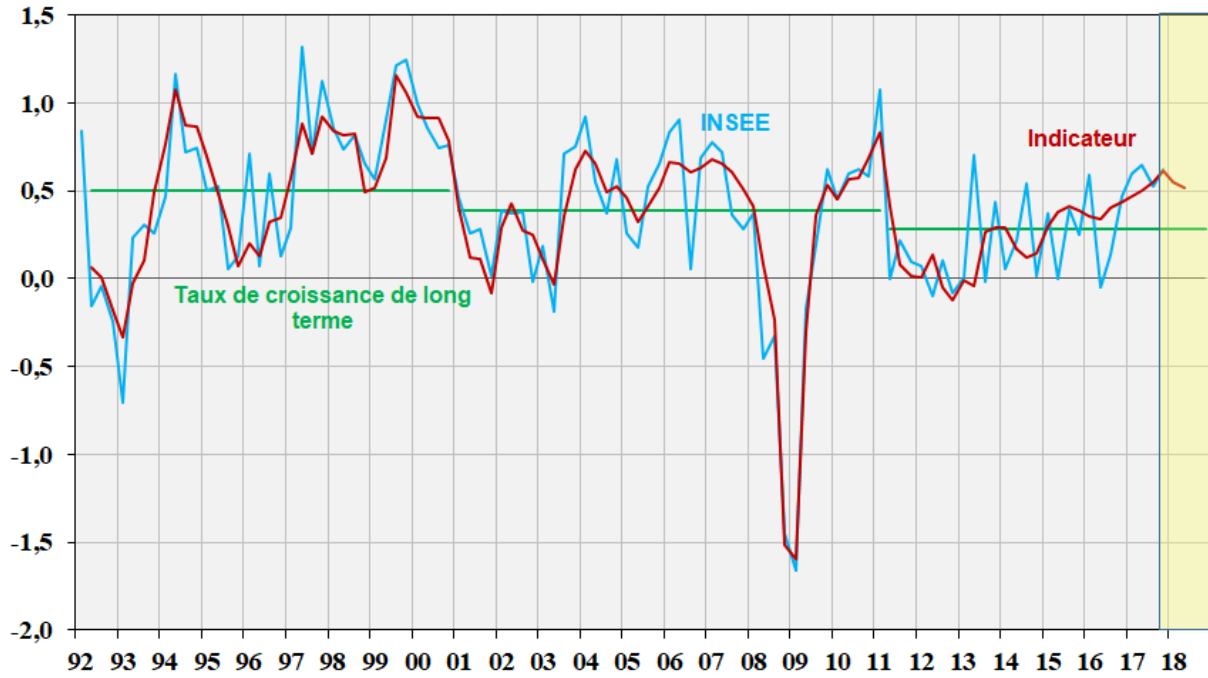
On ne saurait, au stade actuel, voir dans ce tassement les prémises d'un retournement conjoncturel, à l'image de celui de la première moitié de 2011 quand la fin du stimulus

budgétaire mis en place pour contrer la récession de 2008/09, puis la période de forte consolidation budgétaire conduite face à la crise des dettes souveraines, ont brutalement interrompu la reprise. L'expérience montre qu'historiquement les séries d'enquête ne sont pas exemptes de volatilité à l'échelon mensuel et que cette volatilité se manifeste aussi sur les hauts de cycle, comme entre 1987 et 1990, en 2000 ou entre 2004 et 2007.

Il n'en demeure pas moins que le hoquet actuel des enquêtes de conjoncture peut être mis en rapport avec la politique fiscale du gouvernement qui pèsera, au premier trimestre 2018, sur le pouvoir d'achat des ménages (voir sur ce point P. Madec et *alii*, « [Budget 2018 : pas d'austérité mais des inégalités](#) », *Policy Brief* N°30, 15 janvier 2018). L'alourdissement transitoire de la fiscalité lié à la bascule cotisations sociales / CSG, la hausse du tabac et la fiscalité écologique devraient retentir négativement sur la consommation des ménages, et de ce fait avoir un impact plus négatif sur le climat des services, secteur abrité plus dépendant de la consommation nationale.

Par rapport au mois dernier, les anticipations de l'indicateur avancé répercutent à la baisse le repli des enquêtes : estimée à +0,6 % en janvier, la croissance pour le premier trimestre 2018 est en léger repli selon l'estimation de février (-0,05 point), et la première évaluation pour le deuxième trimestre ressort à +0,5 % (graphique 2).

Graphique 2. Le taux de croissance du PIB observé et ajusté



Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

Tableau. Le taux de croissance du PIB observé, ajusté et prévu

En %, t/t-1, prix chaînés, base 2010	2016				2018	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2
INSEE	+0,6	+0,6	+0,5	+0,6	-	-
Indicateur	+0,5	+0,5	+0,5	+0,6	+0,6	+0,5

Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

La croissance française en

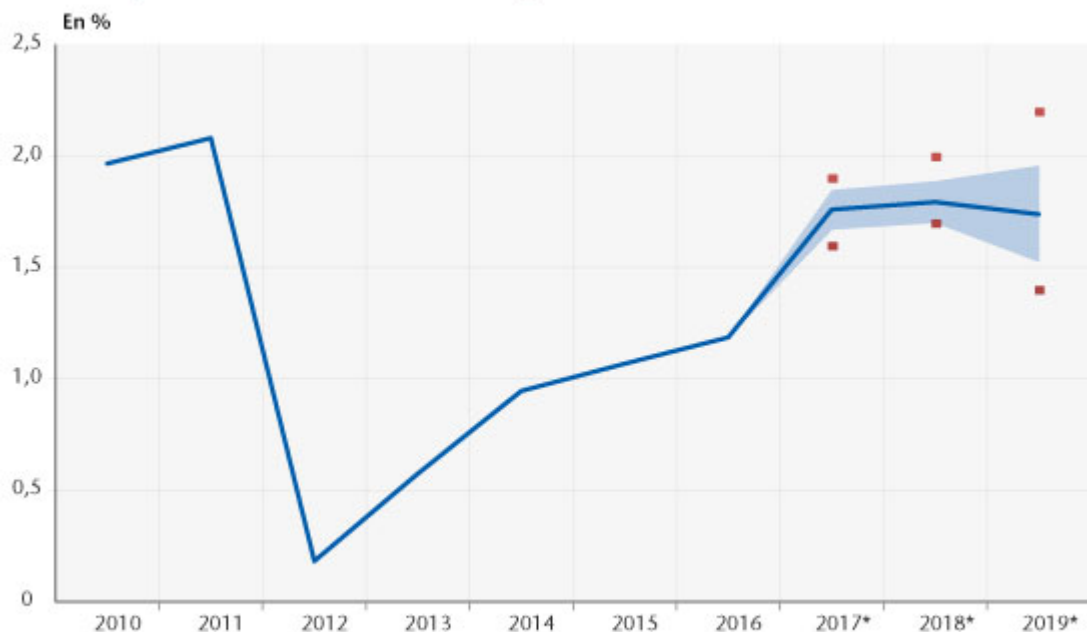
2018-2019 : ce qu'en disent les prévisionnistes ...

Par [Sabine Le Bayon](#) et [Christine Rifflart](#)

Alors que l'INSEE vient de publier [la première version des comptes du quatrième trimestre 2017](#) et donc une première estimation de la croissance annuelle, nous nous interrogeons sur les perspectives 2018 et 2019 à travers une analyse comparative des prévisions réalisées sur la France par 18 instituts (publics et privés, dont l'OFCE), entre septembre et décembre 2017. Ce billet de blog présente les points saillants de cette analyse, détaillée dans le [Policy brief de l'OFCE \(n° 32 du 8 février 2018\)](#), intitulé « Une comparaison des prévisions macroéconomiques sur la France », et le [document de travail \(n° 06-2018\)](#) associé (où figurent les tableaux des prévisions par institut).

Après la profonde récession de 2008-2009 et la crise de la zone euro de 2011, la croissance française avait amorcé en 2013 un timide mouvement de récupération qui s'est accéléré fin 2016. L'année 2017 est donc une année de reprise, avec une croissance légèrement plus dynamique que ce qu'anticipaient récemment la plupart des prévisionnistes : 1,9 % selon la première estimation de l'INSEE contre 1,8 % prévue en moyenne. En 2018 et 2019 cette dynamique devrait se poursuivre puisque la moyenne des prévisions atteint 1,8 % et 1,7 % respectivement. Les écarts-types sont faibles (0,1 point en 2018 et 0,2 en 2019), les prévisions restant assez proches pour 2018 et divergeant plus nettement en 2019 (1,4 % pour la prévision plus basse à 2,2 % pour la plus haute) (graphique 1). En 2019, 5 instituts sur 15 prévoient une accélération de la croissance et 8 prévoient un ralentissement.

Graphique 1. Croissance du PIB en prévisions
(prévisions réalisées entre septembre et décembre 2017)

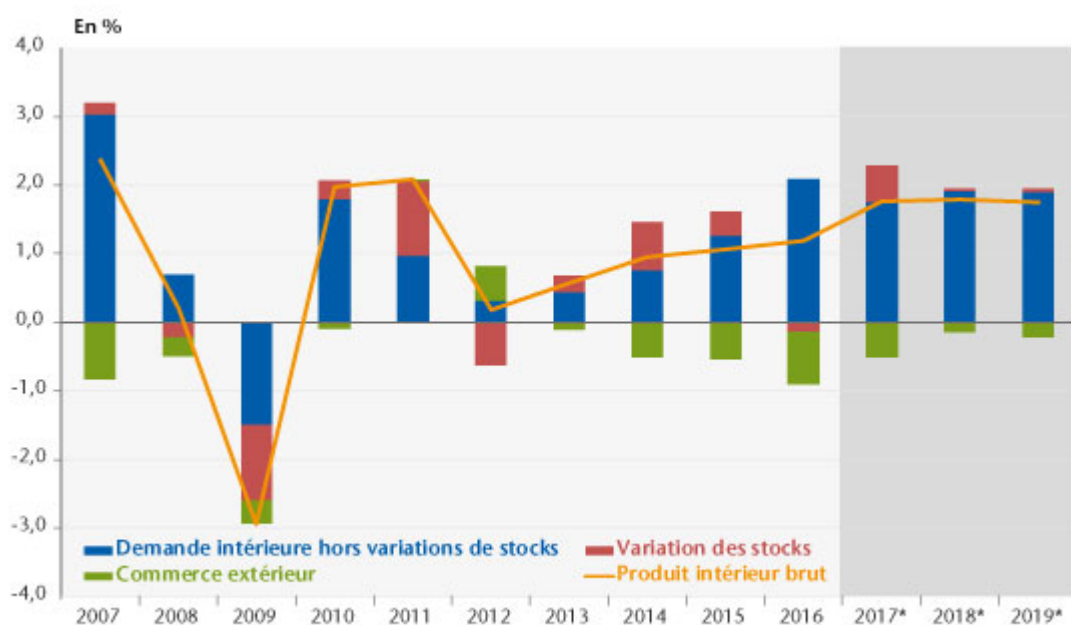


Les années avec * sont des périodes de prévisions. La ligne bleue est la moyenne des réponses fournies par les 18 instituts. La bande bleue est bornée par les écarts types. Les points rouges représentent le minimum et le maximum des prévisions.

