

L'état de l'économie européenne

I / La situation conjoncturelle européenne

Christophe Blot et Sabine Le Bayon¹

Si le Grexit a pu être évité pendant l'été 2015, il n'en aura pas été de même avec le Brexit. En effet, le 23 juin 2016, les électeurs britanniques ont fait le choix de quitter l'Union européenne (UE). Ce processus devrait toutefois être lent puisque le Royaume-Uni et l'UE ont un délai de deux ans, à compter de la notification par le gouvernement britannique de la mise en œuvre de l'article 50 du traité sur l'UE, pour définir un accord précisant les conditions de sortie. Cette situation déclenche une nouvelle crise politique en Europe qui aura des répercussions à long terme puisque l'accord redéfinira non seulement les relations commerciales² entre l'UE et le Royaume-Uni, mais également les conditions de circulation des personnes.

À court terme, se pose la question de l'impact de l'annonce du Brexit sur la croissance non seulement au Royaume-Uni, mais également dans le reste de la zone euro, d'autant plus que ce choc intervient alors que les stigmates de la crise ne sont pas effacés. Le chômage, dans la zone euro, reste bien plus élevé qu'avant la Grande Récession. Malgré les nombreuses mesures prises par la BCE, l'inflation est faible et ne parvient pas à revenir vers la cible de 2 %. La reprise qui s'était enclenchée en 2014

1 Ce texte s'appuie largement sur l'analyse de la conjoncture internationale et européenne réalisée par le département « Analyse et prévisions » en octobre 2016 et publiée dans la *Revue de l'OFCE*, n° 148.

2 Soit l'accès aux marchés, mais aussi la question du « passeport européen » pour les établissements financiers, l'application de la régulation financière et plus généralement l'ensemble des contrats qui régissent les relations entre acteurs européens.

et renforcée en 2015 pourrait être fragilisée, d'autant que les facteurs qui l'avaient initiée vont progressivement s'atténuer (I). *In fine*, la croissance de la zone euro ralentirait (II). Dans ces conditions, le chômage baisserait très lentement et l'inflation se maintiendrait sous le seuil de 2 % jusqu'en 2018 (III). Au-delà du diagnostic, l'essoufflement de la reprise interroge sur les sources potentielles de croissance dans la zone euro. En conclusion, les multiples sources d'incertitudes pourraient être à l'origine d'un manque d'investissement et expliquer la faiblesse de la croissance dans la zone euro.

Des facteurs moins favorables à la croissance

L'année 2015 a été marquée par l'accélération de la croissance dans la zone euro, avec une augmentation du PIB de 1,9 % (tableau 1). Plusieurs facteurs exogènes se sont conjugués pour amorcer une dynamique de reprise qui laissait enfin entrevoir une

Tableau 1. Scénario de croissance dans les économies européennes

En %	Croissance du PIB en volume			
	2015	2016	2017	2018
Allemagne	1,4	2,0	1,5	1,1
France	1,2	1,4	1,5	1,5
Italie	0,6	0,8	0,8	0,5
Espagne	3,2	3,1	2,1	1,8
Pays-Bas	2,0	1,7	1,7	1,6
Belgique	1,4	1,3	1,4	1,1
Finlande	0,2	0,8	1,2	1,8
Autriche	0,8	1,5	1,4	1,5
Portugal	1,6	0,9	1,1	1,4
Grèce	- 0,3	- 0,4	0,7	1,2
Irlande	26,3	2,3	2,9	2,4
Zone euro	1,9	1,6	1,5	1,3
Royaume-Uni	2,2	2,0	1,0	1,4
Suède	4,2	3,5	2,6	2,2
Danemark	1,0	1,0	1,4	1,7
UE à 15	1,9	1,7	1,4	1,3
13 nouveaux pays membres	3,8	3,2	3,1	3,0
UE à 28	1,9	1,9	1,6	1,5

Sources : FMI ; OCDE ; sources nationales ; calculs et prévision OFCE, octobre 2016.

réduction significative du chômage et l'enclenchement d'un cercle vertueux de croissance. Cette dynamique favorable s'atténue peu à peu en 2016. Le Brexit devrait affecter la croissance du Royaume-Uni. Dans le reste de la zone euro, les effets de contagion seraient négatifs bien que limités. Mais, surtout, c'est l'ensemble des vents qui ont soutenu la croissance qui pourraient s'essouffler.

