

DOSSIER

## PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2018-2020

---

**Présentation générale**

**Éric Heyer et Xavier Timbeau**

**Croissance sous tensions**

*Perspectives 2018-2020 pour l'économie mondiale et la zone euro*

**Département analyse et prévision**

**France : heurts supplémentaires sur la reprise**

*Perspectives 2018-2020 pour l'économie française*

**Département analyse et prévision**

**Une analyse de la contribution de la politique monétaire  
à la croissance économique**

**Christophe Blot et Paul Hubert**

**Débat sur les perspectives économiques**

## OFCE

L'Observatoire français des conjonctures économiques est un organisme indépendant de prévision, de recherche et d'évaluation des politiques publiques. Créé par une convention passée entre l'État et la Fondation nationale des sciences politiques approuvée par le décret n° 81.175 du 11 février 1981, l'OFCE regroupe plus de 40 chercheurs (es) français et étrangers. « Mettre au service du débat public en économie les fruits de la rigueur scientifique et de l'indépendance universitaire », telle est la mission que l'OFCE remplit en conduisant des travaux théoriques et empiriques, en participant aux réseaux scientifiques internationaux, en assurant une présence régulière dans les médias et en coopérant étroitement avec les pouvoirs publics français et européens. Philippe Weil a présidé l'OFCE de 2011 à 2013, à la suite de Jean-Paul Fitoussi, qui a succédé en 1989 au fondateur de l'OFCE, Jean-Marcel Jeanneney. Depuis 2014, Xavier Ragot préside l'OFCE. Il est assisté d'un conseil scientifique qui délibère sur l'orientation de ses travaux et l'utilisation des moyens.

### **Président**

Xavier Ragot.

### **Direction**

Jérôme Creel, Estelle Frisquet, Éric Heyer, Lionel Nesta, Xavier Timbeau.

### **Comité de rédaction**

Guillaume Allègre, Luc Arrondel, Frédérique Bec, Christophe Blot, Carole Bonnet, Julia Cagé, Ève Caroli, Virginie Coudert, Anne-Laure Delatte, Brigitte Dormont, Bruno Ducoudré, Michel Forsé, Guillaume Gaulier, Sarah Guillou, Florence Legros, Éloi Laurent, Mauro Napoletano, Hélène Périvier, Mathieu Plane, Franck Portier, Corinne Prost, Romain Rancièrre et Raul Sampognaro.

### **Publication**

Xavier Ragot, *directeur de la publication*

Sandrine Levasseur, *rédactrice en chef*

Laurence Duboys Fresney, *secrétaire de rédaction*

Najette Moummi, *responsable de la fabrication*

### **Contact**

OFCE | 10, place de Catalogne 75014 Paris

Tel. : +33(0)1 44 18 54 24

web : [www.ofce.sciences-po.fr](http://www.ofce.sciences-po.fr)

# Sommaire

## **PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2018-2020**

Sous la direction d'Éric Heyer et de Xavier Timbeau

<b>Présentation générale</b> . . . . .	<b>5</b>
Éric Heyer et Xavier Timbeau	

### PRÉVISION

<b>Croissance sous tensions</b> . . . . .	<b>17</b>
<i>Perspectives 2018-2020 pour l'économie mondiale et la zone euro</i>	
Département analyse et prévision	
<b>France : heurts supplémentaires sur la reprise</b> . . . . .	<b>159</b>
<i>Perspectives 2018-2020 pour l'économie française</i>	
Département analyse et prévision	

### ÉTUDE SPÉCIALE

<b>Une analyse de la contribution de la politique monétaire à la croissance économique.</b> . . . . .	<b>231</b>
Christophe Blot et Paul Hubert	

<b>Débat sur les perspectives économiques</b> . . . . .	<b>255</b>
---	------------

<i>Index tableaux, graphiques, encadrés</i> . . . . .	<b>267</b>
<i>Liste des abréviations de pays</i> . . . . .	<b>272</b>

Les propos des auteurs et les opinions qu'ils expriment n'engagent qu'eux-mêmes  
et non les institutions auxquelles ils appartiennent.

## PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2018-2020

Éric Heyer et Xavier Timbeau

OFCE, Sciences Po

Ce numéro de la *Revue de l'OFCE* consacré aux prévisions économiques pour les années 2019 à 2020 est composé de plusieurs articles qui peuvent être lus indépendamment.

Le premier article, intitulé « **Croissance sous tensions** » présente le scénario de prévision pour l'économie mondiale et la zone euro. La reprise économique s'est amplifiée en 2017 avec une croissance mondiale qui a atteint 3,5 % après 3,1 % l'année précédente. Cette dynamique reflétait notamment l'accélération de l'activité dans les pays industrialisés et la reprise tardive de la zone euro après la double récession de 2008-2009 et 2011-2013. Les informations statistiques pour le premier semestre 2018 indiquent un essoufflement de cette dynamique qui coïncide avec la résurgence de nombreuses tensions politiques et financières. Les difficiles négociations du Brexit, la guerre commerciale déclarée par les États-Unis, le bras de fer engagé par l'Italie sur le budget 2019 ainsi que les fortes turbulences enregistrées sur le marché des changes des pays émergents assombrissent le climat conjoncturel et font ressortir un ensemble de risques baissiers. Ces différents nuages ne remettraient pas en cause la trajectoire de croissance, soit parce que leurs effets négatifs seraient modérés, soit parce que ces tensions devraient se résorber progressivement.

Pourtant il y aura bien un ralentissement du PIB mondial. Entre 2018 et 2020, la croissance mondiale diminuera de 3,4 % à 3,1 %. Le ralentissement sera plus marqué dans les pays industrialisés où la croissance baissera de 0,8 point entre 2017 et 2020, résultat de l'épuisement de la dynamique de reprise après la Grande Récession. En effet, la reprise observée ces dernières années a permis de refermer les écarts de production, fortement négatifs après 2008. Au fur et à mesure de la diminution de ces écarts, la croissance de ces économies converge vers leur rythme

potentiel dont les estimations suggèrent qu'il serait aujourd'hui plus faible qu'avant la crise de 2008. Par ailleurs, les principales économies avancées seront pénalisées par l'augmentation du prix du pétrole tandis que les politiques économiques soutiendront globalement les économies en 2018 et 2019. C'est notamment le cas de la politique budgétaire américaine fortement expansionniste ces deux années. L'impulsion sera certes de moindre ampleur mais également positive en zone euro. Parmi les pays avancés, le Royaume-Uni se distinguera. Le gouvernement britannique maintiendrait une stratégie de réduction du déficit budgétaire dans un contexte marqué par le Brexit. Cette trajectoire de croissance est conditionnée par de nombreuses hypothèses sur l'issue favorable des négociations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne, sur une guerre commerciale principalement circonscrite au couple sino-américain et sur l'absence de panique sur les marchés de la dette souveraine en zone euro malgré le bras de fer engagé par l'Italie concernant son déficit budgétaire.

**Tableau 1. Perspectives de croissance mondiale**

Taux de croissance annuels, en %

	PIB en volume <sup>1</sup>			
	2017	2018	2019	2020
DEU	2,5	1,8	1,7	1,5
FRA	2,3	1,7	1,8	1,6
ITA	1,6	1,0	1,1	1,0
ESP	3,1	2,6	2,4	1,5
EUZ	2,5	2,0	1,8	1,6
GBR	1,7	1,3	1,5	1,5
NPM <sup>2</sup>	4,8	4,1	3,4	3,3
UE 28	2,6	2,1	1,9	1,8
USA	2,2	3,0	2,6	1,4
JPN	1,7	1,2	1,2	1,0
Pays développés	2,3	2,3	2,1	1,5
RUS	1,5	1,7	1,8	1,8
CHN	6,9	6,6	6,2	6,3
IND	6,2	7,2	7,5	7,5
BRA	1,0	0,9	0,7	1,7
PVD	4,4	4,3	4,1	4,4
<b>Monde</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>

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

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

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2018.

Ces tensions financières et commerciales entraîneraient un ralentissement de l'activité dans les pays émergents en 2019 puisque la croissance passerait de 4,3 % à 4,1 %. Les pays industrialisés seraient faiblement impactés. D'une part il n'y aurait pas de contagion financière et d'autre part les effets de ralentissement *via* le commerce mondial seront limités.

Ainsi, dans un contexte particulier où les aléas sont orientés à la baisse, la croissance mondiale resterait solide, ce qui permettrait la réduction des taux de chômage sans provoquer le retour de tensions inflationnistes.

Le deuxième article détaille l'analyse conjoncturelle de l'économie française. Il s'intitule « **France : heurts supplémentaires sur la reprise** ».

En 2017, la France a enregistré sa meilleure croissance (2,3 %) depuis dix ans (tableau 2). Avec un investissement des entreprises et des créations d'emplois au plus haut depuis 2007, un investissement des ménages affichant sa plus forte croissance depuis 1999 et une contribution du commerce extérieur positive pour la première fois en cinq ans, la France semblait en 2017 sur le chemin d'une reprise vigoureuse.

La publication de chiffres de croissance de l'économie française décevants au premier semestre 2018 relance les inquiétudes sur la pérennité de l'embellie conjoncturelle observée à la suite de six années de croissance très faible (0,8 % en moyenne annuelle). Sous l'effet de la hausse des prix du pétrole depuis la mi-2017, et plus largement de la dégradation de l'environnement international expliquée dans la première partie de ce document, le ralentissement économique a touché l'ensemble des pays la zone euro.

Mais à cela s'ajoutent en France un calendrier fiscal défavorable en début d'année 2018 et, dans une moindre mesure, un impact des grèves au deuxième trimestre 2018 ainsi qu'une contraction de la consommation en énergie avec un printemps plus doux qu'à l'habitude. Ces éléments ont pesé sur la demande intérieure, accentuant le ralentissement dans l'hexagone. Cependant, les mesures fiscales devraient avoir un effet temporaire, et le pouvoir d'achat des ménages devrait s'accroître au cours des trimestres à venir avec une forte accélération en fin d'année 2018 grâce à la baisse des cotisations sociales salariées et la mise en place de la première tranche de réduction de la taxe d'habitation. Au total, le pouvoir d'achat augmenterait de 0,5 % au troisième

trimestre 2018 et de 1,6 % au quatrième trimestre 2018, soit sa plus forte hausse trimestrielle depuis fin 2002. Ainsi, la faible croissance du premier semestre 2018, due à une consommation atone, serait passagère. La croissance rebondirait respectivement à 0,5 % et 0,6 % au troisième et au quatrième trimestre 2018, conduisant à une hausse de PIB de 1,7 % en moyenne sur l'année.

En 2019, sous l'effet de la bonne tenue de la masse salariale, de la forte dynamique des revenus du capital et de la montée en charge des mesures fiscales de soutien au revenu des ménages<sup>1</sup>, ciblant en particulier les salariés du privé de la classe moyenne (baisse de cotisations sociales salariales sur une année pleine, désocialisation des heures supplémentaires<sup>2</sup>, deuxième tranche de baisse de la taxe d'habitation<sup>3</sup>) le pouvoir d'achat augmenterait au total de 1,9 % (après 1,3 % en 2018), et ce malgré une nouvelle hausse de la fiscalité indirecte et de la désindexation de certaines prestations sociales (retraites, famille, logement, invalidité, ...) ou le nouveau mode de calcul des APL. Cette hausse du pouvoir d'achat dynamiserait la consommation sur l'ensemble de l'année (1,9 % en 2019 après 1,1 % en 2018). Soutenue par ailleurs par un investissement des entreprises toujours dynamique et une accélération de l'investissement des administrations publiques, la croissance du PIB atteindrait ainsi 1,8 % en 2019.

Avec une croissance du PIB de 1,5 %, l'année 2020 serait celle du retour progressif vers le potentiel. Contrairement à 2018 et 2019, l'impact global de la politique budgétaire sur l'économie française serait légèrement négatif (-0,1 point de PIB) et la demande adressée à la France ralentirait en lien avec le retournement du cycle mondial, passant de 3,3 % en 2018-2019 à 2,9 % en 2020. De plus, avec un PIB se rapprochant progressivement de son potentiel, les marges spontanées de croissance se réduiraient. L'écart de production passerait de -1,1 % en 2018 à -0,5 % en 2019 et à -0,3 % en 2020.

---

1. Pour plus de détails, voir M. Plane, « Quel impact direct des mesures socio-fiscales sur le pouvoir d'achat en 2019 », *Blog de l'OFCE*, septembre 2018.

2. Pour plus de détails, voir B. Ducoudré et É. Heyer, « Désocialisation des heures supplémentaires : pouvoir d'achat pour les actifs, perte d'emplois pour l'économie », *Blog de l'OFCE*, octobre 2018.

3. Pour plus de détails, voir P. Madec et M. Plane, « Exonération de la taxe d'habitation : quel impact de la réévaluation des seuils ? », *Blog de l'OFCE*, septembre 2017.



Tableau 2. France : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019	2020
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,8	0,6	0,7	0,7	0,2	0,2	0,5	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	1,1	2,3	1,7	1,8	1,5
PIB par habitant	0,7	0,5	0,5	0,6	0,1	0,1	0,3	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,7	1,9	1,3	1,4	1,1
Consommation des ménages	0,0	0,3	0,4	0,2	0,2	-0,1	0,6	0,7	0,4	0,4	0,5	0,5	2,0	1,1	1,1	1,9	1,5
Consommation publique	0,2	0,4	0,6	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	1,4	1,4	0,9	0,6	0,5
FBCF totale dont :	2,3	0,8	1,3	1,0	0,1	0,8	0,5	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	2,7	4,7	2,7	2,6	2,3
<i>Entreprises non financières (SNFEI)</i>	2,8	0,4	1,6	1,3	0,1	1,2	0,6	0,9	0,8	0,7	0,8	0,6	3,2	4,4	3,4	3,2	2,6
<i>Ménages</i>	1,9	1,3	1,1	0,7	0,3	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	2,8	5,6	1,7	0,6	0,6
<i>Administrations publiques</i>	0,5	0,6	0,3	0,3	0,1	0,5	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,1	1,6	1,5	3,4	3,9
Exportations de biens et services	0,1	2,7	1,0	2,2	-0,4	0,1	1,0	1,1	0,7	0,8	0,8	0,8	1,5	4,7	3,2	3,3	3,0
Importations de biens et services	2,0	-0,4	1,9	0,3	-0,6	0,7	0,9	0,9	0,7	0,8	0,7	0,8	3,1	4,1	1,7	3,2	2,8
<i>Contributions :</i>																	
Demande intérieure hors stocks	0,6	0,5	0,6	0,4	0,2	0,2	0,4	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	2,0	2,0	1,4	1,8	1,5
Variations de stocks	0,8	-0,8	0,3	-0,3	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,2	0,0	0,0
Commerce extérieur	-0,6	1,0	-0,3	0,6	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,1	0,5	0,0	0,0
Déflateur de la consommation	0,7	0,0	0,1	0,5	0,6	0,4	0,3	0,3	0,5	0,4	0,3	0,4	-0,2	1,3	1,5	1,6	1,7
Revenu disponible brut	0,9	0,6	0,6	0,7	0,1	1,1	0,8	1,9	0,2	0,7	0,7	1,2	1,7	2,7	2,9	3,5	3,0
Taux d'épargne des ménages (en % du RDB)	14,0	14,2	14,3	14,3	13,7	14,3	14,3	15,1	14,5	14,3	14,2	14,4	14,0	14,2	14,4	14,3	14,2
Taux de chômage (en % de la pop. active)	9,6	9,4	9,7	8,9	9,2	9,1	9,0	8,9	8,9	8,8	8,8	8,7	10,1	9,4	9,1	8,8	8,7
Taux de marge des SNF (EBE / VA, en %)	31,7	32,0	32,1	32,0	32,0	31,5	31,4	31,7	33,3	33,5	33,6	33,6	31,8	32,0	31,6	33,5	32,5
Solde public, en % du PIB													-3,4	-2,7	-2,6	-2,8	-1,8
Dette publique, en % du PIB													98,2	98,5	98,7	98,3	97,8
Impulsion budgétaire, en points de PIB*													0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,3
PIB zone euro	0,7	0,7	0,7	0,7	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,9	2,5	2,0	1,8	1,6

\* Mesurée comme l'effort budgétaire structurel.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévisions OFCE, e-mod.fr, 2018-2020, octobre 2018.

Des tensions sur le marché du travail, signalées par les difficultés de recrutement, apparaissent mais ne se traduisent pas par une accélération de l'inflation sous-jacente ou des salaires au-delà de celle de la productivité du travail, signe que l'économie française n'a pas buté jusqu'à présent sur ses capacités de production. Si l'accélération des créations d'emploi a pu déclencher un phénomène de goulot dans les embauches de certains secteurs ou entreprises, l'absence de tensions inflationnistes révèle que le taux de chômage n'a pas atteint son niveau structurel. Avec la baisse du taux de chômage, le salaire moyen nominal par tête passerait de 2 % en 2018 à 2,5 % en 2019 (2,6 % en 2020). Et le déflateur de la consommation accélérerait de 1,5 % en 2018 à 1,6 % en 2019 (1,7 % en 2020), la fiscalité indirecte (écologique et sur le tabac) y contribuant pour 0,5 point en 2018 et 0,4 en 2019.

La croissance de l'investissement des entreprises resterait robuste en 2018 et 2019 (respectivement 3,4 % et 3,2 %, après 4,4 % en 2017), soutenue par l'amélioration continue du taux de profit, un taux d'utilisation élevé et un coût du capital qui resterait bas sur la période 2018-19. En effet, les effets du renchérissement du coût du capital avec la remontée des taux attendus à partir du second semestre 2019 seraient plus que compensés par les mesures fiscales à destination des entreprises. Au-delà de la seule baisse du taux d'impôt sur les sociétés (ramené progressivement à 25 % d'ici à 2022), l'année 2019 serait marquée également par un versement exceptionnel de 21,8 milliards d'euros liés à la transformation du CICE en baisse de cotisations patronales, améliorant d'autant la trésorerie des entreprises sur cette seule année et leurs capacités d'autofinancement (encadré 3). À partir de 2020, la normalisation progressive de la politique monétaire et le rapprochement du PIB de son potentiel conduiraient à un ralentissement progressif de l'investissement (2,6 %)

Après plusieurs années de contraction (-2,6 % en moyenne sur la période 2013-2016), l'investissement des administrations publiques est reparti à la hausse en 2017 (+1,6 %). Cette amélioration se poursuivrait en 2018 (+1,5 %) avant d'accélérer en 2019-20 (respectivement 3,4 % et 3,9 %), avec le déploiement progressif du Grand Plan d'Investissement et l'objectif de préserver l'investissement des collectivités locales.

L'investissement des ménages ralentirait (1,7 % en 2018 et 0,6 % en 2019, après 5,6 % en 2017) comme l'indique le retournement des enquêtes sur la demande en logements neufs et sur les perspectives de mises en chantier. L'attentisme d'un certain nombre d'acteurs autour du projet de loi Evolution du logement et aménagement numérique (ELAN), conjugué aux efforts budgétaires demandés aux bailleurs HLM

ont pour partie fragilisé un secteur sur la voie du redressement. La mission « Cohésion du territoire », notamment au travers de son programme 109 intitulé « Aide à l'accès au logement », a été largement mise à contribution dans la Loi de finance 2018. Outre les économies budgétaires massives sur les aides personnelles au logement, le recentrage des dispositifs Pinel et PTZ, associés à la fin des aides à l'accession et aux efforts budgétaires demandés aux bailleurs sociaux, ont marqué la fin d'année 2017 et l'année 2018. En 2019, cette dynamique négative devrait se poursuivre.

Après une année 2016 marquée par les mauvais résultats du commerce extérieur, en raison notamment d'événements exceptionnels, l'année 2017 a vu la reprise des exportations (de 1,9 % en glissement annuel en début d'année à 6,1 % en fin d'année, rythme qui n'avait plus été atteint depuis sept ans). Portée par des livraisons de gros matériels de transports, la contribution du commerce extérieur serait positive en 2018 (+0,4 point de PIB), pour la deuxième année consécutive (+0,1 point de PIB en 2017). Les parts de marché, calculées comme le rapport entre les exportations en biens et services et la demande adressée à la France, se stabiliseraient en 2019-2020 et la contribution du commerce extérieur à la croissance serait nulle sur cette période.

Avec la baisse de la croissance, les créations d'emplois dans le secteur marchand seraient moins dynamiques (233 000 en glissement annuel en 2018, 161 000 en 2019 et 116 000 en 2020 après 347 000 en 2017) mais resteraient suffisamment importantes pour réduire le taux de chômage. La transformation du CICE en baisse de cotisations sociales et allègements au niveau du SMIC aurait des effets négatifs sur l'emploi en 2018-2019, les effets positifs se feraient sentir seulement à partir de 2020 et joueraient pleinement à l'horizon 2022-2023 (voir encadré). Par ailleurs, la forte baisse du nombre de contrats aidés aurait un impact négatif sur l'emploi, de 93 000 sur la période 2018-2020, ce qui pèserait sur la vitesse de réduction du chômage malgré la montée en charge du Plan formation et de la Garantie jeunes (qui contribueraient respectivement à créer 36 000 et 25 000 emplois à l'horizon 2020). Au final, le taux de chômage passerait de 9,1 % actuellement à 8,9 % fin 2018, 8,7 % fin 2019 et 8,6 % fin 2020.

La politique budgétaire dans son ensemble générerait un gain de croissance de +0,1 point de PIB en 2019, après 0 en 2018. Les seules mesures issues de la Loi de finances 2018 et du Projet de loi de finance 2019 amputeraient le PIB de -0,3 point de PIB en 2018 et 0 en 2019. Mais les mesures économiques passées (CICE, Pacte de responsabilité),

dont les effets sur l'activité sont différés, auront un impact positif sur la croissance en 2018 et 2019 (respectivement +0,3 et +0,1 point de PIB).

La période 2017-2019 se caractérise par une légère dégradation du déficit public (-0,1 point de PIB) malgré une augmentation de l'effort structurel (+0,2 point de PIB) et une amélioration marquée du déficit conjoncturel (+0,5 point de PIB). Cela est dû au versement exceptionnel en 2019 de près de 22 milliards d'euros (0,9 point de PIB) aux entreprises dans le cadre de la transformation du CICE en baisse de cotisations sociales patronales. En 2020, une fois l'effet exceptionnel passé et avec un effort structurel de 0,3 point de PIB, le déficit public se réduirait à 1,8 point de PIB, soit son plus bas niveau depuis près de vingt ans. La dette publique atteindrait 98,7 % du PIB en 2018 (après 98,5 % en 2017), avant d'amorcer sa réduction à 98,3 % en 2019 et 97,8 % en 2020.

En dehors des risques de retournement brutal des marchés financiers, qui provoqueraient un choc négatif encore hypothétique, notre prévision à l'horizon 2020 reste sujette à des aléas. Tout d'abord, un aléa positif : une croissance plus dynamique de la consommation par rapport à notre scénario central n'est pas à exclure. En effet, une baisse du taux d'épargne, qui n'est pas inscrite dans notre prévision entre 2017 et 2020 pourrait survenir, motivée par la réduction de l'épargne de précaution liée à la baisse du chômage. Un autre aléa positif pourrait être une contribution du commerce extérieur positive, tirée par une baisse des prix à l'exportation (et donc de gains directs de compétitivité-prix), des marges historiquement élevées que le secteur exportateur a accumulées depuis la mise en place de la politique de l'offre (CICE et Pacte de responsabilité) et les réformes structurelles du quinquennat Hollande qui jusqu'à maintenant ont eu peu d'effet sur les parts de marché à l'exportation de l'économie française.

À la baisse, les aléas sont à la fois internes et externes à la France. Du côté interne, un renforcement de la consolidation budgétaire est possible dès lors que l'amélioration du solde structurel entre 2017 et 2020 est en deçà des exigences du Pacte. De plus, un ralentissement inattendu de la croissance, et supérieur à notre prévision, pouvant conduire la France à afficher un déficit public à 3 %, pourrait conduire à un nouveau tour de vis budgétaire. Un autre aléa interne, difficilement quantifiable, tient à la mise en place du prélèvement à la source au 1<sup>er</sup> janvier 2019. Du côté des aléas externes, une hausse du prix du pétrole supérieure à nos prévisions pèserait sur la croissance (une hausse de 10\$ du prix du Brent pénalise la croissance de 0,2 point à un horizon de 2 ans). Nous avons retenu un prix du baril de pétrole stable sur la prévision

autour de 75 \$ en moyenne annuelle sur la période 2018-20. De même, la hausse de l'euro – vers sa cible d'équilibre de long terme de la parité euro/dollar à 1,35 dollar pour un euro – dégraderait la compétitivité-prix des exportateurs français et amputerait les perspectives de croissance. Ce n'est pas le scénario que nous avons retenu et nous tablons sur une remontée progressive de l'euro (de 1,12 \$ en 2017, à 1,18 \$ en 2018, 1,19 \$ en 2019 et 1,26 \$ en 2020). Le durcissement de la guerre commerciale avec les États-Unis, la matérialisation de l'hypothèse d'un « hard-Brexit » et l'aggravation de la situation économique de certains pays émergents, qui concernent peu l'Europe continentale jusqu'à présent, pourraient aussi affecter les flux d'échanges commerciaux et donc le commerce extérieur français.

Les risques financiers latents pèsent également sur l'élaboration de la prévision, notamment les tensions en Italie et le poids de la dette italienne ou les faiblesses de son système bancaire qui font toujours planer la menace d'une nouvelle crise dans la zone euro. De fait notre scénario est établi sur l'hypothèse d'une lente remontée des taux d'intérêt à l'horizon de 2020, sans choc majeur sur les conditions de crédit en France d'ici là.

Une étude spéciale complète et enrichit l'analyse conjoncturelle. Intitulée « **Une analyse de la contribution de la politique monétaire à la croissance économique** », les auteurs, Christophe Blot et Paul Hubert, évaluent la contribution de la politique monétaire à l'activité économique depuis 1999 en zone euro, aux États-Unis et Royaume-Uni, ainsi qu'en Allemagne, France, Italie et Espagne. L'estimation des multiplicateurs monétaires indique un effet significatif de la politique monétaire sur le PIB et confirme des délais de transmission assez longs, de l'ordre de plusieurs trimestres. L'effet d'une hausse des taux d'intérêt semble plus important dans la zone euro qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni. Il y a cependant une forte hétérogénéité entre les quatre plus grands pays de la zone euro, avec un effet plus important en Espagne et en Italie et plus faible en Allemagne et en France. Ils calculent ensuite la contribution passée et à venir de la politique monétaire à l'activité. Avec la normalisation de la politique entreprise à partir de 2015 aux États-Unis et probablement en 2019 dans la zone euro, le soutien de la politique monétaire devrait s'atténuer et la croissance pourrait être négativement impactée à l'horizon 2020 dans les six économies avancées.

Enfin, ce numéro se termine par la retranscription du **débat sur les perspectives économiques** qui a permis de confronter les analyses de l'OFCE à celles **François Cabeau** de Barclays et de **Olivier Vigna** de HSBC.

# PRÉVISIONS

---

<b>Partie I. Croissance sous tensions . . . . .</b>	<b>17</b>
<i>Perspectives 2018-2020 pour l'économie mondiale et la zone euro</i>	
Département analyse et prévision	
<b>Partie II. France : heurts supplémentaires sur la reprise. . . . .</b>	<b>159</b>
<i>Perspectives 2018-2020 pour l'économie française</i>	
Département analyse et prévision	

---





# CROISSANCE SOUS TENSIONS

## PERSPECTIVES 2018-2020 POUR L'ÉCONOMIE MONDIALE ET LA ZONE EURO

---

Département analyse  
et prévision  
Sous la direction d'Éric Heyer  
et de Xavier Timbeau

Les informations statistiques pour le premier semestre 2018 indiquent un essoufflement de la croissance économique mondiale. Ce ralentissement coïncide avec de nombreuses tensions politiques et financières – dont le Brexit, le risque de guerre commerciale entre grandes puissances, les tensions autour du budget italien pour 2019 ou encore celles sur les marchés de change des pays émergents. Dans ce contexte d'incertitudes et de risques baissiers, la trajectoire de croissance ne serait pas remise en cause pour autant. Pourtant il y aura bien un ralentissement du PIB mondial. Après un pic à 3,5 % en 2017, la croissance mondiale diminuerait de 3,4 à 3,1 % entre 2018 et 2020. Le ralentissement sera plus marqué dans les pays industrialisés où la croissance baissera de 0,8 point entre 2017 et 2020. Outre des estimations suggérant un rythme potentiel de croissance plus faible qu'avant la crise de 2008, les économies avancées seront pénalisées par l'augmentation du prix du pétrole tandis que les politiques économiques continueront de soutenir globalement l'activité en 2018 et 2019. C'est le cas de la politique budgétaire américaine fortement expansionniste ces deux années, ainsi que dans la zone euro dans une bien moindre mesure tandis que le Royaume-Uni poursuivra sa politique de consolidation budgétaire. Cette trajectoire de croissance est conditionnée par l'issue des négociations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne, le périmètre de la guerre commerciale déjà engagée et la réaction des marchés de la dette souveraine en zone euro.

Ces tensions financières et commerciales entraîneraient un ralentissement de l'activité dans les pays émergents en 2019 puisque la croissance passerait de 4,3 % à 4,1 %. Les pays industrialisés seraient faiblement impactés. Ainsi, dans un contexte particulier où les aléas sont orientés à la baisse, la croissance mondiale resterait solide, ce qui permettrait la réduction des taux de chômage sans provoquer le retour de tensions inflationnistes.

\* Ce texte synthétise l'analyse de la conjoncture menée par le Département analyse et prévision de l'OFCE au printemps 2018. Ces analyses s'appuient sur le travail de l'équipe internationale animée par Christophe Blot composée de Céline Antonin, Magali Dauvin, Amel Falah, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Christine Riffart et Sébastien Villemot et de l'équipe France animée par Mathieu Plane composée de Bruno Ducoudré, Pierre Madec, Hervé Péléraux, Raul Sampognaro et Nicolas Yol. Cette prévision intègre les informations disponibles au 30 septembre 2018.

## Perspectives 2018-2020 pour l'économie mondiale et la zone euro

### 1. Synthèse du scénario : Croissance sous tensions . . . . . 19

#### *Parties thématiques*

### 2. Tour du monde de la situation conjoncturelle . . . . . 39

États-Unis : attention au retour de flamme . . . . . 39

Allemagne : au-delà du potentiel . . . . . 44

Italie : passage en force . . . . . 48

Espagne : retour vers l'équilibre sur fond d'instabilité politique . . . . . 56

Royaume-Uni : à l'heure du Brexit . . . . . 61

Les pays émergents d'Asie et d'Amérique latine . . . . . 69

### 3. Les écarts de croissance sont-ils refermés ? . . . . . 77

### 4. Cycle de productivité et emploi : retour sur les ajustements depuis la crise . . . . . 85

### 5. Stabilité sur fond de tensions géopolitiques . . . . . 93

### 6. L'inflation se dérobe . . . . . 101

### 7. Politique monétaire – Concordance des cycles . . . . . 109

### 8. Les choix budgétaires divergent dans les économies avancées . . . 119

### 9. Tensions financières dans les pays émergents . . . . . 129

### 10. Endettement public et privé : état des lieux . . . . . 141

#### ANNEXE (tableaux)

A1. Principales hypothèses . . . . . 149

A2. Équilibre sur le marché pétrolier . . . . . 150

A3. États-Unis . . . . . 151

A4. Zone euro . . . . . 152

A5. Allemagne . . . . . 153

A6. France . . . . . 154

A7. Italie . . . . . 155

A8. Espagne . . . . . 156

A9. Royaume-Uni . . . . . 157

A10. Asie . . . . . 158

A11. Amérique latine . . . . . 158

A12. Nouveaux États membres de l'Union . . . . . 158

## 1. Synthèse : Croissance sous tensions

---

La reprise économique esquissée après la crise financière globale de 2008 s'est amplifiée en 2017 avec une croissance mondiale qui a atteint 3,5 % du PIB contre 3,1 % l'année précédente. Cette dynamique reflétait principalement l'accélération de l'activité dans les pays industrialisés et la reprise tardive de la zone euro après la double récession de 2008-2009 et 2011-2013, ce qui a permis de réduire le taux de chômage – de près de 3 points entre 2013 et 2017 – et les déficits budgétaires. Les informations statistiques pour le premier semestre 2018 indiquent quelques signes d'essoufflement qui coïncident avec la résurgence de nombreuses tensions politiques et financières. Les difficiles négociations du Brexit, la guerre commerciale lancée par les États-Unis, le bras de fer engagé par l'Italie sur le budget 2019 ainsi que les dépréciations enregistrées par le peso argentin ou la livre turque assombrissent le climat conjoncturel et font ressortir un ensemble de risques baissiers. Ces différents nuages ne remettraient pas en cause la trajectoire de croissance, soit parce leurs effets négatifs devraient être modérés, soit parce que ces tensions devraient se résorber sans créer de chocs supplémentaires.

Il y aurait pourtant bien un ralentissement du PIB mondial entre 2018 et 2020 (tableau 1) qui résulterait en grande partie du tarissement progressif de la dynamique de reprise post Grande Récession et de la convergence des taux de croissance vers un sentier potentiel. Plus qu'à l'éventualité d'une nouvelle crise, le ralentissement s'expliquerait donc par une diminution des tendances de productivité et de population active dans les pays industrialisés. La croissance mondiale baisserait progressivement passant de 3,4 % du PIB en 2018 à 3,2 % en 2019 puis 3,1 % en 2020. Ce ralentissement de l'activité tiendrait surtout à l'évolution de la croissance dans les pays développés suggérant effectivement la fin progressive du cycle de reprise dans ces pays. Cette dynamique reflète une situation où le pic de croissance dans les pays industrialisés aurait été atteint en 2017 ou en 2018.

Tableau 1. Scénario de croissance mondiale

Taux de croissance en %

	Poids <sup>1</sup> dans le total	PIB en volume				Révision 2018	Révision 2019
		2017	2018	2019	2020		
DEU	3,7	2,5	1,8	1,7	1,5	-0,5	0,0
FRA	2,6	2,3	1,7	1,8	1,5	-0,3	-0,3
ITA	2,3	1,6	1,0	1,1	1,0	-0,3	0,2
ESP	1,6	3,1	2,6	2,4	1,5	0,0	0,5
NLD	0,8	3,0	2,8	2,5	2,1	-0,3	0,8
BEL	0,5	1,7	1,6	1,8	1,7	-0,2	0,0
FIN	0,4	2,8	2,7	1,8	1,5	0,5	-0,1
AUT	0,3	3,1	2,9	2,3	2,3	0,2	0,0
PRT	0,3	2,7	2,2	1,9	1,6	0,6	0,3
GRC	0,2	1,3	1,9	1,7	2,1	-0,3	-0,1
IRL	0,2	7,2	5,3	2,9	3,7	-0,2	0,0
EUZ	13,4	2,5	2,0	1,8	1,6	-0,2	0,0
GBR	2,4	1,7	1,3	1,5	1,5	-0,1	0,1
SWE	0,4	2,4	2,5	2,1	2,1	-0,2	0,0
DNK	0,3	2,3	1,3	1,8	1,7	-0,6	0,1
Nouveaux pays membres <sup>2</sup>	2,4	4,8	4,1	3,4	3,3	0,3	0,1
UE à 28	18,6	2,6	2,1	1,9	1,8	-0,2	0,1
CHE	0,4	1,7	2,9	1,7	1,7	0,8	0,0
NOR	0,3	2,4	1,8	2,2	2,2	-0,3	0,1
Europe	19,4	2,6	2,1	2,0	1,8	-0,1	0,1
USA	17,2	2,2	3,0	2,6	1,4	0,2	0,0
JPN	4,8	1,7	1,2	1,2	1,0	-0,5	0,1
CAN	1,6	3,0	2,1	2,0	2,0	0,0	0,0
Pays avancés	44,5	2,3	2,3	2,1	1,5	-0,1	0,0
Pays candidats à l'UE <sup>3</sup>	1,6	7,1	3,5	0,6	1,6	-0,5	-3,2
RUS	3,6	1,5	1,7	1,8	1,8	-0,2	0,0
Autres CEI <sup>4</sup>	0,8	3,6	3,9	3,6	3,6	0,9	0,0
CHN	14,9	6,9	6,6	6,2	6,3	-0,1	-0,3
Autres pays d'Asie	16,6	5,2	5,5	5,6	5,6	0,0	0,0
Amérique latine	8,8	1,8	1,3	0,9	2,1	-1,0	-1,9
Afrique subsaharienne	2,3	2,7	3,1	3,8	3,8	-0,2	0,3
M-O et Afrique du nord	6,8	1,8	2,0	2,5	2,5	-1,6	-1,0
Pays en développement	55,6	4,4	4,3	4,1	4,4	-0,4	-0,6
Monde	100	3,5	3,4	3,2	3,1	-0,3	-0,3

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

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

3. Turquie, ancienne République yougoslave de Macédoine, Monténégro, Serbie et Albanie.

4. Communauté des États indépendants.

Le calcul des révisions est effectué relativement à la prévision OFCE d'avril 2018.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2018.