Globalement, tous les instituts, sauf 4, prévoient un rééquilibrage des moteurs de la croissance sur la période avec un commerce extérieur moins pénalisant que par le passé et une demande intérieure toujours dynamique (graphique 2). Pour autant, le redressement du commerce extérieur fait débat face aux pertes chroniques des parts de marché enregistrées depuis le début des années 2000. Il semble en effet que l'accélération anticipée des exportations en 2018 soit davantage le fruit du rebond de la demande étrangère adressée à la France et du dégonflement des stocks accumulés en 2016 et 2017 dans certains secteurs (matériel de transport, aéronautique notamment) et destinés à être exportés, qu'à un regain de compétitivité. Pour 2019 des avis différents concernant l'impact des politiques d'offre mises en place depuis 2013 sur la compétitivité prix et hors prix des entreprises françaises. Certains instituts inscrivent une amélioration des performances à l'exportation et donc un redressement des parts de marché à l'horizon 2019, tandis que d'autres maintiennent des baisses du fait d'investissements jugés insuffisants dans les secteurs à forte valeur ajoutée,

et d'un coût du travail encore trop pénalisant pour les entreprises.

Graphique 2. Contributions à la croissance du PIB (en points de %)



Les années avec * correspondent à la moyenne des prévisions des instituts.

Un autre débat porte sur les prévisions d'emplois et de salaires et notamment sur l'impact de la baisse des emplois aidés, l'effet des politiques de baisse des coûts du travail en 2019 (transformation du CICE en baisse des cotisations sociales patronales), et la productivité (tendance et cycle). En moyenne, le taux de chômage devrait passer de 9,5 % en 2017 à 8,8 % en 2019 allant de 8,1 % pour les plus optimistes à 9,2 % pour les plus pessimistes. L'appréciation du degré de tensions sur le marché du travail et aussi l'impact sur les salaires de la décentralisation des négociations collectives mise en place en 2017 sont des éléments d'explication sur les écarts de prévisions sur les salaires. De 1,8 % en 2017, le salaire progresserait en moyenne de 1,9 % en 2018 et 2 % en 2019 (avec 1,3 % pour les plus bas et 2,6 % pour les plus élevés).

Dans ce contexte, la croissance progressera beaucoup plus vite que la croissance potentielle estimée par la plupart des instituts autour de 1,25 % (certains instituts prévoient une

accélération du fait de l'impact positif des réformes structurelles et des investissements réalisés, d'autres inscrivent une croissance potentielle plus faible). Si en 2017, l'écart de croissance – mesurant la différence entre le PIB observé et le PIB potentiel – est franchement négatif (entre -2,2 et -0,7 point de PIB potentiel), il se réduirait en 2019. Pour une majorité des instituts (parmi ceux qui nous ont fourni des données chiffrées ou des informations qualitatives), l'*output gap* se refermerait (proche de 0 ou clairement positif) et des tensions inflationnistes pourraient apparaître. Pour 4 instituts, l'*output gap* serait aux alentours de -0,7 point.

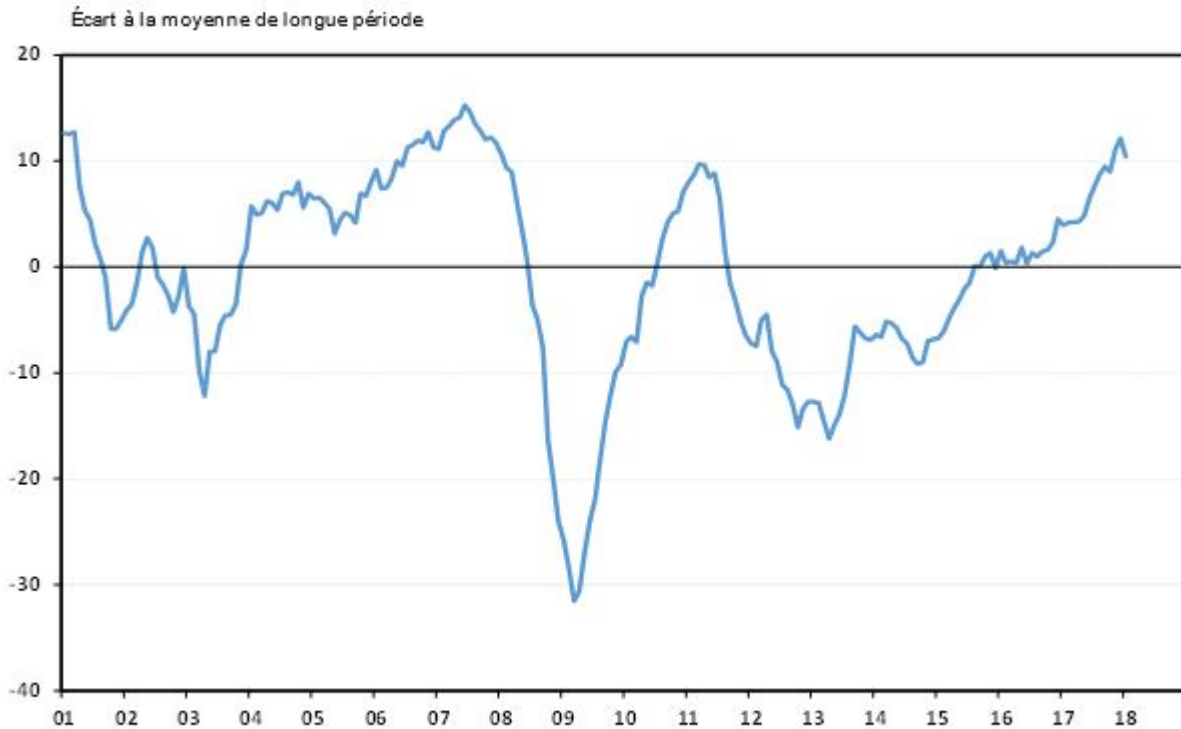
Enfin, le déficit budgétaire devrait repasser sous le seuil des 3 % du PIB dès 2017 pour la totalité des instituts. La France sortirait de la Procédure de déficit excessif en 2018. Mais malgré la vigueur de la croissance, et en l'absence d'une consolidation budgétaire plus stricte, le déficit public resterait élevé sur la période pour une majorité d'instituts.

L'indicateur avancé : la reprise sur de bons rails

par [Hervé Péléraux](#)

La publication ce jour des indicateurs de confiance dans les différentes branches confirme l'optimisme des chefs d'entreprise interrogés par l'INSEE en janvier. Quoiqu'en léger repli ce mois, le climat général des affaires reste proche de son sommet de fin 2007, au-dessus de son pic de rebond de début 2011.

Climat des affaires en France



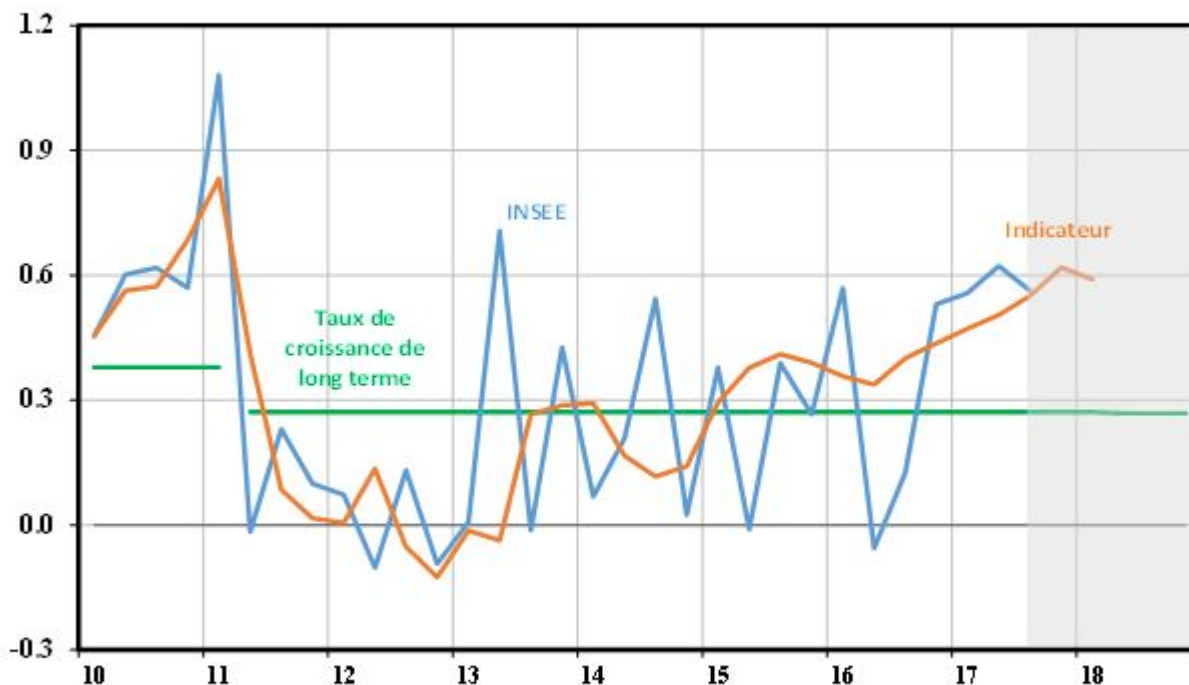
Source : INSEE

À partir de cette information qualitative, l'indicateur avancé anticipe une croissance de +0,6 % successivement au quatrième trimestre 2017 et au premier trimestre 2018. Si ces prévisions se réalisaient, l'économie française aurait alors aligné 6 trimestres consécutifs de croissance supérieure à +0,5 % depuis la fin 2016. Selon l'indicateur, la croissance sur l'ensemble de l'année 2017 atteindrait +1,9 % et l'année 2018 démarrerait avec un acquis de croissance de +1,5 %. Notons cependant qu'une inconnue subsiste au premier trimestre 2018 avec un alourdissement transitoire des prélèvements liés à la bascule cotisations sociales / CSG et à la hausse de la fiscalité écologique et du tabac, alors que les mesures de soutien au pouvoir d'achat joueront plutôt dans la seconde moitié de l'année. Ces facteurs, auxquels on peut ajouter les conditions climatiques exceptionnelles de l'hiver 2017/2018 avec des températures clémentes qui limitent les dépenses en chauffage, pourraient donner à l'activité un profil trimestriel un peu plus heurté que celui déduit des enquêtes

de conjoncture qui décrivent plutôt une trajectoire sous-jacente comme ce fut le cas ces dernières années.