Brexit : des effets de contagion limités...

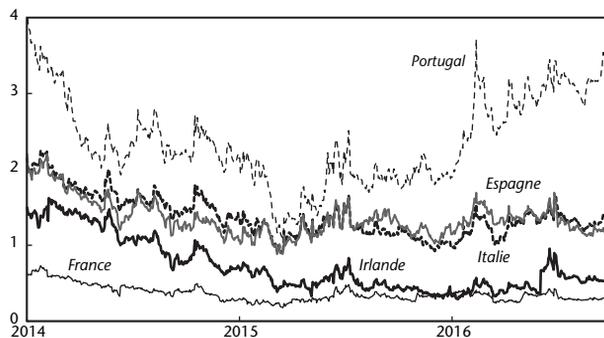
La sortie du Royaume-Uni de l'UE devrait être un processus long (chapitre v). L'annonce du Brexit aurait cependant des effets sur la croissance à court terme. De fait, dès les résultats du vote, la livre s'est dépréciée. Entre juin et début octobre 2016, la baisse est de l'ordre de 15 % vis-à-vis de l'euro et de plus de 17 % vis-à-vis du dollar. C'est le premier vecteur par lequel le Brexit aura un impact sur l'activité et l'inflation. La dépréciation serait favorable au commerce extérieur du Royaume-Uni, mais se traduirait par un surcroît d'inflation importée, réduisant le pouvoir d'achat des ménages britanniques et donc leur consommation. Par ailleurs, la situation actuelle est aussi marquée par une augmentation de l'incertitude sur l'issue des négociations. Cette incertitude³ pourrait freiner l'investissement au Royaume-Uni, les entreprises préférant adopter une position attentiste et reporter leurs décisions d'investissement ou d'embauche, ce qui ralentirait la production et l'emploi.

Contrairement à ce qui avait pu être craint, il n'y a pas eu, pour l'instant, de choc financier de grande ampleur. La Bourse de Londres comme les indices boursiers en zone euro ont résisté. Néanmoins, la période de négociations qui va s'ouvrir devrait s'accompagner de nombreuses déclarations qui accroîtront la volatilité des marchés. Du côté des taux d'intérêt, l'augmentation anticipée [Kierzenkowski *et al.*, 2016] du risque souverain ne s'est pas concrétisée. Le taux public au Royaume-Uni a même baissé à la suite du vote. Dans la zone euro, on observe une hausse de certains taux à long terme dans les pays dits périphériques, au Portugal notamment (graphique 1). Cette hausse résulte néanmoins davantage du contexte interne à ces pays. Seule la hausse observée en Irlande au moment du

3 Il faut rappeler que, même si des travaux récents suggèrent un effet significatif des chocs d'incertitude sur la croissance, il reste que la mesure et la quantification sont fragiles [Bloom, 2009 ; 2016].

Graphique 1. Écarts de taux dans la zone euro

En points et en écart avec le rendement des obligations allemandes



Source : Datastream.

vote pourrait suggérer que les marchés anticipent des effets de contagion plus forts vers cette petite économie très ouverte qui est bien plus exposée à la croissance britannique que les autres pays de la zone euro.

Finalement, l'économie britannique serait la plus touchée, avec une croissance qui serait divisée par deux entre 2016 et 2017 (tableau 1). Quant au reste des pays de la zone euro, leur croissance ne serait amputée que de 0,1 point au maximum, en raison de l'appréciation relative de l'euro et d'une réduction des importations britanniques.

... mais des soutiens à la croissance qui se tarissent

Les facteurs qui avaient particulièrement soutenu la croissance en 2015 — prix du pétrole, taux de change de l'euro, demande extérieure — voient leur impact s'estomper progressivement à partir de 2016. La politique monétaire resterait néanmoins expansionniste et la politique budgétaire neutre ou faiblement restrictive.