Du côté des pays émergents, le taux de croissance serait stable – en légère baisse en 2019 avant de remonter en 2020. Les tensions financières et commerciales induisent cependant une révision à la baisse de nos prévisions pour 2019. La croissance mondiale resterait donc solide et la fermeture progressive des écarts de production ne se traduirait pas par l'apparition de tensions inflationnistes.

## Prémises d'un ralentissement ?

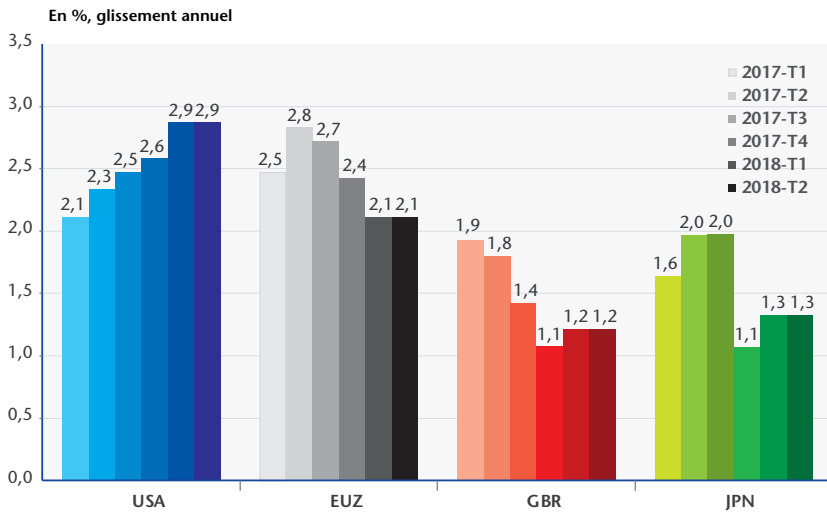
L'accélération de l'activité économique observée en 2017 résultait d'une croissance plus forte dans la plupart des pays industrialisés (2,3 % contre 1,6 % en 2016), et notamment dans la zone euro. Les deux premiers trimestres 2018 décrivent un panorama plus contrasté. Alors que la croissance américaine est dopée par la politique budgétaire (graphique 1), l'activité se tasse dans la zone euro. Au cours des deux premiers trimestres de 2018, le glissement annuel du PIB s'est élevé à 2,1 % après un pic à 2,8 % enregistré au deuxième trimestre 2017. Au Royaume-Uni, la baisse de la croissance se confirme trimestre après trimestre. En glissement annuel, la PIB a augmenté de 1,2 % au deuxième trimestre 2018, soit un repli de 0,5 point depuis le vote des Britanniques en faveur du Brexit. Le début d'année 2018 a été marqué par la baisse de l'investissement productif privé et public ainsi que par un fort recul des exportations (de -0,8 % et -2,2 % en rythme trimestriel au cours des deux premiers trimestres). Il faut toutefois signaler que le ralentissement était déjà à l'œuvre au moment du vote et que le pic de croissance avait été observé en fin d'année 2014 ; le PIB progressait alors de 3,1 % en glissement annuel. Enfin, malgré un recul du PIB au premier trimestre 2018, l'économie japonaise poursuit sa croissance à un rythme modéré.

Au sein de la zone euro, la contribution à la croissance des deux plus grandes économies a reculé (graphique 2). La trajectoire de croissance de la France au premier semestre traduit un décrochage spécifique lié à l'effet du choc fiscal du début d'année défavorable au pouvoir d'achat des ménages et à la hausse du prix de l'énergie<sup>1</sup>. En Allemagne, le ralentissement est lié à une contribution négative du commerce extérieur au cours du premier semestre 2018 tandis que les différentes composantes de la demande intérieure sont restées bien orientées.

---

1. Voir OFCE, « Heurts supplémentaires sur la reprise : perspectives économiques 2018-2020 pour la France », *Revue de l'OFCE*, n° 159, décembre 2018.

Graphique 1. Croissance du PIB des pays industrialisés

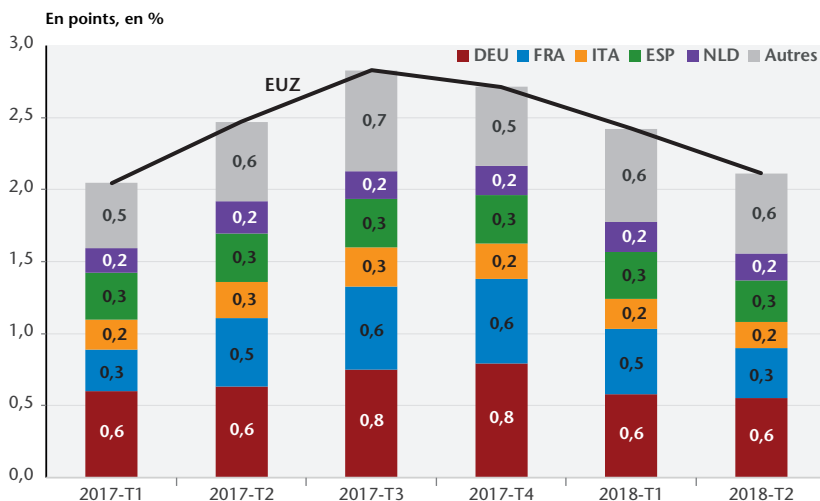


Source : Comptes nationaux.

Dans le reste de la zone euro, un tassement de l'activité est également observé en Italie et en Espagne où le rythme de croissance en glissement annuel est respectivement passé de 1,7 % et 3,1 % au deuxième trimestre 2017 à 1,2 % et 2,5 % quatre trimestres plus tard. En dépit de ces évolutions, la dynamique globale de reprise en zone euro n'est pas interrompue permettant ainsi la fermeture de l'écart de production. Le chômage a poursuivi sa baisse dans tous les pays. Sur l'ensemble de la zone euro, le taux de chômage s'établissait à 8,1 % en août 2018 selon Eurostat, soit une baisse de près de 4 points depuis le pic observé en 2013. Depuis la fin de l'année 2016, les réductions du chômage ont été plus fortes dans les pays où il était plus élevé, c'est-à-dire en Espagne, au Portugal, en Italie et en France. Cependant son niveau est toujours supérieur à celui d'avant-crise qui s'élevait à 7,3 % pour la zone euro.

Du côté des pays émergents, la croissance est restée stable en Chine et l'activité a accéléré en Inde et en Russie dans une moindre mesure. Le PIB est également resté dynamique en Turquie. Après une forte croissance en 2017, la demande intérieure s'est néanmoins rééquilibrée en début d'année 2018 occasionnant un repli du taux de croissance en glissement annuel. Sur fond d'incertitudes politiques, le rebond de l'économie brésilienne s'essouffle suggérant une situation macroéconomique qui reste fragile après la forte récession de 2014-

Graphique 2. Contribution des États membres à la croissance de la zone euro



Source : Eurostat.

2016. Les tensions commerciales initiées par les États-Unis n'ont pour l'instant pas eu d'effets notables sur la croissance. La forte dépréciation de la livre turque pendant l'été et le durcissement des conditions financières devraient néanmoins rapidement freiner la croissance de l'économie turque.

## La fin d'un cycle plus que le début d'une crise

La croissance observée dans les principales économies mondiales ces dernières années a permis de réduire les écarts de production qui étaient devenus négatifs à partir de 2008. En Allemagne et aux États-Unis, ces écarts sont désormais nuls, voire positifs selon la plupart des institutions internationales<sup>2</sup>. Partant de ce diagnostic, les sources de la croissance dépendent essentiellement de la croissance potentielle et des chocs positifs ou négatifs qui affectent ces économies. Pour la France, l'Italie, l'Espagne et le Royaume-Uni dans une moindre mesure, des marges de rebond subsistent puisque le niveau d'activité – mi-2018 – était encore inférieur au niveau de production potentielle. Hors chocs, la reprise se poursuivrait dans ces pays, maintenant une croissance supérieure à son rythme potentiel. Néanmoins, au fur et à mesure que ces écarts vont se refermer, ce moteur de la reprise

2. Voir [Ducoudré et Heyer \(2017\)](#).

s'essoufflera. Ces arguments indiquent que la croissance hors choc convergerait vers son rythme potentiel. Or les estimations des tendances de la productivité du travail<sup>3</sup> et de la population active suggèrent une baisse de la croissance potentielle, expliquant ainsi le ralentissement de la croissance au fur et à mesure que les pays ferment leur écart de production.

À l'horizon de la prévision, ce scénario est amendé par les chocs qui affectent les économies et qui entraînent les pays vers une situation de haut de cycle – lorsque les chocs sont positifs – ou accentuent le ralentissement si les chocs sont négatifs. Dans le pire des cas, la dynamique s'interrompt plus brutalement dès lors que l'accumulation de déséquilibres (financiers par exemple) provoquent une crise.

À court terme, les pays importateurs de pétrole seront d'abord pénalisés par la hausse du prix du Brent passé de 44 dollars en 2016 à 54 dollars en 2017 puis à 75 dollars en 2018, avec un pic à 85 dollars en fin d'année. Cette augmentation des prix de l'énergie rognera le pouvoir d'achat des ménages et pèsera sur les coûts de production des entreprises. Le prix du pétrole baisserait à nouveau à partir de 2019 pour se stabiliser à 75 dollars. Le choc négatif lié à l'augmentation du prix entre 2017 et 2018 affecterait la croissance en 2018 avec un impact de -0,2 point de croissance aux États-Unis, -0,3 en Allemagne, France, Espagne et Royaume-Uni et -0,4 point en Espagne.

### Politiques économiques : le choix des armes

Par ailleurs, le *policy-mix* soutiendra globalement la croissance en 2018 et 2019. Aux États-Unis, le choc fiscal et de dépenses publiques se traduira par une impulsion de 1,5 point de PIB (graphique 3). La politique budgétaire resterait expansionniste en 2019 – en raison de la montée en charge progressive des mesures votées fin 2017 et début 2018 – avant de devenir plus restrictive en 2020<sup>4</sup>. Quelle que soit la majorité qui sortira des élections de mi-mandat, nous supposons en effet que le gouvernement américain souhaitera réduire le déficit budgétaire. Au Royaume-Uni, malgré les risques associés au Brexit, le gouvernement maintient une stratégie de réduction du déficit budgétaire qui se traduit par une impulsion négative pour les trois prochaines années, avec un effort portant essentiellement sur les dépenses publiques. Dans la zone euro, la vague de consolidation qui s'est étalée

---

3. Voir OFCE, Partie III, « Les écarts de production sont-ils refermés ? ».

4. Voir OFCE, Partie VIII, « Les choix budgétaires divergent dans les économies avancées ».



entre 2010 et 2014 a laissé place à une impulsion agrégée plus neutre. Elle serait même légèrement expansionniste en 2018 et 2019 s'élevant respectivement à 0,2 et 0,3 point. Au cours de ces deux années, l'impulsion serait positive en Allemagne en raison notamment des mesures prises par la nouvelle coalition et qui soutiendront le pouvoir d'achat des ménages. Malgré les contraintes du Pacte de stabilité et de croissance, l'Espagne et l'Italie mettent également en œuvre une politique expansionniste en 2018 dans le premier cas et en 2019 pour l'Italie.

L'impact économique des mesures contemporaines dépend également du multiplicateur budgétaire, d'autant plus faible que les écarts de production sont refermés. À cet effet s'ajoute également l'impact des mesures passées<sup>5</sup>. Le multiplicateur budgétaire serait ainsi plus faible en Allemagne et aux États-Unis. L'impact de la politique budgétaire sur le PIB américain serait néanmoins significatif en 2018 – près de 1 point – étant donné l'ampleur du choc, et bien plus faible en 2019. L'impact sur la croissance deviendrait négatif en 2020 avec le changement d'orientation budgétaire. Les effets multiplicateurs seraient plus importants en France, en Italie et en Espagne, ce qui permettrait alors à la politique budgétaire d'apporter un soutien à la croissance de 0,6 point en Espagne en 2018 et de 0,3 point en Italie en 2019. En France, l'impact des mesures contemporaines serait négatif – respectivement de -0,2 et -0,1 point en 2018 et 2019 – mais plus que compensé par l'effet des mesures passées.

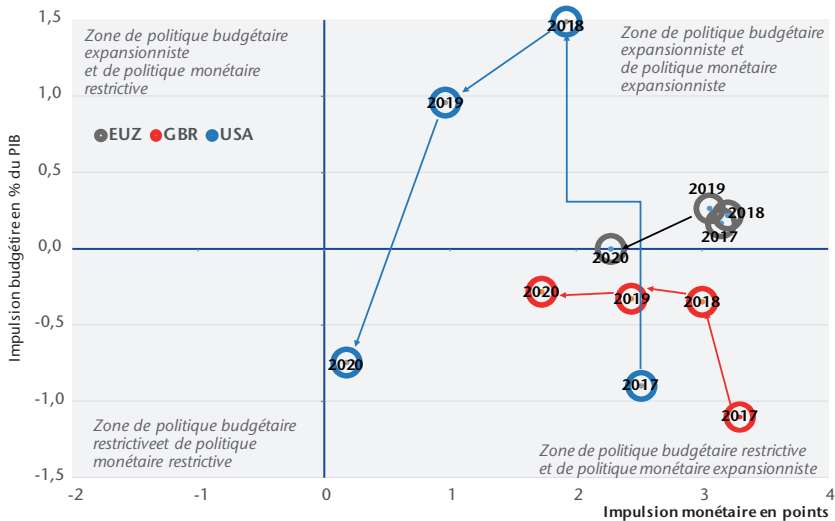
Malgré la normalisation en cours ou à venir de la politique monétaire, les banques centrales continueront à soutenir la croissance en maintenant des taux directeurs bas sur la période 2018-2020<sup>6</sup> et inférieurs à un taux « neutre », calculé comme la somme de la tendance de croissance du PIB et de la cible inflation. Notons cependant qu'aux États-Unis, ce soutien cesserait en 2020 avec politique monétaire plus neutre<sup>7</sup>. Dans la zone euro, le programme d'assouplissement quantitatif s'arrêtera en fin d'année 2018 et le resserrement monétaire serait ensuite graduel à partir de l'été 2019.

---

5. Voir Sampognaro (2018) pour plus de détails.

6. Voir OFCE, Partie VII, « Politique monétaire : concordance des cycles ».

7. Williams (2017) suggère que les taux « neutres », définis comme les taux d'intérêt prévalant dans l'économie lorsque le PIB est à son potentiel et que la banque centrale atteint sa cible d'inflation, seraient bien plus faibles. Dans ces conditions, notre scénario de remontée des taux indiquerait une orientation restrictive de la politique monétaire américaine.

Graphique 3. Orientation du *policy mix*

Sources : Comptabilités nationales, prévision OFCE octobre 2018.

Note : l'impulsion budgétaire est mesurée par la variation du solde structurel primaire. Une valeur positive indique une orientation expansionniste de la politique budgétaire. L'impulsion monétaire est définie par l'écart entre un « taux neutre » et le taux directeur de la banque centrale. Un écart positif indique une orientation expansionniste de la politique monétaire.

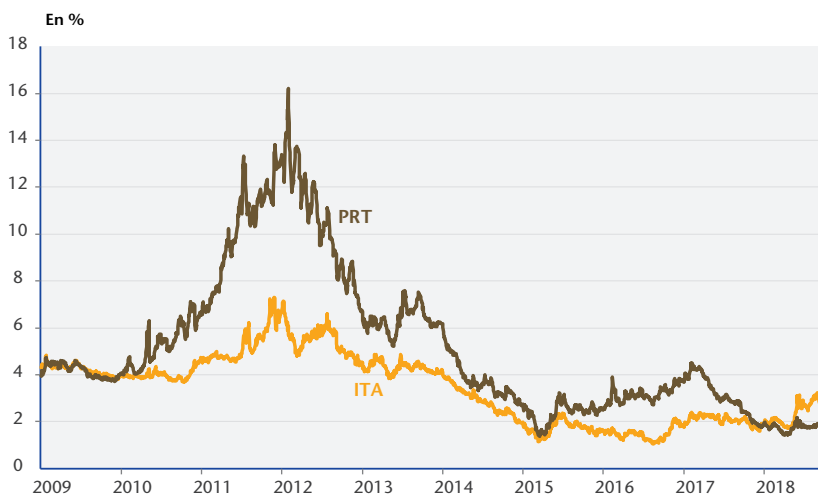
Quant à la Banque d'Angleterre, ses décisions dépendront fortement de l'issue des négociations concernant le Brexit. Or, sur ce point, les discussions se sont tendues entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. Elles achoppent notamment sur la frontière irlandaise augmentant la probabilité d'une sortie sans accord à la fin mars 2019. Nous supposons néanmoins que les deux parties parviendront à un accord qui permettra d'ouvrir une période de transition jusqu'au 29 mars 2019 au cours de laquelle les futures relations entre le Royaume-Uni et l'Union seront déterminées. Dans ces conditions, le Brexit affecterait encore négativement la croissance en 2018 mais n'aurait plus d'effets significatifs en 2019 et 2020, ce qui plaiderait donc pour une remontée des taux de politique monétaire.

### Le spectre d'une nouvelle crise en zone euro ?

En Italie, les élections ont abouti en mai 2018 à la formation d'une coalition entre la Ligue du Nord et le mouvement Cinq Étoiles. Le projet de budget déposé fin septembre confirme la volonté de l'Italie de déroger aux règles budgétaires et expose donc le gouvernement à un bras de fer avec la Commission. Au-delà de la question du respect

des règles budgétaires, la perspective d'un déficit budgétaire plus élevé pour 2019 (2,4 % contre un engagement initial de 0,8 %) pourrait surtout provoquer l'inquiétude des marchés et faire resurgir les craintes d'une nouvelle crise de la zone euro. Le taux d'intérêt sur la dette italienne a effectivement bondi de 0,7 point après l'annonce du budget. Il avait déjà augmenté de 1,3 point en mai. Ainsi, fin septembre 2018, l'écart avec le taux allemand était de 2,8 points contre 1,5 en moyenne en janvier 2018. Le gouvernement italien joue une partie serrée. La situation actuelle de l'Italie n'est pas sans rappeler celle du Portugal en 2015-2016 où l'arrivée au pouvoir d'une coalition de partis de gauche, souhaitant rompre avec les programmes d'austérité, avait provoqué des tensions sur le rendement souverain (graphique 4). Cependant, ni les tensions sur le rendement souverain du Portugal, ni celui sur le taux italien aujourd'hui n'atteignent les sommets atteints au pire de la crise des dettes souveraines en 2012 où les taux avaient dépassé 16 % et 7 % au Portugal et en Italie.

Graphique 4. Taux d'intérêt publics au Portugal et en Italie



Source : Datastream Thomson Reuters.

De plus, le risque de contagion de la hausse des taux italiens vers les autres pays de la zone euro et notamment l'Espagne est resté très limité (voir encadré 1) et nous privilégions un scénario où la hausse des taux ne s'amplifie pas, limitant ainsi les effets sur la croissance italienne, qui bénéficiera surtout de l'impulsion budgétaire positive, permettant une réduction modérée de la dette publique.

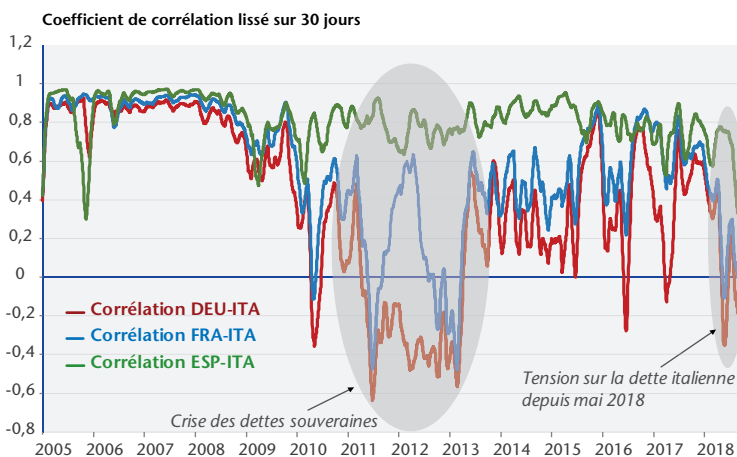
### Encadré 1. Un risque de contagion limitée en zone euro

La crise des dettes souveraines en 2011-2012 avait notamment illustré la forte contagion aux pays périphériques. Les craintes sur la soutenabilité de la dette grecque avaient entraîné un mouvement de défiance généralisé à l'égard de l'Italie, l'Espagne, le Portugal et l'Irlande en raison soit de leur niveau de dette initiale élevée, soit des besoins de refinancement du système bancaire, soit d'une faiblesse structurelle de la croissance. Les investisseurs ont délaissé les émetteurs de dette des pays supposés fragiles pour trouver refuge sur les titres allemands et français dans une moindre mesure. Ces effets de crise de liquidité et de fuite vers la qualité sont captés par un modèle multivarié permettant de mesurer la corrélation dynamique conditionnelle entre les rendements sur la dette allemande, française, italienne et espagnole.

L'estimation de la corrélation dynamique conditionnelle (Engel, 2002) permet d'illustrer les effets de contagion entre les taux européens. À cette fin, nous estimons un modèle GARCH(1,1) (*Generalized autoregressive conditional heteroscedasticity*) multivarié représentant les relations entre les rendements souverains allemand, français, italien et espagnol. Ainsi, les volatilités et corrélations conditionnelles résultent d'une modélisation de chacun de ces rendements en fonction de son rendement décalé d'une période et des rendements retardés des trois autres pays. Le modèle est estimé sur données quotidiennes sur la période allant du 3 janvier 2005 au 9 octobre 2018.

Ce modèle suggère que la corrélation entre le taux italien et le taux espagnol a fortement baissé sur la période récente (graphique 5).

Graphique 5. Corrélation dynamique des rendements souverains



Note de lecture : La corrélation décrite ici est issue de l'estimation d'un modèle GARCH multivarié permettant de déterminer une corrélation dynamique conditionnelle.

Source : Calculs OFCE.

Comparativement, elle était restée plus élevée pendant la crise des dettes souveraines, ce qui suggère un risque de contagion plus limité aujourd'hui. La corrélation entre le taux italien et les taux allemands et français indique que ces deux pays sont relativement insensibles au risque italien et même qu'ils pourraient bénéficier d'un effet de fuite vers la qualité lorsque la corrélation devient négative.

L'évolution récente des corrélations dynamiques permet de capter les éventuelles contagions après la formation d'un nouveau gouvernement en Italie et l'annonce d'une politique budgétaire expansionniste. La corrélation a fortement diminué entre le rendement italien et celui des trois autres pays. Elle est devenue négative pour l'Allemagne et la France. La corrélation entre les rendements souverains italiens et espagnols est encore positive mais plus faible que pendant la crise de 2011-2012 suggérant un degré de contagion plus faible. Fin texte encadré.

### **La guerre est déclarée**

Depuis son arrivée au pouvoir aux États-Unis, Donald Trump s'est engagé dans une politique commerciale agressive vis-à-vis de ses partenaires économiques conduisant à une hausse de certains droits de douane. Ainsi, en mars 2018, les droits de douane sur les importations américaines d'acier et d'aluminium ont été respectivement portés à 25 et 10 %. Les principales menaces et sanctions ont été dirigées contre la Chine, accusée de pratiques commerciales déloyales. Les États-Unis ont d'abord imposé – à partir de juillet 2018 – des droits supplémentaires sur près de 50 milliards de dollars d'importations, représentant près de 10 % des importations totales en provenance de Chine. Après les mesures de rétorsions prises par la Chine, Donald Trump a annoncé une nouvelle vague de sanctions portant cette fois-ci sur un volume plus important – 200 milliards de dollars – d'exportations chinoises à destination des États-Unis, qui seront d'abord taxées à 10 % puis à 25 % à compter de janvier 2019. L'ensemble de ces mesures porterait le taux moyen de tarifs douaniers sur les importations américaines de 1,4 % en 2017 à 4,1 % en 2020, soit un niveau comparable à celui observé à la fin des années 1980. Ce scénario s'appuie uniquement sur les sanctions effectivement prises et ne tient pas compte des menaces supplémentaires, à l'encontre de la Chine ou de l'Union européenne.

Dans ces conditions, les tensions commerciales toucheront principalement les économies américaine et chinoise. L'augmentation des

tarifs aura un effet direct sur le coût des biens de consommation finale et intermédiaire conduisant à une hausse des prix, ce qui pénalisera le pouvoir d'achat des ménages. L'impact sur la production domestique et sur les flux de commerce dépendra de la capacité des agents – ménages et entreprises – à substituer des biens taxés plus fortement par d'autres non frappés par la hausse des tarifs. En retour, les entreprises exportatrices seraient pénalisées par les mesures de rétorsion qui diminueront leur compétitivité sur le marché chinois. Les conséquences macroéconomiques de ces décisions seraient négatives pour les États-Unis, en particulier pour les ménages américains. Du côté chinois, l'imposition de tarifs supplémentaires réduirait la demande d'exportations. L'effet global sur le commerce et la croissance dépendra cependant du degré d'intégration des biens taxés dans le commerce vertical. Si les biens frappés de droits supplémentaires intègrent des consommations intermédiaires importantes, la baisse des exportations entraînerait alors une baisse des importations.

Ces menaces ont de plus renforcé les tensions financières liées à la normalisation de la politique monétaire américaine et aux fragilités intrinsèques de certains pays émergents. La forte dépréciation de la livre turque, du peso argentin et dans une moindre mesure celle du réal brésilien, du rand sud-africain ou du rouble reflète un mouvement de sorties de capitaux et donc le risque d'un ajustement plus ou moins important de la demande intérieure<sup>8</sup>. Cette volatilité semble limitée à quelques pays émergents et une nouvelle crise globale semble écartée pour l'instant. Il reste que l'activité dans les pays émergents ralentira en 2019 passant de 4,5 % à 4,3 % avec une réduction de la croissance plus importante pour la Chine et les pays d'Amérique latine. L'effet sur les pays industrialisés serait peu significatif d'une part parce que ces pays ne sont pas affectés par un durcissement des conditions financières et d'autre part parce que la dépendance des pays industrialisés aux pays émergents en crise est modérée.

## La croissance résiste

La croissance des pays industrialisés serait donc stable en 2018 relativement à 2017 (2,3 %). Le ralentissement de l'activité dans la zone euro (2 % en 2018 après 2,5 % en 2017) serait notamment compensé par une accélération aux États-Unis (3 % après 2,2 %). Dans le cas de la

---

8. Voir OFCE, Partie IX, « Tensions financières dans les émergents ».

zone euro, la somme des différents chocs affecterait peu la croissance de l'ensemble de la zone dont la trajectoire résulterait alors principalement de l'épuisement progressif de la dynamique de reprise. C'est notamment le cas en Espagne avec une croissance qui passerait de 3,1 % à 2,6 % entre 2017 et 2018. En Italie, le taux croissance serait plus bas en 2018 qu'en 2017 (1 % après 1,6 %) puis remonterait légèrement en 2019 (+1,1 %) en lien avec une politique budgétaire expansionniste. La trajectoire de croissance de l'économie française serait également modelée par le calendrier fiscal, ce qui se traduirait par un ralentissement en 2018 avant un léger rebond en 2019. Enfin, le potentiel de rebond serait épuisé en Allemagne ; les contraintes d'offre se feraient plus prégnantes et induiraient un ralentissement de l'activité – la croissance passant de 2,5 % en 2017 à 1,5 % en 2020<sup>9</sup>.

Au Royaume-Uni, la baisse de la croissance résulterait à la fois d'un ajustement de l'investissement et de la perte de pouvoir d'achat des ménages en lien avec une inflation plus élevée. Dès lors, les effets de débordement sur les autres économies européennes seraient limités.

La croissance serait relativement plus volatile aux États-Unis et le pic de croissance devrait être atteint en 2018 avec une hausse du PIB de 3 % poussant l'économie vers un haut de cycle et alimentant la hausse des cours boursiers. L'écart de production s'accroîtrait encore en 2019 avant un retournement en 2020 résultant du changement de cap de la politique budgétaire et, dans une moindre mesure, des effets négatifs de la hausse des tarifs douaniers.

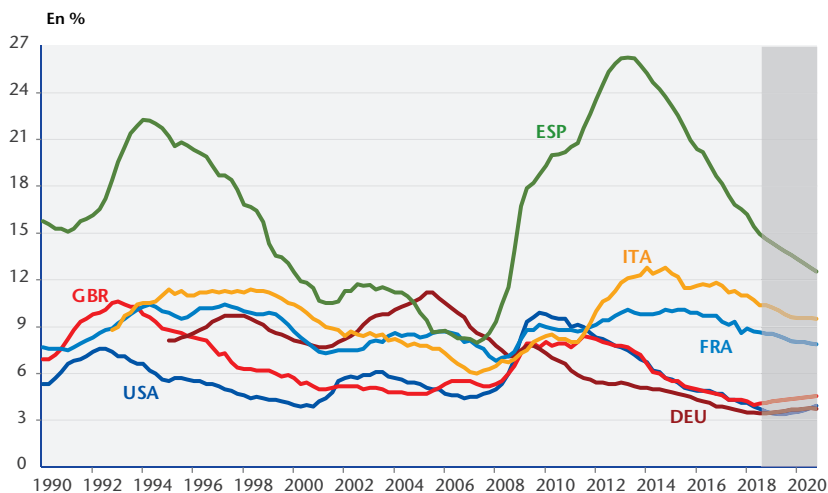
À l'exception du Royaume-Uni, la perspective d'un maintien de la croissance permettrait la poursuite de la baisse du taux de chômage en 2018 et 2019 dans les grands pays industrialisés (graphique 6) surtout que les cycles de productivité sont refermés dans plusieurs pays<sup>10</sup>. Une légère remontée du chômage serait ensuite observée aux États-Unis et en Allemagne à partir de 2020 mais son taux resterait inférieur à 4 %. Inversement, la baisse se poursuivrait en France, en Italie et en Espagne permettant de converger vers le niveau observé en 2007. L'écart serait encore important (respectivement 3,5 et 4,6 points) en Italie et en Espagne mais serait quasi-nul pour la France.

---

9. Cette prévision de croissance est ajustée des jours ouvrés, ce qui peut avoir une incidence significative sur le PIB. Etant donné un nombre plus élevé de jours ouvrés en 2020, la croissance serait augmentée de 0,4 point.

10. Voir OFCE, *Partie IV*, « Cycle de productivité et emploi : retour sur les ajustements ».

Graphique 6. Taux de chômage



Sources : Comptes nationaux, prévision OFCE octobre 2018.

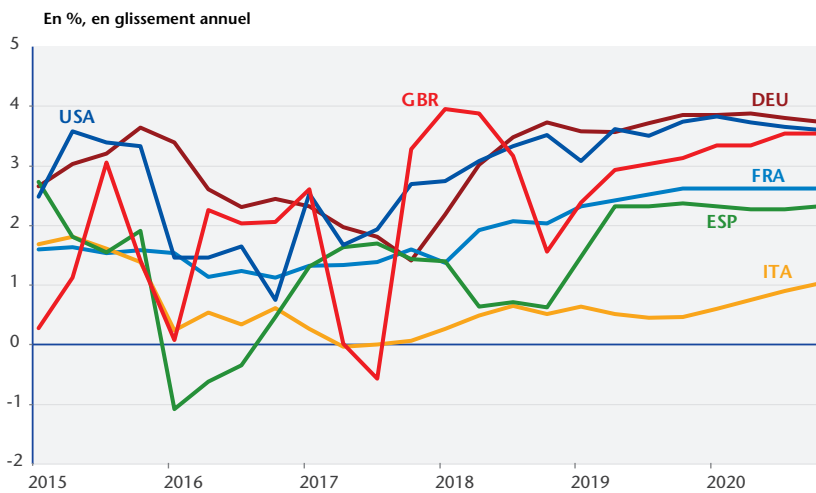
La résorption des déséquilibres sur le marché du travail ne serait cependant pas génératrice de tensions inflationnistes même dans les pays en situation de haut de cycle<sup>11</sup>. Néanmoins, en Allemagne, aux États-Unis et au Royaume-Uni, la progression des salaires nominaux reflèterait le plus faible niveau du taux de chômage (graphique 7) sans pour autant enclencher une accélération notable de l'indice de prix. En effet, l'impact de la hausse des salaires serait soit compensé par une baisse du déflateur des importations – en Allemagne et dans les autres pays de la zone euro – en lien avec l'appréciation du taux de change et la baisse du prix du pétrole à partir de 2019. Par ailleurs, les marges des entreprises s'ajusteraient partiellement à la baisse aux États-Unis. La hausse des salaires ne serait pas intégralement répercutée dans les prix, induisant un partage de la valeur ajoutée plus favorable aux salariés. Au-delà de ces facteurs permettant de limiter les tensions à court terme, le maintien d'anticipations d'inflation à long terme en-deçà des niveaux d'avant-crise pourrait expliquer pourquoi l'inflation ne retrouve pas le niveau observé lors des précédentes phases de haut de cycle. Enfin, les nombreuses réformes sur le marché du travail mises en œuvre en Europe, notamment la décentralisation des négociations salariales, ont réduit le pouvoir de marché des salariés. Par ailleurs, Verdugo (2016) montre par exemple que la moindre sensibilité des

11. Voir OFCE, Partie VI « Inflation ».



salaires à l'activité résulterait d'un effet de composition – évolution du niveau d'éducation et de l'expérience – de la population active. Une fois cet effet corrigé, les salaires continueraient à réagir significativement au taux de chômage.

Graphique 7. Croissance du salaire horaire nominal marchand



Sources : Comptes nationaux, prévision OFCE octobre 2018.

## Des aléas asymétriques

Le sentier de croissance prévu est généralement soumis à de nombreux aléas. Le scénario actuel se caractérise par une somme de risques négatifs si bien que la croissance prévue à l'horizon 2018-2020 pourrait apparaître comme un niveau maximum sous l'hypothèse que les différents aléas ne se matérialisent pas.

Ainsi, dans l'éventualité où aucun accord ne serait trouvé entre le Royaume-Uni et l'Union européenne, les règles de l'OMC s'appliqueraient aux relations commerciales du Royaume-Uni qui ne bénéficieraient plus des accords signés par l'Union. Il en résulterait une hausse des droits de douane ainsi qu'un retour des restrictions sur la mobilité des personnes et des capitaux. L'effet négatif sur les exportations pourrait être partiellement compensé par une dépréciation de la livre sterling, ce qui amplifierait la hausse du coût des importations. Un tel choc serait défavorable pour les ménages qui subiraient une perte de pouvoir d'achat. L'effet négatif sur le commerce et l'activité pourrait être accentué par des éventuelles relocalisations de certaines activités.

Les entreprises multinationales souhaiteraient éviter de perdre l'accès au marché européen. L'absence d'accord ouvrirait également une nouvelle période d'incertitude sur les relations commerciales qui viendrait s'ajouter aux tensions initiées par la politique commerciale américaine (encadré 2).

### Encadré 2. Un risque d'escalade

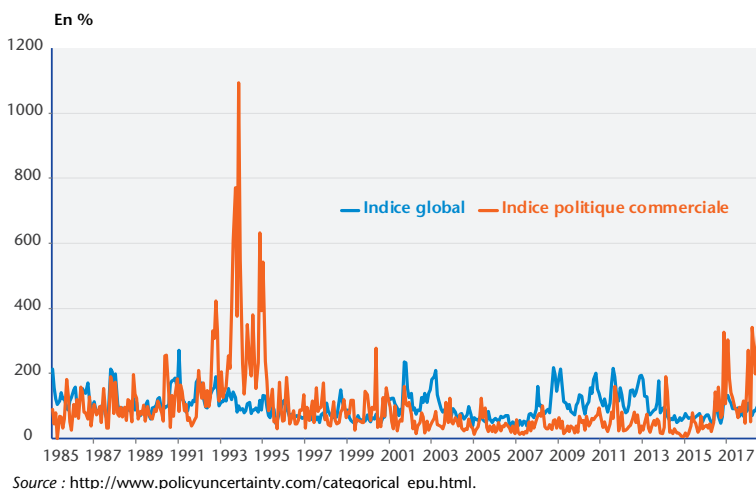
Donald Trump a fortement révisé la position des États-Unis à l'égard du commerce international, dénonçant les accords commerciaux en vigueur, tel que l'ALENA (Accord de libre-échange nord-américain) qui datait de 1994, le manque d'ouverture de la Chine ou les pratiques commerciales déloyales, ou la sous-évaluation de l'euro qui serait à l'origine du déséquilibre bilatéral entre la zone euro – en particulier l'Allemagne – et les États-Unis. Cette politique a conduit le Mexique, le Canada et les États-Unis à négocier un nouvel accord (AEUMC pour Accord États-Unis-Mexique-Canada) fin septembre 2018. Les tensions restent vives avec la Chine où une nouvelle escalade n'est pas à exclure qui conduirait à une taxation de l'ensemble des importations en provenance de Chine. Cette possibilité n'est cependant pas prise en compte dans notre scénario qui intègre uniquement les tarifs supplémentaires sur près de 250 milliards d'importations en provenance de Chine. De la même façon, nous ne tenons pas compte des menaces de hausse des tarifs douaniers sur les exportations d'automobiles européennes.