Le taux de croissance du PIB observé et ajusté

En %, t/t-1, aux prix de l'année précédente, base 2010



Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE

Tableau - Le taux de croissance du PIB observé, ajusté et prévu

En %, t/t-1, prix chaînés, base 2010	2016	2017				2018
	T4	T1	T2	T3	T4	T1
INSEE (Comptes nationaux)	+0,5	+0,6	+0,6	+0,6	-	-
Indicateur OFCE	+0,4	+0,5	+0,5	+0,6	+0,6	+0,6

Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE

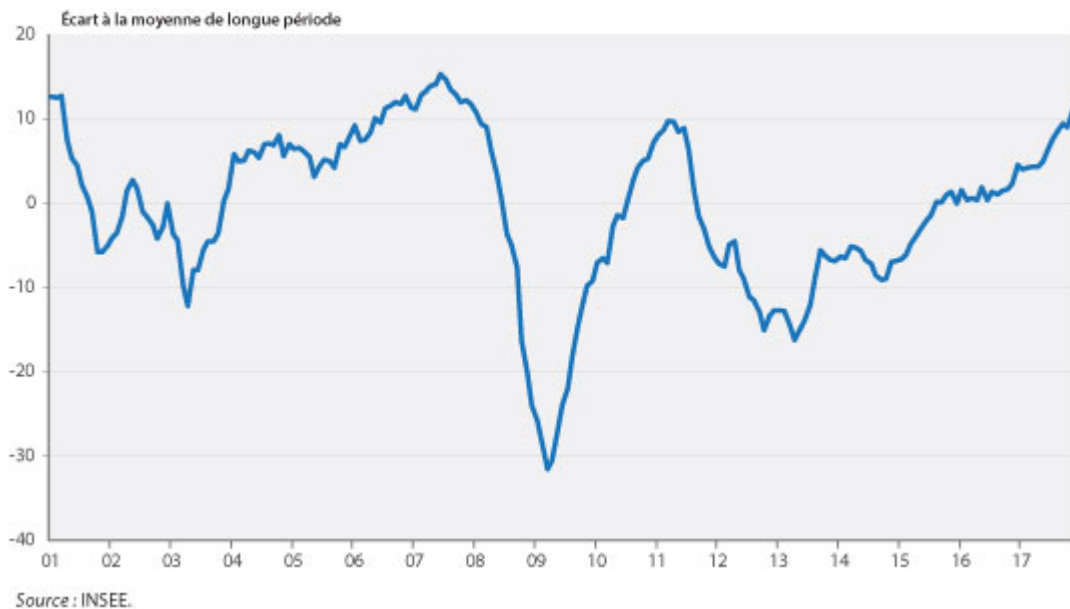
L'indicateur avancé :

croissance du PIB de 0,6 % au tournant de 2017 et de 2018

par [Hervé Péléraux](#)

La publication ce jour des indicateurs de confiance dans les différentes branches confirme l'optimisme des chefs d'entreprises interrogés par l'INSEE en décembre. Le climat général des affaires a rejoint son niveau de fin 2007, dépassant son pic de rebond de début 2011.

Graphique 1. Climat des affaires en France



À partir de cette information qualitative, l'indicateur avancé anticipe une croissance de 0,6 % successivement au quatrième trimestre 2017 et au premier trimestre 2018, proche des prévisions de l'INSEE publiées le 19 décembre dernier. Selon l'indicateur, la croissance sur l'ensemble de l'année 2017 atteindrait 1,9 % et l'acquis de croissance pour l'année prochaine serait de 1,5 %. Notons cependant qu'une inconnue subsiste sur le premier trimestre 2018 avec un alourdissement transitoire de la fiscalité lié à la bascule cotisations sociales / CSG et à la hausse du tabac quand les mesures de soutien au pouvoir d'achat joueront plutôt dans la seconde moitié de l'année. Ces facteurs pourraient donner à l'activité

un profil trimestriel un peu plus heurté que celui déduit des enquêtes de conjoncture qui décrivent plutôt une trajectoire sous-jacente, comme ce fut le cas ces dernières années.

Graphique 2. Le taux de croissance du PIB observé et ajusté

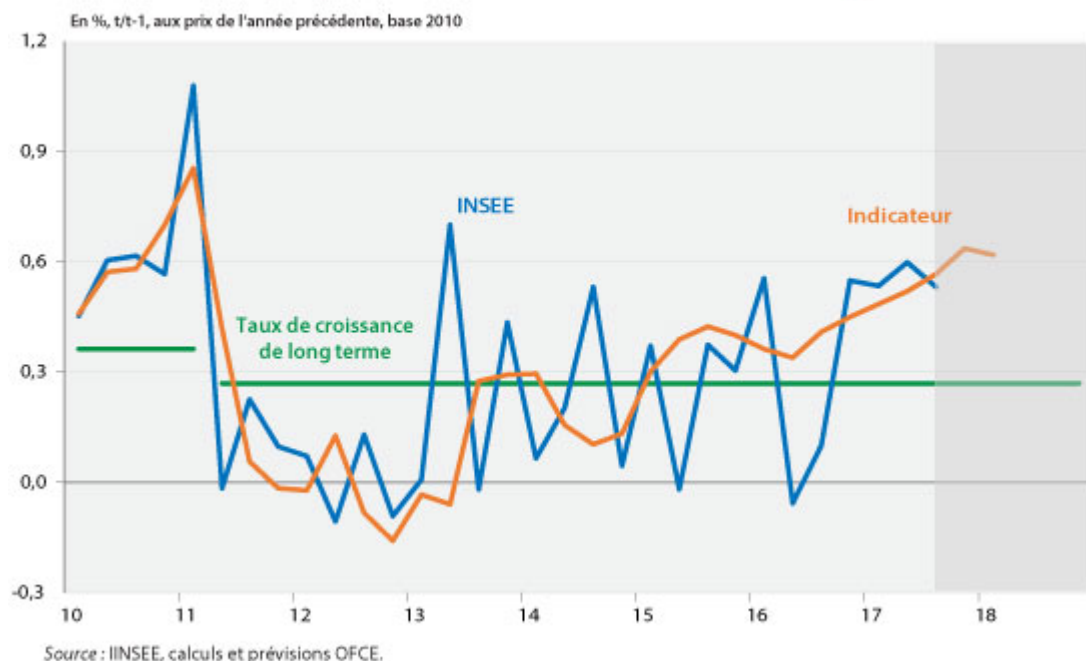


Tableau - Le taux de croissance du PIB observé, ajusté et prévu

En %, t/t-1, prix chaînés, base 2010	2016	2017				2018
	T4	T1	T2	T3	T4	T1
INSEE (Comptes nationaux)	+0,6	+0,5	+0,6	+0,5	+0,6*	+0,5*
Indicateur OFCE	+0,5	+0,5	+0,5	+0,6	+0,6**	+0,6**

* : prévision INSEE 19/12/2017
 ** : prévision OFCE 21/12/2017]

Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE

Italie : l'horizon semble

s'éclaircir

Par [Céline Antonin](#)

Avec une progression de 0,4 % au troisième trimestre 2017 (**tableau infra**), la croissance italienne semble avoir retrouvé des couleurs et profite de la reprise généralisée en zone euro. L'amélioration de la croissance est liée à plusieurs facteurs : d'abord, la poursuite de la fermeture de l'écart de production (*output gap*) 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 portée par la croissance de l'emploi et la hausse des salaires expliquent cette bonne performance. Par ailleurs, l'emploi progresse, sous l'effet de la baisse de cotisations sociales amorcée en 2015 et d'une amélioration de la croissance en 2016 et 2017.

Malgré cette embellie, l'Italie reste le malade de la zone euro : le PIB en volume y est toujours inférieur de plus de 6 % à son niveau d'avant-crise, et la reprise y est moins soutenue que chez ses partenaires de la zone euro. Par ailleurs, la dette publique, supérieure à 130 %, n'a pas encore amorcé sa décrue, la croissance potentielle reste atone (0,4 % en 2017), et le secteur bancaire demeure fragile, comme en témoignent les récentes recapitalisations bancaires, notamment le sauvetage de la banque Monte dei Paschi di Siena (voir *infra*).

En 2018-2019, la croissance devrait rester au-dessus du potentiel mais décélérer. En effet, la politique budgétaire serait neutre et la croissance, essentiellement tirée par la demande interne. La baisse du chômage sera lente, avec l'arrivée à terme des dispositifs de soutien à l'emploi en 2017 et le retour de la productivité sur sa tendance [\[1\]](#) à l'horizon de la prévision (voir [OFCE, La nouvelle grande](#)

[modération, p. 71](#)). Par ailleurs, le secteur bancaire poursuivra sa longue et difficile restructuration, ce qui pèsera sur l'octroi de crédit bancaire.

Au troisième trimestre 2017, la contribution de la demande intérieure à la croissance (consommation et investissement) a atteint 0,8 point, mais le déstockage massif a atténué cet effet sur la croissance (-0,6 point). La FBCF a bondi de 3 % au troisième trimestre 2017, retrouvant son niveau de 2012, grâce à une forte progression du secteur productif (machines, équipement et transport). Autre pilier de la demande intérieure, la consommation privée a crû, en moyenne, de 0,4 % par trimestre entre le premier trimestre 2015 et le troisième trimestre 2017, grâce à la baisse du chômage et à la baisse de l'épargne de précaution. Les conditions de crédit se sont légèrement améliorées grâce à la politique d'assouplissement quantitatif menée par la BCE, même si le canal de transmission de la politique monétaire pâtit des difficultés auxquelles le secteur bancaire est actuellement confronté.

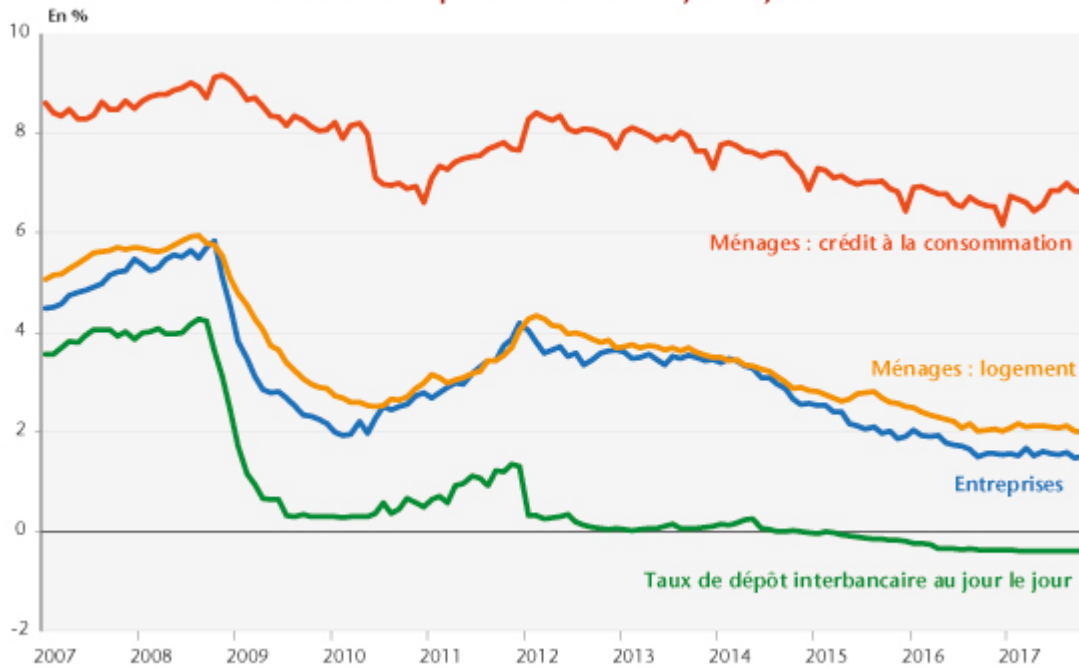
Le nombre de personnes en emploi est passé à 23 millions au deuxième trimestre 2017, retrouvant le niveau d'avant-crise, tandis que le taux de chômage recule lentement, en raison de l'augmentation soutenue de la population active^[2]. Il y a eu indéniablement des créations d'emplois entre 2014 et 2017 (environ 700 000 emplois créés, dont 450 000 en CDI), essentiellement liées aux baisses de charges sur les nouvelles embauches en 2015 et 2016, et à la reprise de la croissance. D'ailleurs, d'après les chiffres de l'INPS, les nouvelles embauches en CDI (entre janvier-septembre 2016 et janvier-septembre 2017) ont diminué (-3,1 %), de même que les transformations de CDD en CDI (-10,2 %), alors que les nouvelles embauches en CDD ont explosé (+27,3 %) : cela montre que ce sont surtout les contrats précaires qui contribuent actuellement à la croissance de l'emploi. A partir de 2018, on s'attend à une baisse du rythme de création d'emplois en raison de la fin des mesures d'exonération de cotisations

patronales (qui ont représenté un total de 3 milliards d'euros), et du ralentissement de la croissance économique. En prévision, on inscrit une baisse très lente du chômage : l'emploi devrait progresser moins vite en 2018 et 2019, mais la croissance de la population active ralentirait également, en raison d'un effet de flexion lié à l'essoufflement des créations d'emploi et au départ à la retraite des générations issues du *baby boom*.