Le rééquilibrage de l'offre et de la demande de pétrole pousse le prix à la hausse

La baisse du prix du pétrole enclenchée à l'automne 2014 s'est poursuivie jusqu'au début de l'année 2016, avec un point bas atteint à 34 dollars au premier trimestre. Depuis, la remontée est

en marche. Nous anticipons néanmoins que cette hausse serait modérée, du fait du niveau record des stocks. Le prix serait compris entre 50 et 60 dollars en 2017 et 2018. Il n'en reste pas moins que le soutien à la croissance apporté par le pétrole depuis la mi-2015 va s'estomper progressivement à partir de la fin 2016. Dans les quatre grands pays européens, l'impact positif sur le PIB, de l'ordre de 0,5 point en 2015, passerait à 0,3 en 2016, 0 en 2017 et serait légèrement négatif en 2018 (-0,1). La remontée du prix du pétrole se traduira par une hausse de l'inflation et donc une baisse du pouvoir d'achat des ménages et des marges pour les entreprises.

Taux de change : baisse de l'euro mais surtout de la livre

La divergence anticipée entre les politiques monétaires conduites par la Réserve fédérale américaine et par la BCE a provoqué à partir de la mi-2014 une dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar, partant d'un niveau légèrement inférieur à 1,40 dollar pour fluctuer depuis début 2015 autour de 1,10 dollar. La Réserve fédérale poursuivra la normalisation progressive de sa politique monétaire, alors que la BCE ne devrait pas augmenter ses taux avant la fin de l'année 2018. De plus, cette dernière continue de soutenir fortement l'économie avec la mise en place de taux négatifs [Blot et Hubert, 2016] et la poursuite des achats mensuels de titres à hauteur de 80 milliards d'euros. Le taux de change euro-dollar baisserait encore légèrement jusqu'à 1,05 dollar pour 1 euro au deuxième trimestre 2017, soit une dépréciation supplémentaire de l'euro de 6,25 % après la dépréciation de 19 % intervenue entre mars 2014 et octobre 2016. D'une part, l'incidence de la divergence de politiques monétaires entre les deux zones est déjà largement intégrée par les marchés de change. D'autre part, l'excédent courant de la zone euro et par opposition le déficit courant des États-Unis sont des forces qui poussent plutôt à l'appréciation de l'euro. *In fine*, l'essentiel de la dépréciation de l'euro a donc déjà eu lieu et il y a moins d'effets positifs à attendre sur la croissance en 2017-2018 qu'en 2015-2016. Ces effets seraient en plus atténués par l'appréciation relative de l'euro vis-à-vis de la livre.

Politiques budgétaires : quelques foyers de résistance à la fin de l'austérité

Après la phase de consolidation budgétaire synchronisée entre 2011 et 2014 qui a pesé sur la dynamique de croissance de

la zone euro, la politique budgétaire s'est révélée légèrement expansionniste dans la zone euro en 2015 et serait quasi neutre en 2016 et 2017 (tableau 2). En 2018, la politique budgétaire amputerait à nouveau la croissance moyenne dans les pays européens. Au Royaume-Uni, la politique budgétaire continuerait d'être restrictive mais beaucoup moins que par le passé et surtout moins que ce qui était prévu avant le Brexit. Le gouvernement a revu à la baisse ses ambitions de réduction de déficit pour ne pas pénaliser trop fortement une croissance fragilisée par le Brexit.

Tableau 2. **Impulsions budgétaires**

En points de PIB

	2011-2014	2015	2016	2017	2018
Zone euro	- 0,8	0,3	0,1	0	- 0,2
Allemagne	- 0,6	0,2	0,5	0,2	0,2
France	- 0,9	- 0,3	- 0,2	- 0,1	- 0,4
Italie	- 0,8	0	0,3	0,1	- 0,4
Espagne	- 1,7	0,7	0,2	- 0,1	0
Royaume-Uni	- 0,8	- 0,6	- 0,5	- 0,2	- 0,2

Sources : Comptes nationaux ; calculs et prévision OFCE, octobre 2016.