L'augmentation des tarifs douaniers permet de protéger les secteurs domestiques qui sont en concurrence avec les producteurs étrangers frappés par la taxe. En contrepartie, elle se traduit par une hausse des coûts des biens importés intermédiaires ou de consommation finale, ce qui réduit leurs marges ou leur pouvoir d'achat et les incite à trouver des substituts soit domestiques, soit en provenance de pays non touchés par l'augmentation des tarifs. De plus, les mesures de rétorsion prises par le pays visé par l'attaque affectent en retour la compétitivité des entreprises domestiques. Comme le souligne Paul Krugman, la guerre déclarée par Donald Trump repose sur l'idée que les États-Unis sortiraient vainqueur de ces conflits parce qu'ils exportent moins qu'ils importent. Les évaluations de ce type de conflit suggèrent cependant qu'il s'agit le plus souvent d'un jeu perdant-perdant, surtout lorsque la guerre concerne des partenaires économiques de taille comparable (Bouët et Laborde, 2018). Berthou, Jardet, Siena et Szczerbowicz (2018) évaluent l'impact d'une hausse globale des droits de douane de 10 % et trouvent une baisse du PIB mondial de près de 3 points la deuxième année.

Indépendamment des effets négatifs directs sur les flux de commerce, les évaluations intègrent également un effet récessif supplémentaire lié à l'augmentation de l'incertitude qui freinerait les projets d'investissement et

la production conformément aux travaux de Baker, Bloom et Davis (2016). Leurs indicateurs d'incertitude sur la politique économique permettent de distinguer différentes composantes liées à la politique monétaire, à la fiscalité ou à la politique commerciale. L'évolution récente de cette dernière composante traduit bien les tensions initiées par le Président américain (graphique 8). Le niveau actuel est cependant inférieur à celui observé en amont des négociations sur l'ALENA. De plus, l'impact sur l'incertitude globale est pour l'instant modéré puisque l'indicateur suggère une incertitude moins importante que sur la période 2008-2012. Tant que le scénario de guerre totale ne se matérialise pas, il est probable que les perspectives de croissance pour l'économie mondiale ne soient que modérément affectées.

Graphique 8. Indicateurs d'incertitude de politique économique



En Italie, le risque est à la fois celui d'une hausse des taux qui accroît la charge d'intérêt et ne permet pas au gouvernement de stabiliser sa dette. Au-delà d'un certain seuil<sup>12</sup>, la panique gagnerait les marchés provoquant un effet boule de neige. La hausse des taux accroît le déficit et la dette, ce qui alimente le risque d'insoutenabilité poussant les taux un peu plus à la hausse. Il y a une forte composante auto-réalisatrice dans cette dynamique selon que les marchés se coordonnent sur le bon ou le mauvais équilibre<sup>13</sup>. En l'absence de panique, les taux restent bas et la dette italienne est soutenable. Une augmentation des

12. Étant donné le niveau de dette publique à 131 % du PIB et le solde primaire de 1,8 %, le taux d'intérêt apparent qui stabilise la dette est de 3,5 %.

13. Voir Blot, Ducoudré et Timbeau (2016).

taux réduirait par ailleurs l'effet positif de l'expansion budgétaire italienne en durcissant les conditions de financement pour les agents. Comme pendant la crise des dettes souveraines, la dégradation des perspectives de croissance alimenterait également le risque d'insoutenable. Comparativement à l'épisode de 2011-2012, la zone euro dispose désormais de certains outils pour faire face à ce type de risque avec le FME (Fonds monétaire européen) et l'OMT (*Outright monetary transactions*) de la BCE. Ces outils sont cependant conditionnels à un accord entre les pays membres de la zone euro et l'Italie, accord qui contraindrait sans aucun doute le gouvernement à revoir l'orientation de sa politique budgétaire. Le pire des scénarios serait celui où resurgit la menace d'une explosion de la zone euro, envisagée comme la seule solution.

## Références

- Antonin A., Plane M., et Sampognaro R., 2017, « Les comportements de consommation des ménages ont-ils été affectés par la crise de 2008 », *Revue de l'OFCE*, 151, pp.177-225.
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J., 2016, « Measuring economic policy uncertainty », *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593-1636.
- Bellora C., Jean S. et Santoni G., 2018, « Un chiffrage de l'impact des mesures de protection commerciale de Donald Trump », *La Lettre du CEPPI*, n° 138.
- Berthou A., Jardet C., Siena D., et Szczerbowicz U., 2018, « Quel serait le coût d'une guerre commerciale mondiale ? », *Bloc-notes Eco Banque de France*, 19 juillet.
- Blot C., et Hubert P., 2018, « Le faucon et la colombe : quel impact des décisions de la Fed et de la BCE sur le taux de change euro/dollar ? », *Le Blog de l'OFCE*, 19 juin.
- Blot C., Creel J. et Hubert P., 2018, « Normalisation de la politique monétaire de la Banque centrale européenne : vers quel(s) objectif(s) ? », *Revue de l'OFCE*, 158, pp. 207-226.
- Blot, C., Ducoudré, B., et Timbeau, X., 2016, « Sovereign debt spread and default in a model with self-fulfilling prophecies and asymmetric information », *Journal of Macroeconomics*, 47, 281-299.
- Bouët A., et Laborde D., 2018, « US trade wars in the twenty-first century with emerging countries: Make America and its partners lose again », *The World Economy*, 41(9), 2276-2319.
- CBO, 2018, « Factors affecting the Labor Force Participation of People Ages 25 to 54 », février.

- Ducoudré B., et Heyer E., 2017, « Quel nouveau sentier de croissance de la productivité du travail ? Une analyse pour six grands pays développés », *Revue de l'OFCE*, 152.
- Engle R., 2002, Dynamic conditional correlation: A simple class of multivariate generalized autoregressive conditional heteroskedasticity models », *Journal of Business & Economic Statistics*, 20(3), 339-350.
- Hasenzagl T., Pellegrino F., Reichlin L. et Ricco G., 2018, « Une inflation faible pour longtemps ? », *Le Blog de l'OFCE*, 8 mars.
- OFCE, 2018, « La fin d'un cycle ? », *Revue de l'OFCE*, 155.
- Sampognaro R., 2018, « Les effets de la politique budgétaire depuis 2008 dans six économies avancées », *Revue de l'OFCE*, 155.
- Verdugo G., 2016, « Real wage cyclicality in the Eurozone before and during the Great Recession: Evidence from micro data », *European Economic Review*, 82, 46-69.
- Williams, 2017, « Three questions on R-star », *FRBSF Economic Letter*, n° 2017-05.



## 2. Tour du monde de la situation conjoncturelle

---

### États-Unis : attention au retour de flamme

La croissance américaine a fortement accéléré au cours du premier semestre 2018, entraînant l'économie vers une phase de haut de cycle. Cette dynamique est largement alimentée par l'orientation expansionniste de la politique économique aux États-Unis. En particulier, le stimulus budgétaire voté par l'administration Trump se traduit par une impulsion budgétaire de 1,5 point de PIB cette année et 1 point en 2019. L'embellie devrait donc se poursuivre, ce qui poussera les salaires et les prix à la hausse dans un contexte où le taux de chômage est passé sous 4 % depuis avril 2018. L'inflation sera par ailleurs accentuée par la hausse des droits de douanes imposée par les États-Unis sur les importations chinoises. Dans ces conditions, la Réserve fédérale normaliserait plus rapidement la politique monétaire. Avec la perspective d'un retour à davantage d'orthodoxie budgétaire, la croissance pourrait alors ralentir en 2020.

### 2018 : un départ en fanfare

L'activité a significativement accéléré au cours des six premiers mois de l'année 2018. En glissement annuel, elle s'est établie à 2,9 % au deuxième trimestre contre 2,5 % en fin d'année 2017 et 1,9 % fin 2016. À l'exception de l'investissement résidentiel, toutes les composantes de la demande intérieure ont été bien orientées. Du côté des ménages, le revenu disponible brut a progressé de 1,1 % et de 0,6 % aux premier et deuxième trimestres soutenu à la fois par la masse salariale, la réduction des impôts et par des revenus financiers toujours dynamiques, dans la continuité de ce qui a été observé en 2017<sup>1</sup>. Les ménages américains ont bénéficié de la baisse de la fiscalité votée par

---

1. Sur l'année 2017, de fortes révisions à la hausse sur les revenus financiers perçus par les ménages ont été enregistrées. Elles se sont traduites par une hausse du revenu et une révision à la hausse de 3,3 points du taux d'épargne.

l'administration Trump en octobre 2017. L'effet attendu de la réduction d'impôt sur la consommation serait toutefois atténué parce que le niveau de chômage est bas – et donc la fraction de ménages subissant des contraintes de liquidité est faible – et parce que la réforme du barème de l'impôt sur le revenu bénéficie surtout aux contribuables les plus aisés dont la propension marginale à consommer est plus faible. L'effet multiplicateur du choc fiscal sur les ménages serait à court terme inférieur à l'unité<sup>2</sup>.

Le contexte est également favorable pour les entreprises. Leur rentabilité est améliorée par la réforme fiscale. Dans le secteur marchand, le taux de marge ajusté de l'impôt sur les bénéfices et de la consommation de capital fixe est déjà passé de 15,7 % fin 2017 à 16,8 % au début de l'année 2018. Les taux d'intérêt de marché appliqués aux entreprises non financières ont certes augmenté depuis l'été 2016, mais se maintiennent à un niveau plutôt bas : inférieurs à 4 % pour les entreprises notées AAA et à 5 % pour celles notées BAA. Le taux d'utilisation des capacités de production – proche de 78 % au deuxième trimestre – converge vers sa moyenne de long terme<sup>3</sup>. Avec une amélioration des perspectives de demande, tous les signaux étaient donc réunis pour stimuler l'investissement productif qui a augmenté de 2,3 et 1,8 % aux cours des deux premiers trimestres 2018, portant le taux d'investissement productif à 24 %, soit le point le plus haut observé depuis le troisième trimestre 2008.

Avec une consommation et un investissement public soutenus sur le premier semestre, la contribution de la demande interne à la croissance a atteint respectivement 0,5 et 1,1 point lors des deux premiers trimestres. Le commerce extérieur a également soutenu la croissance au deuxième trimestre en raison de la stagnation des importations.

Au-delà de la baisse du chômage, les autres indicateurs de sous-emploi qui tiennent compte des chômeurs découragés ou des individus en emploi mais qui déclarent souhaiter travailler plus témoignent aussi de cette amélioration de la situation sur le marché du travail. Les différentes mesures du chômage se rapprochent de leur niveau observé en 2000 (graphique 9). Quant au taux d'emploi, il a augmenté de deux points depuis le point bas atteint au deuxième trimestre 2011. Il s'élève désormais à 60,4 % de la population en âge de travailler, ce qui reste

---

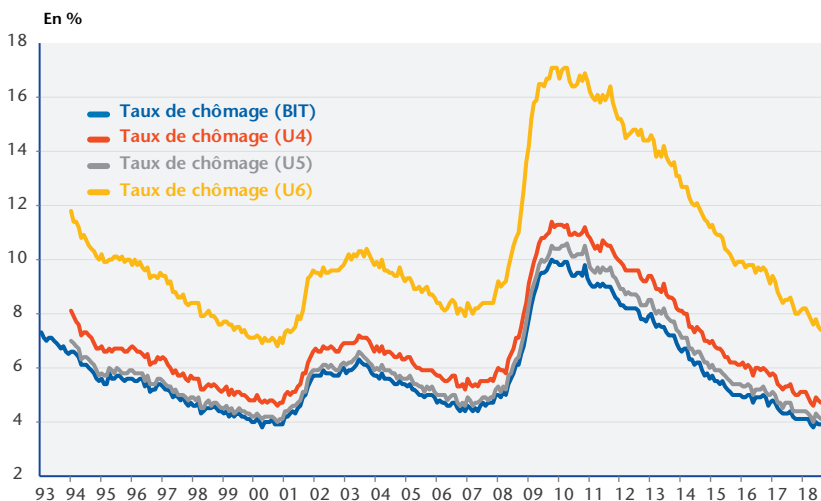
2. Cette hypothèse est cohérente avec une analyse selon laquelle la taille des multiplicateurs budgétaires dépend de la position économique dans le cycle. Voir Sampognaro (2018).

3. Calculée à 79,1 % sur la période 1980-T1-2018-T2.



inférieur au niveau d'avant-crise<sup>4</sup>. La baisse du taux d'emploi résulte en partie de facteurs structurels<sup>5</sup> si bien que l'écart entre le niveau observé en 2018 et celui d'avant-crise ne témoigne pas nécessairement de la persistance de sous-emploi. D'ailleurs, le CBO (*Congressional Budget Office*) estime que l'écart de croissance est redevenu positif à partir du deuxième trimestre 2018, 10 ans après le début de la crise et après un point bas estimé à 6,6 % au deuxième trimestre 2009.

Graphique 9. Différentes mesures du taux de chômage



Note: Le taux de chômage U4 inclut également les chômeurs découragés auxquels s'ajoutent les personnes comptabilisées dans la population active mais qui ne sont pas en recherche active d'emploi pour former le taux de chômage U5. U6 ajoute les individus en emploi mais qui souhaitent travailler plus.

Source : BLS.

## Cycle de croissance : changement de phase

Le maintien de perspectives de croissance au-dessus du rythme potentiel – estimé autour de 0,5 % en rythme trimestriel<sup>6</sup> – va donc entraîner l'économie américaine sur une dynamique de haut de cycle. Tous les signaux vont rester positifs d'ici la fin de l'année et en 2019. La politique budgétaire continuera à soutenir le revenu des ménages et la rentabilité des entreprises. Dans le même temps, l'accord signé entre les Démocrates et les Républicains sur le volet dépenses du budget en février 2018 maintiendra une impulsion positive à la fois du côté des

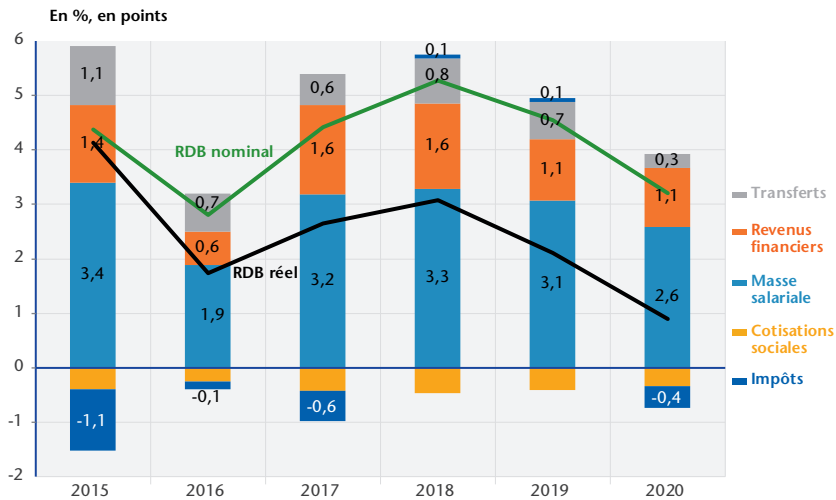
4. Début 2007, le taux d'emploi s'élevait à 63,3 %.

5. Selon le CBO (2018), il y a eu un ralentissement du taux de participation sur le marché du travail lié à des effets de structure de la population.

6. Avec une croissance de la productivité tendancielle légèrement supérieure à 0,30 %.

dépenses et de la fiscalité. Il en résultera que la fiscalité contribuera positivement à la croissance du revenu disponible des ménages en 2018 et 2019 (graphique 10). L'amélioration de la situation sur le marché du travail devrait également accroître le pouvoir de négociation des salariés, ce qui favorisera les augmentations de salaires. Nous anticipons une croissance annuelle du salaire nominal par tête de 3,3 % et 3,6 % en 2018 et 2019 contre 3 % en 2017 et 1,1 % en 2016. La consommation des ménages resterait donc très dynamique en 2018 (+2,7 %) et 2019 (+2,6 %), soutenue par le revenu – dont l'augmentation se tarirait cependant progressivement – et par une baisse du taux d'épargne. La dynamique serait assez proche pour les entreprises avec un investissement productif qui croîtrait au-dessus de 1 % jusqu'au deuxième trimestre 2019.

Graphique 10. Décomposition du revenu disponible brut des ménages américains



Source : BEA, prévision OFCE septembre 2018.

Cette nouvelle phase du cycle de croissance se traduirait également par une augmentation de la part des importations dans la demande intérieure qui passerait de 17,8 % fin 2017 à 18,2 % en 2019. La contribution du commerce extérieur à la croissance serait négative, de l'ordre de 0,1 point par trimestre en 2018 et 2019, en dépit des mesures protectionnistes prises par l'administration américaine, qui ne permettront pas de réduire les importations. En effet, la forte accélération de la demande intérieure américaine stimulée, au moins en partie, par la politique budgétaire, poussera les importations à la hausse de

5,5 % en 2019. En outre, la hausse des tarifs douaniers rognera le pouvoir d'achat des ménages de manière directe *via* leur effet sur le prix des biens de consommation importés et indirectement *via* la hausse des coûts de production des entreprises. Bellora, Jean et Santoni (2018) estiment que la hausse des droits de douane sur les 50 milliards de dollars d'importations chinoises au titre de la section 301 de la Loi sur le commerce entraînerait une hausse de 0,5 point de l'indice des prix à la consommation<sup>7</sup>. Cette augmentation de l'inflation importée s'ajoutera donc à l'inflation induite par les salaires<sup>8</sup>. Nous anticipons que l'inflation se maintiendra au-dessus de 2 % illustrant les limites de la politique économique de Trump. En menant une politique budgétaire expansionniste alors que l'écart de croissance est positif, le choix budgétaire alimente un risque de surchauffe et stimule la demande de biens étrangers dont le prix devient plus cher du fait de la guerre commerciale.

### 2020 : le coup de frein ?

L'épisode initié par l'administration américaine en fin d'année 2017 pourrait se terminer par une baisse du taux de croissance en 2020 qui serait liée à la conjonction de plusieurs facteurs. Après la phase de réduction d'impôts viendrait celle des dépenses. Le projet de budget déposé par le Président américain prévoit en effet des économies sur les dépenses – notamment des dépenses de transferts – à partir de 2020. L'orientation de la politique budgétaire deviendrait alors plus restrictive avec une impulsion qui serait de -0,7 point de PIB. Si, du fait des élections de mi-mandat, il existe de nombreux aléas concernant l'orientation future de la politique budgétaire, il reste probable qu'il y aura une volonté du gouvernement de ne pas laisser filer le déficit budgétaire attendu à 5,6 % en 2019, soit un niveau élevé pour une économie en situation de haut de cycle. Conjuguée à l'épuisement de l'effet des mesures passées, la politique budgétaire deviendrait dès lors bien moins favorable à la croissance. En outre, l'économie américaine ne devrait plus être soutenue par la politique monétaire dont la normalisation se poursuivra. En effet, avec un taux de chômage faible et une inflation supérieure à sa cible de 2 %, la Réserve fédérale continuera à augmenter le taux directeur qui atteindrait 4 % en début d'année

---

7. L'impact serait donc plus élevé si l'on tient compte des nouvelles mesures prises et qui pourraient conduire à une taxation à hauteur de 25 % sur 200 milliards d'importations supplémentaires.

8. Elle serait en partie compensée par un ajustement à la baisse des marges des entreprises *via* une moindre augmentation des prix de valeur ajoutée.

2020. Ainsi, la politique économique de Trump pourrait surtout se traduire par une amplification du cycle de croissance avec une accélération en phase de haut de cycle – 2018 et 2019 – et une décélération plus marquée en 2020. Nous anticipons en effet que le PIB ne progresserait plus que de 1,4 % en 2020 après 2,6 % en 2019.

## Allemagne : au-delà du potentiel

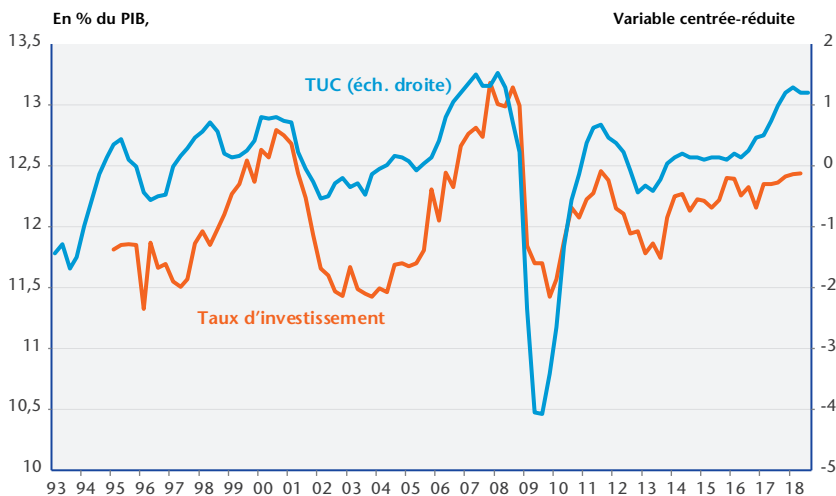
Après une croissance de 2,5 % en 2017, l'activité ralentit légèrement au premier semestre 2018 mais reste sur une trajectoire dynamique ainsi que le reflète le glissement annuel du PIB qui s'est établi à 1,9 % au deuxième trimestre 2018. L'économie allemande continue donc de tourner à plein régime comme en témoigne le taux de chômage qui atteint désormais 3,5 % de la population active, soit le niveau le plus bas observé depuis la réunification. Les finances publiques reflètent également la bonne conjoncture allemande. Le solde budgétaire s'est de nouveau amélioré en 2017 avec un excédent qui atteint 1,3 % du PIB, ce qui donne des marges de manœuvre à la coalition gouvernementale formée en mars 2018 par la CDU et le SPD. Enfin, les différentes estimations de l'écart de production suggèrent que l'Allemagne aurait dépassé son potentiel d'activité, ce qui pose la question de la poursuite de la dynamique en cours et des éventuelles tensions – inflationnistes – qui pourraient résulter de cette situation. Jusqu'ici, force est de constater que ces tensions ne se matérialisent pas.

### L'Allemagne croît toujours

En 2017, la croissance avait été principalement tirée par la demande intérieure dont la contribution s'est élevée à 2,1 points, comme ce fut le cas depuis la fin de la crise. En effet, sur la période 2010-2017, la demande intérieure a contribué pour 1,6 point à la croissance qui a atteint 2,2 % en moyenne. Sur cette même période, la contribution du commerce extérieur est également positive (0,5 point) mais plus faible que pendant les années 2000, où elle atteignait de 0,7 point pour une croissance moyenne de 1,7 % entre 1999 et 2007. En apparence, cette situation pourrait refléter un ré-équilibrage de la croissance allemande. Cette statistique ne doit cependant pas occulter l'accumulation d'excédents courants. En 2017, le solde de la balance courante a atteint 7,9 % en 2017, en léger recul toutefois par rapport à 2016 (8,5 %) et 2015 (8,9 %).

La consommation des ménages ainsi que l'investissement, notamment l'investissement en logement, ont été dynamiques en 2017 et le furent encore au premier semestre 2018, soutenus par l'emploi et des conditions financières avantageuses. Il faut cependant noter un petit ralentissement de la consommation des ménages au deuxième trimestre avec une croissance trimestrielle de 0,3 % après 0,5 % au trimestre précédent. L'investissement productif privé a progressé de 3,2 % en 2017. Sur le début d'année 2018, il augmentait de 0,6 et 0,5 % en rythme trimestriel portant le taux d'investissement à 12,4 %, soit un niveau comparable à celui observé en 2011 (graphique 11). Surtout, le taux d'investissement semble marquer le pas alors que dans le même temps, le taux d'utilisation des capacités de production s'est fortement redressé depuis mi-2016, ce qui aurait dû induire un investissement permettant d'accroître les capacités de production. Enfin, du côté du commerce extérieur, les exportations ont été peu dynamiques au premier trimestre, reculant de 0,3 % puis augmentant de 0,7 % au deuxième, dans un contexte marqué par une légère perte de compétitivité en 2017.

Graphique 11. Taux d'investissement et taux d'utilisation des capacités de production



Source : Destatis.

Sur le marché du travail, les créations d'emploi restent soutenues avec une progression de l'emploi salarié de 0,6 et 0,3 % respectivement au cours des deux premiers trimestres. Par ailleurs, le faible niveau du chômage soutient la croissance du salaire nominal qui a

augmenté de 0,9 % à chaque trimestre en début d'année. Cette accélération des salaires pourrait rendre compte des difficultés croissantes de recrutement que déclarent les entreprises. L'enquête réalisée pour l'industrie indique même que ces difficultés atteignent un niveau record depuis 1985. On note également une augmentation moyenne de la durée du travail depuis le début de l'année 2017. Alors qu'elle avait baissé en 2015 et 2016, elle augmente à nouveau depuis 2017, de 0,2 % en moyenne par trimestre. Bien que les différentes estimations suggèrent un écart de production positif pour l'Allemagne, cet écart ne se traduit pas par une accélération des prix. L'indice harmonisé des prix à la consommation a certes accéléré au deuxième trimestre – passant de 1,5 % à 1,9 % – mais cette hausse reflète la volatilité de l'indice des prix à l'énergie. En effet, l'inflation sous-jacente reste modérée s'établissant à 1 % en août.

### **Ralentissement progressif**

Les tensions sur les capacités de production de l'économie allemande se feraient plus prégnantes et induiraient un ralentissement progressif de l'activité sur la période 2018-2020.

En 2018, la croissance serait amputée à la fois par la hausse plus importante du prix du pétrole et par la compétitivité. L'effet cumulé de ces deux chocs négatifs atteindrait 0,6 point. Il serait cependant compensé par une demande mondiale qui reste bien orientée sur l'ensemble de l'année et par la politique économique. La fin de l'assouplissement quantitatif et la remontée très progressive des taux d'intérêt en zone euro maintiendront la politique monétaire expansionniste, en particulier au regard de la situation conjoncturelle allemande. Par ailleurs, l'impulsion budgétaire s'élèverait à 0,3 point de PIB. L'impact sur l'activité serait toutefois atténué en moyenne en raison d'un multiplicateur budgétaire faible.

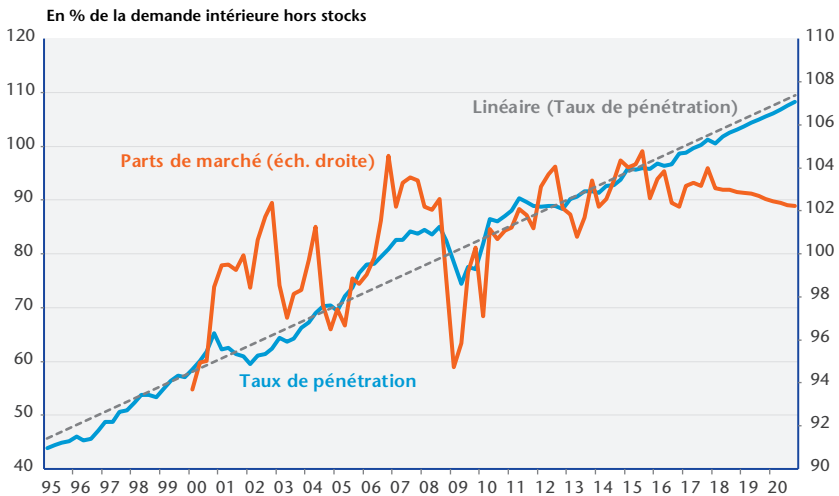
En 2019, la politique budgétaire restera expansionniste. Le budget prévoit en effet plusieurs mesures de soutien au revenu des ménages, soit par des baisses d'impôt (augmentation des seuils d'imposition et de certains abattements), soit par une hausse des dépenses de transferts (hausse des allocations familiales et de certaines dépenses de retraite). Le gouvernement prévoit également une hausse des dépenses d'investissement, ce qui porterait l'ensemble des mesures à 12,7 milliards d'euros, soit 0,4 point du PIB potentiel. L'impulsion serait également positive en 2020. Cette orientation expansionniste de la politique budgétaire réduirait légèrement l'excédent budgétaire qui

atteindrait 1,3 % et 1 % respectivement en 2019 et 2020 contre 1,6 % en 2018. L'impulsion ne réduirait donc pas les marges de manœuvre dont dispose l'Allemagne et la dette publique repasserait d'ailleurs sous le seuil de 60 % du PIB, une première depuis 2002. Le gouvernement prévoit une augmentation des dépenses d'investissement public (6,7 milliards sur 3 ans) représentant un peu moins de 0,1 point de PIB par an. Si ces décisions pourraient permettre d'inverser la baisse constatée de l'investissement public depuis de nombreuses années, l'impact en termes de croissance potentielle serait insuffisant pour entraîner une accélération de croissance future.

Or, puisque l'écart de production est refermé, la capacité de l'économie allemande à poursuivre une croissance élevée dépendra surtout de la croissance potentielle et donc des tendances de productivité et de population active. On observe de fait une augmentation de la population active tendancielle au cours des dernières années en lien notamment avec l'arrivée de réfugiés et de travailleurs d'Europe de l'Est. Par contre, la productivité tendancielle croîtrait autour de 1 % en 2018-2020. En l'absence d'une accélération plus significative du PIB potentiel, les contraintes d'offre réduiront la dynamique de croissance. La consommation des ménages resterait bien orientée, soutenue par une hausse des salaires nominaux dans le secteur marchand de 3,3 et 3,6 % en 2019 et 2020 après 2,5 % et 2 % en 2018 et 2017 et par la politique budgétaire. L'investissement progresserait de 1,7 % en 2019 après 3 % en 2018 et 3,6 % en 2017. L'investissement en logement continuerait à progresser sur une trajectoire dynamique de 0,8 % en moyenne en 2019 et 0,7 % en 2020 mais l'investissement productif privé serait atone.

Le dynamisme de la consommation privée se refléterait également sur les importations. Le ratio des importations sur la demande intérieure hors stock atteindrait 49,5 % en fin d'année 2020 (graphique 12), tandis que les contraintes d'offre se traduiraient également par une légère perte de parts de marché à l'exportation. Globalement, la contribution du commerce extérieur à la croissance serait négative en 2019 et 2020, expliquant en partie le ralentissement de l'activité. La croissance du PIB passerait ainsi d'un pic à 2,5 % en 2017 à 1,8 % en 2018 et 1,5 % en 2020.

Graphique 12. Taux de pénétration et parts de marché à l'exportation



Note : Le taux de pénétration est calculé comme le ratio des importations sur la demande intérieure hors stocks.

Sources : Destatis, prévision OFCE avril 2018.

## Italie : passage en force

Après plusieurs semaines de tractations politiques, la constitution d'un nouveau gouvernement en juin 2018 a rebattu les cartes en Italie. En effet, la coalition formée par la Ligue de Matteo Salvini et le Mouvement 5 Étoiles de Luigi di Maio remet en question la trajectoire de consolidation budgétaire, en annonçant une forte déviation par rapport aux objectifs de déficit public du Pacte de stabilité et de croissance transmis à la Commission européenne le 26 avril 2018. Contrainte par un fort endettement public, soumise aux risques d'une hausse des taux d'intérêt en cas de dérapage budgétaire, l'Italie dispose d'une marge de manœuvre limitée. Après un long bras de fer entre les deux leaders d'une part, et le ministre des Finances Giovanni Tria, partisan du sérieux budgétaire d'autre part, les premiers ont finalement imposé leur point de vue. Le budget ainsi décidé doit être débattu au Parlement italien et adopté avant la fin de l'année. Nous faisons dans notre prévision l'hypothèse que le budget 2019 sera adopté par le Parlement, et que l'objectif de déficit public sera maintenu à 2,4 % du PIB. Pour 2020, le gouvernement annonce une trajectoire de baisse du déficit public à 2,1 %. Pour notre part, nous faisons l'hypothèse plus prudente d'une impulsion neutre et inscrivons également un déficit de 2,4 % du PIB pour 2020.



Malgré une impulsion budgétaire très positive en 2019, la croissance annuelle est à peine supérieure à celle de 2018, ce qui s'explique par des effets d'acquis. En effet, l'acquis de croissance pour 2018 est de 0,5 point, contre 0,1 point pour 2019, car la fin d'année 2017 est beaucoup plus dynamique que nos prévisions l'avaient prévu pour la fin d'année 2018. En glissement annuel en revanche, le tableau est différent : au quatrième trimestre 2019, la croissance est de 1,6 %, contre 0,6 % au quatrième trimestre 2018. Pour 2019 et 2020, nous anticipons respectivement une croissance de 1 % et de 0,9 % du PIB. La croissance, certes faible, reste néanmoins supérieure à la croissance potentielle (0,3 %). En effet, l'écart de production (*output gap*) est toujours creusé, et entraîne un rattrapage de 0,4 point de PIB par an. Ainsi, la croissance spontanée<sup>9</sup> atteint 0,7 point de PIB en 2019 et 2020. Par ailleurs, nous anticipons une impulsion budgétaire beaucoup plus forte en 2019 (0,7 point de PIB) par rapport à 2020 (0,1 point de PIB). Les autres chocs, comme le prix du pétrole ou la compétitivité-prix, sont en revanche plus positifs ou moins négatifs en 2020 qu'en 2019.

C'est essentiellement la demande interne qui devrait tirer la croissance en 2019 et en 2020. L'investissement continuerait de progresser, sous l'effet des mesures fiscales (mesures de suramortissement et mise en place d'une *flat tax* pour les PME), d'une politique monétaire toujours accommodante, et d'un taux d'utilisation des capacités revenu au point haut de 2007. L'introduction du revenu de citoyenneté et la baisse du chômage devraient soutenir la croissance du revenu disponible brut réel en 2019. La baisse du chômage sera néanmoins modérée, en raison de la fermeture progressive du cycle de productivité. Par ailleurs, le secteur bancaire poursuit sa restructuration<sup>10</sup> : la politique accommodante de la BCE permet aux entreprises et aux ménages de bénéficier de conditions de financement favorables ; en revanche, la remontée des taux observée à partir de septembre 2018 devrait durcir les conditions de financement. Enfin, la contribution du commerce extérieur à la croissance serait quasi-nulle avec la dégradation de la compétitivité-prix en 2019 et 2020, en raison de l'appréciation de l'euro et de la reconstitution des marges des entreprises.

---

9. La croissance spontanée, pour une année donnée, se définit comme la somme de la croissance potentielle et de la fermeture de l'écart de production.

10. Voir Antonin (2017).

La politique budgétaire expansive, si elle soutient temporairement la croissance, est néanmoins porteuse du risque de remontée des taux, qui limiterait les marges de manœuvre budgétaires et poserait la question de la soutenabilité de la dette. En outre, l'Italie n'a pas résolu les problèmes qui expliquent la faiblesse de sa croissance potentielle, notamment l'absence de productivité<sup>11</sup>. Ainsi, le cycle de productivité s'est à nouveau largement creusé au premier semestre 2018.