Le cycle de productivité italien demeure très dégradé, malgré la révision à la baisse de la tendance de productivité (-1,0 % pour la période 2015-2019). Les mesures de baisse des cotisations sociales sur la période 2015-2016 auraient permis l'enrichissement de la croissance en emplois, à hauteur de 27 000 emplois par trimestre (en extrapolant les estimations de [Sestito et Viviano, Banque d'Italie](#)). Nous avons fait l'hypothèse d'une fermeture du cycle de productivité à l'horizon de la prévision, avec une accélération de la productivité en 2018 et 2019[3].

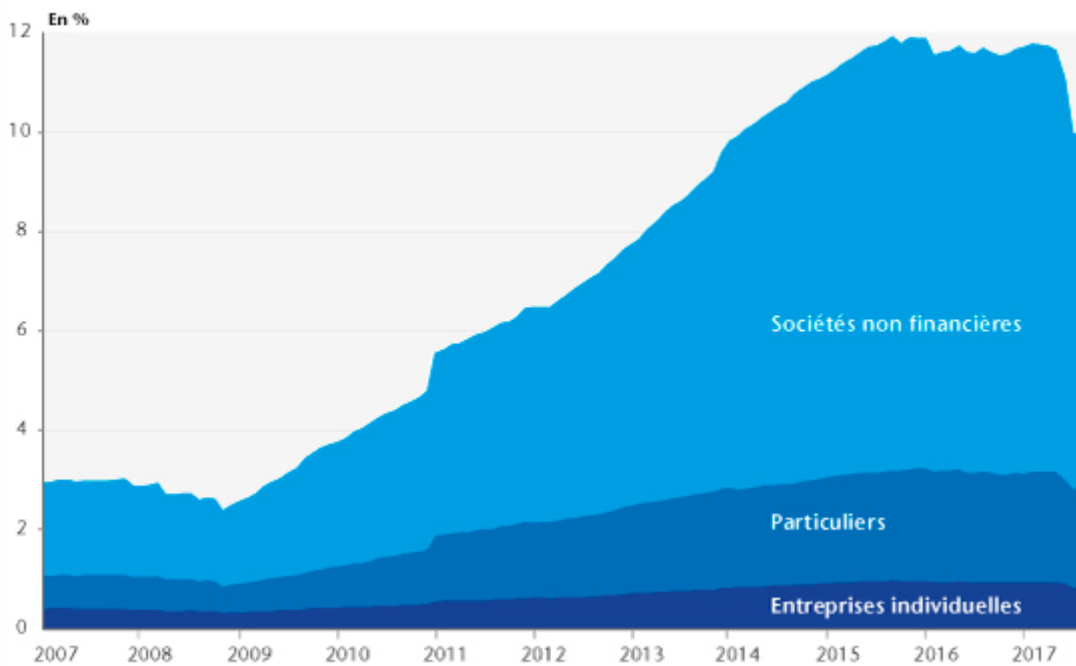
Par ailleurs, le taux d'investissement productif s'est fortement redressé au troisième trimestre 2017 : il devrait rester dynamique en 2018 et 2019, notamment grâce au suramortissement accéléré, au programme d'assouplissement quantitatif de la BCE et à l'apurement de la situation des banques qui permet une meilleure transmission de la politique monétaire (**graphique 1**). Par ailleurs, le montant des prêts irrécouvrables (*sofferenze*) a amorcé une forte baisse de 30 milliards d'euros entre janvier et octobre, soit deux points de PIB (**graphique 2**). 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 1. Taux d'intérêt sur les nouveaux prêts aux ménages et aux entreprises, et taux de dépôt interbancaire au jour le jour



Source : Banque d'Italie.

Graphique 2. Part des prêts irrécouvrables (sofferenze) dans le PIB



Sources : Istat ; Banque d'Italie.

En 2017, c'est la demande interne qui tire la croissance ; la contribution du commerce extérieur a été nulle en raison du dynamisme des importations et de l'absence d'amélioration de la compétitivité prix. Nous anticipons une contribution nulle du commerce extérieur pour 2018, légèrement positive en 2019 grâce à une amélioration de la compétitivité (tableau).

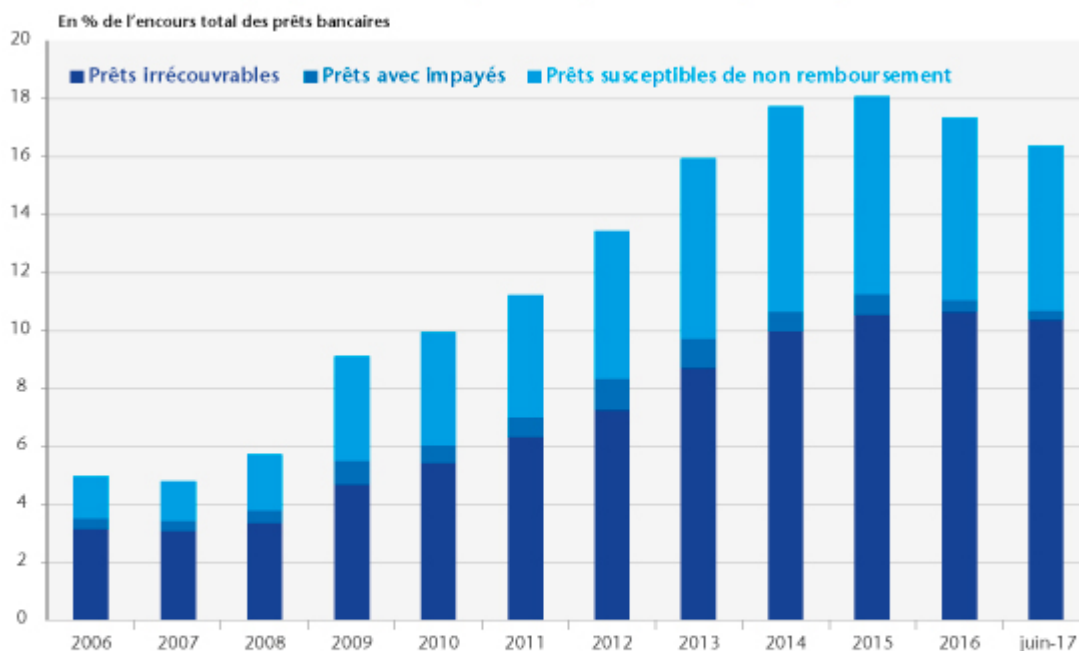
Soutien de la croissance, la politique budgétaire a été expansionniste en 2017, avec une impulsion de +0,3 point. Elle a bénéficié essentiellement aux entreprises : soutien au monde agricole, suramortissement, réduction du taux d'imposition sur les sociétés (IRES) de 27,5 à 24% en 2017, renforcement du crédit impôt recherche, ... En 2018, il ne devrait pas y avoir d'augmentation notable de la fiscalité, et les dépenses devraient peu augmenter (0,3 %). Les dépenses publiques supplémentaires atteindraient 3,8 milliards d'euros : bonus jeunes (mesures pour l'emploi des jeunes), prolongation du suramortissement dans l'industrie, renouvellement des contrats dans la fonction publique ou encore lutte contre la pauvreté. Côté recettes, le gouvernement a exclu une hausse de TVA qui rapporterait 15,7 milliards d'euros ; l'ajustement viendra donc d'une moindre réduction du déficit, et de la hausse des recettes (5 milliards d'euros prévus). Pour augmenter les recettes, le gouvernement compte notamment sur la lutte contre l'évasion fiscale (rapatriement, recouvrement de la TVA avec facturation électronique), et sur la mise en place d'une *web tax* sur grandes entreprises du Net.

Un secteur bancaire en pleine convalescence

La dégradation de la situation des entreprises, en particulier des petites et moyennes entreprises, a conduit depuis 2009, à une forte augmentation des prêts non performants. Depuis 2016, la situation du secteur bancaire italien s'est quelque peu améliorée, avec une rentabilité (*return on equity*) de 9,3 % en juin 2017 contre 1,5 % en septembre 2016. La rentabilité est supérieure à la moyenne européenne (7 % en juin 2017) et place le pays devant l'Allemagne (3,0 %) et la France (7,2%). Par ailleurs, fin juin 2017, le ratio des créances douteuses rapporté au total des prêts atteint 16,4 % (8,4 % net des provisions), dont 10,4 % pour les prêts irrécouvrables (**graphique 3**). Les banques se délestent à une vitesse croissante de ces derniers, auprès d'acteurs variés (fonds spéculatifs anglo-saxons, doBank, fonds Atlante et Atlante 2,

...). Ainsi, entre 2013 et 2016, la part des prêts irrécouvrables qui étaient honorés dans l'année est passée de 6 à 9 %. Globalement, le montant des créances douteuses a baissé de 25 milliards d'euros entre 2016 et juin 2017 pour atteindre 324 milliards d'euros, dont 9 milliards proviennent de la liquidation des banques vénitiennes (*Banca Popolare di Vicenza* et *Veneto banca*). Cette amélioration montre l'adoption croissante par les banques de politiques de management actif des créances douteuses. En outre, la réforme de 2015 sur la saisie des biens a permis une réduction de la durée des procédures.

Graphique 3. Part des prêts non performants par catégorie



Note : Les créances douteuses (non performing loans) peuvent être décomposées en trois catégories (exclusives l'une de l'autre) :
 - Les prêts irrécouvrables qui désignent les expositions à un emprunteur en situation d'insolvabilité ;
 - Les prêts susceptibles de non remboursement, qui désignent les expositions à un emprunteur qui a peu de chances de rembourser intégralement à moins d'une action comme la réalisation de garanties ;
 - Les prêts avec impayés qui désignent toute exposition où le retard de paiement excède 90 jours.

Sources : Banque d'Italie, Financial stability reports.

Pour faire face aux difficultés du secteur bancaire italien, le gouvernement a mis en œuvre différentes réformes. Tout d'abord, il s'est attelé à accélérer l'apurement des créances douteuses et à réformer le droit des faillites. Le décret-loi 119/2016 introduit le « *pacte martial* » (« *patto marciano* »), permettant de transférer au créancier un bien immobilier en garantie (autre que la résidence principale du débiteur) ; ce dernier pourra être vendu par le créancier si le défaut dure

plus de 6 mois. D'autres règles visent à accélérer les procédures : l'utilisation des technologies numériques pour l'audition des parties, l'établissement d'un registre numérique des procédures de faillites en cours, la réduction des délais d'opposition lors d'une procédure, l'obligation pour le juge d'ordonner un paiement provisoire pour des montants non contestés, la simplification du transfert de propriété, etc.

Par ailleurs, le gouvernement a instauré, en avril 2016, un système de garantie publique (*GACS, Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze*) couvrant les créances douteuses, pour une durée de 18 mois (extensible 18 mois supplémentaires). Pour bénéficier de cette garantie, la créance douteuse doit être titrisée et rachetée par un véhicule de titrisation ; ce dernier émet alors un titre adossé à la créance (« *asset backed security* »), dont la tranche senior est garantie par le Trésor italien.

En avril 2016 a également été mis en place le fonds d'investissement « *Atlante* », reposant sur des capitaux publics et privés, afin de recapitaliser les banques italiennes en difficulté et de racheter les créances douteuses.