En Allemagne, avec un excédent budgétaire depuis 2014, le gouvernement dispose de marges de manœuvre lui permettant de baisser les impôts et d'assurer sans problème les dépenses supplémentaires liées à l'accueil des migrants. Malgré un déficit budgétaire inférieur à 3 %, l'Italie est toujours contrainte par son niveau de dette (133 % du PIB en 2015), qu'elle doit ramener à 60 %, avec un ajustement annuel d'1/20^e évalué en moyenne sur trois ans. Néanmoins, il est possible de déroger à cette règle sous conditions : le gouvernement Renzi a ainsi justifié en 2016 la réduction de l'effort au titre de la clause de réformes structurelles, de la clause d'investissement et en raison de la crise migratoire. Le soutien de la politique budgétaire à la croissance italienne atteindrait 0,3 point en 2016. Du côté de l'Espagne, en l'absence de gouvernement pendant près d'un an, le pays s'est vu accorder un sursis malgré un déficit supérieur à 3 %, et l'impulsion budgétaire a été positive en 2015 et 2016 et serait quasi neutre en 2017-2018. Enfin, l'ajustement se poursuit en France en 2016 et 2017, même s'il est de moindre ampleur qu'entre 2011 et 2014. La fin

du quinquennat est en effet marquée par un moindre ajustement des dépenses publiques alors que, dans le même temps, la montée en charge du CICE et du Pacte de responsabilité conduit à une baisse des prélèvements obligatoires. En 2016 et 2017, l'impact de cette politique sur la croissance serait de $-0,2$ point en moyenne.

Le ralentissement du commerce mondial se poursuit

Le ralentissement de l'économie chinoise constaté depuis 2014 se confirme. Au deuxième trimestre 2016, la croissance du PIB s'est élevée à $6,7\%$ en glissement annuel, soit le plus bas niveau enregistré depuis 1992, à l'exception du premier trimestre 2009 lors de la Grande Récession. Ce ralentissement est la conséquence de la transition vers un modèle de croissance plus orienté vers le marché domestique. Étant donné le rôle croissant joué par la Chine dans l'économie mondiale, cette transition est facteur de turbulences, comme on l'a vu pendant l'été 2015, où les craintes d'un atterrissage brutal ont provoqué une forte baisse des indices boursiers dans les pays émergents mais également industrialisés. Le ralentissement de la croissance et de la production industrielle chinoises a pesé sur la demande de matières premières et sur le commerce mondial.

En fait, les informations statistiques indiquent un ralentissement généralisé du commerce mondial depuis 2012 [FMI, 2016] qui ne serait pas uniquement lié à la Chine, mais à un changement structurel de la dynamique du commerce international. Sur la période 1991-2007, les importations mondiales augmentaient à un rythme moyen de 7% . Depuis 2012, l'élasticité du commerce au PIB mondial a fortement baissé et serait désormais proche de l'unité, voire inférieure. Pour l'ensemble des pays, le tableau 3 indique que la croissance de la demande adressée sur les périodes 2011-2013 et 2014-2015 a été bien inférieure à celle observée sur la période 2000-2007. Sur l'ensemble de l'année 2016, le recul des importations mondiales atteindrait $-0,3\%$. Notre scénario s'appuie sur une progression des importations mondiales de « seulement » $2,3\%$ en 2017 et 2018. À court terme, l'effet sur la croissance de chaque pays ou zone géographique dépendra de l'ampleur de deux chocs relatifs : la baisse des importations et la baisse de la demande adressée (qui pèse sur les exportations).

Tableau 3. Croissance de la demande adressée

En %				
Pays	2000-2007	2011-2013	2014-2015	2016-2018
Allemagne	7,1	3,7	3,6	1,9
France	6,8	3	3,6	2,1
Italie	7,2	4	3,7	2,1
Espagne	6,3	2,7	3,8	2,2
Royaume-Uni	6,9	3,7	3,6	1,9

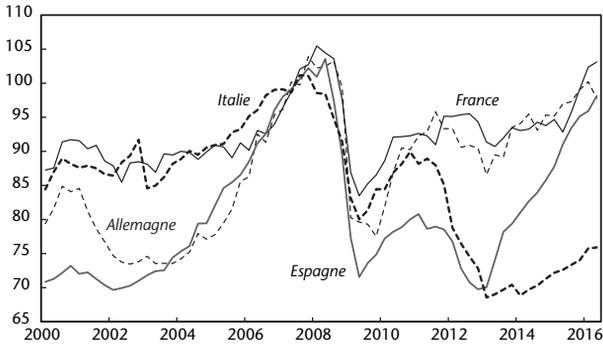
Sources : Comptes nationaux ; calculs et prévision OFCE, octobre 2016.