### **2018 : décélération progressive**

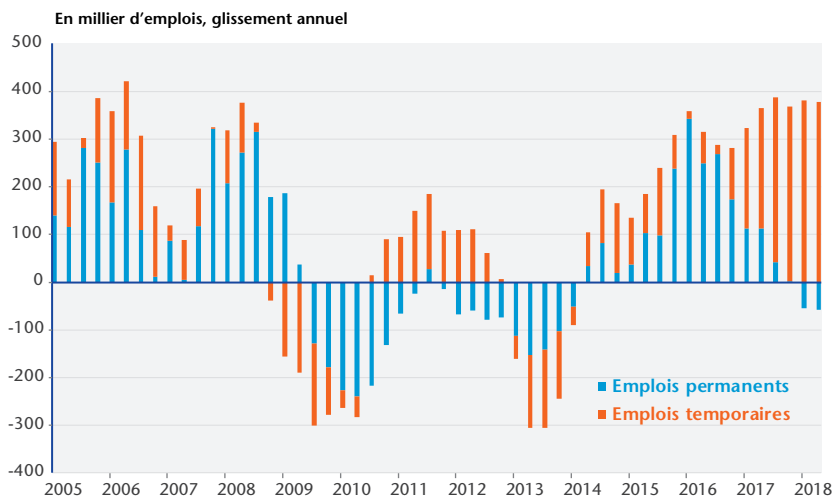
La croissance a été modérée aux premier et deuxième trimestres de 2018 (respectivement +0,3 % et +0,1 % de croissance), mais les moteurs de croissance ont été différents entre les deux trimestres. En effet, la croissance du premier trimestre a été tirée par la consommation des ménages et le stockage, alors que l'investissement des entreprises et le commerce extérieur ont eu un impact négatif. Au deuxième trimestre, c'est en revanche la FBCF productive qui a tiré la croissance, alors que le commerce extérieur a continué d'avoir une contribution négative sur la croissance en raison du dynamisme des importations. Le motif de précaution lié à l'incertitude politique et budgétaire explique vraisemblablement la faible consommation des ménages et la remontée du taux d'épargne au deuxième trimestre, alors que l'investissement continue sa progression, bénéficiant d'une politique favorable dans le cadre du programme 4.0. Sur le plan de l'emploi, on constate que le dynamisme de l'emploi salarié ne s'explique que par les emplois à durée déterminée (graphique 13), alors que les emplois à durée indéterminée sont en recul, en glissement annuel, au premier et deuxième trimestres 2018. Ainsi, la hausse de l'emploi permanent, qui avait été très soutenue en 2015 et 2016, semble s'être complètement tarie avec l'arrivée à expiration des dispositifs de baisse généralisée de cotisations sociales des entreprises<sup>12</sup>. La faible progression de la population active (0,3 % en 2019) par rapport à l'emploi (1 %) explique la baisse du taux de chômage, qui atteint 9,9 % au deuxième trimestre 2018.

---

11. Voir Bugamelli (2018).

12. Alors qu'en 2015, les exonérations de cotisations sociales ont concerné toutes les nouvelles embauches, pendant une durée de 3 ans, depuis 2018, les exonérations de cotisations, d'un montant de 50 % des cotisations sociales patronales (dans la limite de 3 000 euros et pour une durée de trois ans) ne sont maintenues que pour les jeunes de moins de 35 ans, et à partir de 2019, ne cibleront que les jeunes de moins de 30 ans.

Graphique 13. Évolution du nombre d'emplois salariés par type de contrat



Nous prévoyons une faible croissance au deuxième semestre 2018 (respectivement 0,0 % et 0,1 % au troisième et quatrième trimestres 2018), en ligne avec de mauvaises enquêtes sur la consommation et l'industrie. Nous supposons que le cycle de productivité cessera de se creuser, ce qui entraînera une stagnation de l'emploi au deuxième semestre. Seule la baisse de la population active au troisième trimestre permettra au chômage de baisser, avant de se stabiliser au quatrième trimestre. Après avoir enregistré une forte progression au deuxième trimestre, le revenu disponible brut des ménages devrait également stagner, ce qui pèsera sur la consommation des ménages.

## 2019 : une politique de relance assumée

Les difficultés à former un gouvernement et à établir un budget pour 2019 sont symptomatiques de la fragilité politique qui règne en Italie depuis les élections du 4 mars 2018. Malgré leurs dissensions, les deux partis composant le gouvernement italien semblent au moins s'accorder sur un point : la nécessité de desserrer la contrainte budgétaire et de relancer la demande. Ainsi, le contrat de gouvernement, publié en mai 2018, était sans équivoque. Il annonçait un choc fiscal d'un montant approximatif de 97 milliards d'euros sur 5 ans, soit 5,6 % du PIB sur la durée du quinquennat (tableau 2). Certes, étant donné l'engagement de l'Italie à respecter la discipline budgétaire européenne, il paraissait improbable que ce chiffre soit réellement mis en

œuvre. Cela étant, il était encore plus improbable que le gouvernement renonce, l'année de son élection, à mettre en œuvre les mesures phares de son programme. Ainsi, le projet présenté au Parlement italien prévoit un déficit public de 2,4 % du PIB pour 2019, loin des 0,8 % initialement prévus.

Pour notre part, nous anticipons une impulsion positive de 0,7 point de PIB en 2019. Cette impulsion se décompose comme suit :

- Une baisse des prélèvements obligatoires de 5 milliards, soit 0,3 point de PIB, liée à l'introduction progressive de la « flat tax » à 15 % pour les PME, une mesure défendue par la Ligue. L'extension de la « flat tax » à l'ensemble des entreprises et aux ménages a été repoussée à plus tard dans le mandat, sans autre précision.
- Une hausse des dépenses publiques, que l'on chiffre globalement à 7 milliards d'euros, soit 0,4 point de PIB. Citons d'abord la mesure emblématique du Mouvement 5 Étoiles, l'introduction d'une pension de citoyenneté (en janvier 2019) et d'un revenu de citoyenneté (en avril 2019), pour un montant total estimé à 10 milliards d'euros. La pension de citoyenneté est destinée à compléter la pension de tous les retraités pour la porter à 780 euros par mois. Pour les actifs, le principe est similaire – compléter le salaire à hauteur de 780 euros –, mais sous conditions : ils devront néanmoins s'engager à suivre une formation et à accepter au moins une des trois premières propositions d'emploi qui leur seront présentées par le Centre pour l'emploi. La révision de la réforme des retraites, qui prévoit la « règle des 100 », permettra en outre le départ à la retraite lorsque la somme entre l'âge et les années travaillées atteint 100, sous certaines conditions. Cela devrait coûter 7 milliards d'euros en 2019. Enfin, un fonds d'investissement de 50 milliards d'euros est prévu sur 5 ans ; nous inscrivons pour notre part une hausse de l'investissement public de 4 milliards d'euros en 2019. Pour financer la hausse des dépenses sans accroître le déficit public au-delà de 2,4 %, le gouvernement devra donc économiser 14 milliards d'euros, soit l'équivalent de 0,8 point de PIB. Pour l'instant, ces mesures sont très imprécises (poursuite de la rationalisation des dépenses et mesures d'amnistie fiscale).

Pour 2020, le gouvernement italien annonce une baisse du déficit public à 2,1 % du PIB. Or, pour arriver à ce chiffre, étant donné nos hypothèses de croissance, cela nécessiterait d'inscrire une politique

Tableau 2. Choc fiscal annoncé par la coalition sur 5 ans

En milliards d'euros	
<b>1) Nouvelles dépenses publiques</b>	<b>23</b>
Revenu citoyen	15
Révision de la réforme des retraites	8
<b>2) Baisse des prélèvements obligatoires</b>	<b>74</b>
Ménages : baisse des taux de PO	50
Entreprises : impôt sur les sociétés	4
Entreprises : IRAP taxe régionale	20
Stimulus fiscal (1-2)	97
<b>En % du PIB</b>	<b>5,6 %</b>

Sources : site de la coalition, articles de presse, OFCE.

budgetaire légèrement restrictive, ce qui est peu crédible. Par conséquent, nous supposons une neutralité de la politique budgétaire en 2020, qui se traduit par un maintien du déficit à 2,4 % du PIB.

L'évolution du ratio d'endettement public dépend non seulement du solde des APU mais également de la croissance et du déflateur du PIB (voir formule *infra*). Or, les prix restent contenus en 2019 et 2020, notamment sous l'effet de la modération salariale. Ainsi, la croissance nominale avoisinerait les 2 % en 2019 et 2020.

La viabilité de ce scénario est néanmoins dépendante de l'hypothèse cruciale du niveau des taux d'intérêt. Hors paiement des intérêts, l'Italie dégage un excédent primaire (1,5 % du PIB en 2017). Elle a pu profiter de la politique expansionniste de la BCE qui a permis la baisse de la charge d'intérêt depuis 2013 : le poids des intérêts est ainsi passé de 5,2 % du PIB en 2013 à 3,6 % estimés en 2018. Cependant, l'accroissement de l'écart de taux souverain avec l'Allemagne depuis l'annonce du dérapage budgétaire fait craindre une nouvelle hausse des taux d'intérêt. Nous supposons que les taux d'intérêt sur la dette restent au niveau de début octobre 2018. Étant donné la maturité de la dette publique (sept ans), la remontée des taux inscrite en prévision pour 2019 et 2020 est très progressive. Ainsi, en termes de charge d'intérêts rapportée au PIB, on passerait de 3,6 % du PIB en 2018 à 3,8 % en 2019 et 4,0 % en 2020). Cela se traduirait par un taux apparent passant de 2,7 % en 2018 à 2,9 % en 2019 et 3,1 % en 2020.

Sous toutes ces hypothèses, la dette publique baisserait continûment jusqu'en 2020, passant de 131,2 % en 2018 à 130,3 % du PIB en

2019, puis à 129,5 % en 2020 (tableau 3). Compte tenu de nos prévisions macroéconomiques, la dette publique décroîtra en 2019 si le taux d'intérêt apparent reste inférieur à 3,5 % du PIB, autrement dit si la charge d'intérêt rapportée au PIB est inférieure à 4,5 %.

Tableau 3. Évolution du ratio dette publique/ PIB selon nos hypothèses

	2017	2018	2019	2020
Dette publique/PIB ( $d_t$ )	131,8	131,2	130,3	129,5
Taux d'intérêt apparent de la dette ( $i$ )	2,9	2,7	2,9	3,0
Croissance du PIB en valeur ( $g$ )	2,2	2,1	2,3	2,1
Croissance du PIB en volume	1,6	1,0	1,1	1,0
Déflateur du PIB	0,6	1,1	1,2	1,1
Solde primaire en % du PIB ( $s_t$ )	1,5	1,8	1,5	1,6
Solde public en % du PIB	-2,3	-1,8	-2,4	-2,4
Charge d'intérêt en % du PIB	3,8	3,6	3,8	4,0
Prévision dette publique / PIB ( $d_{t+1}$ )	131,2	130,3	129,5	129,1
Taux d'intérêt apparent stabilisant la dette	3,4	3,4	3,5	3,3
Solde primaire stabilisant la dette	0,9	0,8	0,8	1,1
Solde public stabilisant la dette	-2,9	-2,7	-3,1	-2,8

*Note de lecture* : le ratio dette publique/PIB en 2017 est de 131,8 %, et il passe à 131,2 % en 2018.

*Note* : L'évolution de la dette publique dépend non seulement du solde primaire, mais également du taux d'intérêt apparent et du taux de croissance, selon la formule :  $d_{t+1} = d_t (1 + i) / (1 + g) - s_t$  avec  $g$  : taux de croissance du PIB nominal,  $i$  : taux d'intérêt apparent sur la dette,  $s$  : solde public primaire / PIB,  $d$  : dette publique/PIB.

*Sources* : AMECO, calculs de l'auteur.

## 2019 et 2020 : croissance au-dessus du potentiel

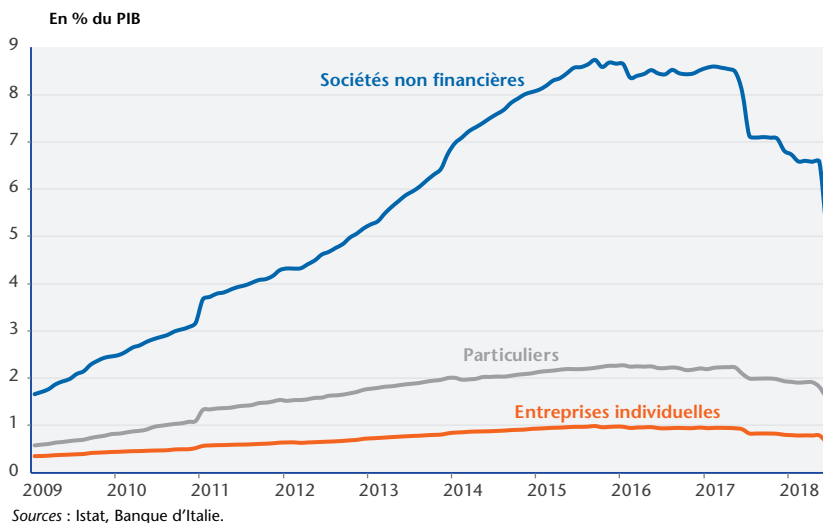
C'est essentiellement la demande interne qui devrait tirer la croissance en 2019, et dans une moindre mesure en 2020. Pour les ménages, la croissance du revenu disponible en 2019 sera notamment soutenue par l'introduction du revenu de citoyenneté qui cible les ménages les plus pauvres, dont la propension marginale à consommer est la plus forte. En outre, la clause de sauvegarde qui prévoyait l'augmentation automatique du taux de TVA – et qui aurait rapporté 12,4 milliards d'euros – a été neutralisée, permettant d'éviter une hausse d'impôt pour les ménages. Ainsi, le revenu disponible croîtrait de 0,8 % en 2019. Pour 2020, la progression du revenu disponible serait très modérée (0,4 %) avec une faible baisse du taux de chômage et l'absence de mesures budgétaires nouvelles en faveur des ménages.

Sur le marché du travail, la progression de l'emploi serait moins dynamique que par le passé, la baisse du chômage assez marquée en

2019 provenant essentiellement de la faible progression de la population active. En conséquence, le contexte sera peu propice aux revalorisations salariales. Ainsi, nous anticipons une progression des salaires nominaux par tête en ligne avec l'inflation. En faisant l'hypothèse d'une légère baisse du taux d'épargne, liée à la baisse du taux de chômage, la consommation des ménages serait ainsi globalement dynamique en 2019 (+1,1 % en glissement annuel au quatrième trimestre 2018), et bien plus faible en 2020 (+0,3 % en glissement). Étant donné la résorption progressive de l'écart de production (1,7 % du PIB en 2018), l'évolution du prix du baril de pétrole et du taux de change, et l'absence d'inflation salariale, l'inflation devrait rester modérée, autour de 1 % en 2019 et 2020.

Pour les entreprises, l'impact budgétaire des mesures serait positif en 2019, avec l'introduction d'une « flat tax » à 15 % touchant 1 million de PME. L'extension des mesures à d'autres entreprises en 2020 permettra également de soutenir l'investissement. Par ailleurs, les mesures de super- et d'hyper-amortissement ont été prolongées pour 2019 et 2020, dans le cadre du plan Industrie 4.0. Ainsi, la FBCF augmentera de 2,8 % en 2019 puis de 2,3 % en 2020, portée par la faiblesse du coût du crédit, par la reconstitution des marges et par la baisse de la fiscalité. Par ailleurs, au niveau du financement bancaire, l'apurement des créances douteuses se poursuit lentement. Le montant des prêts irrécouvrables (*sofferenze*) a amorcé une forte baisse de 35 milliards d'euros entre janvier et juin 2018, soit plus de deux points de PIB (graphique 14). 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.

Concernant le commerce extérieur, sa contribution à la croissance serait neutre en 2019, en raison du dynamisme de la demande interne qui soutient les importations, et d'un rythme d'exportations qui lui permet de stabiliser ses parts de marché mondiales. Le taux de pénétration continuerait sa dynamique de progression, passant de 31,1 % à 32,7 % entre le premier trimestre 2019 et le dernier trimestre 2020.

Graphique 14. Part des prêts irrécouvrables (*sofferenze*)

## Espagne : retour vers l'équilibre sur fond d'instabilité politique

Après 5 années de profonde récession (2008-2013) et 4 années d'une reprise rapide (2014-2017), l'économie espagnole est en train de fermer progressivement l'écart de son cycle de croissance. Avec un taux de sous-emploi encore élevé à la mi-2018 (5 points au-dessus de 2007 et autant vis-à-vis de la moyenne de la zone euro), les marges d'une croissance sans tensions inflationnistes existent mais se réduisent. La dynamique de rattrapage s'épuise et l'activité ralentit. En 2018, l'économie espagnole comptera sur un soutien opportun de la politique budgétaire. Ce ne sera plus le cas en 2019 et 2020. Néanmoins, le PIB continuera d'augmenter plus vite que la croissance potentielle. L'écart de production devrait être encore négatif en 2020 mais proche de zéro. L'inflation reviendrait autour de 1,4 %, bénéficiant de la baisse des prix du pétrole sur un an.

### Confirmation de la solidité de la reprise passée

Si la dernière version des comptes nationaux publiée en septembre dernier a confirmé la vigueur de la reprise (3,3 % en moyenne sur la période 2015-2017), le profil a été légèrement modifié. La croissance du PIB a été révisée à la hausse en 2015 de 0,2 point et réduite de



0,1 point en 2016 et aussi en 2017, à 3 % cette dernière année. La demande intérieure a été légèrement plus active (+ 0,1 point de contribution à la croissance en 2017), avec notamment des dépenses des ménages plus élevées. Le ralentissement de la consommation des ménages est donc moins marqué entre 2016 et 2017 (2,8 % en 2016 et 2,5 % en 2017, contre 3% et 2,4 % respectivement dans la version antérieure des comptes). Mais ce lissage s'accompagne d'une baisse du taux d'épargne plus forte en 2017 (-2,3 points par rapport à 2016, contre -2 points initialement) qui vient compenser une hausse des revenus largement érodée par l'inflation. Le taux d'épargne est désormais à 7,1 % en 2017 après 11,3 % en 2013. Simultanément, l'investissement logement se porte mieux : 7 % de croissance en 2016 puis 9 % en 2017 contre 4,4 et 8,3 % initialement. À l'inverse, si l'investissement des entreprises reste dynamique, il est moins fort que par le passé (1,5 % en 2016 et 3,4 % en 2017, contre 3 % et 3,9 % auparavant) et plus en phase avec l'effet attendu de l'accélérateur et les marges de production disponibles.

Mais la principale différence entre les deux versions des comptes vient du commerce extérieur. Bien que les performances à l'exportation aient été encore meilleures qu'annoncées par l'INE (*Instituto Nacional de Estadística*), les importations de biens et services ont été révisées d'un point à la hausse en 2017. Résultat, la contribution des échanges extérieurs a été dégradée de 0,2 point en 2017 par rapport à l'ancienne version et le taux de pénétration, qui stagnait de façon inexplicable à un niveau très bas, retrouve une dynamique plus en lien avec la croissance en 2017.

### **En 2018, l'économie quitte sa phase de reprise**

La fragilité politique des gouvernements continue de peser en 2018 sur les décisions budgétaires. Pour rappel, l'impossibilité du précédent chef de gouvernement Mariano Rajoy à faire voter un budget 2018 au Parlement avait conduit les autorités fin 2017, à proroger, comme la Constitution le permet, le budget 2017 sur l'année 2018. Le projet de loi de finances 2018 est finalement envoyé à la Commission européenne le 30 avril et adopté quelques semaines plus tard à la chambre basse. Mais M. Rajoy est destitué le 1<sup>er</sup> juin et remplacé par le socialiste Pedro Sanchez. La loi de Finances est adoptée dans la foulée.

Le budget 2018 élaboré à coups de concessions faites aux petits partis que M. Rajoy espérait séduire, est clairement expansionniste et redistributif. Mais si cette orientation contrevient aux règles budgé-

taires prônées par Bruxelles, l'Espagne est pour la dernière année sous le coup de la Procédure pour déficit excessif (PDE). Après 3,1 % en 2017, le déficit passera sous la barre des 3 % cette année sans problème, ce qui permettra à l'Espagne de sortir de la PDE. Il n'atteindra néanmoins pas l'objectif de 2,2 % assigné dans le Programme de stabilité 2018-2021.

*Les principales mesures inscrites dans le budget 2018 sont :*

- la hausse de 1,75 % du salaire des fonctionnaires en 2018 (0,2 point de PIB), qui vient s'ajouter à l'accord pluriannuel signé entre l'État et les syndicats pour une hausse comprise entre 2,5 % et 2,75 % en 2019 dès lors que la croissance est supérieure à 2,5 % (0,3 point de PIB) ;
- la revalorisation des retraites de 1,6 % en 2018 et de 1,5 % en 2019, en plus des hausses pour les pensions et retraites les plus faibles (0,2 point de PIB en 2018 et aussi en 2019) ;
- la baisse d'impôt pour les ménages à bas revenus (0,1 point de PIB en 2018 et aussi en 2019).

Selon le chiffrage de la Commission, cette nouvelle loi de finance dégraderait le solde structurel primaire de 0,6 point de PIB (selon l'ancien gouvernement, il le stabiliserait). Cette politique budgétaire expansionniste pour 2018 vient soutenir une activité qui depuis le milieu de 2017, tend à ralentir. Au deuxième trimestre 2018, le PIB a progressé de 2,5 % sur un an contre une moyenne de 3 % en 2017. Ce ralentissement s'explique principalement par les très mauvaises performances du commerce extérieur. Les exportations ont sensiblement ralenti au premier semestre 2018 (2,3 % sur un an au deuxième trimestre après 5,2 % en moyenne 2017). Plusieurs facteurs peuvent expliquer cela : le ralentissement du commerce international, l'épuisement de l'avantage de compétitivité relativement aux concurrents étrangers et aussi la désaffection des touristes qui retournent vers d'autres destinations désormais moins à risque (Turquie, Maroc...). Simultanément les importations sont restées très dynamiques (5,2 % sur un an au deuxième trimestre). Sur un an, la contribution du commerce extérieur à la croissance a été de -0,7 point au deuxième trimestre 2018. Simultanément, la demande intérieure s'est renforcée sous l'effet de l'investissement des entreprises (+4,5 % en variation trimestrielle au deuxième trimestre). La consommation des ménages et l'investissement logement ont été par contre un peu moins dynamiques.

Mais, bien qu'en baisse, la croissance espagnole reste solide. Le marché du travail continue de se raffermir. Les enquêtes révèlent que, depuis un an, de plus en plus de contrats à durée indéterminée résultent de la conversion de contrats à durée déterminée (9,7 % des CDI en mai 2018 contre une moyenne de 8 % entre 2014 et 2017). De même malgré la reprise des emplois en CDD, leur part dans l'emploi total n'a que faiblement augmenté depuis 2013 et semble s'être stabilisée sur la fin de la période. La majorité des contrats sont à plein temps. Enfin et surtout le taux de chômage continue de baisser rapidement (-1,9 point sur un an à 15,3 % à la mi 2018) surtout pour les jeunes et les chômeurs de plus d'un an.

Néanmoins, le taux de chômage reste élevé et comme le souligne la Commission, la part du travail à temps partiel subi est importante (61 % en 2017), comme l'emploi temporaire (22 % en 2017) et le nombre de travailleurs pauvres.

Dans ces conditions, les salaires accélèrent (1,1 % sur un au deuxième trimestre après 0,6 % en 2017) pour évoluer au même rythme que la productivité. La hausse de 8 % du salaire minimum en 2017 n'a eu que peu d'impact sur l'emploi et les salaires selon la Banque d'Espagne<sup>13</sup>. Les hausses de 4 % en 2018 puis de 5 % en 2019 et 10 % en 2020 prévues dans le cadre d'un accord pluri-annuel avec les syndicats si la croissance est supérieure à 2,5 % par an et les créations d'emploi à 450 000, ne devraient pas être perceptibles à une échelle macroéconomique compte tenu du faible nombre de travailleurs concernés (0,6 % des travailleurs). Au final, le taux de marge des entreprises ne devrait pas se retourner avant 2020

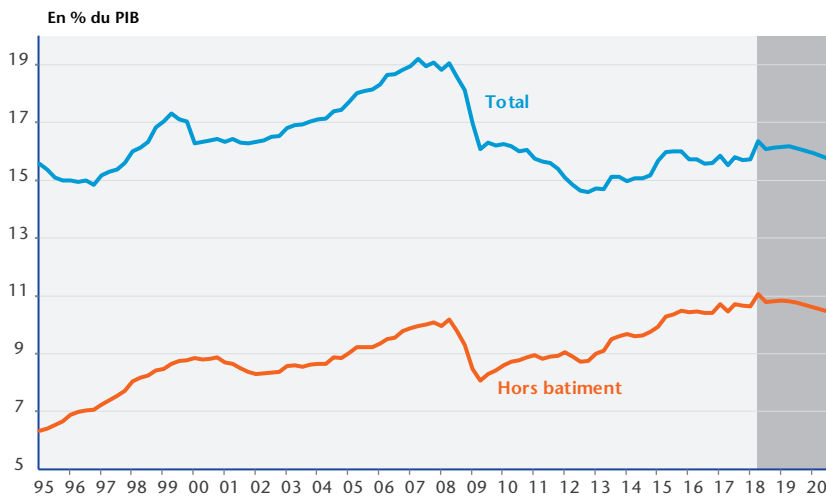
En 2018, la consommation des ménages sera soutenue par les nouvelles mesures budgétaires qui doperont le RDB. Le taux d'épargne ne devrait plus jouer un rôle moteur dans le financement de la consommation mais restera à un niveau relativement bas (5,7 % après une moyenne de long terme autour de 10 %). Les ménages devraient continuer de bénéficier de conditions favorables sur le marché du crédit pour investir dans l'immobilier. L'indicateur d'accessibilité reste encore très élevé malgré des prix en hausse. Du côté des entreprises, l'indicateur de confiance s'est nettement retourné depuis le mois d'avril, notamment avec la dégradation des carnets de commande (surtout à l'exportation) et des perspectives de production. De fait,

---

13. Voir *Los efectos sobre el empleo y los salarios de la reciente subida del salario mínimo*, Banco de España, Boletín Económico 1/2017.

l'investissement pourrait baisser au troisième trimestre avant de retrouver un sentier de croissance dynamique pendant quelques trimestres du fait d'une demande encore forte (graphique 15). On attend une meilleure contribution du commerce extérieur au deuxième semestre avec un redressement des exportations et un tassement des importations.

Graphique 15. Taux d'investissement des entreprises



Source : INE, prévisions OFCE.

### L'écart de production serait presque refermé à l'horizon 2020

En 2019 et 2020, la croissance espagnole devrait continuer de baisser mais restera supérieure à la croissance potentielle qui selon nos hypothèses, passerait de 1,1 % en 2017 à 1,4 % en 2020, du fait d'une baisse du taux de chômage structurel. Le marché du travail continuera de se raffermir sur toute la période. Le taux de chômage pourrait atteindre 12,5 % fin 2020 et se situer en-deçà du taux de chômage non inflationniste que nous situons autour de 14 %. Les salaires horaires accéléreraient d'environ 2,4 % l'an tandis que la productivité du travail, qui depuis 2014 a refermé son cycle, resterait sur sa tendance de moyen terme de 0,8 % l'an. Le taux de marge des entreprises commencerait à se dégrader fin 2019, les salaires nominaux augmentant plus vite que les prix. À partir de l'été 2019, l'investissement des entreprises pourrait se retourner, le taux d'investissement atteignant un pic à cette période. Quant à la contribution du commerce extérieur à la croissance, les importations continueraient

d'augmenter plus vite que la demande finale et les exportations perdre en compétitivité et donc en parts de marché. Malgré tout la contribution resterait positive à l'horizon 2020.

Ce scénario s'appuie sur des hypothèses budgétaires plutôt restrictives. Selon les informations connues à la date du 5 octobre, le gouvernement de Pedro Sanchez ne parvient pas à utiliser la marge de manœuvre supplémentaire acceptée par Bruxelles en juillet dernier pour un relèvement de 4 % du plafond de dépenses (6 milliards d'euros) et un relâchement de 0,5 point de déficit en 2019, faute de soutien des indépendantistes au Parlement espagnol et d'un risque de veto final au Sénat. Pour éviter des élections anticipées, Sanchez prévoit donc de s'en tenir au Programme de stabilité 2018-2021 présenté par M. Rajoy (qui suppose une impulsion budgétaire de -0,2 pour 2019) et de revenir à des objectifs de déficits plus contraignants (1,3 % en 2019 et 0,5 en 2020 au lieu de 1,8 et 1,1 %). Cette situation ne peut être que transitoire. On fait l'hypothèse ici d'une impulsion budgétaire plutôt neutre en 2019 et plus restrictive en 2020 (-0,4 point de PIB). Cette politique est loin des recommandations faites par la Commission qui demande pour 2019 un effort structurel de 0,65 point de PIB. Mais les autorités bruxelloises sont pour le moment plus conciliantes avec l'Espagne qu'avec l'Italie, considérant avant tout que le niveau de dette y est plus bas (97 % du PIB en 2018), que l'incertitude entourant la mesure du taux de chômage structurel reste élevée et que le gouvernement de P. Sanchez fait preuve de bonne volonté pour respecter les engagements, malgré sa fragilité. Pour l'heure, les marchés financiers ne s'inquiètent pas de cette situation, les primes de risque sur le marché des obligations publiques restant stables.

## Royaume-Uni : à l'heure du Brexit

Selon les comptes nationaux publiés le 28 septembre dernier, la croissance britannique est passée de 1,8 % en glissement sur un an au deuxième trimestre 2017 à 1,2 % au deuxième trimestre 2018. L'activité continue d'être tirée par les services (+1,6 % sur un an au deuxième trimestre, contre 1,9 % un an plus tôt), tandis que l'industrie manufacturière a marqué le pas au premier semestre (1,4 % sur un an au deuxième trimestre, contre 3 % un an plus tôt) et que l'activité dans le bâtiment stagne, après 5 années de hausse. Au premier trimestre 2018, le PIB n'a augmenté que de 0,1 %, l'activité ayant ralenti du fait

de conditions climatiques exceptionnelles (neige) qui ont freiné l'activité, particulièrement dans le bâtiment, dont la valeur ajoutée, qui représente 6 % de la valeur ajoutée totale, a baissé de 1,6 %. Au deuxième trimestre, le PIB a augmenté de 0,4 % et, selon le PIB mensuel publié depuis cet été par l'ONS, la croissance était revenue à 0,6 % sur les trois derniers mois en juillet, par rapport aux trois mois précédents<sup>14</sup>, en partie grâce à une activité soutenue dans les services de restauration et de ventes de détail, qui auraient, selon l'ONS, bénéficié d'un effet de la Coupe du monde de football et de températures estivales exceptionnellement élevées.

Les perspectives macroéconomiques à l'horizon 2020 sont évidemment fortement conditionnées par les hypothèses que l'on retient sur le Brexit. Or, à la fin septembre 2018, les incertitudes sont loin d'être levées sur les modalités de sortie du Royaume-Uni de l'UE, qui doit officiellement avoir lieu le 29 mars 2019 (encadré 3). Nous supposons que cela sera effectivement le cas, qu'un accord de retrait sera signé entre le Royaume Uni et l'UE-27 d'ici la fin 2018 et qu'une phase de transition s'engagera à partir du 30 mars jusqu'en décembre 2020. Le risque principal est – à la fin septembre – celui d'une sortie sans accord. Nous résumons dans l'encadré 1 l'état actuel des négociations<sup>15</sup>.

### **Encadré 3. L'état des négociations sur la sortie de l'UE (à la fin septembre 2018)**

Les négociations avec l'UE-27 ont commencé en juin 2017, l'UE-27 ayant demandé un séquençage des négociations, n'acceptant de ne négocier dans un premier temps que sur trois points : les droits des citoyens, le règlement financier et la frontière irlandaise. À la fin septembre 2018, un accord a été trouvé sur les droits des citoyens et le règlement financier. Reste la question irlandaise pour laquelle chaque partie souhaite qu'une solution préservant l'accord de paix soit trouvée, mais qui est particulièrement difficile à imaginer<sup>16</sup>.

Sous réserve que les négociations aboutissent sur les trois points de l'accord de retrait, le Conseil européen avait accepté en décembre dernier qu'une période de transition de 21 mois s'ouvre à partir de la fin mars 2019. Durant cette période de transition, le Royaume-Uni restera dans le marché

14. Il s'agit donc ici du taux de croissance du PIB des mois de mai à juillet par rapport au PIB des mois de février à avril.

15. Toutefois, les incertitudes demeurent sur la poursuite des négociations et le scénario macroéconomique en cas d'échec

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

unique, continuera de contribuer au budget européen, mais n'aura plus voix au chapitre dans les décisions européennes ; il pourra engager des négociations avec les pays tiers pour conclure des accords bilatéraux. Cette période de transition était souhaitée par les entreprises britanniques, qui craignaient que le Royaume-Uni ne doive quitter l'UE sans qu'aucun accord n'ait été conclu le 29 mars 2019. L'échéance de la sortie effective du marché unique serait donc repoussée à la fin 2020.

En décembre 2017, les négociations étaient supposées aboutir, lors du sommet européen d'octobre 2018, à un accord fixant les conditions du retrait, les règles de la période de transition et esquissant, par une déclaration politique, le futur traité fixant les relations entre le Royaume-Uni et l'UE-27. Ceci afin que les instances européennes et britanniques aient le temps d'examiner l'accord et de le voter avant le 30 mars 2019. En juillet 2018, Theresa May a proposé un partenariat, dit plan « Chequers », permettant de créer une zone de libre échange pour les marchandises. Ces propositions ont été jugées inacceptables par Michel Barnier, le négociateur en chef pour le compte de l'UE-27, puis par l'UE-27 au sommet de septembre à Salzbourg, jugeant qu'elles affaibliraient le marché unique ; elles sont aussi inacceptables pour les *hard Brexiters*, qui reprochent à Theresa May de faire trop de concessions à l'UE, et sont prêts à prendre le risque d'une sortie sans accord. Les *hard Brexiters* voient dans le Brexit la possibilité que le Royaume-Uni libéralise davantage son économie, en se libérant des contraintes européennes, notamment réglementaires, et en signant des accords de libre-échange avec les pays tiers. Le plan « Chequers » a conduit à la démission de David Davis, alors en charge des négociations avec l'UE et à celle de Boris Johnson, ministre des Affaires étrangères. Le plan est aussi rejeté par les travaillistes, qui préféreraient la tenue d'élections anticipées, qui pourraient les faire arriver au pouvoir, mais la stratégie de négociation sur le Brexit qu'ils adopteraient n'est pas claire.

Six mois avant la sortie du Royaume-Uni de l'UE, les négociations sur le Brexit semblent donc dans l'impasse. Theresa May parviendra-t-elle à un accord avec l'UE-27, qui soit aussi acceptable par une majorité au Parlement britannique ? C'est le scénario que nous avons retenu, car le gouvernement britannique comme l'UE-27 souhaitent parvenir à un accord, pour limiter les impacts économiques négatifs et les répercussions politiques qu'aurait une sortie sans accord. L'hypothèse qu'un accord soit trouvé est par ailleurs celle retenue en général par les prévisionnistes, dont les institutions internationales. Mais, au moment où nous écrivons ces lignes, rien ne peut être exclu. L'absence d'accord est un aléa majeur à la baisse de notre prévision pour l'économie britannique.

Dans la perspective d'un accord, les incertitudes liées au Brexit s'estomperaient progressivement. Le taux de change de la livre resterait quasiment stable à l'horizon 2020 par rapport à l'euro et s'apprécierait donc légèrement en termes effectifs du fait de la baisse du dollar ; les prix des actifs boursiers comme immobiliers ne connaîtraient pas non plus de choc spécifique et continueraient de progresser modérément (d'environ 4 % par an, en retenant une hypothèse conventionnelle d'évolution des prix des actifs proche de celle du revenu des ménages, retenue ici comme pour les autres grands pays suivis en prévision). La politique monétaire continuerait de se resserrer progressivement. L'orientation de la politique budgétaire resterait légèrement restrictive, comme cela était envisagé dans le budget de mars 2018. La croissance britannique serait de 1,3 % cette année, après 1,7 % en 2017 et serait voisine de 1,5 % en 2019 comme en 2020.

### **Politique monétaire : vers un durcissement progressif**

L'inflation en termes d'Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'était établie autour de 2,5 % en glissement sur un an depuis avril 2018, avant d'accélérer légèrement à 2,65 % en août, soit une hausse de 1,9 % à 2,1 % pour l'indice sous-jacent. La Banque d'Angleterre a relevé son taux de base à 0,75 % en août et continuerait de normaliser sa politique monétaire en remontant progressivement le taux de base à 2,25 % fin 2020, veillant à ce que l'inflation mesurée selon l'IPCH revienne à près de 2 % en glissement sur un an à la fin 2020.

La question de l'ampleur des capacités de production inutilisées dans l'économie britannique est discutée chaque mois par le Comité de politique monétaire (CPM), alors que le taux de chômage continue de baisser et n'était plus que de 4 % à l'été 2018, soit le plus bas niveau depuis début 1975. Selon la Banque d'Angleterre, l'économie britannique n'avait pas encore rejoint le plein emploi à l'été 2018, mais le rejoindrait l'an prochain (sous l'hypothèse d'une croissance du PIB de l'ordre de 1,75 %).