Principal facteur d'inquiétude depuis 2016, le cas de la banque *Monte dei Paschi di Siena (MPS)*, cinquième banque du pays) est riche d'enseignements. L'Etat a dû intervenir, en urgence, à la suite de l'échec du plan de recapitalisation privé fin 2016, en introduisant un dispositif de soutien financier public pour les banques en difficulté, en accord avec la Commission européenne et la BCE. Le proposition du gouvernement « *Salva Risparmio* »[\[4\]](#) du 23 décembre 2016, convertie en loi le 16 février 2017, a répondu à cet objectif. La recapitalisation de précaution de MPS a été approuvé par la Commission le 4 juillet 2017[\[5\]](#), pour un montant de 8,1 milliards d'euros. L'Etat italien a augmenté sa participation au capital de la banque à hauteur de 3,9 milliards

d'euros d'une part, d'autre part 4,5 milliards d'obligations subordonnées de la banque ont été converties en actions. L'Etat devrait par ailleurs racheter 1,5 Md d'euros d'actions issues de la conversion forcée des obligations détenues par les particuliers (soit au total 5,4 milliards d'euros injectés par l'Etat, et une participation de 70 % au capital de MPS). Par ailleurs, MPS va céder 26,1 Mds d'euros de créances douteuses à un véhicule spécial de titrisation, et la banque sera restructurée.

Par ailleurs, les banques vénitiennes *Banca Popolare di Vicenza* et *Veneto banca* (15^e et 16^e banques du pays en termes de fonds propres) ont été mises en liquidation le 25 juin 2017, selon une procédure d'insolvabilité « nationale », en dehors du cadre prévu par la directive européenne BRRD [\[6\]](#). La banque *Intesa Sanpaolo* a été sélectionnée pour reprendre, pour un euro symbolique, les actifs et passifs des deux banques, à l'exception de leurs créances douteuses et de leurs passifs subordonnés. L'Etat italien interviendra au capital d'*Intesa Sanpaolo* à hauteur de 4,8 milliards d'euros afin de maintenir ses ratios prudentiels inchangés et pourrait accorder jusqu'à 12 milliards d'euros de garanties publiques.

Ainsi, le secteur bancaire italien est en pleine recomposition et le processus d'apurement des créances douteuses est en cours. Cela étant, ce processus devrait prendre du temps ; or la BCE semble vouloir durcir les règles. Début octobre 2017, la BCE a dévoilé des propositions demandant aux banques de couvrir intégralement la portion non garantie des créances douteuses au bout de deux ans au plus tard, tandis que la portion sécurisée de ces créances devrait être couverte au bout de sept ans au plus tard. Ces propositions ne s'appliqueraient qu'aux nouvelles créances douteuses. Le parlement italien et le gouvernement italien ont réagi à ces annonces, mettant en garde contre le risque d'une crise du crédit. Même si, pour l'heure, il ne s'agit que de propositions, cela montre que l'apurement rapide des créances

douteuses en Italie doit être une priorité, et que le gouvernement doit garder ce cap.

Tableau. Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2017				2018				2016	2017	2018	2019
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,5	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	1,1	1,5	1,2	0,9
PIB par habitant	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	1,0	1,2	0,9	0,7
Consommation des ménages	0,7	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,5	1,5	1,2	1,0
Consommation publique	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,8	0,1	-0,2
FBCF totale dont :	-2,2	1,1	3,0	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	3,0	3,2	3,0	1,3
productive	-7,2	3,6	8,2	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	7,1	6,6	6,4	1,3
logement	0,7	-0,3	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	2,8	1,8	0,7	0,6
Exportations de biens et services	1,8	0,1	1,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	2,6	5,1	2,9	2,3
Importations de biens et services	0,7	1,6	1,2	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	3,3	5,4	2,8	2,0
Contributions :												
Demande intérieure hors stocks	0,1	0,4	0,7	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	1,5	1,6	1,3	0,8
Variations de stocks	0,1	0,4	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,1	-0,2	0,0
Commerce extérieur	0,3	-0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,1
Prix à la consommation (IPCH) ¹	1,4	1,6	1,2	1,2	0,8	0,8	0,8	0,9	-0,1	1,0	0,5	1,0
Taux de chômage	11,6	11,2	11,2	11,1	11,0	10,9	10,9	10,8	11,7	11,3	10,9	10,8
Solde courant, en % de PIB									2,7	2,6	2,6	2,5
Solde public, en % de PIB									-2,5	-2,0	-1,5	-1,2
Dette publique, en % du PIB									132,8	132,3	131,1	129,9
Impulsion budgétaire, en points de PIB									0,3	0,3	0,1	0,1
PIB zone euro	0,6	0,7	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,8	2,4	1,9	1,6

¹, Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Sources : ISTAT, calculs de l'auteur, prévision OFCE octobre 2017.

[1] Estimée selon un modèle avec ruptures de tendance, nous estimons la tendance de productivité à -1,0 % pour la période 2015-2019, en raison de l'enrichissement de la croissance en emplois.

[2] Cette hausse de la population active s'explique par un taux de participation des seniors (55-64 ans) en hausse, lié au recul de l'âge minimal de départ à la retraite. Il est également dû à une participation accrue des femmes au marché du travail, sous l'effet du Jobs Act (extension du congé de maternité, télétravail, mesures financières pour concilier vie professionnelle et familiale, budget de 100 millions d'euros

pour la création de services de garde d'enfants, ...).

[3] La croissance de la productivité par tête dans l'emploi salarié marchand passerait de -0,7 % en 2017 à 0,3 % en 2018 et 0,6 % en 2019.

[4] Le décret-loi « *Salva Risparmio* » prévoit la création d'un fonds doté de 20 milliards d'euros pour soutenir le secteur bancaire. Il permet les recapitalisations de précaution de banques par l'Etat, fournit des garanties sur les nouvelles émissions de dette bancaire et permet d'obtenir des liquidités de la banque centrale dans le cadre de l'ELA (*Emergency Liquidity Assistance*). Il protège également les épargnants en prévoyant la possibilité du rachat par l'Etat des obligations subordonnées converties en actions préalablement à l'intervention publique.

[5] Parlement européen, [The precautionary precaution of Monte dei Paschi di Siena](#)

[6] Pour davantage de détails, on pourra se reporter à la note de Thomas Humblot, [Italie : liquidation de Veneto Banca et de Banca Popolare di Vicenza](#), juillet 2017

Une nouvelle Grande Modération ?

Département analyse et prévision

Ce texte s'appuie sur les perspectives 2017-2019 pour l'économie mondiale et la zone euro dont une version complète est disponible [ici](#).

Dix ans après l'éclatement de la crise financière, pendant

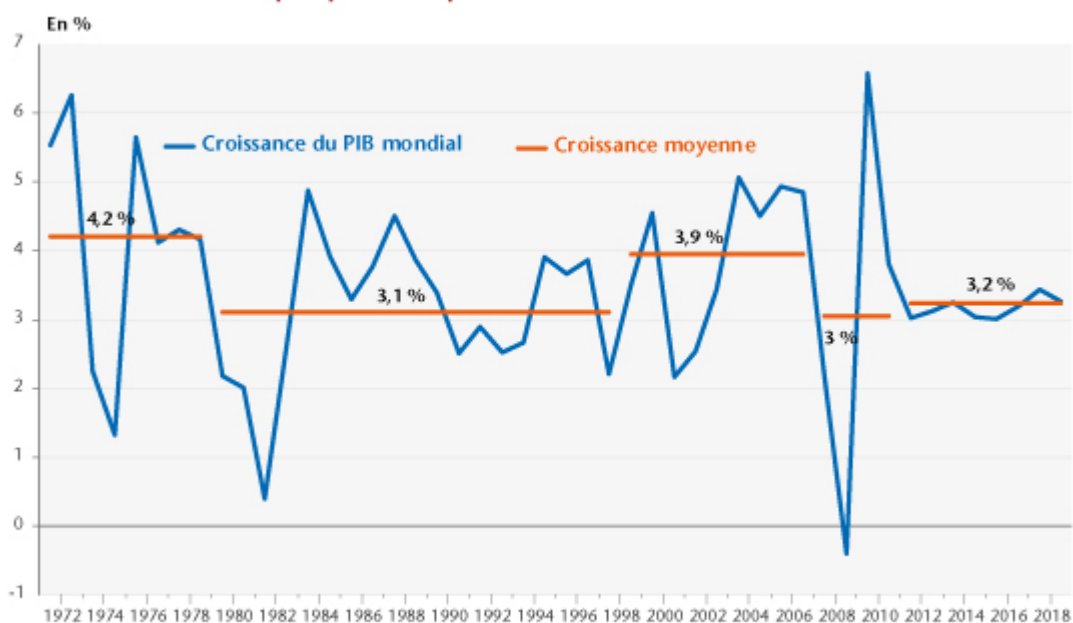
l'été 2007, l'économie mondiale semble enfin s'engager sur une trajectoire de croissance plus solide et commune aux pays industrialisés comme à la plupart des pays émergents. Les chiffres du premier semestre 2017 indiquent en effet une accélération de la croissance mondiale, ce qui devrait se traduire par une hausse du PIB de 3,3 % sur l'ensemble de l'année, en hausse de 0,3 point par rapport à l'année précédente. Certes, quelques incertitudes demeurent, sur l'issue du Brexit ou encore la capacité des autorités chinoises à maîtriser le ralentissement de leur économie mais il s'agit d'une forme d'incertitude irréductible et caractéristique du système économique, soumis à des chocs politiques, technologiques, économiques et financiers^[1]. Au-delà de ces risques, qu'il ne faut pas sous-estimer, se pose la question de la capacité des économies à réduire les déséquilibres hérités de la crise. Si la croissance actuelle permet de réduire le taux de chômage ou d'améliorer le taux d'emploi, encore faut-il que ce régime soit durable pour retrouver le plein-emploi, réduire les inégalités, favoriser la réduction de la dette.

A cet égard, tous les doutes ne sont pas levés par l'embellie en cours de la situation économique mondiale. Premièrement, les performances de croissance restent modérées au regard de la récession passée et des précédents épisodes de reprise. Depuis 2012, la croissance moyenne de l'économie mondiale s'établit à 3,2 %, soit un niveau inférieur à celui observé dans les années 2000 (graphique). Le sentier de croissance semble plus proche de celui observé dans les années 1980 et 1990. Cette période qualifiée de Grande modération était caractérisée par une moindre volatilité macroéconomique et par un mouvement de désinflation, d'abord dans les pays avancés, puis dans les pays émergents. Ce deuxième élément est aussi un point important de la situation économique mondiale aujourd'hui. En effet, l'accélération de la croissance ne se traduit pas par un regain d'inflation. Cette inflation basse reflète la persistance d'un sous-emploi sur le marché du

travail qui freine la croissance des salaires. Elle illustre également les difficultés des banques centrales à (ré-)ancrer les anticipations d'inflation sur leur cible.

Enfin, se pose la question du potentiel de croissance. Malgré les nombreuses incertitudes sur la mesure du potentiel de croissance, de nombreuses estimations convergent pour indiquer une croissance de long terme plus faible principalement du fait d'un ralentissement de la productivité tendancielle. Soulignons néanmoins que les méthodes utilisées pour déterminer ce sentier de croissance conduisent parfois à prolonger les tendances récentes et peuvent dès lors devenir auto-réalisatrices si elles conduisent les agents privés et publics à réduire leurs dépenses par anticipation de ce ralentissement de la croissance. Inversement, accroître la croissance future suppose des investissements privés et publics. Les politiques économiques doivent donc continuer à jouer un rôle moteur pour accompagner la reprise et créer les conditions de la croissance future.

Graphique. La reprise de l'économie mondiale



Sources : Comptes nationaux, prévision OFCE, octobre 2017.