La zone euro à la recherche d'un nouveau souffle

Alors que la zone euro était longtemps restée à la traîne de la reprise mondiale enclenchée en 2009, la reprise amorcée en 2014 (1,1 %), puis renforcée en 2015 (1,9 %) présageait d'une dynamique favorable. Si la reprise est toujours en cours au premier semestre 2016, elle perd cependant en vigueur. Le ralentissement se poursuivrait en 2017 et 2018, suggérant qu'une dynamique interne vertueuse peine à prendre le relais des facteurs favorables qui avaient permis d'enclencher la reprise.

Tant la consommation des ménages que l'investissement des entreprises (et plus récemment des ménages) ont alimenté la reprise de la zone euro à partir de 2014. Les ménages ont bénéficié de la reprise des créations d'emplois à partir de 2014, qui se sont intensifiées en 2015 et 2016. En revanche, les salaires nominaux ont augmenté modérément dans la zone euro (+ 1,2 % en 2015), renouant tout de même avec la croissance en Espagne (0,6 %), tandis qu'ils progressaient fortement en Allemagne (2,7 %). Surtout, la faible inflation a permis au revenu réel d'atteindre un rythme de croissance qui n'avait plus été observé depuis 2006 (de l'ordre de 2 % début 2016). En 2017, il n'y aurait plus d'effet positif du prix du pétrole à attendre, ce qui pèserait sur le pouvoir d'achat des ménages, malgré une accélération des salaires nominaux dans la plupart des pays. Par ailleurs, les créations d'emplois progresseraient moins vite, en lien avec l'essoufflement de la croissance et l'accélération de la productivité, ce qui se répercuterait sur la consommation des ménages. L'investissement en logement resterait en revanche assez dynamique, bénéficiant toujours de

Graphique 2. Dépenses d'investissement productif
2007 = 100



Source : Eurostat.

conditions de financement favorables. Cela permettrait au taux d'investissement en logement de se stabiliser, grâce à la poursuite de la construction en Allemagne et à la reprise qui s'amorce en Espagne. Les ménages de la zone euro ont profité de la faiblesse des taux pour renégocier leur prêt immobilier auprès des banques, ce qui a eu pour effet de stimuler la production de nouveaux crédits et de réduire la charge d'intérêts payée par les ménages. Néanmoins, la part des intérêts nets est restée quasi stable dans la zone euro agrégée ces dernières années, les intérêts reçus ayant dans le même temps diminué du même ordre de grandeur.

Du côté des dépenses d'investissement en volume, en machines et équipements, aucun pays n'a retrouvé le niveau d'avant-crise (graphique 2). Les situations sont cependant assez hétérogènes, avec notamment une situation italienne très critique. Le niveau de l'investissement reste très bas, en lien avec la situation dégradée des marges des entreprises. Cependant, les mesures fiscales de suramortissement ont permis d'améliorer la rentabilité des investissements italiens et favorisé les dépenses d'investissement sur la période récente. En Espagne, le redressement est spectaculaire, en lien avec la reprise de la demande interne et le dynamisme des exportations, dans un contexte de

forte amélioration des marges des entreprises. En Allemagne et en France, la baisse a été moins marquée et la reprise est restée timorée. Elle a cependant été plus importante en France sur les derniers trimestres, bénéficiant de l'amélioration des marges des entreprises (avec notamment le soutien du CICE et du Pacte de responsabilité) et de mesures de suramortissement, comme en Italie, mesures qui continueraient à soutenir l'investissement à court terme en France et en Italie.