Les salaires n'ont jusqu'à présent pas connu de franche accélération, malgré la baisse et le bas niveau du taux de chômage. En termes nominaux, les salaires hebdomadaires moyens<sup>17</sup>, hors primes, étaient en hausse de 2,8 % sur an (en juillet dernier), contre 2,2 % un an plus tôt,

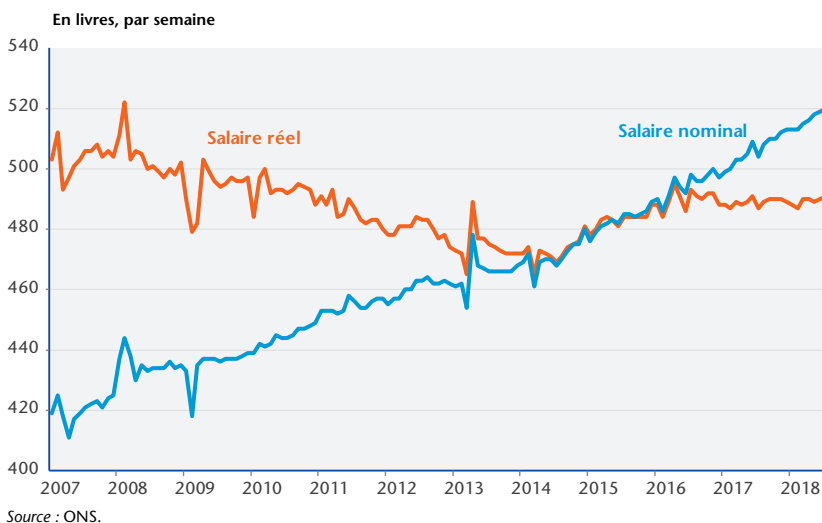
---

17. Pour l'ensemble des salariés de l'économie britannique, quel que soit leur temps de travail.



mais, y compris les bonus, la hausse n'était que de 2,6 % contre 2,4 % un an plus tôt. En termes réels, ils restaient encore 4 % en deçà de leur niveau de début 2008 (graphique 16).

Graphique 16. Salaires hebdomadaires moyens



Les salaires seront soutenus en 2018 par la revalorisation du salaire minimum, qui a été de 4,4 % en avril (pour le taux horaire adulte) et, dans certaines catégories de personnels du secteur public, par le relâchement de la contrainte qui limitait depuis plusieurs années la hausse des salaires à 1 %. Ainsi, dans les secteurs de la santé, de l'enseignement, de la police et des forces armées, des hausses de salaires comprises entre 1 % et 3 % sont envisagées cette année (sans impact budgétaire, car les hausses devront être réalisées à budget constant par les administrations concernées).

Le taux de sous-emploi, mesuré par l'ONS aurait, à 7,4 %, pratiquement retrouvé au deuxième trimestre 2018 son niveau de début 2008. Le ratio d'offres d'emplois non satisfaites sur le total des emplois salariés a pour sa part dépassé son niveau d'avant-crise en 2017, pour atteindre 2,8 % contre 2,5 % début 2008, les secteurs de l'hôtellerie-restauration et de la santé étant ceux où le ratio a le plus augmenté sur cette période (de l'ordre de 1 point).

Dans notre prévision, la hausse des salaires nominaux par tête (au sens de la Comptabilité nationale) accélérerait de 2,4 % en 2017 à 2,6 % en 2018, 3 % en 2019 et 3,3 % en 2020. Le taux de chômage

remonterait de 4 à 4,5 %, sous l'hypothèse de la poursuite d'une hausse de la population active de 0,8 %, ainsi que du maintien d'une augmentation de 1 % de la productivité du travail qui contribuerait à limiter les pressions à la hausse sur les salaires.

### **Politique budgétaire : maintien du cap**

Notre prévision intègre les mesures annoncées dans la présentation budgétaire de mars 2018. Celle-ci prévoyait une hausse de la consommation publique de l'ordre de 1 % par an en volume en 2018 et 2019 et de 0,6 % en 2020 ; une hausse de l'investissement public de l'ordre de 2,1 % par an en volume en 2018 et 2019 et de 6 % en 2020. L'impulsion budgétaire serait négative d'environ 0,3 point de PIB par an, sous l'hypothèse d'une croissance potentielle de l'ordre de 1,6 % par an. Cet effort budgétaire serait effectué *via* les dépenses publiques, tandis que le taux de prélèvements obligatoires resterait quasiment inchangé. En prenant en compte les multiplicateurs dynamiques<sup>18</sup>, l'impact de la politique budgétaire sur la croissance britannique serait pratiquement nul à l'horizon 2020. Le déficit public (au sens de Maastricht) baisserait de 1,8 % du PIB en 2017 à 1,3 % du PIB en 2020. La dette publique rapportée au PIB, au sens de Maastricht, baisserait de 87,5 % du PIB en 2017 à près de 83 % en 2020.

### **Une demande intérieure ralentie**

Depuis 2016, la consommation des ménages a nettement ralenti, passant d'une hausse de 3 % en glissement sur un an à 1,4 % depuis la mi-2017. En 2016 et 2017 le revenu disponible réel des ménages a stagné, en partie sous l'effet de l'accélération du déflateur de la consommation. En glissement par an, la hausse du déflateur est passée de 0,5 % en 2015 à 1,4 % en 2016 et 2,1 % en 2017 et est restée voisine de 2 % depuis. Sous nos hypothèses de prix du pétrole à 85 dollars au quatrième trimestre 2018, suivi d'un retour à 75 dollars en 2019 et 2020, et d'une quasi-stabilité du taux de change, la hausse du déflateur serait de près de 2,5 % au troisième trimestre 2018, puis retournerait vers 2% fin 2020, comme le suggère la boucle prix-salaires<sup>19</sup>.

Le taux d'épargne des ménages a, selon les chiffres actuels, baissé de 2,5 points en moyenne annuelle en 2016 et de 2,25 points en 2017.

---

18. Pour une présentation de ces effets, voir Sampognaro (2018).

19. Voir partie I-6 « L'inflation se dérobe ».

Il fluctue depuis la mi-2017 autour de 4,4 %, soit un niveau historiquement bas. On ne peut exclure de futures révisions à la hausse, comme cela a été le cas il y a un an, lorsque l'ONS avait revu sa méthode d'estimation des dividendes perçus par les ménages. Mais à ce stade la baisse du taux d'épargne est bien retracée par l'équation de consommation que nous utilisons en prévision<sup>20</sup>. La richesse financière nette des ménages reste élevée à près de 340 % du revenu annuel, tandis que le ratio d'endettement sur le revenu reste stable autour de 135 % du revenu annuel (soit en deçà de son pic à 150 % atteint lors de la crise financière). Les prix de l'immobilier sont aussi à des niveaux historiquement élevés. Les effets richesse qui, pour leur composante financière, influencent le comportement de consommation au Royaume-Uni, ont contribué à soutenir la consommation dans la période récente. Dans notre prévision, la richesse financière continuerait de croître comme le revenu des ménages. Le taux d'épargne augmenterait d'environ 1 point à l'horizon 2020.

L'investissement des entreprises est soumis aux incertitudes sur le Brexit. Dans les comptes nationaux actuels, l'investissement des entreprises aurait en fait marqué le pas au second semestre 2015 et le taux d'investissement, défini comme le ratio de l'investissement au PIB (en volume) est depuis lors resté voisin de 9,5 %. Au deuxième trimestre 2018, le niveau de l'investissement était 5 % inférieur à celui suggéré par une équation d'investissement, reposant sur le seul effet d'accélérateur<sup>21</sup>, soit deux fois plus faible que l'hypothèse d'un choc de -10 % en deux ans que nous avons envisagé dans notre première prévision après le référendum, en septembre 2016. L'investissement des entreprises a bien ralenti depuis l'été 2016, mais sur la base des données actuelles, moins nettement qu'envisagé. Nous maintenons l'inertie de l'investissement des entreprises à l'horizon 2020, les incertitudes ne se levant véritablement qu'à la fin de la période de transition.

### **Demande extérieure : poursuite d'un lent rééquilibrage**

Depuis 2016, le déficit de la balance courante s'est réduit, passant de 5,2 % du PIB en 2016, à 3,4 % du PIB au premier semestre 2018. Ceci résulte pour partie de la poursuite de l'amélioration de l'excédent des services (de 4,8 à 5,2 % du PIB), d'une légère réduction du déficit des marchandises (de -6,7 % à -6,4 % du PIB) et d'une nette réduction

---

20. Pour une présentation de l'équation, voir Antonin, Plane et Sampognaro (2017).

21. Voir Ducoudré, Plane et Villemot (2015).

du déficit des revenus primaires. La baisse de la livre qui a eu lieu en 2016 a dans un premier temps permis de stabiliser les parts de marché à l'exportation des marchandises, les exportateurs ayant choisi de restaurer leurs marges plutôt que de diminuer leur prix, tandis que la hausse du taux de pénétration des importations s'est nettement infléchie.

La croissance britannique serait de 1,3 % cette année, après 1,7 % en 2017 et serait voisine de 1,5 % en 2019 comme en 2020. En 2018, comme en 2017, le choc « Brexit » du référendum de juin 2016 contribuerait à freiner la croissance, d'environ 0,2 point de PIB, du fait du moindre investissement des entreprises, tandis que les gains de compétitivité permis par la baisse passée de la livre ne suffiraient pas à compenser les pertes de pouvoir d'achat résultant de l'inflation importée, ce qui freinerait la consommation des ménages. S'ajouterait en 2018 l'impact négatif de la hausse des prix du pétrole (de l'ordre de 0,3 point de PIB). En 2019 et 2020, les effets négatifs du choc « Brexit » de 2016 s'estomperaient, mais la hausse plus rapide des prix au Royaume-Uni que chez ses principaux partenaires commerciaux (du fait d'une inflation un peu plus rapide et sous nos prévisions d'une légère appréciation du taux de change effectif nominal de la livre) éroderait la compétitivité-prix des exportateurs britanniques. Le resserrement progressif de la politique monétaire et l'absence de relâchement politique budgétaire contribueraient à maintenir la croissance autour de 1,5 %.

Notre scénario comporte des aléas, principalement à la baisse. Indépendamment des aléas communs aux autres pays suivis dans notre prévision (risque d'un prix du pétrole durablement plus élevé, amplification de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine, risques dans les pays émergents), l'aléa majeur est lié au Brexit. En cas de non accord d'ici le 29 mars 2019, il est probable que le cours de la livre chuterait très rapidement (en 2016 la chute avait été de l'ordre de 10 %), que les cours boursiers baisseraient, tandis que les taux d'intérêt remonteraient. Le gouvernement pourrait contrer une partie de ces réactions des marchés financiers par la politique monétaire (comme la Banque d'Angleterre l'avait fait en août 2016) et la politique budgétaire (en soutenant les dépenses publiques de façon temporaire). Par rapport à 2016, la situation serait néanmoins plus délicate pour la Banque d'Angleterre, car l'inflation mesurée en termes d'IPCH n'était alors que de 0,6 %, alors qu'elle sera probablement encore supérieure à 2 % en mars prochain. Une nouvelle accélération de l'inflation consé-

cutive à une baisse de la livre pèserait à court terme sur le pouvoir d'achat et la consommation des ménages, et les entreprises réduiraient leurs investissements. La mise en place de tarifs douaniers et de nouvelles formalités de contrôle de la circulation des marchandises entre l'UE-27 et le Royaume-Uni après le 29 mars serait un frein aux échanges commerciaux. La mise en place de tarifs douaniers nous semble cependant peu probable à ce jour. Elle n'est en tout cas pas souhaitée par le gouvernement britannique et si l'UE-27 décidait de mettre en place des tarifs douaniers, le gouvernement britannique en appliquerait aussi, ce qui au final serait nuisible non seulement pour les exportateurs britanniques mais aussi pour ceux de l'UE. Resterait la question des formalités de contrôle de circulation des marchandises, susceptible de ralentir les échanges.

En cas de non-accord le 29 mars prochain, l'économie britannique pourrait au cours des mois suivants entrer en récession. Selon les déclarations de Mark Carney, gouverneur de la Banque d'Angleterre, faites auprès du gouvernement britannique en septembre dernier, la baisse du PIB britannique pourrait être en cas d'absence d'accord similaire à celle de la crise de 2007, soit une baisse du PIB de l'ordre de 6 points (qui s'était effectuée en cinq trimestres). À plus long terme, les études suggèrent des effets limités, mais durables. Parmi les études les plus récentes, celle d'Open Europe (2018) estime que l'absence d'accord pourrait réduire le PIB britannique de 0,17 % par an à l'horizon 2030.

## **Les pays émergents d'Asie et d'Amérique latine**

Dépendants des capitaux étrangers, du cours des matières premières et des échanges internationaux en volume, les pays émergents restent très exposés aux changements de leur environnement international. Le resserrement de la politique monétaire des États-Unis, en phase avec une économie en haut de cycle et dont le besoin de financement du secteur public est croissant, pousse le dollar à la hausse et attire les capitaux étrangers. Cette fuite des placements vers la qualité se traduit par une baisse des taux de change des pays émergents et en corollaire, le renchérissement du coût de financement sur les marchés financiers internationaux. Ce phénomène de reflux des capitaux vers la qualité se produit à chaque fin de cycle américain et souligne à quel point les pays émergents restent soumis à la volatilité des marchés financiers. Si cette défiance des investisseurs est dans un

premier temps généralisée à l'ensemble du monde émergent, ceux qui sont les plus fragiles (déficits courants importants et/ou endettement externe comme l'Argentine, la Turquie, l'Afrique du Sud) et qui cumulent souvent d'autres sources de fragilité (politique, institutionnelle, ...) sont les plus exposés.

Ce durcissement des conditions de financement se conjugue avec la montée du protectionnisme aux États-Unis et ses conséquences sur la croissance du commerce international et la demande chinoise. Dans ses prévisions de septembre, le FMI évalue à 0,15 point de croissance mondiale en moins sur 2 ans l'impact des mesures commerciales déjà en vigueur entre les États-Unis et le reste du monde, notamment la Chine. L'impact est surtout subi par les pays émergents du G20. Si les mesures protectionnistes devaient se généraliser, l'impact serait bien sûr beaucoup plus fort<sup>22</sup>. Pour le moment, la croissance reste robuste dans les économies avancées et le risque d'un ralentissement très marqué du commerce n'est pas inscrit dans notre scénario central. Néanmoins il nourrit les incertitudes notamment pour les pays les plus ouverts ou qui commercent le plus avec la Chine.

Simultanément, alors que le prix des matières premières industrielles et des hydrocarbures s'est nettement ressaisi depuis deux ans, celui des matières premières agricoles continue de baisser et ne donne aucun signe de reprise (graphique 17).

### **Asie : la croissance résiste**

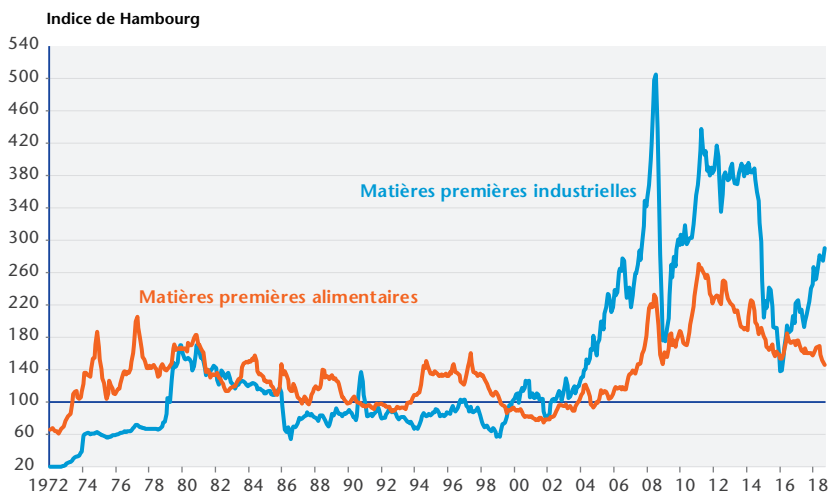
Les économies émergentes d'Asie connaissent une croissance robuste, qui devrait se poursuivre : + 6,0 % en 2018 et 5,9 % en 2019-2020, sous réserve que les tensions financières ne s'aggravent pas<sup>23</sup> et ne conduisent pas à un ajustement trop brutal des flux de capitaux à destination de ces pays. En Chine, la croissance baisse graduellement (6,9 % en 2017, 6,5 % en 2018 et 6,3 % en 2019-2020), du fait notamment du durcissement de la réglementation du secteur financier et du fléchissement de la demande extérieure. Pékin s'inquiète du ralentissement de la croissance économique et de ses effets sur la santé financière des entreprises. Du fait des mesures protectionnistes américaines, les autorités ont assoupli les conditions monétaires, sans pour autant revenir sur leurs objectifs d'assainissement des institutions financières et des entreprises publiques. En Inde, l'activité accélère : 6,2 %

---

22. Voir Berthou *et al.* (2018).

23. Voir « Tensions financières dans les émergents ».

Graphique 17. Prix des matières premières



Source : CPB.

en 2017, 7,2 % en 2018 et 7,5 % en 2019-2020, car les effets de l'échange de billets et de la mise en place de la taxe sur les biens et services s'estompent. En effet le nouveau régime de taxation modifie sensiblement la répartition de la charge fiscale sur les biens et services. Ainsi, de nombreux biens alimentaires de base seront désormais exemptés de taxation tels que le lait, les céréales vendues en vrac, les fruits et légumes, le sucre non raffiné, la viande fraîche, le poisson ou encore les œufs. Dans les autres pays d'Asie, la croissance devrait se stabiliser autour de 5,9 %, la demande intérieure restant vigoureuse et les exportations continuant de se redresser.

En Chine la croissance a été de 6,8 % au premier trimestre 2018. L'économie chinoise montre des signes de ralentissement, avec une croissance des dépenses d'investissement au plus bas depuis 1996 et une demande intérieure faible, dans un contexte d'escalade de la guerre commerciale avec les États-Unis. Néanmoins, la campagne que mène Pékin contre l'endettement des entreprises et les risques financiers pèse sur la croissance, et le risque d'intensification de la guerre commerciale avec les États-Unis pourrait accentuer le ralentissement économique. Donald Trump continue son offensive commerciale : 50 milliards de dollars (43 milliards d'euros) d'importations chinoises seront désormais taxées à 25 %. Il vient d'annoncer de nouvelles taxes douanières de 10 % sur 200 milliards de dollars d'importations

chinois dont de nombreux produits électroniques ou à contenu électronique. Les tarifs douaniers ont pris effet le 24 septembre et s'élèveront à hauteur de 10 % jusqu'à la fin de l'année. Le 1<sup>er</sup> janvier, les taxes douanières seront portées à 25 %. Les exportations chinoises ont augmenté de 12,2 % sur un an en juillet, une progression nettement supérieure aux attentes après l'entrée en vigueur en juillet de droits de douane imposés par les États-Unis sur des produits en provenance de Chine. Pour ne pas entraîner de dynamique dangereuse de sortie de capitaux et de nouvelles pressions sur la monnaie, comme en 2015-2016, la dépréciation du yuan reste sous contrôle.

En Inde, la croissance a reculé de 1,7 point de pourcentage sur l'année budgétaire 2017/2018, pour s'établir à 6,2 %. Cette décélération de l'activité a découlé de la mise en place de mesures fortes (démonétisation et instauration de la taxe sur les biens et services en novembre 2016 et juillet 2017), mais dont les effets négatifs ont disparu aujourd'hui. La forte reprise de l'investissement au début de l'année 2018 (+14,5 % et + 10,2 % au premier et deuxième trimestre), soutenue par le crédit bancaire accordé aux entreprises, a contribué à l'augmentation de la croissance. La hausse des pressions inflationnistes (+4,6 % en début d'année 2018 contre 3,3 % l'année précédente), conjuguée aux tensions à la baisse de la roupie (dépréciation de 9 % face au dollar en août 2018) ont conduit la Banque centrale indienne à augmenter ses taux directeurs de 25 points de base, à 6,25 %, pour la première fois depuis 2014.

En 2017, la reprise du commerce mondial et une demande en importations de la Chine plus forte que prévu ont porté la croissance du PIB de la Corée du Sud à plus de 3 %. Les investissements ont enregistré une croissance robuste (+8,6 % en 2016 contre 5,6 % l'année précédente). Malgré des remboursements de dettes effectués par les ménages, la consommation est restée stable (+2,6 %, identique à celle de 2016). En 2018, du fait de la baisse de la demande chinoise, la croissance du PIB devrait diminuer, mais faiblement. Le bas niveau de la dette publique (43 % du PIB en 2017) et de la dette extérieure (24 % du PIB en 2017) a permis au gouvernement d'accroître les emplois dans la fonction publique, les dépenses sociales et le salaire minimum.

L'économie philippine reste l'une des plus dynamiques d'Asie, avec des taux de croissance équivalents à ceux de la Chine. Le PIB philippin a progressé de 6,8 % au premier trimestre 2018, une performance comparable à celle des cinq dernières années (6,6 % en moyenne entre 2012 et 2017). La croissance est tirée par une demande interne robuste



(+4,8 % au deuxième trimestre 2018 contre +1,6 % au premier). La consommation des ménages (+1,5 % au deuxième trimestre), principal contributeur à la croissance, est soutenu par les transferts des travailleurs expatriés et par l'amélioration du marché du travail. Le plan gouvernemental de réduction de la pauvreté sera partiellement compensé par l'instauration ou l'augmentation des taxes sur certains biens de consommation. L'investissement public reste dynamique (+11,6 % au deuxième trimestre 2018) grâce, principalement, à l'ambitieux projet gouvernemental d'amélioration des infrastructures.

En 2017, la croissance en Malaisie a fortement rebondi à 5,9 % (contre 4,2 % en 2016). Au premier trimestre 2018, la croissance est restée robuste (+5,2 % en glissement annuel). Elle a été soutenue par le dynamisme de la consommation privée (+6,9 % en g.a.) stimulé par la baisse de l'inflation (+1,8 % en g.a. contre +3.3 en premier trimestre 2018).

En Indonésie, l'environnement des affaires s'est amélioré grâce aux réformes importantes mises en place par le gouvernement Joko Widodo, au pouvoir depuis 2014. Le pays est aujourd'hui un peu moins vulnérable qu'il ne l'était, en 2013 ou en 2015, aux changements de politique monétaire américaine et aux sorties de capitaux, mais il reste dépendant de l'extérieur (la balance courante demeure en territoire négatif).

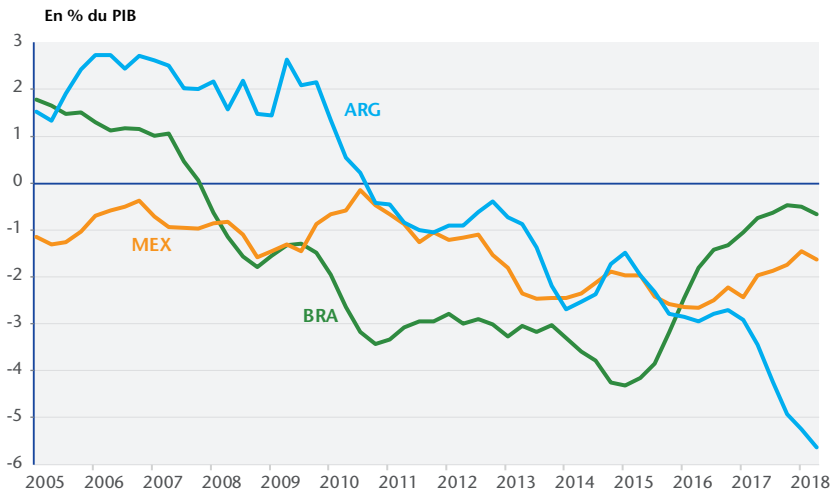
À Singapour, l'économie demeure vulnérable au ralentissement chinois. L'un des risques pour l'économie singapourienne pourrait venir aussi des troubles liés à l'approvisionnement découlant des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine.

2017 aura été pour les pays asiatiques une excellente année, soutenue par une croissance mondiale solide et une demande chinoise vigoureuse. En 2018-2019 les perspectives de croissance restent bien orientées, autour de +5,9 %. L'Inde, les Philippines et la Chine figurent parmi les économies les plus dynamiques de la région, bien que la croissance chinoise poursuive son ralentissement. Des défis restent cependant à relever : les pays de la zone devront envisager de resserrer les politiques monétaires pour faire face à l'instabilité macroéconomique, et les pays qui connaissent des niveaux d'endettement élevés ou une croissance rapide du crédit devront renforcer les réglementations macro prudentielles.

## L'Amérique latine encore chahutée

En Amérique latine, l'Argentine (0,7 % du PIB mondial) est le pays qui souffre le plus de la défiance des investisseurs étrangers à l'égard des pays émergents. Depuis 2011, le pays connaît une stagnation économique et une inflation élevée (26,5 % en moyenne 2015-2017). Élu fin 2015, le président Macri (centre droit) a mené d'importantes réformes structurelles. Il a également favorisé le retour du pays sur les marchés financiers internationaux. Mais les résultats n'ont pas vraiment été au rendez-vous : bien qu'en baisse le déficit budgétaire reste élevé (6 % en 2013-2015) ; la dette publique augmente rapidement et le déficit courant accélère dangereusement (5,6 % au deuxième trimestre 2018, après 3,4 % au deuxième trimestre 2017 et 2,9 % au deuxième trimestre 2016) (graphique 18).

Graphique 18. Balances courantes



Sources : Banques nationales.

Le taux de change ne cesse par ailleurs de se déprécier, nourrissant l'inflation importée et par conséquent la spirale inflationniste. Première monnaie d'Amérique latine à être attaquée par la défiance des investisseurs, le peso a perdu 50 % de sa valeur face au dollar entre le début de l'année et septembre. Les taux d'intérêt sont passés de 27,5 % en début d'année à 40 % puis 60 % fin août. La crise de la balance des paiements s'est transformée en crise de liquidité, conduisant les autorités à renouer avec le FMI. Le 20 juin un accord *stand-by* de 50 milliards de dollars sur 3 ans est conclu. Le prêt est conditionné à un vaste programme de

réformes qui vise à stabiliser l'économie et atteindre l'équilibre budgétaire. Mais les craintes d'un défaut de paiement sur les engagements externes du secteur public à l'horizon de la fin 2018 ne sont pas dissipées. Le 26 septembre un nouvel accord est conclu. Le prêt est porté à 57,1 milliards de dollars (48,8 milliards d'euros). Au total, 13,4 milliards de dollars pourront être débloqués d'ici à la fin de l'année (en plus des 15 milliards déjà prévus) pour faire face aux échéances et 22,8 milliards pourront l'être en 2019, le reste étant étalé sur 2020 et 2021.

Malgré quelques mesures sociales pour les populations les plus démunies, le programme mis en place se durcit. L'objectif d'un retour à l'équilibre du solde primaire est avancé de 2020 à 2019. Les taxes sur les exportations seront relevées. Mais c'est surtout sur les dépenses que l'ajustement se porte (baisse de 1,7 point de PIB des dépenses en capital d'ici 2020, baisse des subventions, gel des embauches dans la fonction publique pendant 2 ans, ...). Pour en finir avec le financement monétaire du déficit et permettre un ancrage des anticipations d'inflation, l'indépendance de la banque centrale est renforcée et le régime de ciblage de l'inflation est remplacé par un régime basé sur la croissance des agrégats monétaires. La croissance nominale mensuelle de la base monétaire sera nulle entre octobre 2018 et juin 2019, et les taux d'intérêt maintenus à 60 % tant que l'inflation et les anticipations d'inflation ne baisseront pas. La Banque centrale ne pourra plus intervenir sur le marché des changes, sauf si le taux sort de la bande de fluctuations autorisée et définie sur la base du taux moyen mensuel avec une marge de plus ou moins 15 % (soit 34-44 pesos pour 1 dollar actuellement).

Pour le moment les marchés sont dans l'attente, le gouvernement devant encore faire valider le programme budgétaire au Parlement où le parti de Macri est minoritaire. À la mi-octobre, le peso s'est stabilisé, le risque d'un défaut sur la dette est écarté. Mais la récession sera violente. Au deuxième trimestre 2018, le PIB a chuté de 4 % sur un trimestre (les exportations baissent de 14 % notamment du fait du recul des ventes de produits agricoles). Le FMI prévoit une baisse de 2,8 % du PIB en 2018 et de 1,7 % en 2019 et le retour de l'inflation à 10 % fin 2019. Nous pensons que la cure d'austérité pourrait avoir des effets plus violents sur l'économie. Les prochaines élections présidentielles d'octobre 2019 seront tendues. Nous prévoyons un recul de 2,5 % du PIB en 2018 et de 5,5 % en 2019, suivi d'une reprise en 2020 à +0,8 %.

Dans les pays voisins d'Amérique latine, la chute des exportations en direction de l'Argentine viendra s'ajouter à l'instabilité économique et financière déjà en place.

Au Brésil, la récession de 2015-2016 a fait place à une reprise qui a du mal à s'affirmer. Au deuxième trimestre, le PIB n'a progressé que de 1 % sur un an et reste 4 % en dessous de son niveau de début 2014. Sur la période, les finances publiques se sont largement détériorées. Le déficit atteint 7,6 % du PIB en août 2018, dont 6 points au titre de la charge d'intérêts. Le solde primaire est déficitaire depuis 2014. La dette publique augmente rapidement : + 26,5 points en 3,5 ans selon la BRI pour atteindre 84,5 % à la mi 2018. La loi de finances 2018 a été élaborée sur la base d'une croissance à 2,8 %. Or, celle-ci serait plutôt autour de 1 %. Par ailleurs, l'impossibilité pour le gouvernement Temer de faire voter la réforme des retraites au Parlement hypothèque la possibilité d'éviter la dérive des finances publiques, et donc de la dette. Simultanément, les scandales de corruption à grande échelle alimentent de fortes tensions politiques depuis un an et poussent une partie de la population vers les extrêmes. La victoire du candidat d'extrême droite au premier tour des élections du 6 octobre face au successeur potentiel de Lula semble avoir rassuré les investisseurs étrangers qui le créditent d'un programme ultra libéral (privatisations, baisse du rôle de l'État, baisse des cotisations sociales, sortie de l'Accord de Paris sur le Climat, ...). Par ailleurs, la situation du Brésil est plus solide que celle de l'Argentine. Le solde courant est équilibré et la dette publique externe est faible. Jusqu'en mai dernier, la modération de l'inflation a permis à la banque centrale de maintenir des taux à des niveaux historiquement bas pour soutenir la croissance. Mais la baisse de 20 % du real depuis le début de l'année a nourri l'inflation (+1,4 points sur un an entre mai et août) et la politique monétaire devrait se resserrer prochainement. De même, le durcissement des conditions de financement sur les marchés internationaux devrait affecter le secteur privé lourdement endetté vis-à-vis de l'extérieur. La situation n'est donc pas totalement dégagée et la croissance devrait rester faible (0,7 % en 2019 et 1,7 % en 2020).

Dans les autres pays d'Amérique latine, la situation reste plutôt bien orientée (sauf au Venezuela), même si les prévisions de croissance ont été revues à la baisse. Le Mexique profite pleinement de la vigueur de la croissance des États-Unis, d'autant que le taux de change reste compétitif. L'élection du nouveau président Lopes Obrador le 1<sup>er</sup> juillet et l'accord conclu avec les États-Unis dans le cadre de l'ALENA fin août ont levé les incertitudes et ont été bien accueillis par les marchés. La confiance est revenue et la croissance reste solide. Globalement, la croissance en Amérique latine pourrait baisser à 1,4 % en 2018, 1 % en 2019 après 1,8 % en 2017 et repartir à 2 % en 2020.

### 3. Les écarts de croissance sont-ils refermés ?

---

Dix ans après le déclenchement de la Grande Dépression, la question de la fin du cycle de croissance pour un certain nombre d'économies développées ou de la persistance d'un écart de production (l'*output gap*) négatif se pose.

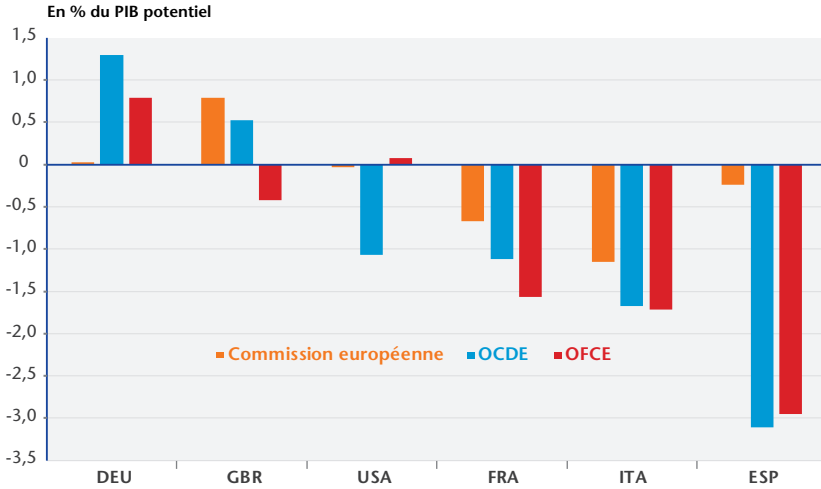
#### Sommes-nous en fin de cycle ?

Si un consensus existe autour du fait que la crise économique a pu avoir un impact à la fois sur le niveau et sur le taux de croissance de la production potentielle, le consensus autour de l'existence d'un potentiel de rebond des économies développées en 2017 est plus flou. En 2017, malgré un processus de reprise qui se consolide et se généralise, si la plupart des économies développées accusent encore du retard par rapport à la trajectoire d'avant-crise, certaines semblent déjà l'avoir comblé. Ainsi, deux catégories de pays semblent émerger : la première – constituée notamment de l'Allemagne, des États-Unis et du Royaume-Uni – est celle des pays ayant rattrapé leur niveau de production potentielle et se situant en haut de cycle ; la seconde – dans laquelle figure la France, l'Italie et l'Espagne par exemple – est celle des pays connaissant encore un retard de production qui se situerait, selon les instituts de conjonctures économiques, autour de 1 point de PIB pour la France, 1,5 point pour l'Italie et 3 points de PIB (Eurostat et OFCE) pour l'Espagne (graphique 19).

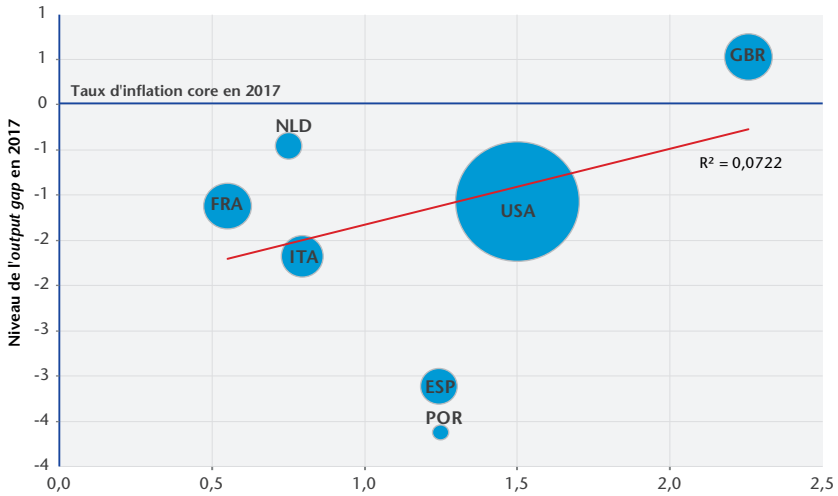
La présence de pays développés dans les deux catégories devrait en toute logique se traduire par l'apparition de tensions inflationnistes dans les pays figurant dans la première, et par un écart d'inflation avec ceux de la seconde. Or, ces deux phénomènes ne sont pas apparents en 2017 : comme l'illustre le graphique 20, le lien entre le niveau de l'écart de production et le taux d'inflation sous-jacent est loin d'être clair, jetant un doute sur l'interprétation que l'on doit avoir du niveau de l'écart de production : aux incertitudes mentionnées précédem-

ment se rajoute celle associée au niveau de cet écart dans le passé, en 2007 par exemple.