[1] Voir OFCE (2017) : [La routine de l'incertitude](#).

Croissance et inégalités dans l'Union européenne

par [Catherine Mathieu](#) et [Henri Sterdyniak](#)

« Croissance et inégalités : défis pour les économies de l'Union européenne » : tel était le thème du 14^e Colloque EUROFRAME sur les questions de politique économique dans l'Union européenne, qui s'est tenu le 9 juin 2017 à Berlin. [EUROFRAME](#) est un réseau d'instituts économiques européens qui regroupe : DIW et IFW (Allemagne), WIFO (Autriche), ETLA (Finlande), OFCE (France), ESRI (Irlande), PROMETEIA (Italie), CPB (Pays-Bas), CASE (Pologne) et NIESR (Royaume-Uni). Depuis 2004, EUROFRAME organise chaque année un colloque sur un sujet important pour les économies européennes.

Cette année, 27 contributions de chercheurs, retenues par un comité scientifique, ont été présentées au colloque dont la plupart sont disponibles sur la [page web](#) de la conférence. Ce texte fournit un résumé des travaux présentés et discutés lors du colloque.

Ainsi que l'a souligné Marcel Fratzcher, Président du DIW, dans son allocution d'ouverture, la montée des inégalités depuis quelque 30 années, a fait que les inégalités qui étaient auparavant un sujet réservé aux chercheurs spécialisés en politique sociale sont maintenant devenus des sujets d'étude pour de nombreux économistes. Se posent plusieurs questions : pourquoi cette hausse des inégalités ? La hausse des inégalités dans chaque pays est-elle une conséquence obligée de la diminution des inégalités entre pays, que ce soit en Europe ou au niveau mondial ? Quelles sont les conséquences macroéconomiques de cette hausse ? Quelles

politiques économiques pour l'éviter ?

Inégalités de revenus : les faits. Mark Dabrowski (CASE, Varsovie) : *"Is there a trade-off between global and national inequality ?"*, souligne que la croissance des inégalités à l'intérieur de chaque pays (en particulier aux Etats-Unis et en Chine) va de pair avec la diminution des inégalités entre pays, les deux étant favorisés par la mondialisation commerciale et financière. Toutefois, certains pays avancés ont réussi à stopper la croissance des inégalités internes, ce qui montre que les politiques nationales continuent à avoir de l'importance.

Oliver Denk (OCDE) : *"Who are the Top 1 Percent Earners in Europe ?"* analyse la structure de la couche des 1% de salariés ayant les plus hauts salaires dans les pays de l'UE. Ceux-ci représentent de 9% de la masse salariale au Royaume-Uni à 3,8% en Finlande (4,7% en France). Statistiquement, ils sont plus âgés que l'ensemble des salariés (ceci étant moins net dans les pays de l'Est), plus masculins (ceci étant moins net dans les pays nordiques), plus diplômés. Ils sont plus nombreux dans la finance, la communication, les services aux entreprises.

Tim Callan, Karina Doorley et Michael Savage (ESRI Dublin) : *"Inequality in EU crisis countries: Identifying the impacts of automatic stabilisers and discretionary policy"*, analysent la croissance des inégalités de revenus dans les pays qui ont le plus souffert de la crise (Espagne, Grèce, Irlande, Portugal, Chypre). Dans ces cinq pays, les inégalités de revenus primaires ont augmenté en raison de la crise, mais le jeu des transferts fiscaux et sociaux automatiques a fait que les inégalités de revenu disponible sont restées stables en Irlande et au Portugal et (à un moindre degré) en Grèce.

Carlos Vacas-Soriano et Enrique Fernández-Macías (Eurofound) : *"Inequalities and employment patterns in Europe before and after the Great Recession"*, montrent que les inégalités de

revenus diminuaient globalement dans l'UE avant 2008 puisque les nouveaux entrants rattrapaient les anciens membres. Depuis 2008, la Grande Récession a creusé les inégalités entre pays et à l'intérieur de nombreux pays. La croissance des inégalités internes provient surtout de la hausse du chômage ; elle frappe des pays traditionnellement égalitaristes (Allemagne, Suède, Danemark) ; elle est atténuée par la solidarité familiale et la protection sociale, dont les rôles sont cependant remis en cause.

Modélisation de la relation croissance/inégalité. Alberto Cardaci (Universita Cattolica del Sacro Cuore Milan) et Francesco Saraceno (OFCE, Paris) : *"Inequality and Imbalances: an open-economy agent-based model"*, présentent un modèle à deux pays. Dans l'un, la recherche d'excédents extérieurs induit une pression sur les salaires et une dépression de la demande intérieure compensée par des gains à l'exportation. Dans l'autre, la croissance des inégalités induit une tendance à la baisse de la consommation compensée par le développement du crédit. Il en résulte une crise endogène de la dette quand la dette des ménages du deuxième pays atteint une valeur limite.

Alain Desdoigts (IEDES, Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne), et Fernando Jaramillo, (Universidad del Rosario, Bogota) *"Learning by doing, inequality, and sustained growth: A middle-class perspective"*, présentent un modèle où les innovations ne peuvent être appliquées dans la production que dans les secteurs d'une taille suffisante, et donc ceux qui produisent les biens achetés par la classe moyenne (et ni dans les secteurs de biens de luxe, ni dans les secteurs de biens de bas de gamme). La croissance est donc d'autant plus forte que la classe moyenne est développée. La redistribution est favorable à la croissance si elle se fait des riches vers la classe moyenne, défavorable si elle va de la classe moyenne aux pauvres.

Inégalité, financiarisation, politique monétaire. L'article de

Dirk Bezemer et Anna Samarina (Université de Groningen) : *“Debt shift, financial development and income inequality in Europe”*, distingue deux types de crédit bancaire, celui qui finance les activités financières et l’immobilier et celui qui finance les entreprises non-financières et la consommation. Il explique la croissance des inégalités dans les pays développés par la place croissante du crédit finançant la finance au détriment de celui qui finance la production.

L’article de Mathias Klein (DIW Berlin) et Roland Winkler (TU Dortmund University) : *“Austerity, inequality, and private debt overhang”*, soutient que les politiques budgétaires restrictives ont peu d’impact sur l’activité et l’emploi quand les dettes privées sont faibles (car l’effet Barro joue à plein) ; elles ont un effet restrictif sur l’activité et augmentent les inégalités de revenus quand les dettes privées sont fortes. De sorte qu’il faudrait ne pratiquer l’austérité budgétaire qu’une fois que l’endettement privé a été réduit.

Davide Furceri, Prakash Loungani et Aleksandra Zdzienicka (FMI) : *“The effect of monetary policy shocks on inequality,”* rappellent que l’impact de la politique monétaire sur les inégalités de revenus est ambigu. Une politique expansionniste peut faire baisser le chômage et réduire les taux d’intérêt (ce qui réduit les inégalités) ; elle peut aussi induire de l’inflation et faire augmenter le prix des actifs (ce qui augmente les inégalités). Empiriquement, il apparaît qu’une politique restrictive augmente les inégalités de revenu, sauf si elle est provoquée par une croissance plus forte.

Inégalités et politique sociale. Alexei Kireyev et Jingyang Chen (FMI) « *Inclusive growth framework* », plaident pour des indicateurs de croissance incluant l’évolution de la pauvreté et des inégalités de revenu et de consommation.

Dorothee Ihle (University of Muenster) : « *Treatment effects of Riester participation along the wealth distribution: An instrumental quantile regression analysis* », analyse l’impact

des plans de pensions Riester sur le patrimoine des ménages allemands. Ceux-ci augmentent significativement le patrimoine des ménages participants au bas de la distribution des revenus, mais ils sont relativement peu nombreux, tandis qu'ils ont surtout des effets de redistribution du patrimoine pour les ménages des classes moyennes.

Inégalité, pauvreté et mobilité. Katharina Weddige-Haaf (Utrecht University) et Clemens Kool (CPB and Utrecht University) : “ *The impact of fiscal policy and internal migration on regional growth and convergence in Germany*”, analysent les facteurs de convergence du revenu par habitant entre les anciens et nouveau *Länder* allemands. La convergence a été impulsée par les migrations internes, les subventions à l'investissement et les fonds structurels, mais les transferts fiscaux en général n'ont pas eu d'effet. La crise de 2008 a favorisé la convergence en affectant surtout les régions les plus riches.

Elizabeth Jane Casabianca et Elena Giarda (Prometeia, Bologne) “*From rags to riches, from riches to rags: Intra-generational mobility in Europe before and after the Great Recession*” analysent la mobilité des revenus individuels dans quatre pays européens : Espagne, France, Italie, Royaume-Uni. Avant la crise, elle était forte en Espagne et faible en Italie. Elle a nettement diminué après la crise, en particulier en Espagne ; elle est restée stable au Royaume-Uni.

Luigi Campiglio (Università Cattolica del S. Cuore di Milano) : “*Absolute-poverty, food and housing*”, analyse la pauvreté absolue en Italie à partir d'un indicateur basé sur la consommation alimentaire. Il montre que les familles pauvres supportent des coûts de logement particulièrement importants, ce qui pèse sur leur consommation alimentaire et leurs dépenses de santé. Les familles pauvres avec enfants, locataires de leur logement, ont été particulièrement touchés par la crise. La politique sociale devrait mieux les protéger par des transferts ciblés, en espèces ou en nature (santé,

éducation).

Georgia Kaplanoglou et Vassilis T. Rapanos (National and Kapodistrian University of Athens and Academy of Athens) : *“Evolutions in consumption inequality and poverty in Greece: The impact of the crisis and austerity policies”*, rappellent que la crise et les politiques d’austérité ont réduit en Grèce le PIB et la consommation des ménages d’environ 30 %. Cela s’est accompagné d’une hausse des inégalités en matière de consommation que l’article documente avec précision. Il analyse en particulier l’effet des hausses de TVA. Les familles avec enfants ont été particulièrement affectées.

Marché du travail. Christian Hutter (IAB, German Federal Employment Agency) et Enzo Weber, (IAB et Universität Regensburg) : *“Labour market effects of wage inequality and skill-biased technical change in Germany”*, estiment sur données allemandes un modèle structurel vectoriel pour analyser le lien entre les inégalités salariales, l’emploi, le progrès technique neutre et le progrès technique favorisant le travail qualifié. Ce dernier augmente la productivité du travail, les salaires, mais aussi les inégalités salariales et réduit l’emploi. Les inégalités salariales ont elles un effet négatif sur l’emploi et sur la productivité globale.

Eckhard Hein et Achim Truger (Berlin School of Economics and Law, Institute for International Political Economy Berlin) : *“Opportunities and limits of rebalancing the Eurozone via wage policies: Theoretical considerations and empirical illustrations for the case of Germany”*, analysent l’impact des hausses de salaires en Allemagne sur le rééquilibrage des soldes courants en Europe. Ils montrent que celles-ci ne jouent pas seulement par effet compétitivité, mais aussi par effet demande en modifiant la répartition salaire/profit et en impulsant la consommation. Aussi, doivent-ils être appuyés par une hausse des dépenses publiques.

Camille Logeay et Heike Joebges (HTW Berlin) : *“Could a wage*

formula prevent excessive current account imbalances in euro area countries? A study on wage costs and profit developments in peripheral countries”, montrent que la règle « les salaires doivent croître comme la productivité du travail et l’objectif d’inflation », aurait eu des effets stabilisateurs en Europe tant sur les compétitivités des pays membres que sur leurs demandes intérieures. Toutefois, cela suppose que les entreprises n’en profitent pas pour augmenter leurs profits et qu’aucun pays ne recherche de gain de compétitivité.