Enfin, sur la période 2014-2018, le commerce extérieur soutiendrait la croissance d'environ 0,1 point par an. Les performances des pays européens à l'exportation sont toutefois disparates : les entreprises espagnoles ont gagné des parts de marché depuis 2007, notamment au sein de la zone euro. Ceci s'explique par la stratégie de désinflation compétitive, avec des coûts salariaux unitaires qui se sont contractés de 6 % en Espagne depuis 2009, alors qu'ils continuaient de progresser en France, en Italie et en Allemagne. Dans ce contexte, la France et surtout l'Italie ont perdu des parts de marché depuis 2007. Enfin, le cas allemand est atypique puisque les entreprises ont connu de légers gains, alors que les coûts salariaux unitaires (CSU) progressaient de 8 % (contre un recul de 1 % sur la période 1999-2007). Les gains hors zone euro depuis 2014 s'expliquent par le taux de change, mais l'Allemagne bénéficie incontestablement d'un avantage hors coût qui lui permet de conserver ses positions à l'exportation. En 2017 et 2018, la plupart des pays de la zone euro stabiliseraient leurs parts de marché, dans le sillage de la stabilisation de l'euro. L'Espagne parviendrait à les maintenir à un haut niveau, du fait du maintien d'un avantage de compétitivité sur les autres pays européens, ce qui soutiendrait d'ailleurs plus fermement sa croissance. En Allemagne, les entreprises perdraient des parts de marché, du fait d'un écart d'inflation avec ses partenaires.

Le chômage et le risque déflationniste persistent

Où va le chômage ?

L'essoufflement de la croissance en Europe se répercutera sur la réduction du taux de chômage. Dans les pays où celui-ci avait atteint ou était repassé sous le niveau d'avant-crise, il repartirait à la hausse (Allemagne et Royaume-Uni), en raison d'une moindre

croissance. En Allemagne, ceci se couplerait à une plus forte progression de la population active, en lien avec l'accueil des réfugiés. Ailleurs, la baisse du taux de chômage ne serait pas interrompue (Espagne, France et Italie), mais se ferait à un rythme plus lent. Alors que le taux de chômage a baissé de 2,4 points en Espagne en 2015, la baisse ne serait que de 1,1 point en 2018. Le taux de chômage s'établirait alors à plus de 17 % sur l'ensemble de l'année, bien loin du creux de 2007 à 8 %, soit un niveau proche de celui du chômage français à la même époque. En Italie, on passerait d'un rythme de réduction du chômage de 0,7 point en 2015 à 0,2 point en 2018. Quant à la France, sur la période 2016-2018, la baisse cumulée du taux de chômage ne serait que de 0,6 point, et le taux de chômage retrouverait son niveau du début de l'année 2012. Dans ces conditions, le sous-emploi resterait important dans la zone euro et constituerait un frein à l'inflation.

L'inflation repart à la hausse, mais ne retrouve pas sa cible

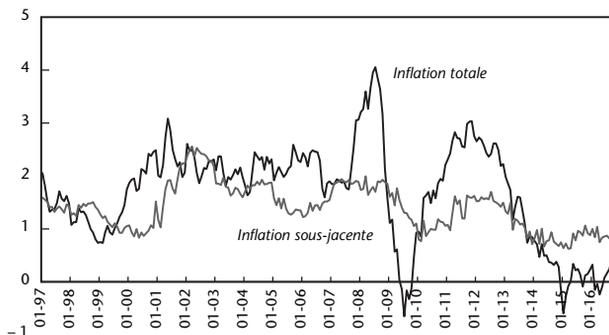
En septembre 2016, l'inflation dans la zone euro restait toujours à un bas niveau historique (graphique 3) : 0,2 % en glissement annuel. Cette faiblesse continue de s'expliquer en partie par la forte baisse des prix du pétrole intervenue depuis le second semestre 2014, et dont les effets n'ont pas entièrement fini de se diffuser. Cet effet tendrait à s'estomper progressivement (voir section précédente). L'inflation devrait donc se redresser et atteindrait 1,5 % en 2017 puis 1,7 % en 2018. La cible de la BCE ne serait toutefois pas atteinte.