Graphique 19. Écart de production en 2017 selon différents instituts de conjoncture

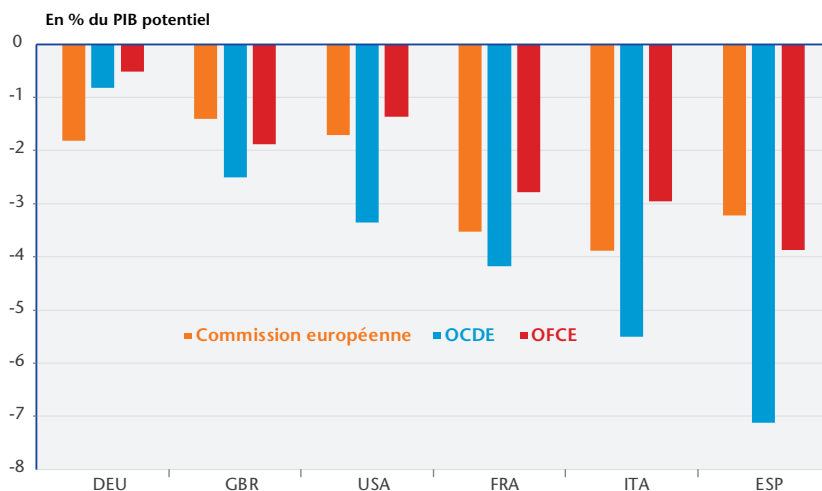


Graphique 20. Écart de production et inflation sous-jacente en 2017



Face à cette forte incertitude, il semble opportun d'établir un diagnostic sur la base de la variation de cet écart de production depuis 2007. Une telle analyse aboutit à un consensus plus net entre les différents instituts et à la disparition de la première catégorie de pays, ceux n'ayant plus de marge de croissance supplémentaire au-delà de leur seule croissance potentielle. En effet, selon les instituts, aucun des 6 grands pays développés n'aurait retrouvé en 2017 son niveau d'*output gap* de 2007, y compris l'Allemagne. Cet écart se situerait autour de 1 point de PIB pour l'Allemagne, de 2 points de PIB pour le Royaume-Uni et les États-Unis, au-delà de 3 points de PIB pour la France et l'Italie et autour de 4 points de PIB pour l'Espagne (graphique 21).

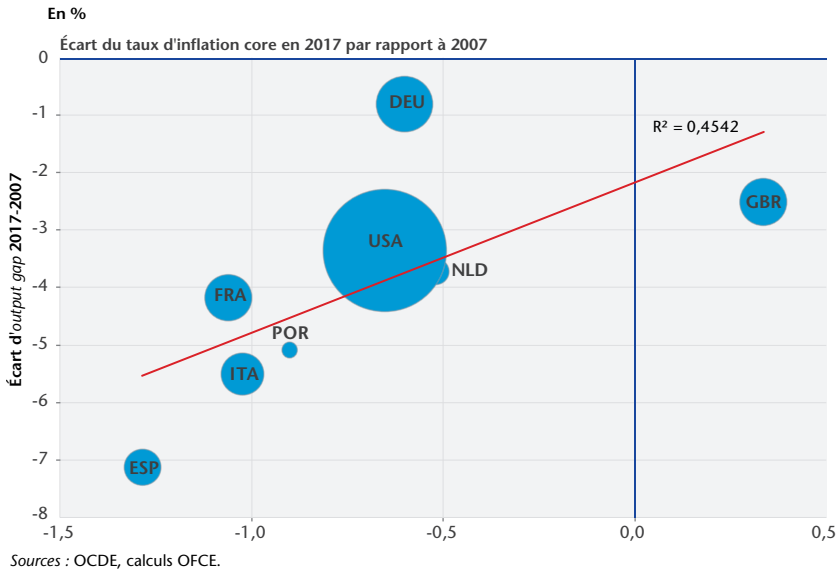
Graphique 21. Écart de l'*output gap* en 2017 par rapport à 2007 selon les différents instituts



Sources : Eurostat, OCDE, OFCE.

Cette analyse est davantage en ligne avec le diagnostic de reprise d'inflation basée sur son concept sous-jacent : les économies des pays développés n'ayant pas retrouvé en 2017 leur niveau cyclique de 2007 expliquent des taux d'inflation inférieurs à ceux observés au cours de la période pré-crise (graphique 22).

Graphique 22. Écart de l'output gap et de l'inflation sous-jacente entre 2007 et 2017



## Une faiblesse de la croissance potentielle...

Par ailleurs, il ne fait guère de doute qu'après des années de quasi-stabilité de l'activité accompagnée d'un recul du volume d'investissement productif et d'une hausse du taux chômage, certains déterminants de la croissance potentielle, en dehors de la démographie qui n'a pas été affectée par la crise, se soient affaiblis. Le PIB potentiel dépend en effet de la quantité de facteurs de production disponibles, le travail et le capital, ainsi que de leur productivité. Le recul de l'investissement depuis le début de la crise a réduit le rythme de l'accumulation mais aussi très probablement la diffusion du progrès technique qui modèle la trajectoire de la productivité. Et les effets d'hystérèse sur le marché du travail excluraient de l'emploi potentiel un nombre croissant de chômeurs de longue durée, ce qui élèverait le taux de chômage structurel et réduirait le volant de main-d'œuvre disponible sans accélération des salaires. De plus, le niveau du PIB potentiel lui-même a pu subir un choc à la baisse, les faillites et les destructions de capacité lors de la récession ayant certainement amputé le volume de capital disponible.



## ... liée à un ralentissement généralisé des gains de productivité...

Si la tendance de long terme est au ralentissement des gains de productivité, le taux de croissance moyen de la productivité horaire dans le secteur marchand a connu toutefois des évolutions contrastées selon les pays<sup>1</sup>. Depuis le début de la crise, les gains de productivité horaire continuent de ralentir globalement dans l'ensemble des pays excepté en Espagne où ils accélèrent. Le ralentissement est plus prononcé les premières années de la crise sous l'effet de la Grande Récession et de comportements d'ajustement différents selon les pays : certains pays (France, Allemagne, Italie) privilégient les leviers d'ajustement internes (rétention de main-d'œuvre et baisse de la durée du travail) tandis que l'Espagne et les États-Unis ajustent plus rapidement l'emploi (Cochard *et al.*, 2010)<sup>2</sup>.

Depuis 2010, le taux de croissance de la productivité du travail semble quelque peu s'homogénéiser entre les différents grands pays (à l'exception de l'Italie toutefois). Le taux de croissance de la productivité du travail se situerait aujourd'hui aux alentours de 1 %, rythme bien inférieur à celui observé lors des décennies passées.

Cependant, ces évolutions ne permettent pas de renseigner précisément sur l'évolution de la tendance de productivité dans la mesure où elles captent la dynamique des cycles de productivité. Nos estimations de la productivité tendancielle réalisées à partir d'un filtre de Kalman sur des équations d'emploi<sup>3</sup> suggèrent également une réduction progressive de celle-ci qui, toutes choses égales par ailleurs, implique une baisse de la croissance potentielle.

Selon nos estimations, le taux de croissance de la productivité horaire tendancielle présente pour six pays (France, Allemagne, Italie, Espagne, États-Unis et Royaume-Uni) une lente baisse depuis les années 1990 (graphique 23). La tendance de productivité horaire, estimée à 1,5 % aux États-Unis dans les années 1980, augmente au cours des années 1990 avec la vague de nouvelles technologies, puis diminue progressivement pour atteindre 0,9 % en fin de période. Pour la France, l'Italie et l'Allemagne le rattrapage s'interrompt au cours des années 1990 (au cours des années 2000 pour l'Espagne) bien que le ralentisse-

---

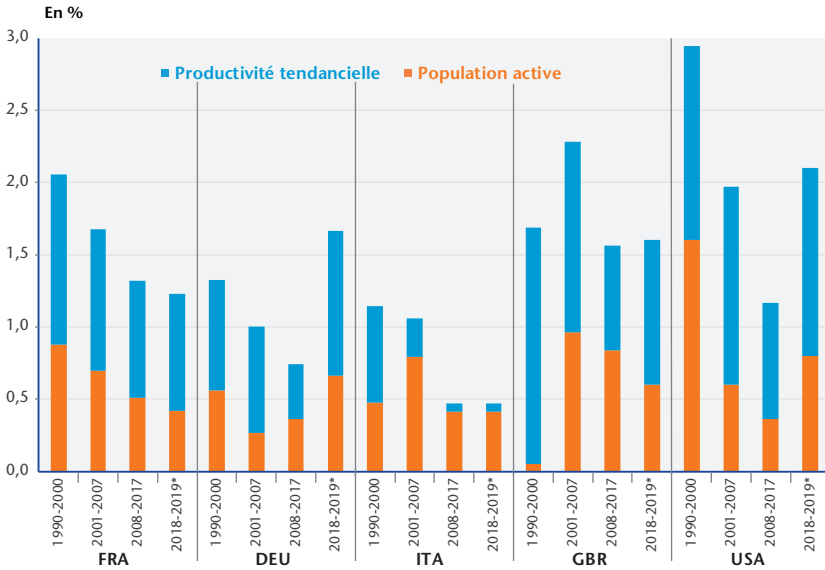
1. Pour une analyse plus détaillée, le lecteur pourra se référer à Ducoudré et Heyer (2017), Basu S. *et al.*, (2001), Bergeaud A. *et al.*, (2016), Crafts N. et O'Rourke K. H. (2013), et Lecat R.. (2004).

2. Cochard M. *et al.*, (2010).

3. Pour plus de détails, voir Ducoudré et Heyer (2017).

ment des gains de productivité tendanciels s'interrompt brièvement entre le milieu des années 1990 et le début des années 2000. Excepté l'Italie, dont les gains tendanciels de productivité estimés sont nuls en fin de période, les taux de croissance tendanciels convergent vers un intervalle compris entre 0,8 % et 1 % de gains annuels de productivité horaire tendancielle.

Graphique 23. Décomposition et évolution de la croissance potentielle



Source : OFCE.

### ... et de la population active

Par ailleurs, l'évolution de la population active indique également un ralentissement de sa croissance entre 2000 et 2017 dans les pays développés et tout particulièrement en Espagne<sup>4</sup>. Les raisons structurelles de ce ralentissement sont à chercher du côté de la baisse du taux de fécondité dans ces pays et de la fin de la montée de la participation des femmes au marché du travail. Plus conjoncturellement, on observe également un effet de flexion de la population active au moment de la crise de 2008, la hausse du chômage décourageant une partie des

4. La forte progression de la population active espagnole dans la première partie des années 2000 s'explique par une évolution positive du solde migratoire.

chômeurs, qui deviennent alors inactifs, surtout en Espagne et aux États-Unis.

En contrepoint, les réformes des systèmes de retraite allongeant la durée des carrières et le report de l'âge minimum de départ en retraite ont contribué à soutenir le taux d'activité et à contrebalancer le ralentissement de la croissance de la population active. Pour la France, la croissance de la population active a d'ailleurs été plus dynamique que les projections de population active pour 2011-2015, de l'ordre de 0,2 à 0,3 point en moyenne chaque année.

En Allemagne, la population active augmente de 0,4 % entre 2007 et 2017, avec une faible augmentation entre 2007 et 2011 (0,1 %) et une accélération plus franche entre 2011 et 2017 (+0,6 %). Sur l'ensemble de la période 2007-2017, la population en âge de travailler est quasiment stable en moyenne, alors que le taux d'activité augmente nettement. Mais si l'on décompose en sous-périodes, on constate que la population active est d'abord soutenue par la hausse du taux d'activité (concentrée sur la période 2007-2011) avant de bénéficier d'une augmentation de la population en âge de travailler (+0,6 % entre 2011 et 2017), sous l'effet de l'immigration, en provenance principalement de l'Europe de l'Est<sup>5</sup>.

---

5. Pour plus de détails, voir le chapitre sur le marché du travail et la démographie, in OFCE, *L'économie européenne*, 2017, Éditions de La Découverte, coll. *Repères*.



## 4. Cycle de productivité et emploi : retour sur les ajustements depuis la crise

---

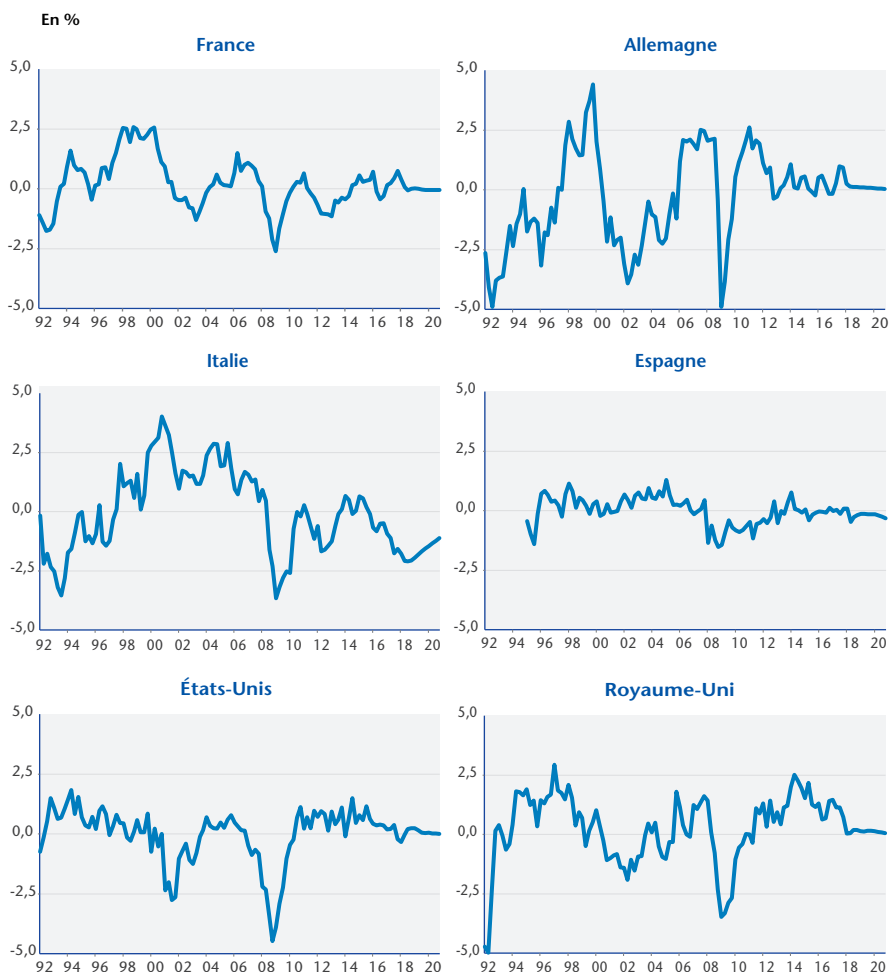
Notre analyse de l'emploi marchand pour la France, l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne, le Royaume-Uni et les États-Unis repose sur celle du cycle de productivité. De fait, les évolutions de l'emploi dépendent principalement de celle de l'activité économique, de l'évolution du coût du travail et de sa durée. À court terme toutefois, l'emploi peut augmenter plus (ou moins) vite relativement à l'activité économique selon que l'économie se situe en haut (en bas) du cycle de productivité, ce qui nécessite d'établir un diagnostic sur la productivité tendancielle et la position dans le cycle.

Plus précisément, en période de ralentissement conjoncturel (et symétriquement en période de reprise), les entreprises attendent généralement la confirmation de la baisse de l'activité (et symétriquement le redressement) avant de procéder à des réductions d'effectifs (et symétriquement des embauches), ce qui se traduit dans un premier temps par une dégradation des gains de productivité (et symétriquement une amélioration). Ce n'est que dans un second temps, quand la baisse (hausse) d'activité se confirme, qu'elles procèdent à des suppressions (créations) de postes ou à moins (plus) d'embauches. Le ralentissement (l'accélération) de l'activité se traduit d'abord par des pertes (gains) de productivité par rapport à la tendance de long terme, donc par le creusement du cycle de productivité, qui se rétablit progressivement, une fois passé le creux (pic) d'activité. Par ailleurs, les politiques d'enrichissement de la croissance en emplois favorisent les créations d'emplois en ralentissant la progression de la productivité pour une progression de l'activité donnée.

Nous avons calculé le cycle de productivité horaire pour la France, l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne, le Royaume-Uni et les États-Unis (graphique 24). Au moment de la crise, la contraction de l'activité économique s'est traduite par une forte baisse de la productivité horaire par rapport à sa tendance dans les six pays. Le cycle s'est

ensuite refermé au bout de 6 à 8 trimestres. L'ajustement s'est fait principalement par l'emploi pour les États-Unis et l'Espagne, tandis que la France, l'Allemagne et l'Italie ont privilégié les ajustements internes. Par la suite, les cycles ont suivi deux mouvements différents, avec d'un côté la France, l'Espagne et l'Italie qui ont connu un nouveau creusement du cycle avec la crise de la zone euro et la rechute de la croissance à partir de la mi-2011. En revanche, l'Allemagne, les États-Unis et le Royaume-Uni ont connu un cycle de productivité légèrement positif sur l'ensemble à partir de 2011, les entreprises ajustant rapidement la main-d'œuvre à la progression de l'activité économique.

Graphique 24. Cycles de productivité



Source : Calculs et prévision OFCE 2017-2020, octobre 2018.

Au deuxième trimestre 2018, les cycles de productivité sont refermés, excepté pour l'Italie. Dans ce pays, les mesures de baisses ciblées du coût du travail qui accompagnent les réformes du marché du travail ont enrichi la croissance en emplois (et dont l'effet est ici répercuté sur la tendance de productivité pour -0,15 point par trimestre entre 2015 et 2016). En tenant compte, le cycle de productivité se serait toutefois creusé en 2016. Ce creusement du cycle de productivité peut s'expliquer pour partie par une croissance de l'activité économique plus lente qu'anticipée (1,0 % de croissance en 2016 contre 1,3 % anticipé dans le consensus fin 2015). Notons qu'en France et en Allemagne, la croissance soutenue au deuxième semestre 2017 s'est traduite par une croissance de la productivité plus rapide que sa tendance, le cycle de productivité devenant légèrement positif fin 2017 avant de se refermer au premier semestre 2018 avec le ralentissement de la croissance.

En prévision, la productivité horaire croîtrait au même rythme que celui de la productivité tendancielle en France, en Allemagne et au Royaume-Uni, le cycle de productivité étant refermé au deuxième trimestre 2018. Le cycle de productivité se refermerait rapidement en Espagne, les ajustements sur le marché du travail espagnol étant généralement plus rapides en cas d'écart entre la productivité et sa tendance. *A contrario*, l'Italie refermerait très progressivement son cycle de productivité. Aux États-Unis, la productivité progresserait temporairement plus rapidement que sa tendance, en lien avec la forte croissance de l'activité prévue au deuxième semestre 2018.

En conséquence, l'emploi total progresserait en 2019-2020 à des rythmes plus faibles que ceux enregistrés en 2017-2018. En France, en Allemagne, en Espagne et aux États-Unis, cela s'explique principalement par des taux de croissance prévus de l'activité économique plus faibles en moyenne sur la période 2019-2020 par rapport aux deux années précédentes. La contraction des contrats aidés et de l'emploi public renforcerait ce ralentissement des créations d'emploi pour la France. En Italie, la fermeture du cycle de productivité s'ajouterait à un rythme de croissance moyen de l'activité également plus faible en prévision que la moyenne 2017-2018. Toutefois, le taux de croissance tendanciel de la productivité retenu en prévision étant égal à 0 et la croissance de l'activité supérieure à celle de la population active, la fermeture du cycle s'accompagne de création d'emplois. Au Royaume-Uni, le cycle de productivité étant désormais refermé, la croissance serait moins riche en emplois à l'horizon de notre prévision.

## Des évolutions différenciées du marché du travail

Les évolutions des marchés du travail dans les pays développés ont été fortement marquées par la crise et ses conséquences en termes de destructions d'emplois, de montée du chômage et de montée de l'emploi précaire. La montée plus ou moins durable du chômage et celle de la précarité ont aussi accentué les hétérogénéités entre les pays. Celles-ci portent notamment sur l'évolution des comportements d'activité, l'ajustement de la durée du travail, l'évolution de l'emploi précaire.

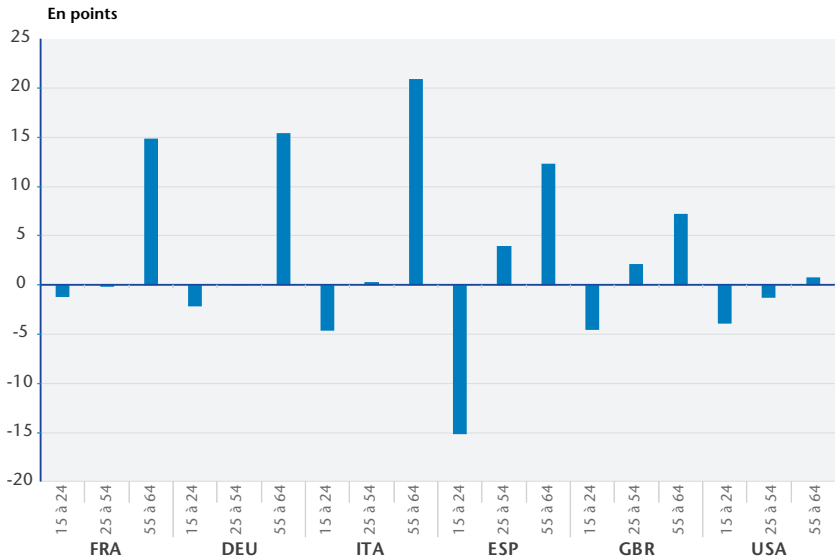
La crise a également eu pour conséquences une poursuite et un approfondissement des réformes dont l'objectif est la flexibilité accrue du marché du travail. Celle-ci et l'intensification de la précarité ont pu ainsi concourir à relâcher les liens entre chômage et évolution des salaires : la nature du chômage a évolué, avec la montée du lien marginal à l'emploi et du sous-emploi ; la montée de la part de l'emploi précaire a pu affaiblir le pouvoir de négociation des salariés.

La baisse du chômage en UE qui a suivi la double récession de 2008-2009 et 2011-2012 a été freinée par la hausse des taux d'activité dans la plupart des pays européens (voir encadré). Cette hausse, qui touche principalement les travailleurs âgés de 55 ans et plus, est en grande partie la conséquence des réformes des systèmes de retraite visant à allonger la durée de carrière des individus et à repousser l'âge de départ à la retraite (graphique 25). Elle est aussi le fruit de la hausse de la participation des femmes au marché du travail (graphique 26).

La hausse des taux d'activité s'est également accompagnée de changements structurels et parfois divergents quant au fonctionnement des marchés du travail (tableau 4). En zone euro, le taux d'emploi a légèrement augmenté entre 2007 et 2017 (+0,9 point). Mais cette relative stabilité masque des divergences notables : légère hausse du taux d'emploi en Allemagne, stabilité en France, baisse prononcée en Espagne, en Grèce, en Irlande et au Portugal. Le recours au temps partiel a également augmenté, mais de manière bien plus marquée en Autriche, Grèce, Espagne, Irlande, Italie et Pays-Bas. L'emploi temporaire a augmenté en France, en Italie et aux Pays-Bas, quand il a fortement baissé en Espagne et dans une moindre mesure en Allemagne. Enfin, l'emploi temporaire a surtout progressé chez les 15-24 ans, excepté en Allemagne et en Autriche.

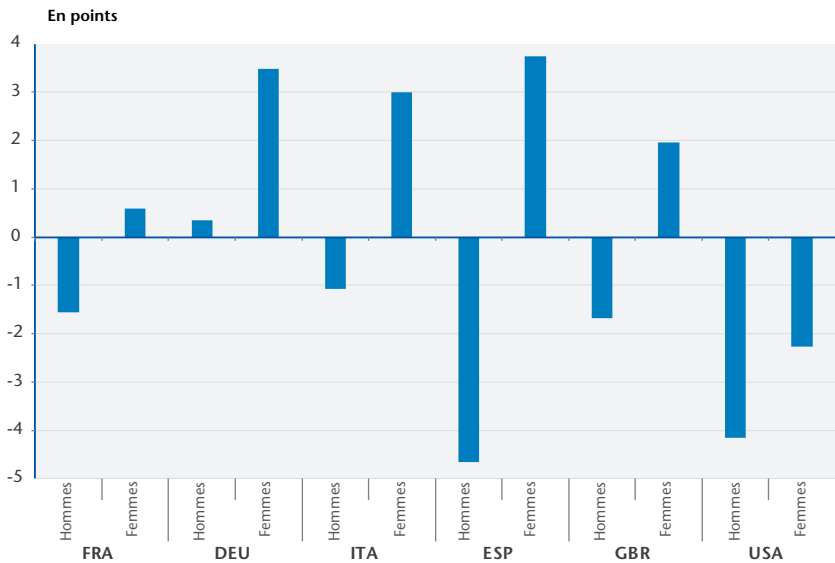


Graphique 25. Variation du taux d'activité par âge entre 2007 et 2017



Source : OCDE.

Graphique 26. Variation du taux d'activité hommes-femmes entre 2007 et 2017



Source : OCDE.

Tableau 4. Évolution du marché du travail en Europe, aux États-Unis et au Japon entre 2007 et 2017 – 15-64 ans

Variation...	... du taux d'activité depuis 2007	... du taux d'emploi depuis 2007	... du taux d'emploi à temps partiel depuis 2007	... du pourcentage d'emplois temporaires depuis 2007*	... de la part d'emplois en CDD depuis 2011**	... du pourcentage d'emplois précaires depuis 2008*
UE 28	2,9	2,4	1,9	-0,3	0,4	0,1
EUZ	2,3	0,9	3	-0,3	0,6	0,3
DEU	0,9	1,1	2,6	1,8	0,7	1,1
AUT	-1,3	-2,8	2,3	3,9	4,0	0,2
BEL	2,6	6,2	1,5	-1,8	-1,4	-0,3
DNK	-3	-4,1	2,2	-0,3	-1,7	0,4
ESP	1,8	-7,4	4,3	0,4	-0,4	0,2
FIN	2,1	-4,7	3,5	-4,8	1,4	0,2
FRA	1,8	0,4	1	1,7	2,3	0,3
GRC	3	-0,6	5,1	2,3	2,1	1,2
IRL	1,2	-0,2	3,5	3,8	3,8	0,1
ITA	2,9	2,3	5,9	0,4	-0,3	0
NLD	0,8	0,2	0	-0,3	0,0	1,8
PRT	1,1	-0,3	1,7	-0,1	0,7	0,6
SWE	3,4	2,7	-0,9	-1,1	-0,1	-1,3
GBR	2,1	2,6	0,8	-0,1	-0,3	0
USA	-2,0	-1,7	nd	nd	nd	nd
JPN	3,9	4,6	3,6	-6,9	nd	nd

\* En pourcentage de l'emploi salarié total. \*\* En pourcentage de l'emploi total. nd : non disponible.  
Source : Eurostat.

Ces évolutions – hausse de la précarité, des CDD courts, du temps partiel – en zone euro ont pu peser sur le lien entre chômage et salaire, affaiblissant la relation entre la baisse du chômage et la hausse attendue des salaires qui devrait en résulter. La prédominance des réformes du marché du travail allant dans le sens d'un affaiblissement des contraintes portant sur la fixation des salaires pour les employeurs dans la plupart des pays de la zone euro a également pu affaiblir le pouvoir de négociation des salariés, freinant ainsi les évolutions salariales, tout comme la hausse de la part des nouveaux employés (conséquence de la reprise économique) au salaire plus faible<sup>1</sup>.

1. Voir Verdugo G. (2017).

#### Encadré 4. Taux d'activité et durée du travail : des impacts différenciés sur le taux de chômage

La plupart des pays européens ont, au cours de la crise, réduit plus ou moins fortement la durée effective de travail (tableau 5), *via* des dispositifs de chômage partiel, la réduction des heures supplémentaires ou le recours aux comptes épargne-temps, mais aussi *via* le développement du temps partiel (particulièrement en Italie et en Espagne), notamment le temps partiel subi. L'évolution favorable du chômage américain s'explique quant à elle en partie par une baisse importante du taux d'activité.

En approximant qu'une hausse d'un point du taux d'activité entraîne, à emploi constant, une hausse du taux de chômage (de près d'un point), il est possible de mesurer l'impact de ces ajustements (durée du travail et taux d'activité) sur le chômage, en calculant un taux de chômage à emploi constant et contrôlé de ces ajustements. Excepté aux États-Unis, les pays étudiés ont connu une augmentation de leur population active (actifs occupés + chômeurs) plus importante que celle observée dans la population générale, du fait entre autres des réformes des retraites menées. Mécaniquement, sans création d'emploi, ce dynamisme démographique a pour effet d'accroître le taux de chômage des pays concernés.

Si le taux d'activité s'était maintenu à son niveau de 2007, le taux de chômage serait inférieur de 2,5 points en France, de 3,4 points en Italie et de 2,1 points au Royaume-Uni (graphique 27). Par contre, sans la contraction importante de la population active américaine, le taux de chômage aurait été supérieur de plus de 3,2 points à celui observé mi 2018. Il apparaît également que l'Allemagne a connu depuis la crise une baisse importante de son chômage alors même que son taux d'activité croissait. À taux d'activité inchangé, le taux de chômage allemand serait de ... 0,9 %. Il reste que les évolutions des taux d'activité résultent aussi de facteurs démographiques structurels si bien que l'hypothèse d'un retour vers les taux de 2007 est arbitraire. Pour les États-Unis, une partie de la baisse du taux d'activité s'explique par l'évolution de la structure de la population. Aussi, le chiffre de sous-emploi – mesuré par le taux de chômage qui prévaudrait si le taux d'activité retrouvait son niveau de 2007 – peut être considéré comme un majorant de la situation réelle du marché du travail.

Concernant la durée du travail, les enseignements semblent bien différenciés. Il apparaît que si la durée du travail avait été maintenue dans l'ensemble des pays à son niveau d'avant-crise, le taux de chômage aurait été supérieur de 3,4 points en Allemagne et de 3 points en Italie. En France, en Espagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis, le temps de travail n'a que faiblement évolué depuis la crise. À durée du travail identique à celle de 2007, le taux de chômage aurait été très légèrement supérieur au Royaume-Uni et aux États-Unis, et très légèrement inférieur en France et en Espagne.

Notons que les évolutions à la baisse de la durée du travail ont largement précédé la crise économique de 2007. Si l'Allemagne a prolongé la dyna-

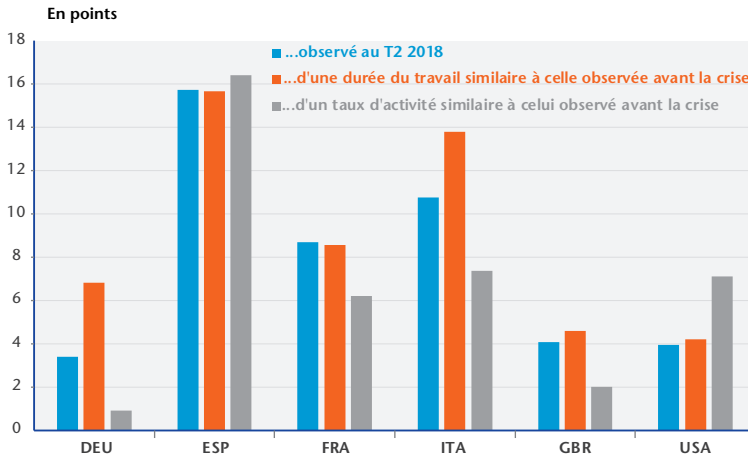
mique à l'œuvre avant la crise et si l'Italie l'a largement accentuée, la France, l'Espagne et les États-Unis ont continué à réduire leur durée du travail mais de façon beaucoup moins marquée. Le Royaume Uni a quant à lui interrompu la baisse du temps de travail entamé avant 2007.

Tableau 5. Évolutions du nombre d'heures travaillées avant et après la crise de 2007

En %	DEU	ESP	FRA	ITA	GBR	USA
1997-2007	-5,3	-2,4	-4,0	-2,9	-3,5	-2,6
2007-2017	-5,4	-1,2	-1,6	-5,7	0,0	-0,6

Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

Graphique 27. Taux de chômage observé au T2 2018 et taux de chômage sous l'hypothèse ...



Source : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

## 5. Stabilité sur fond de tensions géopolitiques

---

Depuis janvier 2018, les cours du baril de Brent évoluent dans une fourchette comprise entre 65 et 85 dollars. Les stocks, qui se sont accumulés entre 2014 et 2016, se réduisent depuis fin 2016, sous l'effet de la décision concertée de l'OPEP et d'autres pays producteurs hors OPEP d'introduire des quotas par pays, au moins jusqu'à décembre 2018<sup>1</sup>. D'autres facteurs contribuent à maintenir un prix plancher : les ruptures d'approvisionnement intervenues en Libye et au Venezuela, d'une part, et l'imminence de l'entrée en vigueur des sanctions américaines vis-à-vis de l'Iran, prévues pour le 5 novembre 2018. À *contrario*, certains facteurs empêchent le prix du baril de s'envoler : d'abord, l'abondance de l'offre étatsunienne avec une hausse de production record de 2 millions de barils/jour (Mbj) prévue pour 2018 ; par ailleurs, l'Arabie saoudite affirme son souhait de voir le baril demeurer dans une fourchette comprise entre 70 et 80 dollars. Le gendarme de l'OPEP, qui conserve une capacité excédentaire permettant de compenser la pénurie iranienne, se montre ouvert à une hausse de la production, mais seulement si le marché n'est pas suralimenté.

Au dernier trimestre 2018, nous prévoyons un prix du baril à 85 dollars, sur fond de tensions géopolitiques liées aux sanctions américaines sur l'Iran et à l'incertitude sur l'attitude de l'OPEP. Nous prévoyons ensuite une baisse du prix du baril en 2019 et une stabilisation autour de 75 dollars à partir du deuxième trimestre. En effet, les tensions provoquées par la mise en place des sanctions iraniennes fin 2018, qui expliquent l'augmentation du prix du baril de 10 dollars entre fin août et fin septembre 2018, ne nous semblent pas pérennes. Nous intégrons ainsi à partir de 2019 une compensation de la perte de production iranienne par les pays de l'OPEP disposant d'une production excédentaire. À partir du deuxième semestre 2018, nous

---

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

prévoyons une forte hausse de la production non OPEP sous l'impulsion notamment des États-Unis. Pour les producteurs de l'OPEP, nous anticipons une forte baisse de la production iranienne, compensée en grande partie par les pays ayant une capacité de production excédentaire, Arabie saoudite en tête, ce qui se traduit globalement par une baisse de la production de l'OPEP en 2019, puis une stagnation en 2020. Côté demande, la consommation mondiale continuerait sa progression dynamique, portée par les pays émergents. Le déstockage, amorcé début 2017, se poursuivrait jusqu'à fin 2020 pour revenir juste au-dessus du niveau de la moyenne entre 2010 et 2015 (tableau A2).

Les risques haussiers sont liés à une insuffisante hausse de la production, si l'impact des sanctions sur l'Iran et de la baisse de production vénézuélienne s'avère être plus fort que prévu. Citons également la baisse de 38 % des dépenses d'investissement en capital entre 2014 et 2017, qui hypothèque la future croissance de l'offre<sup>2</sup>. Enfin, signalons les incertitudes de coût pour les nouveaux champs exploités, en particulier pour les gisements schisteux américains.

Concernant les risques baissiers, ils sont plutôt du côté de la demande, moins forte qu'anticipé : un ralentissement plus fort de la croissance des pays émergents, principaux moteurs de la demande, se traduirait par une baisse du prix d'équilibre en 2019 et 2020.

## Janvier – septembre 2018 : le Brent sur une tendance haussière

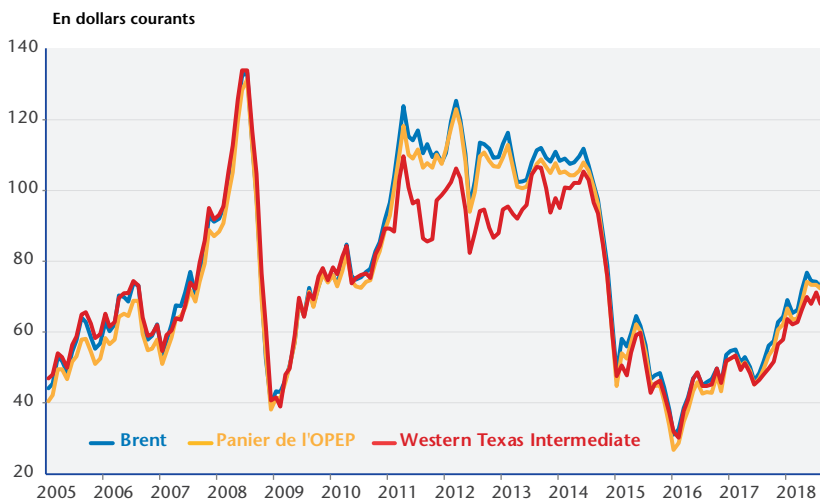
La forte augmentation des prix du baril remonte à juin 2017. Elle s'explique à la fois par des facteurs d'offre et de demande. Côté offre, l'accord de 2016 entre pays producteurs (OPEP et associés hors OPEP) a limité la production. Côté demande, la croissance a été plus forte que prévu. Il est difficile de dissocier les deux effets et il n'y a pas de consensus pour savoir s'il s'agit d'un choc d'offre ou de demande.