Hassan Molana (University of Dundee), Catia Montagna, (University of Aberdeen) et George E. Onwordi, (University of Aberdeen) : *“Reforming the Liberal Welfare State – International Shocks, unemployment and household income shares”* construisent une maquette pour montrer qu’un pays libéral, comme le Royaume-Uni, pourrait améliorer le fonctionnement de son marché du travail en en réduisant la flexibilité pour aller vers un modèle de flexi-sécurité : hausse des prestations chômage, restrictions aux licenciements, hausse des dépenses de formation, aides à l’embauche. Cette stratégie, en augmentant la productivité du travail, réduirait le taux de chômage structurel et augmenterait la part des profits.

Guillaume Claveres, (Centre d’Economie de la Sorbonne, Paris) et Marius Clemens (DIW, Berlin) : *“Unemployment Insurance Union”* proposent une modélisation d’une assurance-chômage européenne qui prendrait en charge une partie des dépenses de prestations chômage. Celle-ci pourrait réduire les fluctuations de la consommation et du chômage à la suite de chocs spécifiques. Cela suppose cependant qu’elle ne s’applique qu’au chômage conjoncturel, qu’il est difficile de définir.

Bruno Contini, (Università di Torino et Collegio Carlo Alberto), José Ignacio Garcia Perez, (Universidad Pablo de Olavide), Toralf Pusch, (Hans-Boeckler Stiftung, Düsseldorf) et Roberto Quaranta, (Collegio Carlo Alberto) : *“New*

approaches to the study of long term non-employment duration via survival analysis: Italy, Germany and Spain”, analysent la non-activité involontaire (les personnes qui souhaiteraient travailler mais ont renoncé à chercher un emploi et ont perdu leurs droits aux prestations chômage) en Allemagne, Italie et Espagne,. Celle-ci est particulièrement importante et durable en Espagne et en Italie. Ils mettent en garde contre les mesures favorisant les licenciements et la précarisation du travail ou incitant au travail au noir.

Fiscalité. Markku Lehmus, (ETLA, Helsinki) : *“Distributional and employment effects of labour tax changes: Finnish evidence over the period 1996-2008”* utilise un modèle d'équilibre général avec agents hétérogènes pour évaluer l'impact de la baisse de la fiscalité du travail en Finlande de 1996 à 2008. Il montre que celle-ci explique une faible part de la hausse de l'emploi (1,4 point sur 16%) et de la hausse des inégalités de revenu.

Sarah Godar (Berlin School of Economics and Law) et Achim Truger (IMK and Berlin School of Economics and Law) : *“Shifting priorities in EU tax policies: A stock-taking exercise over three decades”* analysent l'évolution de la fiscalité dans les Etats de l'UE : de 1980 à 2007, la fiscalité est devenue moins progressive avec la baisse des taux marginaux supérieurs de l'impôt sur le revenu et de l'impôt sur les sociétés, et un traitement privilégié des revenus du capital. La crise de 2008 et les difficultés des finances publiques ont freiné temporairement ce mouvement ; la hausse des recettes a cependant été souvent recherchée par la hausse de la TVA.

Alexander Krennek et Margit Schratzenstaller (WIFO) : *“Sustainability-oriented future EU funding: A European net wealth tax”* plaident pour l'instauration d'un impôt européen sur la richesse des ménages, qui pourrait contribuer à financer le budget européen.

Les conséquences macroéconomiques des inégalités. Bjoern O. Meyer (University of Rome – Tor Vergata) : *“Savings glut without saving: retirement saving and the interest rate decline in the United States between 1984 and 2013 »*, explique 60 % de la baisse du taux d'intérêt aux Etats-Unis entre 1983 et 2013, malgré la baisse du taux d'épargne global des ménages par des facteurs démographiques (la hausse différenciée de l'espérance de vie), le ralentissement des gains de productivité du travail et l'augmentation des inégalités de revenu.

Marius Clemens, Ferdinand Fichtner, Stefan Gebauer, Simon Junker et Konstantin A. Kholodilin (DIW Berlin) : *“How does income inequality influence economic growth in Germany?”* présentent un modèle macroéconométrique où, à court terme, les inégalités de revenu augmentent la productivité de chaque actif (effet d'incitation), mais réduisent la consommation globale (effet d'épargne) ; à long terme, elles ont un impact négatif sur la formation du capital humain des jeunes des classes populaires. Ainsi, une hausse exogène des inégalités de revenu a d'abord un effet négatif sur le PIB (effet demande), puis positif (effet incitation individuel), puis négatif à long terme (effet capital humain). L'effet est toujours négatif sur la consommation des ménages et positif sur la balance extérieure.

La reprise en bonne voie ?

Département analyse et prévision

Ce texte s'appuie sur les perspectives 2016-2018 pour l'économie mondiale et la zone euro dont une version complète est disponible [ici](#).

Les chiffres de croissance pour l'année 2016 ont confirmé le scénario d'une reprise mondiale qui se généralise progressivement. Dans la zone euro, jusqu'ici à la traîne de ce mouvement, la croissance a atteint 1,7 %, soutenue notamment par une bonne dynamique de croissance en Espagne, en Irlande, aux Pays-Bas et en Allemagne. Le trou d'air sur la croissance américaine en début d'année s'est certes traduit par un ralentissement de la progression du PIB en 2016 par rapport à 2015 (1,6 % contre 2,6 %) mais le chômage a poursuivi sa décrue, repassant sous le seuil de 5 %. Quant aux pays en développement, qui avaient été marqués par le ralentissement de l'économie chinoise et celui du commerce mondial en 2015, ils ont ré-accélééré avec une croissance gagnant 0,2 point (3,9 %) en 2016. Avec une augmentation du PIB proche de 3 %, l'économie mondiale semble donc résiliente et la situation conjoncturelle apparaît moins morose qu'on ne pouvait le craindre il y a 18 mois, les facteurs négatifs s'étant avérés moins virulents qu'attendu. La mutation de l'économie chinoise vers un modèle de croissance reposant sur la demande intérieure n'a pas provoqué d'atterrissage brutal de l'économie chinoise mais un ralentissement contrôlé par la mise en œuvre de politiques publiques de soutien à la croissance. Si la question de la soutenabilité de la dette grecque n'est toujours pas définitivement réglée, la crise qui a éclaté au cours de l'été 2015 ne s'est pas traduite par la dislocation de l'union monétaire, et l'élection d'Emmanuel Macron à la présidence de la République française a atténué les craintes d'un éclatement de la zone euro. Si la question du *Brexit* reste toujours posée, il n'en demeure pas moins que

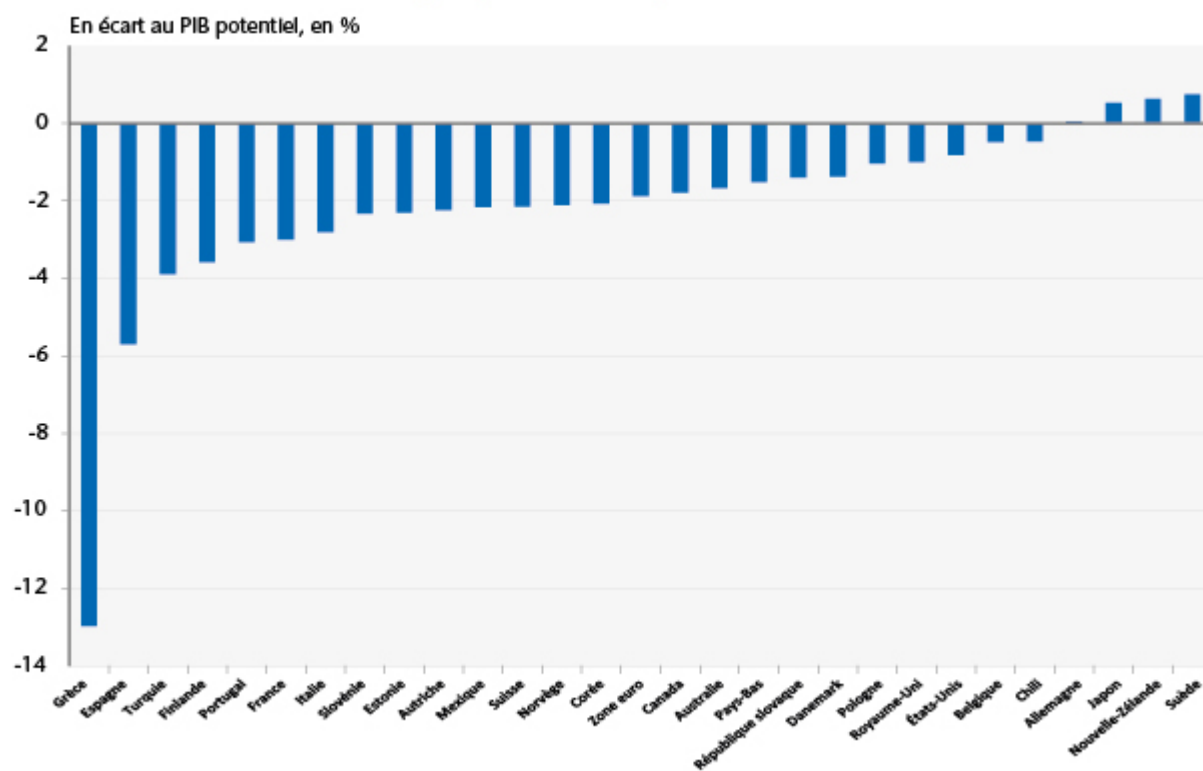
jusqu'ici, le choc n'a pas eu l'effet catastrophique annoncé.

Ce schéma devrait se poursuivre en 2017 et 2018 sous l'effet de politiques monétaires qui continueront à soutenir l'activité des pays industrialisés et d'efforts budgétaires un peu moins importants. La politique budgétaire américaine prendrait même un tournant plus expansionniste permettant un rebond de la croissance qui dépasserait à nouveau 2 % en 2018. Si le prix du pétrole a récemment augmenté, il ne devrait pas s'envoler limitant les effets négatifs en termes de pouvoir d'achat pour les ménages et de marges pour les entreprises. Cette remontée permettra même de stimuler l'inflation jusqu'ici moribonde, éloignant le risque déflationniste qui planait notamment sur la zone euro. Les pressions sur la BCE pour mettre un terme aux mesures non-conventionnelles pourraient même rapidement surgir.

Même si le processus de reprise se consolide et se généralise, la plupart des économies développées accusent en 2016 encore un retard de production, comme l'illustre l'écart de production à son niveau potentiel qui reste négatif (graphique). Cette situation, qui tranche singulièrement avec les comportements cycliques passés des économies consistant à ramener le PIB vers son potentiel, conduit à s'interroger sur les causes de la cassure du sentier de croissance survenue depuis presque dix ans. Un premier élément d'explication invoque l'affaiblissement du PIB potentiel. Il résulterait de l'ampleur de la crise, cette dernière ayant pu affecter le niveau et/ou la croissance de la capacité d'offre des économies sous l'effet des destructions de capacité de production, du ralentissement de la diffusion du progrès technique et de la déqualification des chômeurs. Une deuxième explication met l'accent sur l'insuffisance chronique de la demande qui maintiendrait l'écart de production en territoire négatif dans la plupart des pays. Ces difficultés à retrouver une trajectoire de la demande à même de résorber le sous-emploi renvoient aux excès d'endettement des agents privés

avant la récession. Face au gonflement des passifs, les agents sont contraints de réduire leurs dépenses pour se désendetter et assainir leur situation patrimoniale. Dans ces conditions, la réduction du chômage ou du sous-emploi devrait se poursuivre, mais elle resterait plus lente que lors des phases de reprise précédentes. Dix ans après le début de la Grande récession, l'économie mondiale n'aura donc toujours pas résorbé les déséquilibres macroéconomiques et sociaux induits par cette crise. La reprise est donc bien en marche mais elle n'est toujours pas assez rapide.