Surtout, le niveau de l'inflation sous-jacente⁴ (0,8 % en septembre 2016) montre que la zone euro reste dans une situation de prix peu dynamiques. Malgré le programme d'assouplissement quantitatif de la BCE (chapitre iv), des taux très bas et la baisse significative de l'euro, l'inflation sous-jacente ne parvient pas à dépasser le plafond de 1 %, sur lequel elle bute depuis environ trois ans. Cette situation s'explique principalement par deux facteurs : le taux de chômage et la mise en œuvre de politiques de désinflation compétitive dans les États.

⁴ Rappelons que l'indice d'inflation sous-jacente exclut les prix alimentaires et de l'énergie.

Graphique 3. Inflation dans la zone euro

En %, glissement annuel



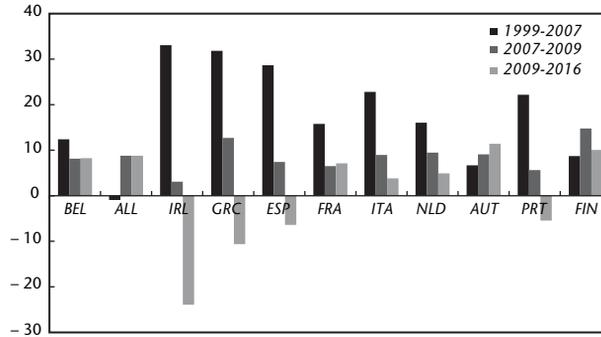
Source : Eurostat.

Avec un taux de chômage dans l'ensemble de la zone euro qui était encore supérieur à 10,1 % au deuxième trimestre 2016 et qui ne baisserait que d'un point d'ici la fin 2018, il est peu probable que puisse s'enclencher une boucle prix-salaire permettant de sortir de la zone de risque déflationniste. À cet égard, le risque n'est pas identique selon les pays. Si l'instauration d'un salaire minimum et la situation de quasi-plein-emploi stimulent la croissance des salaires en Allemagne, la lente décreue du chômage en Espagne maintiendrait le pays dans une situation de faible inflation : 0,4 % en 2017 et 0,7 % en 2018. Quant à la France et l'Italie, elles se situeraient dans une zone intermédiaire, avec une inflation aux alentours de 1,5 %.

En outre, depuis 2010, dans un contexte de forte augmentation du chômage et de réformes de la gouvernance européenne, les pays de la zone euro, et notamment les pays fragilisés par la crise des dettes souveraines, ont été incités à mener des réformes structurelles sur le marché du travail (France, Italie, Espagne, Portugal, Grèce ou Irlande). Ces réformes ont eu pour but de flexibiliser le marché du travail en réduisant la protection apportée par le contrat de travail ou en incitant à une plus grande décentralisation des négociations salariales. Elles ont de fait accentué la pression sur les salariés, réduisant leur pouvoir de négociation et les incitant à accepter une plus grande

Graphique 4. Évolution des coûts salariaux unitaires dans la zone euro

En %



Source : Eurostat.

modération salariale, à l'instar de la situation allemande des années 2000. En Irlande, au Portugal ou en Grèce, les mesures de gel ou de baisse du salaire minimum ont eu un effet immédiat sur le coût du travail, de même que les mesures d'allègement des charges sociales ou fiscales, comme le crédit impôt compétitivité emploi (CICE) en France. Il en a résulté une baisse des CSU depuis 2009 en Irlande, Grèce, Espagne ou au Portugal (graphique 4). Si ces ajustements peuvent contribuer à résorber les déséquilibres de compte courant des années 2000, ils ont aussi pesé sur les prix, ce qui explique en partie la difficulté de la zone euro à renouer avec une inflation proche de 2 %.

Conclusion : la montée des incertitudes

Le Brexit crée une nouvelle source d'incertitudes en Europe, un an après les tensions en Grèce. Des incertitudes politiques et institutionnelles qui s'ajoutent à d'autres sources d'incertitudes, macroéconomiques et financières.

Des sources multiples d'incertitudes...