Entre janvier et août 2018, les cours du baril de Brent ont évolué entre 65 et 75 dollars (graphique 28), avant de connaître un pic à 85 dollars début octobre 2018. En septembre 2018, le Brent s'échange à 79 dollars en moyenne, contre 72 dollars un mois plus tôt. Depuis le début de l'année, plusieurs facteurs ont joué à la hausse sur les cours. D'abord, les pays de l'OPEP ainsi que certains pays associés hors OPEP

---

2. D'après les estimations de Rystad Energy et PwC.

Graphique 28. Évolution du prix du baril

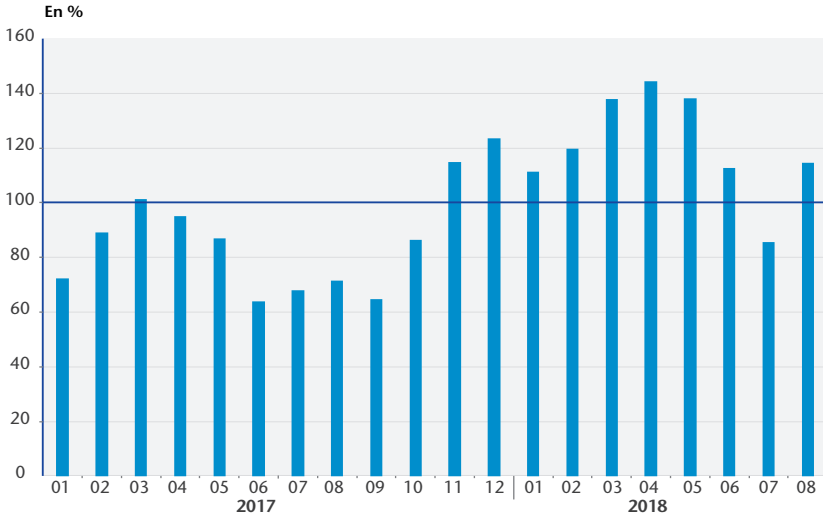


Source : EIA.

(au total 24 pays) continuent leur coopération initiée fin 2016 qui consiste à limiter la production en fixant des quotas par pays. Sur les 15 pays de l'OPEP, seuls trois ne sont pas soumis à quota : la Libye et le Nigéria, en raison des troubles politiques, ainsi que le Congo Brazzaville, nouveau venu au sein de l'OPEP. Alors qu'il n'était que partiellement respecté en 2017, l'objectif de baisse de production, soit 1,18 Mbj par rapport au niveau d'octobre 2016, a été systématiquement dépassé depuis novembre 2017, sauf en juillet 2018 (graphique 29). Les objectifs ont même été très largement dépassés entre octobre 2017 et avril 2018. La réunion de l'OPEP du 23 juin 2018 a permis de relâcher quelque peu la contrainte. Les pays se sont en effet engagés à ramener le respect des engagements à 100 % pour compenser la baisse de production vénézuélienne et libyenne. Cependant l'engagement est resté oral, et même si les chiffres de juillet montraient un moindre respect des quotas, ces derniers ont été à nouveau dépassés au mois d'août. Le contingentement de l'offre a coïncidé avec la hausse des cours du Brent, même si, pour les pays associés à l'accord hors OPEP, le respect des objectifs laisse à désirer. Il atteint seulement 38 % en juillet 2018, ce qui témoigne notamment d'une position plus modérée de la Russie. L'annonce des États-Unis de se retirer de l'accord nucléaire passé avec l'Iran, en mai 2018, et la première salve de sanctions intervenue le 6 août 2018, ont contribué à soutenir les cours. La production iranienne a d'ores et déjà baissé de

300 000 barils/jour entre mai et août 2018. Par ailleurs, la production vénézuélienne a fortement baissé, de 350 000 barils/jour, entre janvier et août 2018. Quant à la Libye, elle a été confrontée à des ruptures d'approvisionnement en juin et juillet 2018.

Graphique 29. Respect des engagements par les pays de l'OPEP soumis à quotas\*



Sources : EIA pour les données de production, Agence Internationale de l'Énergie (Oil Market Report) pour les plafonds de production, calculs des auteurs.

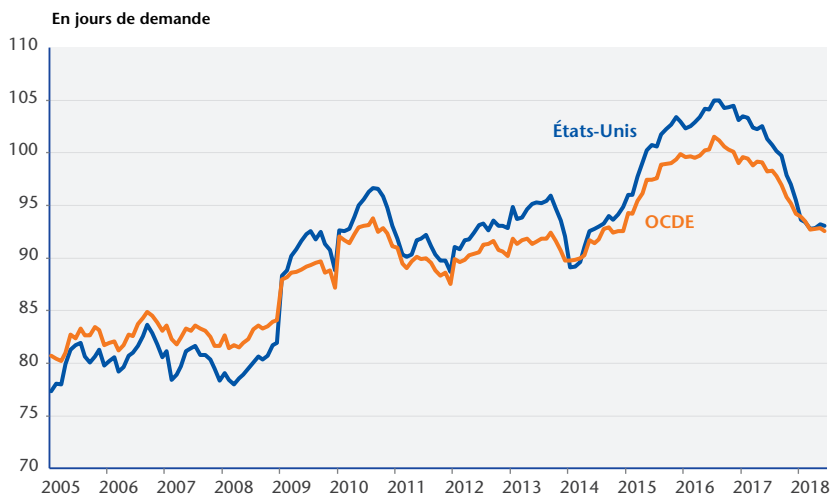
\* Pays de l'OPEP hors Libye, Nigéria et Congo Brazzaville.

Note de lecture : Un pourcentage supérieur à 100 % signale que les 12 pays de l'OPEP soumis à quotas ont globalement réduit leur production de plus de 1,18 Mbj par rapport à octobre 2016.

La forte croissance de l'offre hors OPEP (États-Unis, Canada et Brésil notamment), a néanmoins permis de limiter la hausse des cours. Par ailleurs, la baisse des stocks mondiaux et de l'OCDE s'est poursuivie. Les stocks baissent continûment depuis début 2017 ; ainsi les stocks de l'OCDE ont baissé de 7 % depuis leur point haut de juillet 2016. En juin 2018, ils représentent 92 jours de demande, contre 101 jours mi 2016 (graphique 30).



Graphique 30. Stocks de pétrole dans l'OCDE et aux États-Unis



Sources : EIA, calculs OFCE.

## De fin 2018 à 2020 : un marché équilibré

En 2019 et 2020, nous anticipons un léger ralentissement de la demande mondiale (respectivement 3,3 % et 3,2 % après 3,5 % en 2018), sous l'effet de la baisse de croissance des pays de l'OCDE (Japon, États-Unis et Europe). En 2020, toute la demande supplémentaire proviendra de la croissance des pays émergents (+1,2 Mbj), alors que la demande des pays de l'OCDE devrait stagner. La consommation chinoise représenterait 0,4 Mbj supplémentaire par an, soit un quart de la hausse globale.

Du côté de l'offre, la production hors OPEP continuera d'être dynamique, en particulier grâce aux États-Unis, alors que la production de l'OPEP devrait baisser. Au niveau de l'OPEP, la mise en place des sanctions américaines à l'égard de l'Iran à compter du 5 novembre 2018 devrait amputer la production iranienne de 1,24 Mbj, à partir d'hypothèses de baisse de production différenciées selon les pays (tableau 6). L'ampleur de la baisse de production d'un pays dépend d'une part des baisses de production observées pendant la précédente salve de sanctions contre l'Iran en 2013-2016, d'autre part de la proximité du pays avec les États-Unis. Pour l'instant, cette forte baisse de production ne s'est pas matérialisée : en août 2018, la production avait seulement

Tableau 6. Décomposition de la baisse de production iranienne

Importateur	Part dans les exportations iraniennes	Quantité de pétrole importée	Baisse des importations anticipée
	en %	en Mbj	en Mbj
Union européenne	20	0,5	0,2
Turquie	7	0,2	0,2
Inde	23	0,6	0,3
Chine	26	0,7	0,1
Corée du Sud	11	0,3	0,2
Japon	5	0,1	0,1
Autres	8	0,2	0,1
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>2,7</b>	<b>1,2</b>

Sources : JODI, Bloomberg, calculs OFCE.

baissé de 0,3 Mbj par rapport à mai 2018. À cela il faut ajouter la baisse de la production vénézuélienne qui se poursuit, au rythme prévisionnel de 0,15 Mbj par trimestre jusqu'à fin 2019. Certes, l'Arabie saoudite et les pays disposant d'une capacité de production excédentaire (Koweït et Emirats arabes unis) devraient augmenter leur offre pour compenser une partie de la perte. Cependant, les capacités excédentaires de l'OPEP étant limitées, évaluées par le département américain à l'énergie à 1,4 Mbj en juillet 2018, nous inscrivons en prévision une baisse de 0,4 Mbj en 2018, de 0,4 Mbj en 2019, et une stagnation en 2020 de la production de l'OPEP.

Le dynamisme viendrait exclusivement de la croissance de l'offre non OPEP : en 2018, nous anticipons un supplément d'offre de 1,7 Mbj aux États-Unis (essentiellement du champ Permian), de 0,3 Mbj au Canada (champ Hebron et le projet Fort Hills), de 0,15 Mbj au Brésil, et de 0,1 Mbj au Kazakhstan (champ Kashagan). En 2019 et 2020, l'offre non OPEP augmenterait respectivement de 1,9 Mbj puis 1,5 Mbj, essentiellement grâce aux États-Unis, dont la production augmente, mais moins rapidement qu'en 2018 (+1,3 Mbj en 2019) à cause d'une capacité d'acheminement limitée de l'oléoduc à partir du gisement Permian.

La production mondiale restera ainsi très dépendante de la production américaine en 2018, 2019 et 2020. Étant donné que le seuil de rentabilité du pétrole de schiste est resté stable au cours des derniers trimestres, entre 35 et 40 dollars<sup>3</sup>, après avoir baissé entre 2014 et 2016 en passant de 70 à 40 dollars, la production américaine a le

potentiel pour augmenter dans les deux prochaines années. Cela étant, les dépenses d'investissement restent faibles : après avoir stagné en 2017, elles ne devraient augmenter que de 6 % en 2018, et essentiellement concentrées sur le secteur du brut léger (*light tight oil*) d'après l'Agence Internationale de l'Énergie<sup>4</sup>, ce qui pourrait peser sur la production à moyen terme. Après un important déstockage en 2017 (graphique 29), nous inscrivons une poursuite du déstockage de 200 millions de barils en 2018, de 50 millions en 2019 et de 35 millions de barils en 2020, ce qui ramène le niveau des stocks juste au-dessus de la moyenne 2010-2015. Ainsi, les prix du baril de Brent se stabiliseraient autour de 76 dollars en 2019 et 75 dollars en 2020.

---

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

4. Agence Internationale de l'Énergie, *Oil 2018 – Analysis and Forecasts to 2023*, mars 2018.



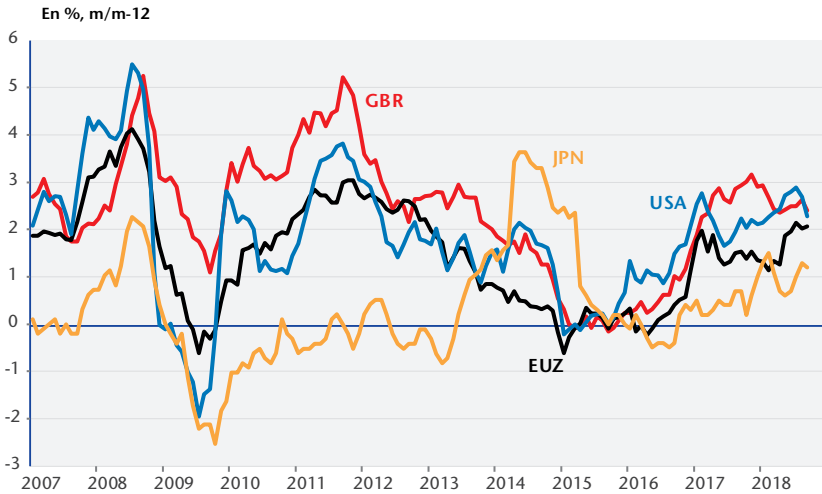
## 6. L'inflation se dérobe

---

**E**n septembre 2018, l'inflation, mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC), restait toujours inférieure à ses précédents historiques malgré son rebond entamé en 2016. En glissement annuel, elle s'établissait à 2,4 % au Royaume-Uni, à 2,3 % aux États-Unis, à 2,1 % dans la zone euro et à 1,2 % au Japon (graphique 31). La remontée de l'inflation dans la seconde moitié de 2016, après s'être approchée de 0 en 2015, répercutait la forte hausse du prix du pétrole après le contrechoc pétrolier. Le prix du baril de Brent a été divisé par 3,6 entre début 2014 (où il avoisinait 110 dollars) et le début 2016 (où il ne valait plus que 30 dollars), ce qui a imprimé mécaniquement un repli de l'inflation. Sa remontée de 30 à 80 dollars le baril depuis lors a eu l'effet inverse. Les mouvements de change ont aussi modelé la trajectoire des indices de prix en 2017, avec d'un côté l'appréciation de l'euro contre le dollar de près de 20 % qui a freiné les prix en zone euro et les a accélérés aux États-Unis, et la dépréciation de la livre après le Brexit de l'autre qui a porté la hausse des prix à 3 % au Royaume-Uni au début de 2018.

À l'exception du Japon en retrait de l'ensemble des autres zones, les taux d'inflation ont convergé au-dessus de 2 % dans la première moitié de 2018, à la fois par un ralentissement des prix aux États-Unis, et par une accélération en zone euro et au Royaume-Uni. La convergence des États-Unis et de la zone euro est imputable à la dépréciation de l'euro de 1,22 à 1,16 dollar pour un euro, soit une baisse de la devise européenne de 5 % entre le premier et le troisième trimestre 2018, qui a renchéri le prix des importations européennes et donc au final l'inflation d'ensemble en zone euro, l'effet jouant en sens inverse outre-Atlantique. Sur la même période, la parité euro/livre est restée quasiment stable, mais par rapport au dollar, la livre s'est dépréciée de 5,6 %, ce qui a entraîné un nouveau sursaut des prix au Royaume-Uni en août.

Graphique 31. Glissement annuel de l'IPC des pays développés\*



\* Pour les pays de la zone euro, l'indice des prix est l'indice harmonisé ; pour les autres, il est calculé selon les spécificités nationales.

Sources : Eurostat, BLS, ONS, ministère des Affaires intérieures du Japon.

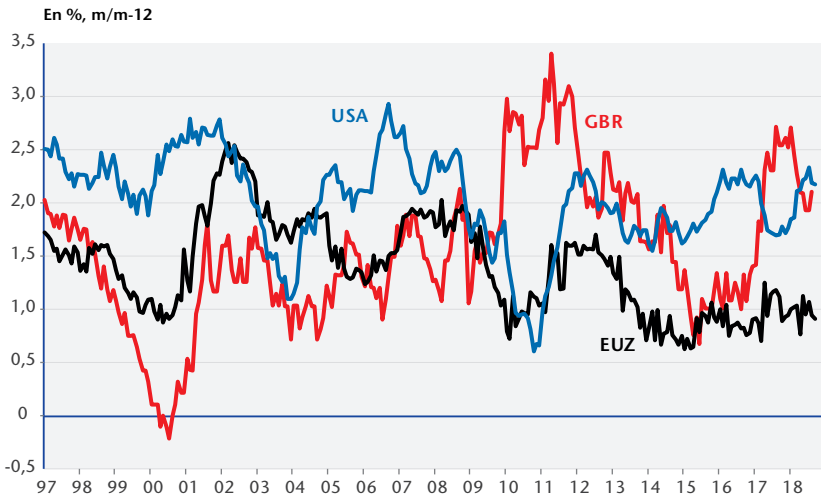
La convergence des taux d'inflation *headline* est en contradiction avec les décalages conjoncturels entre les différentes zones, marqués dans les pays anglo-saxons par des niveaux de chômage à leurs plus bas historiques, et en Europe par un chômage qui a certes baissé, mais qui à 8,1 % en août, reste encore supérieur de près de 1 point à son niveau d'avant-crise. En Europe, l'Allemagne fait toutefois exception, avec un taux de chômage qui baisse continûment depuis 2010, en dessous de tous ses niveaux précédents.

La trajectoire des indices de prix et la situation conjoncturelle des différentes zones peuvent toutefois être réconciliées par l'examen des indices de prix sous-jacents, excluant l'énergie, l'alimentation et les prix des produits volatils, et qui révèlent les tendances de fond de l'inflation (graphique 32). L'effet des décalages conjoncturels sur les prix entre les zones est ici plus visible, avec les pays anglo-saxons où l'inflation sous-jacente s'établit à 2 % à l'été 2018 et la zone euro où elle fluctue autour de 1 %, sans guère accélérer depuis 4 ans.

Au-delà des écarts d'inflation liés aux écarts de conjoncture, le constat d'une progression des prix moins rapide que lors des précédents pics cycliques est commun à toutes les zones et paradoxalement aux pays où le taux de chômage est très faible : aux États-Unis, l'inflation sous-jacente se situe 0,8 point sous ses précédents pics cycliques. Le même constat s'applique à l'Allemagne si l'on compare le niveau

d'inflation sous-jacente d'aujourd'hui, +1,2 %, à celui d'avant-crise, +2 %. En revanche, dans les autres grands pays de la zone euro où le chômage est plus toujours plus élevé qu'avant-crise – France (+1,9 point), Italie (+4,8 point) et Espagne (+7,7 point) –, les écarts d'inflation avec ceux d'avant-crise reflètent des situations des marchés du travail en sous-emploi, avec pour la France -1,4 point, pour l'Italie -2,7 points et pour l'Espagne -3,1 points. La situation du Royaume-Uni diffère de celle des États-Unis et de l'Allemagne puisque, si le taux de chômage est aussi revenu à son plus bas niveau depuis 1975, l'inflation sous-jacente, bien plus élevée que dans la décennie 2000, y est en apparence plus conforme à ses déterminants cycliques. Une partie de la reprise de l'inflation sous-jacente au Royaume-Uni s'explique toutefois par la dépréciation de la livre consécutive au Brexit et n'est pas imputable au niveau très faible du taux de chômage.

Graphique 32. Glissement annuel de l'IPC sous-jacent dans les pays développés \*



\* Les évolutions présentées dans les graphiques 1 et 2 ne sont pas corrigées de l'effet des modulations de TVA au Royaume-Uni en 2010-2011, qui appliquent un choc positif ponctuel à la trajectoire des prix.

Sources : Eurostat, BLS, ONS, ministère des Affaires intérieures du Japon.

La classification des pays en deux groupes, ceux où le chômage est bas et ceux où le chômage reste élevé, mais où la faiblesse de l'inflation est commune à tous, questionne sur le facteur déclenchant de l'inflation, certains ayant atteint le seuil de l'accélération des prix sans toutefois qu'elle ne se soit produite, les autres ne l'ayant pas encore atteint. Une première explication pourrait être trouvée dans le relâchement du lien entre salaires et chômage, à savoir la disparition de la

courbe de Phillips traditionnelle selon laquelle la baisse du chômage entraîne des tensions sur le marché du travail et corrélativement une hausse des salaires. Nos estimations montrent toutefois que la courbe de Phillips reste valide, c'est-à-dire que le taux de chômage demeure un facteur explicatif de l'évolution des salaires, mais que la relation s'est modifiée depuis la crise, avec une diminution de la sensibilité des salaires au taux de chômage<sup>1</sup>.

Cette altération du lien entre salaires et chômage pourrait s'expliquer par des évolutions plus profondes du marché du travail que ce que l'examen du seul taux de chômage révèle. En effet, un niveau bas du chômage peut masquer la persistance d'un sous-emploi à même de peser sur la dynamique des salaires. Ainsi, un chômeur découragé peut avoir renoncé à rechercher activement un emploi et ne plus répondre aux critères statistiques de comptabilisation du chômage au sens du BIT. En dehors du marché du travail mais prêt à y revenir, ce chômeur non déclaré alimente un réservoir de main-d'œuvre mobilisable sans accélération des salaires. Les apports de population active consécutifs à la crise des réfugiés en 2015 en Europe, dans laquelle l'Allemagne s'est particulièrement investie, peut aussi expliquer la modération de l'inflation en dépit d'un taux de chômage historiquement faible. Ainsi aux États-Unis, et dans les pays où le chômage est très bas, les apports de population active pourront suppléer à la raréfaction du volant de chômeurs disponibles.

Une autre dimension du sous-emploi non mesurée par le taux de chômage est celle de la durée du travail. Le temps partiel subi sort en effet de la population des chômeurs les personnes en emploi mais qui souhaiteraient effectuer davantage d'heures. La baisse du chômage générée par les reprises d'emploi sous forme de petits boulots, d'emplois précaires ou de postes à temps réduit laisse donc subsister une forme de sous-emploi qui peut peser sur l'évolution des salaires.

La crise a également eu pour conséquences une poursuite et un approfondissement des réformes dont l'objectif est la flexibilité accrue du marché du travail et l'allègement des contraintes pour les employeurs, en particulier pour renforcer le pouvoir de négociation des employeurs (graphique 33). Celle-ci et la précarisation de l'emploi ont pu ainsi concourir à distendre les liens entre chômage et évolution des salaires. La nature du chômage a évolué et la persistance du sous-

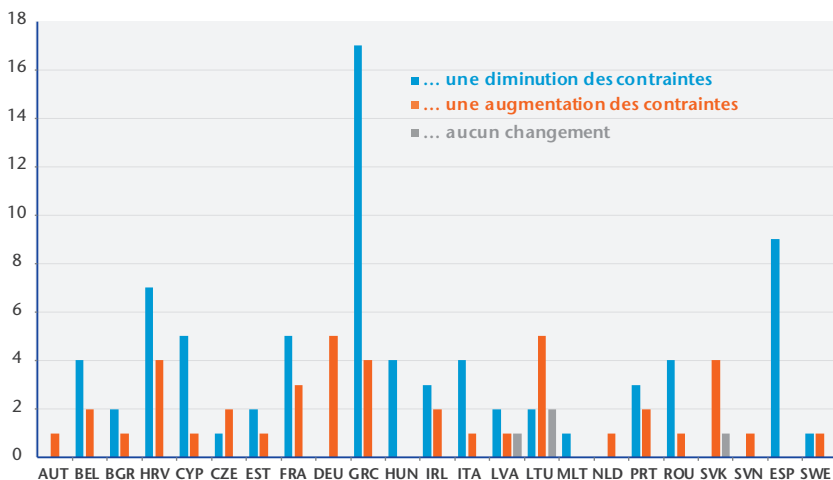
---

1. Blot C., Péléraux H., Sampognaro R. et Villemot S., 2015, « Comprendre la dynamique salariale par temps de crise », *Revue de l'OFCE*, n° 144, pp. 219-255.



emploi, la montée de la part de l'emploi précaire ou de la part des individus ne recherchant pas activement un emploi mais disponibles ainsi que la perte d'influence des syndicats ont pu affaiblir le pouvoir de négociation des salariés.

Graphique 33. Nombre de réformes entre 2007 et 2014 portant sur la fixation des salaires, aboutissant pour les employeurs à...



Note : LABREF est une base de données descriptive qui enregistre les mesures de politique du marché du travail introduites dans les États membres de l'UE, et fournit des informations sur les caractéristiques des mesures.

Source : LABREF database, DG EMPL, Commission européenne.

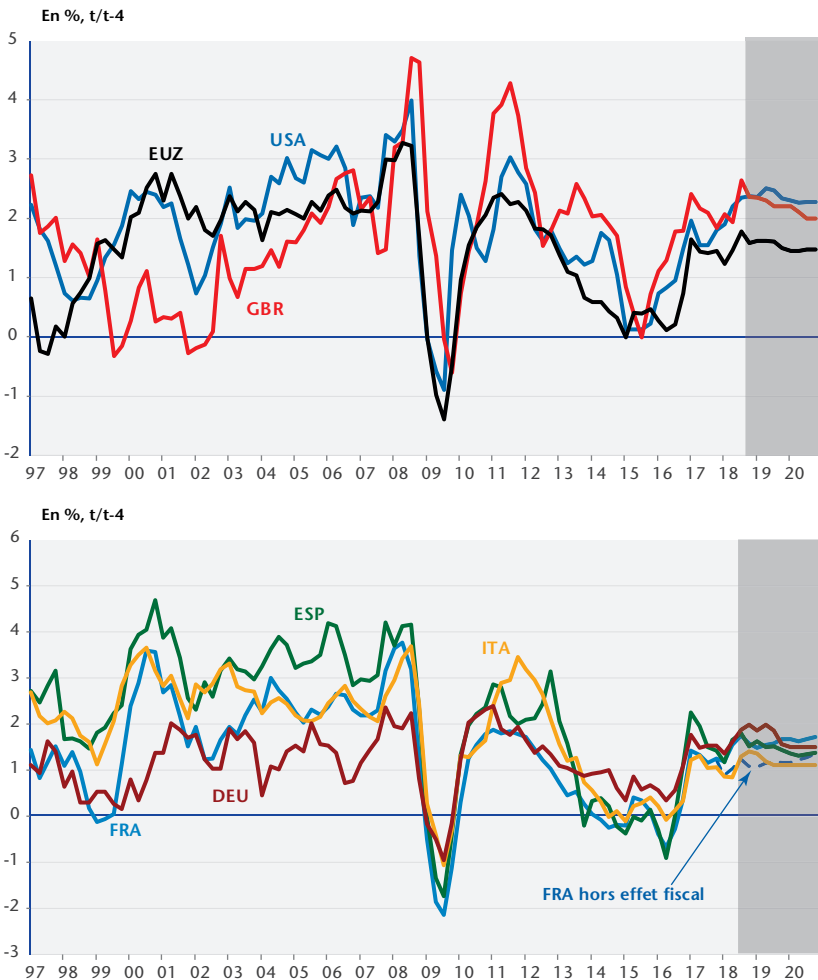
Les craintes d'une fin de cycle proche à cause de la raréfaction des ressources en main-d'œuvre paraissent donc prématurées. Les ressources en facteur travail laissent subsister des marges de croissance sans dérapage incontrôlé de l'inflation. L'apparent relâchement du lien entre inflation, chômage et écart de production trouve peut-être simplement son origine dans le fait que les économies à bas taux de chômage ne sont pas encore en haut de cycle<sup>1</sup>.

À l'horizon de la prévision, nous n'envisageons donc pas l'emballement inflationniste que pourrait faire craindre la bonne situation apparente du marché du travail dans certains pays. L'écart d'inflation, mesuré par le déflateur de la consommation des ménages, entre les

1. Sur cet aspect le lecteur peut se référer à Heyer Eric (2018), « Que doit-on déduire des chiffres de l'inflation ? », *Le Blog de l'OFCE*, 5 juin 2018 et à sa mise à jour dans la synthèse.

économies anglo-saxonnes et la zone euro dans son ensemble subsistera, avec une inflation plus dynamique aux États-Unis, 2,3 % en glissement annuel à l'horizon 2020, et au Royaume-Uni, 2 %, mais demeurant sous les sommets de la décennie 2000 (graphiques 34). À l'horizon 2020, l'inflation aux États-Unis et au Royaume-Uni serait ainsi supérieure de respectivement 0,5 et 0,8 point à celle de l'ensemble de la zone euro où elle ne dépasserait pas 1,5 %, sans emballement des salaires et compte tenu de la baisse des prix d'importation induite par l'appréciation de l'euro de 1,16 à 1,3 dollar pour un euro d'ici à 2020.

Graphique 34. Taux d'inflation (déflateur de la consommation)



Source : Eurostat, BLS, ONS, prévision OFCE octobre 2018.

Aux États-Unis, le cycle de croissance devrait se poursuivre sous l'effet de la politique expansionniste conduite par D. Trump, ce qui poussera les salaires et les prix à la hausse dans un contexte où le taux de chômage est passé sous 4 % depuis avril 2018. L'inflation sera par ailleurs accentuée par la hausse des droits de douanes imposée par les États-Unis sur les importations chinoises, et par la dépréciation du dollar vis-à-vis de l'euro. Cette augmentation de l'inflation importée s'ajoutera à l'inflation induite par les salaires pour maintenir l'inflation au-dessus de 2 % en 2019 et en 2020.

En zone euro, les écarts d'inflation inscrits en prévision suivront la même logique, avec l'Allemagne qui s'écartera de la trajectoire des autres pays pour lesquels le chômage affiché est plus élevé. Mais cet écart ne témoigne pas d'une surchauffe inflationniste en Allemagne dès lors qu'en s'installant sur un palier compris entre 1,5 et 2 %, la hausse des prix resterait très en deçà de ses précédents sommets. En apparence, le taux d'inflation en France serait peu éloigné du taux d'inflation allemand. Toutefois, la trajectoire des prix en France est et sera encore perturbée à l'horizon 2020 par la hausse de la fiscalité indirecte au début de chaque année. Au début 2018, le gouvernement a majoré les taxes sur le tabac et les hydrocarbures. Selon nos estimations, il en résulte un effet sur le déflateur de la consommation de +0,5 point au premier semestre 2018. Cet alourdissement de la fiscalité sera reconduit en 2019 et en 2020, avec à nouveau un impact inflationniste. Corrigé de cet effet, le taux d'inflation français demeurera inférieur au taux allemand sur l'ensemble de la période. Au final, le taux d'inflation dans la zone euro resterait sous la cible de la BCE (2 %), l'inflation dans les pays où le chômage est encore élevé, l'Espagne et l'Italie, ne conduisant pas à l'apparition de tensions inflationnistes<sup>1</sup>.

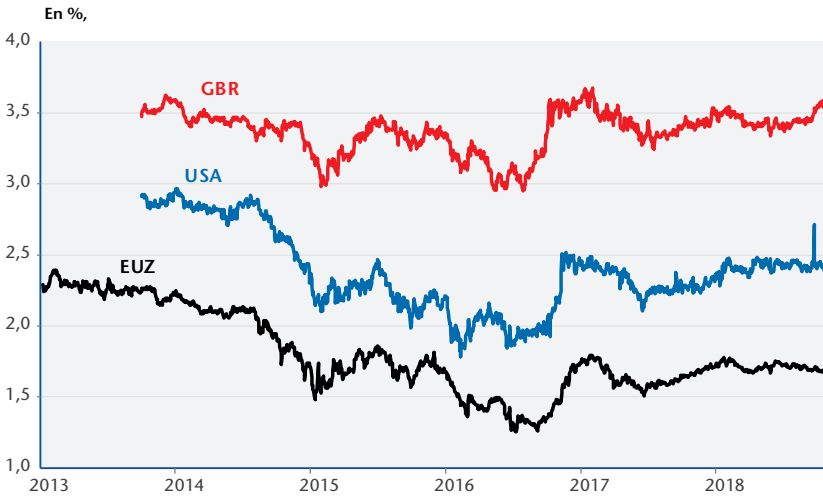
Les craintes de déflation dans les économies développées, suscitées par l'entrée en crise en 2007 et par ses répercussions en termes d'ajustements budgétaires à partir de 2011, se sont atténuées à la fin de 2016 et les anticipations d'inflation se sont redressées aux États-Unis, au Royaume-Uni et en zone euro, de 0,5 point en moyenne (graphique 35). Cette remontée des anticipations est directement liée à la reprise de l'inflation, notamment à l'inflation pétrolière, mais égale-

---

1. Les prévisions d'inflation par pays sont établies sur les déflateurs de la consommation des ménages dans un souci de cohérence comptable avec la construction du compte des ménages en termes réels. Les IPC sont ensuite prolongés au moyen de ces prévisions des déflateurs en respectant leur logique de construction. L'inflation en zone euro, agrégeant les IPC harmonisés des 4 grands pays prolongés selon la méthode décrite, demeure sous la barre des 2 % à l'horizon 2020.

ment à des facteurs spécifiques à chaque zone. Au Royaume-Uni, le vote pour le Brexit en juin 2016 et la dépréciation de la livre ont entraîné la hausse des anticipations d'inflation un peu avant les autres pays. Depuis, les anticipations fluctuent autour du seuil de 3,5 %. Aux États-Unis, sous l'effet d'une croissance soutenue et de l'inflation, les anticipations sont remontées au-dessus de la cible de 2 % de la Réserve fédérale, et le risque déflationniste semble définitivement écarté.

Graphique 35. Anticipations d'inflation à 5 ans dans 5 ans



Source : Thomson Reuters.

C'est en zone euro que les anticipations sont les plus basses. Même si leur remontée récente autour de 1,8 % en 2016, sous l'effet principalement de la dépréciation de l'euro et de l'allègement de la facture énergétique, a interrompu leur tendance à la baisse depuis 2013, elles restent en-deçà de la cible de 2 % malgré une politique monétaire ultra accommodante. Dès lors, la capacité de la BCE à ramener l'inflation à sa cible est mise en doute par les marchés.

## 7. Politique monétaire – Concordance des cycles

---

La normalisation de la politique monétaire se poursuit aux États-Unis et au Royaume-Uni. Dans la zone euro, la fin de l'assouplissement quantitatif est prévue pour décembre 2018, ce qui devrait clore la période qui s'est ouverte il y a 10 ans et qui a amené les banques centrales à recourir à des politiques non conventionnelles<sup>1</sup>. Ces trois banques centrales vont donc augmenter leur taux directeur dans les prochains mois. Cette phase de resserrement commun se justifie à la fois par l'amélioration de la situation conjoncturelle mais aussi par la nécessité de retrouver des marges de manœuvre en cas de ralentissement futur de la croissance. En dépit de cette concordance des cycles, la vitesse et l'ampleur du rythme de hausse des taux seront différentes reflétant les différences de cycle économique et l'incertitude politique dans le cas du Royaume-Uni. Dans ces conditions, un écart de taux va se creuser entre les États-Unis, le Royaume-Uni et la zone euro. En fin d'année 2020, le taux directeur de la politique monétaire atteindrait 4 % aux États-Unis, 2,25 % au Royaume-Uni et 1,5 % dans la zone euro.

### De la fin de l'assouplissement quantitatif...

Lors de la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE qui s'est tenue en juin, Mario Draghi a annoncé une dernière extension du programme d'assouplissement quantitatif et une réduction des achats de titres. L'annonce a été plutôt perçue comme expansionniste par les marchés qui ont retenu l'allongement de la durée du programme. Le taux de change de l'euro s'est alors légèrement déprécié face au dollar dans les minutes qui ont suivi la conférence de presse<sup>2</sup>. À partir d'octobre, les achats mensuels nets de titres par la BCE s'élèveront à

---

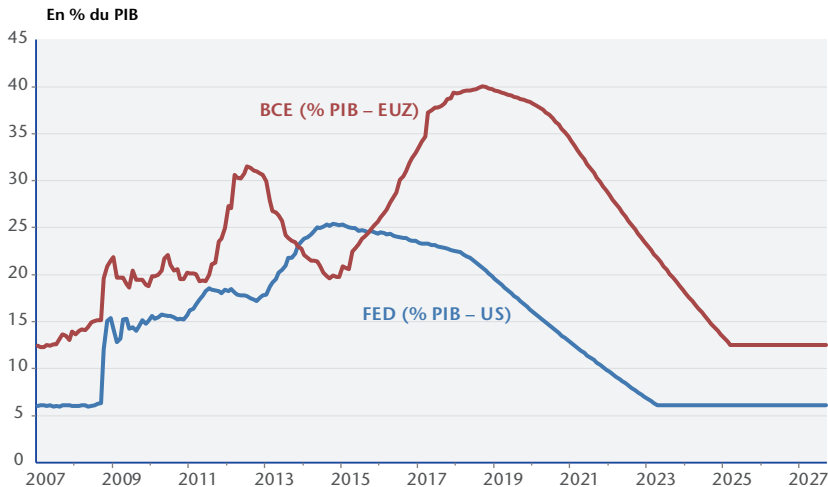
1. Le Japon resterait une exception puisque la Banque du Japon continuera d'acheter des actifs afin de maintenir le taux de long terme autour de 0 %.

2. Voir [Blot et Hubert \(2017\)](#).

15 milliards au lieu de 30<sup>1</sup>. À l'issue de cette période, la BCE stabilisera la taille de son bilan. Concrètement, la BCE n'interviendra sur les marchés que pour réinvestir le montant des titres de son bilan qui arrivent à échéance. En pourcentage du PIB de la zone euro, la taille atteindrait donc un pic à 40 % en fin d'année 2018.