Graphique : Écarts de production en 2016



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

Les ressorts inflationnistes

se retendent

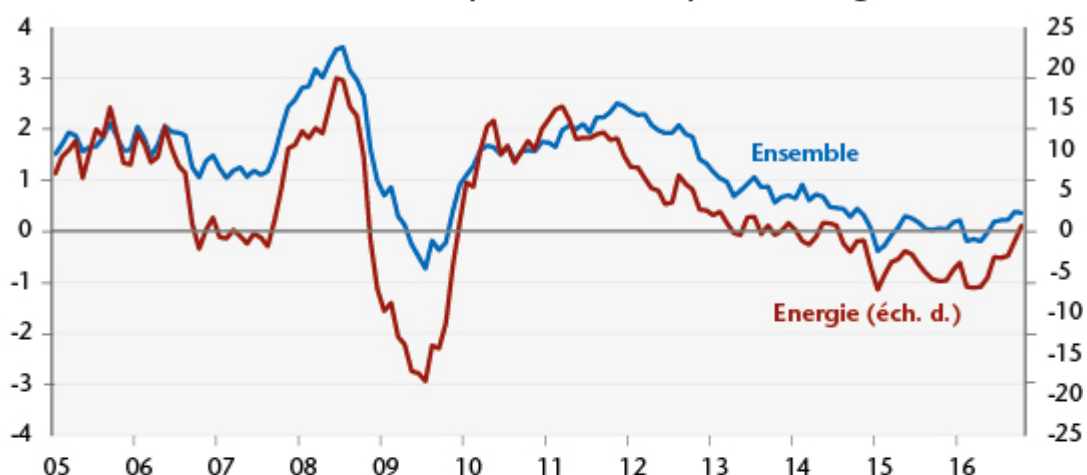
par [Hervé Péléraux](#)

La publication de l'indice des prix par l'INSEE le 15 novembre dernier a confirmé le retour de l'inflation en territoire positif, + 0,4 % en octobre comme en septembre, après avoir oscillé autour de 0 depuis la fin 2014. Cette phase de désinflation prononcée depuis deux ans réplique en partie la trajectoire de l'indice du prix de l'énergie marquée par la division par 3 du prix du pétrole entre la mi-2014 et le début de 2016. Avec une pondération de presque 8 % dans l'indice d'ensemble, l'indice du prix de l'énergie, qui incorpore le prix des carburants mais aussi ceux des produits indexés sur le pétrole comme le gaz et l'électricité, a imprimé mécaniquement un repli de l'inflation. Cette phase de désinflation liée à l'énergie paraît toutefois être arrivée à son terme, avec la remontée des cours du brut entre 45 et 50 dollars depuis son point bas de la mi-janvier 2016 sous les 30 dollars. De fait, la remontée progressive du glissement annuel de l'indice des prix de l'énergie depuis le printemps a entraîné celle de l'indice d'ensemble.

Graphique 1 : L'inflation en France

En %, m/m-12

Évolution de l'indice des prix et de sa composante énergie



Évolution de l'indice des prix sous-jacent



Source : INSEE.

Mais la dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar parallèlement à la chute du prix du pétrole (de 1,35 dollar pour un euro en moyenne dans la première moitié de 2014 à 1,1 en moyenne depuis le printemps 2015), a eu au contraire un effet inflationniste, d'abord en modérant la baisse des prix des importations d'énergie après leur conversion de dollars en euros, ensuite en renchérissant le prix des importations autres que l'énergie. L'évolution de l'indice des prix sous-jacent, ôtant de l'indice général les produits à prix volatils (l'énergie, certains produits alimentaires frais) et les produits à prix administré (santé, tabac, tarifs publics), témoigne de ce second effet par un rebond à partir du début 2015. Ce regain de l'inflation sous-jacente n'est toutefois

pas dû qu'à la dépréciation de l'euro. La sortie progressive de la phase de stagnation qui a marqué l'économie française entre le deuxième trimestre 2011 et le deuxième trimestre 2014 a réactivé les mécanismes inflationnistes contrariés auparavant par le relâchement des tensions et la montée du chômage.

Ce regain d'inflation amorcé depuis quelques mois devrait se poursuivre d'ici à 2018. L'épuisement des effets désinflationnistes du contre-choc pétrolier et la remontée du prix du brut, déjà largement acquise et qui se poursuivrait à l'horizon de la prévision jusqu'à 52 euros par baril depuis son point bas de début 2016 (31 euros par baril) devraient marquer le terme de la phase de désinflation liée à sa composante énergétique. S'y ajoutera la reprise du mouvement de dépréciation de la devise européenne, déjà aussi largement engagée, de 1,10 euro pour 1 dollar à la mi-octobre 2016 à 1,05 selon notre prévision, qui contribuera au renchérissement des prix d'importation. L'inflation devrait donc avoir atteint un point bas au deuxième trimestre 2016 avant de redevenir positive dans la seconde moitié de 2016. À l'horizon 2017, la hausse des prix se rapprocherait des 2 % en glissement annuel, en partie sous l'effet du redressement du prix de pétrole et de la dépréciation de l'euro. Hors ces deux effets, l'inflation dépasserait à peine 1 % à la fin 2017 pour atteindre 1,5 % l'année suivante.

=====
=====

La boucle prix-salaires

Les prévisions d'inflation s'appuient sur la modélisation d'une boucle prix-salaires qui estime les paramètres des relations qui régissent les rapports entre salariés et entreprises : les employeurs répercutent les hausses de salaires sur les prix pour préserver leurs marges, tandis que les salariés répondent à la hausse des prix en tentant

d'obtenir des hausses de salaire pour préserver leur pouvoir d'achat. Deux équations modélisent ce processus.

L'équation de formation des salaires (1) qui fait apparaître un terme d'indexation des salaires sur les prix (PC), la productivité du travail (π) dont une partie de la hausse est redistribuée sous forme de salaire, le taux de chômage (U) qui régit le pouvoir de négociation des salariés, et le salaire minimum (SMIC) dont les « coups de pouce » peuvent affecter l'échelle des salaires qui en sont voisins.

L'équation (2) est celle des prix de la valeur ajoutée (PVA), fonction des coûts salariaux unitaires qui se décomposent en la différence entre les salaires (W) et la productivité du travail. L'élasticité entre le prix de valeur ajoutée et le coût salarial unitaire ($W - \pi$) est imposée à 1, ce qui signifie qu'à long terme les fluctuations des coûts salariaux unitaires n'affectent pas le taux de marge cible des entreprises. Les tensions sur l'appareil productif étant inflationnistes, le taux d'utilisation des capacités de production (TU) est adjoint aux coûts salariaux unitaires.

$$W_t = f_1 [P_t^C (+), \pi_t (+), U_t (-), SMIC_t (+)] \quad (1)$$

$$P_t^{VA} = f_2 [(W_t - \pi_t) (+), TU_t (+)] \quad (2)$$

La formation des prix sur le marché intérieur dépend aussi des prix des biens importés hors taxes (PM), fonction du prix du pétrole exprimé en euros (PPétrole) et du taux de change effectif nominal (TCEN).

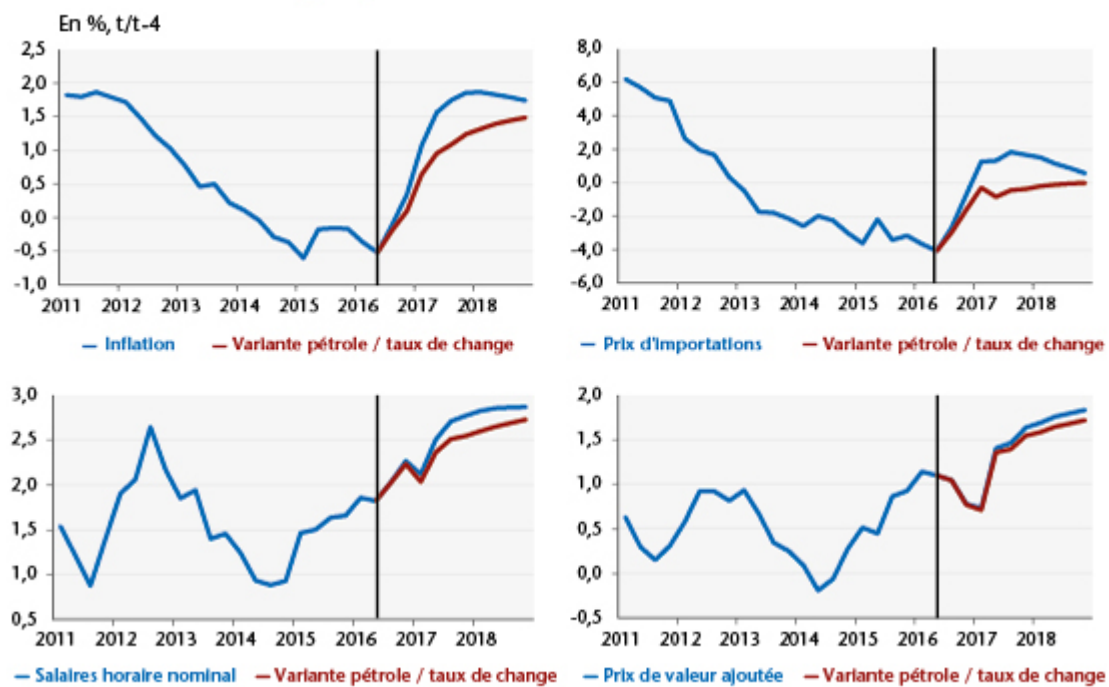
$$P_t^M = f_3 [P_t^{PETROLE} (+), TCEN_t (-)] \quad (3)$$

Enfin, une équation comptable de formation des prix intérieurs combine les prix de valeur ajoutée et les prix d'importation hors taxes, l'ensemble étant majoré du taux de TVA pour simuler l'indice des prix TTC sur le marché intérieur (ici le déflateur de la consommation des ménages issu des comptes nationaux). Les différentes équations sont estimées par des

modèles à correction d'erreur.

Conformément à ce modèle, la trajectoire de l'inflation à l'horizon 2018 sera affectée à la fois par des impulsions extérieures, à savoir les évolutions du taux de change effectif et celles du prix du pétrole, et par des impulsions internes, à savoir la réponse des salaires à ces chocs externes par le biais de l'indexation et la baisse du chômage. La remontée du prix du pétrole et la dépréciation du taux de change effectif vont relancer l'inflation importée. La variation des prix des importations redeviendrait ainsi positive au premier trimestre 2017. Les prix des importations vont donc contribuer comptablement au rebond de l'inflation. Ensuite, les mécanismes d'indexation vont augmenter la croissance des salaires, en raison du surplus d'inflation. S'ajoutera à cette impulsion la baisse du taux de chômage amorcée à la fin de 2015. Néanmoins, le rebond de l'inflation dans la seconde moitié de 2016 ne se réduit pas au seul impact des chocs extérieurs. En neutralisant ces effets, en supposant constants à leur valeur de la mi-2016 le taux de change effectif nominal et le prix du pétrole, le rebond de l'inflation ne disparaîtrait pas, mais serait inférieur de 0,6 point à la fin 2017 (et de 0,2 à la fin 2018) par rapport à celui provenant du compte central (graphique 2).

Graphique 2 : L'inflation et ses déterminants



Sources : INSEE, estimations et prévisions OFCE.