Il est probable qu'une sortie de la Grèce de la zone euro aurait eu des répercussions très fortes, dans la mesure où elle aurait

remis en cause le processus d'unification monétaire. De fait, la dimension monétaire est absente du Brexit ; les discussions porteront sur les relations commerciales ainsi que sur la libre circulation des personnes entre le Royaume-Uni et le reste de l'UE. Il n'en demeure pas moins que cette situation se traduira par un recul du processus d'intégration européenne. Au-delà des électeurs britanniques, on assiste bien à un mouvement de défiance généralisé des citoyens vis-à-vis du projet européen. S'il y a bien eu un vaste mouvement de réformes de la gouvernance européenne, le projet politique européen semble en panne et manque de lisibilité, ce qui peut favoriser le repli sur soi des acteurs économiques (ménages, entreprises). Sur un tout autre registre, la crise politique en Espagne ou les élections à venir en France et en Allemagne pourraient être de nouvelles sources d'incertitudes. Quel sera le cap choisi par ces nouveaux gouvernements en matière de construction européenne ?

Les débats et les incertitudes macroéconomiques sont tout aussi nombreux et concernent aussi bien la nature des changements récemment observés sur la dynamique de croissance du commerce international que l'éventualité d'une stagnation séculaire, terme employé pour désigner une période d'affaiblissement durable de la croissance. Au-delà des termes, c'est bien la question du potentiel de croissance et des tendances de productivité dans le monde post-Grande Récession qui se pose.

Par ailleurs, l'année 2016 a été marquée par la résurgence du risque bancaire (chapitre vi), en lien avec la situation des banques italiennes, qui constitue une sérieuse menace pour les finances publiques italiennes et pour la croissance. L'ensemble du système bancaire italien détient un stock de créances douteuses supérieur à 16 % du total de l'encours de crédit, ce qui représenterait près de 22 % du PIB. Cette situation est un risque pour les finances publiques, si le système bancaire devait être recapitalisé, et pour la croissance. Les créances douteuses pèsent sur la rentabilité des banques, ce qui peut se répercuter sur les taux bancaires appliqués aux agents non financiers — les banques souhaitant redresser leur rentabilité — ou contraindre les banques à freiner l'offre de crédit, afin d'ajuster le risque de leur bilan. Si l'Italie concentre un niveau élevé de risques sur l'ensemble du système bancaire, l'Allemagne pourrait à son tour être prise dans une nouvelle tourmente bancaire du fait de la situation critique de la Deutsche Bank, menacée d'une sanction financière de 5 milliards

de dollars par la justice américaine pour avoir induit en erreur des investisseurs en leur vendant des produits structurés, adossés à des crédits immobiliers toxiques aux États-Unis.

... qui freinent l'investissement

La multiplicité des sources de risques ou d'incertitudes favorisent l'attentisme, le repli sur soi et freinent la prise de risque. Il en résulte une situation où les ménages et les entreprises privilégient l'épargne à l'investissement, ce qui réduit la croissance et confirme les craintes d'une économie enfermée dans une trappe à faible croissance et inflation basse, validant *ex post* les analyses pointant la baisse de la productivité et de la croissance potentielle.

C'est sans doute ce qui explique la reprise molle de l'investissement : le taux d'investissement global dans l'ensemble des pays de la zone euro est encore inférieur à son pic d'avant-crise. L'excédent courant record de la zone euro (supérieur à 3 % en 2015) illustre parfaitement cette situation d'une zone euro en excès d'épargne.

Repères bibliographiques

BLOOM N., « The impact of uncertainty shocks », *Econometrica*, vol. 77, n° 3, 2009, p. 623-685.

BLOOM N., « Fluctuations in uncertainty », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 28, n° 2, 2016, p. 153-176.

BLOT C. et HUBERT P., « Causes et conséquences des taux d'intérêt négatifs », *Revue de l'OFCE*, n° 150, 2016.

FMI, « Global disinflation in an era of constrained monetary policy », *World Economic Outlook*, octobre 2016.

KIERZENKOWSKI R., PAIN N., RUSTICELLI E. et ZWART S., « The economic consequences of Brexit : a taxing decision », *OECD Economic Policy Paper*, n° 16, 2016.