À ce stade, la BCE n'a pas communiqué sur le moment où elle pourrait commencer à réduire la valeur nominale de son actif. À titre de comparaison, il s'était écoulé trois ans entre la fin des achats nets de titres – en octobre 2014 – par la Réserve fédérale et la baisse de l'encours d'actifs amorcé à partir d'octobre 2017. Depuis, la réduction se poursuit selon un calendrier annoncé par la Réserve fédérale. Sous l'hypothèse que les banques centrales ciblent une taille de bilan en termes de PIB proche de celle observée avant la crise, cette dernière phase de la normalisation de la politique monétaire s'achèverait en avril 2023 aux États-Unis (graphique 36). En supposant que le plan mis en œuvre par la BCE débute en janvier 2020 et qu'il se ferait au même rythme qu'aux États-Unis, la normalisation prendrait fin en avril 2025 dans la zone euro. Il s'agit cependant d'une cible totalement *ad-hoc* et qui ne tient pas compte d'éventuels chocs futurs qui pourraient

Graphique 36. Perspectives d'évolution de la taille du bilan de la Réserve fédérale et de la BCE



Sources : Réserve fédérale, BCE, calculs et prévision OFCE octobre 2018.

1. Il s'agit de la troisième phase de réduction des achats. La première avait débuté en avril 2017 avec un passage de 80 à 60 milliards. Puis, en janvier 2018, ces achats de titres étaient passés à 30 milliards avant la dernière phase débutant en octobre 2018.

amener les banques centrales à atténuer, voire arrêter cette politique de réduction de la taille du bilan. Par ailleurs, il y a une grande incertitude sur la cible – en pourcentage du PIB – que souhaiteront atteindre les banques centrales et même un débat sur l'opportunité de continuer à avoir recours à des politiques de bilan<sup>1</sup>.

Du côté de la Banque d'Angleterre, le plafond de stocks de titres détenus au bilan de la banque centrale est maintenu à 435 milliards de livres depuis août 2016 et il ne devrait plus être augmenté. Par ailleurs, la Banque d'Angleterre n'envisage pas de diminuer cet encours d'actifs tant que le taux de base n'aura pas atteint 1,5 %. Étant donné notre scénario de taux au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre ne communiquerait pas sur ce sujet avant 2020.

### ... à la hausse des taux d'intérêt

En mettant un terme aux achats nets de titres, la Réserve fédérale a réduit progressivement son soutien à l'économie *via* les politiques de bilan, ce qui s'est traduit par une remontée du taux fictif (ou taux *shadow*) de politique monétaire<sup>2</sup> qui permet de représenter dans l'espace des taux de court terme l'effet des mesures non conventionnelles mises en œuvre par les banques centrales (graphique 37). Pour les États-Unis, il ressort en effet que ce taux a progressivement augmenté à partir de 2013, c'est-à-dire lorsque la Réserve fédérale a annoncé puis réduit ses achats de titres. Par ailleurs, dès lors que la banque centrale américaine a décidé d'une première hausse de son taux directeur, en décembre 2015, le taux fictif est repassé en territoire positif. Le taux fictif correspond désormais au taux cible de la Réserve fédérale. La situation est identique pour la Banque d'Angleterre puisque le taux fictif a atteint un point bas après que la banque centrale a annoncé puis acheté de nouveaux titres émis par le Trésor britannique au cours du dernier semestre 2016. Le taux fictif a ensuite convergé vers zéro avant de coïncider avec le taux directeur de la Banque d'Angleterre fixé à 0,75 % depuis août 2018.

De fait, seule la BCE conserve un taux fictif négatif, à -3,1 % en septembre 2018, même s'il remonte depuis novembre 2016, ce qui correspond à peu près au moment où Mario Draghi a annoncé une

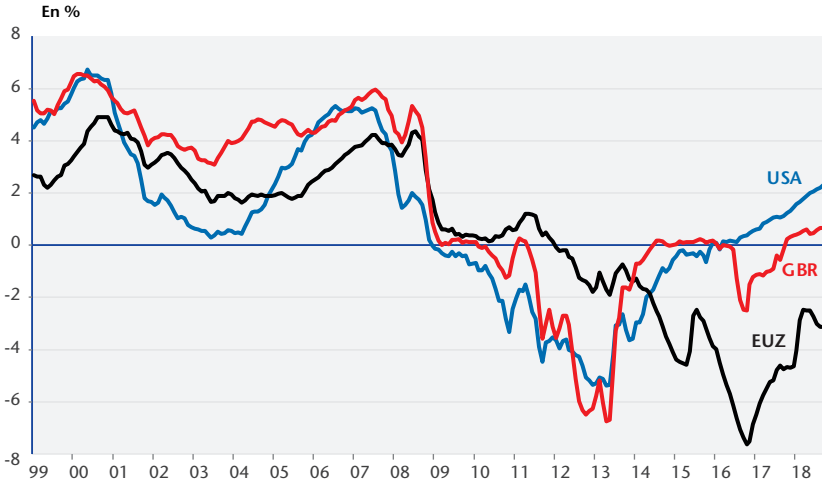
---

1. Voir Blot, Creel et Hubert (2018) pour une discussion de ces arguments.

2. Calculé ici par Krippner. Voir [ici](#) pour une explication du calcul et la mise à jour des séries de taux fictif de la politique monétaire.

première réduction des achats de titres. Si ce taux peut être considéré comme un indicateur du stimulus additionnel lié aux mesures non conventionnelles, il ressort alors que celles-ci ne joueraient plus que dans la zone euro et qu'elles s'atténueraient progressivement.

Graphique 37. Taux fictifs de politique monétaire



Source : Krippner, Banque centrale de Nouvelle-Zélande.

### La Réserve fédérale vise la neutralité

Dès lors que le taux fictif redevient positif, l'orientation de la politique monétaire serait alors pleinement reflétée par les variations du taux directeur qui serait de nouveau l'outil principal par lequel les banques centrales tentent d'atteindre leurs objectifs d'inflation et d'activité. Aux États-Unis, c'est le cas depuis décembre 2015. Le resserrement monétaire s'est ensuite poursuivi très graduellement puisque les taux n'ont été augmentés qu'une fois en 2016 et 3 fois en 2017 (graphique 16). En 2018, le FOMC (Federal open-market Committee) a déjà augmenté les taux à trois reprises et une nouvelle hausse est anticipée d'ici la fin de l'année indiquant ainsi une accélération du rythme de resserrement de la politique monétaire américaine justifiée par l'accélération de l'activité et une inflation supérieure à la cible de 2 % visée par la Réserve fédérale.

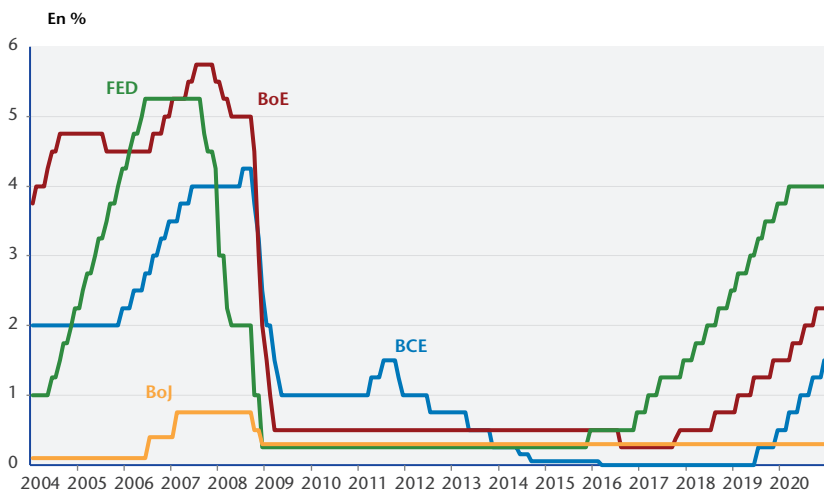
Depuis mars 2018, le déflateur de la consommation – indicateur de prix ciblé par la Réserve fédérale – est supérieur à 2 %. Sur le deuxième trimestre il atteint 2,2 % et ce rythme devrait se poursuivre d'ici la fin de



l'année<sup>1</sup>. Surtout, cette évolution n'est pas essentiellement tirée par la composante énergie : une fois corrigé de l'énergie ainsi que des prix alimentaires, le déflateur augmente à un rythme proche de 2 %. Surtout, les perspectives de croissance pour 2018 sont favorables, ce qui devrait conduire l'économie américaine dans une situation d'écart de croissance positif. En 2019, même si la progression du PIB marquait légèrement le pas (2,6 % après 3 % en 2018), les États-Unis resteraient dans une phase de haut de cycle. La faiblesse du chômage alimenterait une boucle prix-salaire et l'inflation serait de surcroît renforcée par l'augmentation des tarifs douaniers. Le déflateur de la consommation passerait à 2,4 % en 2019 avant de reculer légèrement en 2020 (2,3 %).

Ces différents éléments justifient la poursuite et même l'accélération du resserrement monétaire. Nous supposons par conséquent que la Réserve fédérale souhaitera rapidement revenir vers une orientation plus neutre de sa politique et augmenterait son taux directeur à 5 reprises en 2019 afin d'atteindre 4 % (graphique 38). Le taux se stabiliserait ensuite à ce niveau en 2020. En effet, le ralentissement assez net de l'économie américaine incitera la banque centrale à ne pas durcir excessivement la politique monétaire.

Graphique 38. Taux directeurs des banques centrales



Source : BCE, BoE, Réserve fédérale, Prévision OFCE octobre 2018.

1. En juillet et août, il progressait de 2,3 et 2,2 % respectivement.

## Un resserrement prudent en Europe

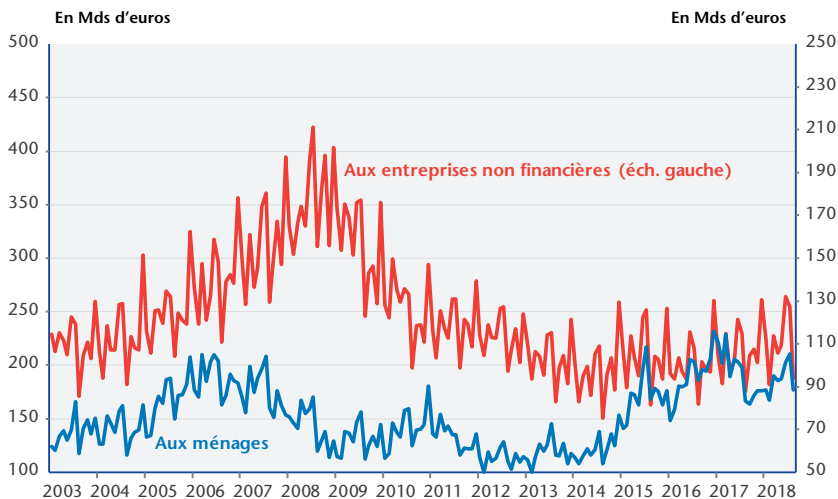
Dans la zone euro, Mario Draghi a annoncé lors de la réunion de juin que les taux n'augmenteraient pas avant l'été 2019 et il confirme qu'un stimulus monétaire reste nécessaire pour la zone euro. De fait, même si l'activité a accéléré en 2017 et que la croissance devrait s'établir à 2 % en 2018, le taux de chômage reste élevé (8,1 % en août) et supérieur de plus d'un demi-point à son niveau d'avant-crise. Surtout, l'inflation en zone euro reste basse même si l'indice des prix à la consommation a retrouvé la cible de 2 % depuis juin 2018.

La dynamique récente des prix s'explique cependant principalement par la composante énergie. L'inflation sous-jacente ne donne toujours aucun signe d'augmentation depuis l'été 2013. Elle s'élève à 1,1 % en septembre 2018. Dans ces conditions, l'inflation devrait baisser dès que les effets de la hausse du prix du pétrole auront été absorbés. Nous anticipons une inflation qui retomberait à 1,6 puis 1,5 % en 2019 et 2020 malgré la poursuite de la baisse du chômage et la fermeture progressive de l'écart de production dans la zone euro. Ce scénario suggère donc la persistance d'un écart de l'inflation à la cible de la BCE. La communication des prévisions d'inflation de la BCE en septembre 2018 aboutit au même diagnostic puisque l'Eurosystème prévoit une stabilisation de l'inflation à 1,7 % en 2019 et 2020. C'est aussi ce que suggèrent les travaux de Hasenzagl, Pellegrino, Reichlin et Ricco (2018) à partir d'une modélisation de l'inflation tendancielle. Enfin, les anticipations de marché à long terme mesurées par l'inflation anticipée à 5 ans dans 5 ans restent autour de 1,5 %.

Dans tous les cas, il n'y aurait donc pas de retour de l'inflation vers la cible de 2 % dans la zone euro à l'horizon de notre prévision, ce qui justifiera donc que l'orientation de la politique monétaire reste expansionniste. Pour autant, la BCE déciderait d'amorcer la deuxième étape du processus de normalisation en augmentant son taux d'intérêt à partir de l'été 2019. Cette phase de resserrement serait graduelle et le taux des opérations principales de refinancement atteindrait 1,5 % en fin d'année 2020, soit un niveau toujours inférieur à celui observé entre 1999 et 2007. Le resserrement serait néanmoins justifié par la situation macroéconomique, par le souhait de retrouver des marges de manœuvre mais il pourrait aussi l'être pour un motif de stabilité financière. La production de nouveaux crédits est effectivement plus dynamique sur l'ensemble de la zone euro, notamment pour les crédits aux ménages qui retrouvent une tendance identique à celle observée

en 2005 (graphique 39). Toutefois, l'encours de crédits distribués aux ménages et aux entreprises non-financières baisse toujours. Pour les ménages, il s'élève à 49,1 % du PIB de la zone euro contre un pic à 53,2 % fin 2012. C'est surtout du côté des entreprises que l'ajustement a été le plus marqué avec un encours de crédit qui est passé de 52,2 % début 2009 à 37,9 % début 2018.

Graphique 39. Production de nouveaux crédits en zone euro



Source : BCE.

La Banque d'Angleterre est dans une situation délicate puisqu'elle doit veiller ce que l'inflation se rapproche de la cible de 2 %, alors que l'activité a ralenti. À la suite du vote en faveur du Brexit en juin 2016, les incertitudes, qui s'étaient immédiatement traduites par une baisse du taux de change et des cours boursiers, avaient conduit la Banque d'Angleterre à baisser son taux d'intérêt d'un quart de point dans la crainte d'une baisse de la croissance qui s'est ensuite confirmée. Mais la dépréciation initiale de la livre a contribué à pousser l'inflation à la hausse, ce qui a conduit la Banque d'Angleterre à ramener – dans un second temps – son taux directeur à 0,5 % en novembre 2017, avant de le porter à 0,75 % en août 2018. Lors de cette réunion les membres du comité de politique monétaire ont continué de déclarer que le cycle de resserrement serait limité et graduel.

La Banque d'Angleterre retient l'hypothèse d'un accord de sortie avec l'UE et d'une période de transition jusqu'à la fin 2020. Dans ces conditions, selon la Banque d'Angleterre, la croissance du PIB britan-

nique serait à 1,75 % par an, légèrement supérieure à la croissance tendancielle estimée proche de 1,5 %, et l'inflation ralentirait lentement pour s'approcher de 2 % en fin d'année 2020. Avec nos hypothèses de croissance, un peu moins fortes que celles de la Banque d'Angleterre, et d'inflation, proches de celles de la Banque d'Angleterre, le taux directeur serait progressivement relevé pour atteindre 1,5 % fin 2019. En 2020, la levée des incertitudes sur le Brexit plaiderait pour un rythme plus rapide de remontée des taux : une tous les 3 mois à partir d'avril 2020.

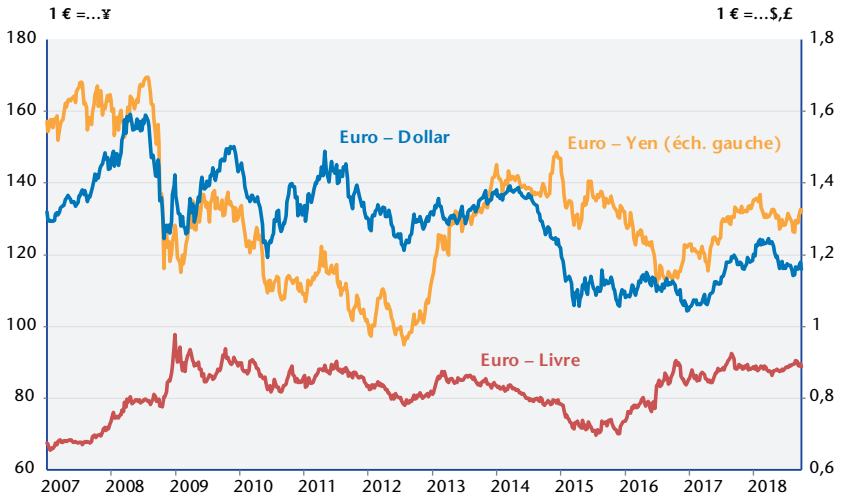
### **Euro et livre : une appréciation retardée**

Malgré la concordance des cycles monétaires entre l'Europe et les États-Unis, le rythme de hausse des taux de la Réserve fédérale serait plus marqué que ceux de la BCE et de la Banque d'Angleterre, surtout en 2019. L'écart entre le taux aux États-Unis et dans la zone euro passerait de 2 points actuellement à 3,25 points début 2020. Il en résulterait que la baisse de l'euro observée depuis avril 2018 – l'euro cotait alors 1,24 dollar – se poursuivrait jusqu'en fin d'année, amenant l'euro à 1,12 dollar. Puis, au fur et à mesure que les hausses de taux se confirmeront en 2019, l'euro s'apprécierait face au dollar, notamment en lien avec la divergence des comptes courants. L'euro atteindrait 1,2 dollar à partir du deuxième trimestre 2019 puis 1,30 dollar en fin d'année 2020, se rapprochant ainsi de la valeur du taux d'équilibre estimé autour de 1,35 dollar<sup>1</sup>. Suivant une logique assez proche, la livre sterling se déprécierait légèrement face au dollar en fin d'année 2018 avant de remonter en 2019-2020. À l'effet de la remontée du taux directeur au Royaume-Uni s'ajouterait la levée des incertitudes concernant le Brexit et qui avaient notamment entraîné une dépréciation de la livre de l'ordre de 12 % vis-à-vis de l'euro et du dollar entre juin et octobre 2016 (graphique 40).

---

1. Voir la partie « Quel taux de change d'équilibre pour l'euro-dollar ? » dans OFCE (2018).

Graphique 40. Taux de change de l'euro



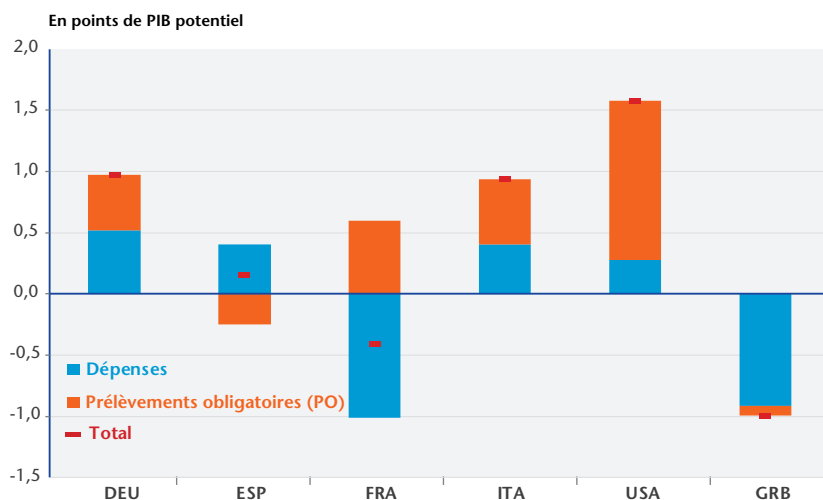
Source : Datastream Thomson Reuters.



## 8. Les choix budgétaires divergent dans les économies avancées

À la suite du déclenchement de la *Grande Récession*, la politique budgétaire a fait son retour en grâce comme instrument de stabilisation conjoncturelle. Ainsi, entre 2008 et 2010, une forte impulsion budgétaire a été mise en œuvre pour éviter que la récession se transforme en dépression comme en 1929. Après ce franc soutien budgétaire, une phase d'austérité a été engagée jusqu'en 2015. Enfin, en 2016 et en 2017, la politique budgétaire a été plutôt neutre. À partir de 2018, la politique budgétaire redeviendra très active dans les principales économies avancées. Outre-Atlantique, l'application du programme économique de D. Trump se traduit par une impulsion budgétaire conséquente en 2018-2019 (+1,5 point de PIB en 2018 et +1,0 point en 2019), qui sera partiellement compensée en 2020 (-0,7 point de PIB). En zone euro, la politique budgétaire sera très légèrement expansionniste en 2018 (+0,3 point) et en 2019 (+0,2 point)

Graphique 41. Impulsion budgétaire cumulée (2018-2020)



Source : comptes nationaux, documents budgétaires nationaux, calculs OFCE et prévision OFCE, octobre 2018.

pour redevenir neutre à horizon 2020. Enfin, au Royaume-Uni la politique budgétaire restera restrictive (-0,3 point par an entre 2018 et 2020). Ainsi, la politique budgétaire aura des orientations hétérogènes au sein des grandes économies avancées au cours des prochaines années (graphique 41).

## États-Unis : un choc expansionniste historique hors période de crise en 2018-2019

Aux États-Unis, la politique budgétaire sera fortement expansionniste en 2018 et en 2019. L'ampleur de cette impulsion est historique notamment dans un contexte où l'*output gap* est fermé. Au cours de cette période, l'impulsion budgétaire cumulée sera de 2,5 points de PIB. La grande réforme fiscale (Tax cuts and Jobs Act), votée le 15 décembre 2017, induit une réduction des prélèvements obligatoires de 1,4 point de PIB (-0,8 point en 2018 et -0,6 point en 2019) tandis que la relance des dépenses, notamment militaires, devrait générer une impulsion supplémentaire proche de 1 point de PIB (0,6 point en 2018 et 0,3 point en 2019).

La réforme fiscale votée bénéficie à la fois aux ménages et aux entreprises. Le revenu disponible des ménages sera soutenu grâce à la baisse de l'impôt sur le revenu des ménages et par la baisse de l'impôt sur les successions<sup>1</sup>. Les marges des entreprises seront quant à elles soutenues par la forte baisse du taux de l'impôt sur les sociétés qui baissera de 35 % (actuellement l'un des plus élevés du monde) à 21 %, ce qui diminuera le taux effectif de l'IS de 21 % à 9 % selon le CBO. En parallèle à la baisse des PO, un choc positif de dépense publique sera mis en œuvre en 2018-2019. Ainsi, la part de la dépense publique primaire dans le PIB devrait augmenter 0,9 point entre 2017 et 2019.

Un changement d'orientation budgétaire est prévu pour 2020, même si ce retournement n'effacera pas l'impulsion des deux années précédentes. La baisse de la fiscalité marquera une pause en 2020 (le taux de PO augmentera de +0,1 point) et un effort conséquent de maîtrise de la dépense primaire devrait être mis en œuvre. La dépense publique primaire restera quasiment stable en 2020 (+0,2 % d'évolution en volume), ce qui équivaut à un effort structurel de 0,7 point. Cet

---

1. Le détail des mesures fiscales est présenté dans OFCE (2018), « La fin d'un cycle ? Perspectives 2018-2019 pour l'économie mondiale et la zone euro », *Revue de l'OFCE*, n° 155 (2018).



effort masque une augmentation des dépenses en infrastructures, plus que compensée par la baisse en volume des dépenses non militaires.

Avec cette politique budgétaire expansionniste, le déficit public se creusera fortement, à des niveaux inédits hors période de crise ou de guerre. Il s'établira à 4,8 % du PIB en 2018, à 5,6 % en 2019 et à 5,1 % en 2020. La dette du gouvernement fédéral atteindrait 107,1 % du PIB à la fin 2020. Ce scénario soulève la question du respect du plafond de la dette autorisée. Ceci restera un défi pour le président Trump qui devra convaincre les membres du Congrès de la nécessité de nouveaux relèvements du plafond de la dette. Par ailleurs, ce scénario ouvre la possibilité d'un vif regain de tensions inflationnistes et financières à un moment où la politique monétaire se normalise. Si les effets inflationnistes de la politique budgétaire se matérialisent, la remontée des taux directeurs de la Fed pourrait être plus rapide que prévu. Ceci pourrait avoir un fort impact sur les agents endettés à taux variable et pourrait déstabiliser les flux internationaux de capitaux, générant des tensions financières, notamment dans les économies émergentes.

### **Zone euro : une politique neutre au cours des trois prochaines années**

La politique budgétaire dans la zone euro dans son ensemble sera légèrement expansionniste en 2018 (+0,3 point de PIB d'impulsion budgétaire). Cette évolution s'explique essentiellement par le soutien à l'activité réalisé en Allemagne, en Espagne et aux Pays-Bas, alors que seul le Portugal réalise une consolidation budgétaire significative. La France et l'Italie mettront en place une politique budgétaire neutre.

En 2019, la politique budgétaire sera à nouveau légèrement expansionniste dans la zone euro dans son ensemble (+0,2 point). L'orientation de la politique budgétaire divergera dans les plus grandes économies de l'union monétaire. L'Allemagne et l'Italie mettront en place une impulsion budgétaire positive. A contrario, la nouvelle majorité parlementaire engagera la consolidation budgétaire en France. Enfin, l'Espagne mettra en place une politique budgétaire neutre. Parmi les autres pays de la zone euro, seule la Belgique mettra en place une impulsion budgétaire positive.

En 2020, l'impulsion budgétaire de l'ensemble de la zone euro redeviendra nulle. L'Allemagne et l'Italie garderont une impulsion budgétaire positive mais de plus faible ampleur que celle mise en œuvre en 2019. En revanche, la France, le Portugal et l'Espagne

annoncent un effort structurel plus proche du *benchmark* préconisé par les règles budgétaires européennes dans le cadre du volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance. Ailleurs, les Pays-Bas, la Belgique et l'Irlande réaliseront une impulsion budgétaire négative. Ces prévisions sont à prendre avec prudence. Les gouvernements ont tendance à afficher un respect des règles les plus strictes du Pacte de stabilité et de croissance lors de la publication de leur Programme de stabilité, mais au moment du vote des lois de finance, les ajustements sont plus proches d'un respect à minima des règles européennes.

Dans le détail, la politique budgétaire allemande restera expansionniste à horizon 2020, à un rythme proche de celui de 2017 (+0,3 point de PIB en 2018, +0,4 point en 2019 et +0,2 point en 2020, après +0,3 point en 2017). Le soutien de la demande annoncé passerait par l'investissement public et les mesures en soutien du pouvoir d'achat des ménages – que cela soit du côté des prestations sociales ou de la fiscalité.

La politique budgétaire deviendra fortement expansionniste en Italie à partir de 2019. La volonté du nouveau gouvernement italien d'appliquer son programme sans se soucier des contraintes du Pacte de stabilité et de croissance, se traduira par une impulsion budgétaire de 0,7 point de PIB en 2019 et de 0,2 point en 2020. Une baisse des prélèvements obligatoires de 5 milliards, soit 0,3 point de PIB, sera liée à l'introduction progressive de la « flat tax » à 15 % pour les PME. En revanche, l'extension de la « flat tax » à l'ensemble des entreprises et aux ménages a été repoussée à plus tard dans le mandat, sans autre précision. Le nouveau gouvernement a aussi prévu une hausse des dépenses publiques, que l'on chiffre globalement à 7 milliards d'euros, soit 0,4 point de PIB. Les mesures emblématiques de cette impulsion incluent l'introduction d'une pension de citoyenneté (en janvier 2019) et d'un revenu de citoyenneté (en avril 2019), pour un montant total estimé à 10 milliards d'euros. La pension de citoyenneté sera destinée à compléter la pension de tous les retraités pour la porter à 780 euros par mois. Pour les actifs, le principe sera similaire – compléter le salaire à hauteur de 780 euros –, mais sous conditions : ils devront néanmoins s'engager à suivre une formation et à accepter au moins une des trois premières propositions d'emploi qui leur seront présentées par le Centre pour l'emploi. La révision de la réforme des retraites, qui prévoit la « règle des 100 », permettra en outre le départ à la retraite lorsque la somme entre l'âge et les années travaillées atteint 100, sous certaines conditions. Enfin, un fonds d'investissement de 50 milliards

d'euros est prévu sur 5 ans ; nous inscrivons une hausse de l'investissement public de 4 milliards d'euros en 2019. Pour financer la hausse des dépenses sans accroître le déficit public au-delà de 2,4 %, le gouvernement devra donc économiser 14 milliards d'euros, soit l'équivalent de 0,8 point de PIB, ce qui introduit des fortes incertitudes sur le niveau de l'impulsion budgétaire. Pour l'instant, ces mesures sont très imprécises (poursuite de la rationalisation des dépenses et mesures d'amnistie fiscale) et peuvent suggérer un dérapage budgétaire plus conséquent. *A contrario*, un bras de force sera engagé avec la Commission européenne et les autres États membres de la zone euro, ce qui conjointement avec une remontée brutale des taux souverains italiens, peut aboutir à une atténuation de l'impulsion budgétaire mise en place.

Pour 2020, le gouvernement italien annonce une baisse du déficit public à 2,1 % du PIB. Or, pour arriver à ce chiffre, étant donné nos hypothèses de croissance, cela nécessiterait d'inscrire une politique budgétaire légèrement restrictive, ce qui est peu crédible. Par conséquent, nous supposons une politique budgétaire quasi-neutre en 2020, qui se traduit par un maintien du déficit à 2,4 % du PIB. Sous toutes ces hypothèses, la dette publique baisserait continûment jusqu'en 2020, passant de 131,2 % en 2018 à 130,3 % du PIB en 2019, puis à 129,5 % en 2020.

En Espagne, le budget voté au printemps 2018 par l'ancien gouvernement dirigé par M. Rajoy se traduit par une impulsion budgétaire conséquente de 0,6 point de PIB. Les principales mesures visent surtout à augmenter les salaires des fonctionnaires et les pensions de retraite, ce qui se traduira par une impulsion de la dépense primaire de 0,5 point de PIB. Pour 2019 le nouveau gouvernement de P. Sanchez, minoritaire au parlement, ne sera pas en mesure de présenter un budget ambitieux. En effet, les conditions des indépendantistes catalans très exigeantes pour soutenir le budget proposé par le gouvernement, laissent augurer peu de changements législatifs. Ainsi, l'impulsion budgétaire attendue est nulle pour 2019. En revanche, une impulsion budgétaire négative de 0,4 point est retenue pour 2020, essentiellement faite à travers la dépense, conformément aux annonces du dernier Programme de stabilité. Cet ajustement budgétaire serait plus conforme aux règles du volet préventif du Pacte. Le maintien d'un scénario macroéconomique porteur devrait suffire à l'Espagne pour passer sous le seuil des 3 % en 2018. L'Espagne sera le dernier pays de l'union monétaire à passer sous ce seuil. En 2019, le

pays devrait être soumis aux règles du volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance.

En France, l'année 2019 sera marquée par la transformation de 6 points de CICE en baisse de cotisations sociales employeurs. Les créances de CICE générées en 2018 seront intégrées dans le déficit de l'année 2019 tout comme les baisses immédiates de cotisations. Cette mesure aura donc un impact double sur le déficit au sens de la comptabilité nationale. Hors double effet de la bascule CICE, un effort structurel de 0,2 point de PIB est attendu. Cet effort sera uniquement fait sur la dépense primaire (de 0,3 point de PIB structurel) et sera partiellement compensé par des mesures nouvelles en PO, en baisse de 0,1 point de PIB. Les ménages bénéficieront d'un rééquilibrage de la politique fiscale notamment avec la matérialisation des effets pleins des baisses de cotisations salariales en 2019 par rapport à 2018 pour 4,1 milliards d'euros et la poursuite de l'exonération de taxe d'habitation pour 3,8 milliards. Ces baisses seront partiellement compensées par la hausse de la taxation écologique et du tabac pour 4,7 milliards. Toutefois, les ménages pâtiraient de certaines mesures d'économies en dépenses publiques avec notamment la sous-indexation de certaines prestations sociales. Par ailleurs, des économies seront réalisées sur les dépenses de la politique de l'emploi, celle du logement, la masse salariale publique et les dépenses de fonctionnement des collectivités locales.

En 2020, un effort structurel conséquent sera mis en œuvre en France. Si les baisses structurelles de PO se poursuivront (de 0,2 point de PIB), l'effort annoncé sur la dépense publique primaire est d'une ampleur historique de 0,5 point de PIB. Ainsi une impulsion budgétaire de -0,3 point de PIB est attendue. L'essentiel des économies seront dans les mêmes postes qu'en 2019. Le déficit public français passera de 2,7 % de PIB en 2017 à 2,6 % en 2018. Puis il augmentera en 2019 à 2,8 % en lien avec l'effet ponctuel de la bascule CICE. Une fois cet effet temporaire purgé, le déficit diminuera fortement en 2020, année où il devrait s'établir à 1,8 % de PIB, son plus bas niveau depuis 2002.

### **Royaume-Uni : poursuite de l'objectif de réduction du déficit sur fond de Brexit**

La politique budgétaire britannique sera restrictive en 2018, 2019 et 2019, de 0,3 point de PIB en moyenne par an. Cette restriction serait de moindre ampleur qu'au cours des trois dernières années (où elle a

représenté environ 2,2 points de PIB en cumulé de 2015 à 2017). Le déficit public au sens de Maastricht est passé de 5,4 % du PIB en 2014 à 3 % en 2016, et n'est plus que de 1,8 % du PIB en 2017. Le gouvernement garde le cap sur la réduction des déficits mais en ralentit le rythme alors que les incertitudes associées au déroulement du Brexit sont un facteur de risque sur la croissance britannique. L'ajustement se ferait principalement par la maîtrise des dépenses, hors investissement public. Sous nos hypothèses de croissance, le déficit public baisserait légèrement cette année et l'an prochain (1,7 % du PIB en 2018 et 1,5 % du PIB en 2019 et 1,3 % en 2020). La dette publique, au sens de Maastricht, sera proche de 82,8% du PIB.

### L'efficacité de la politique budgétaire dépendra essentiellement des conditions cycliques

Même si l'heure n'est plus à l'austérité généralisée, le soutien de la politique budgétaire à la croissance mondiale serait bien moindre. En effet, l'impact de la politique budgétaire sur la croissance du PIB dépend de multiples facteurs : (i) les instruments mobilisés, (ii) la position de l'économie dans le cycle mais aussi (iii) des effets dynamiques des politiques budgétaires passées<sup>2</sup>.

Lorsque l'on tient compte de la totalité de ces éléments, la politique budgétaire soutiendra l'activité en 2018 dans toutes les grandes économies avancées étudiées hormis le Royaume-Uni, pays où l'effet récessif restera modeste (-0,1 point). En 2019, la politique budgétaire aura un impact quasiment nul dans toutes les économies analysées hormis en Italie, où la forte impulsion budgétaire soutiendra la croissance de 0,3 point. Enfin, en 2020 la perspective d'un retour de la consolidation budgétaire pèsera sur la croissance dans quasiment tous les pays étudiés, notamment aux États-Unis (-0,6 point) et en Espagne (-0,4 point).

Pour expliquer le faible soutien à la croissance de l'impulsion budgétaire mise en œuvre, il faut voir que la relance est essentiellement faite dans des pays où l'écart de production est proche de 0. Ceci réduit le niveau des multiplicateurs de demande, dépendants du cycle. Par exemple, lorsque l'on tient compte de la composition de l'impulsion budgétaire américaine, le soutien à la croissance américaine sera de

---

2. Sampognaro R. (2018).

1,0 point en 2018 et de 0,0 en 2019. Au total, une impulsion budgétaire de 3 points n'aura qu'un effet de 1 point sur le PIB à horizon 2019. Ceci suggère un effet multiplicateur faible. Un phénomène similaire est observé en Allemagne où une impulsion cumulée de 0,9 point augmentera le PIB de 0,4 point sur la période 2018-2020 (+0,2 point en 2018 et 0,2 point en 2019).

Une situation différente est observée en Espagne. En 2018, la forte impulsion budgétaire ibérique (0,6 point de PIB) mobilisera essentiellement des instruments qui augmentent le pouvoir d'achat des ménages. Comme les tensions sur l'appareil productif sont faibles, ceci se traduira par un surplus de croissance important (+0,7 point). Si en 2019, la politique budgétaire sera quasiment neutre, en 2020 la forte consolidation budgétaire anticipée aura à nouveau un fort effet sur le PIB (-0,4 point de PIB). En Italie, la forte impulsion budgétaire de 2019, sera aussi mise en œuvre dans un contexte où l'*output gap* reste ouvert. Dans ce contexte, les mesures qui augmenteront le revenu des ménages, de 0,4 point de PIB, auront un impact significatif sur le PIB. En revanche, la baisse de PO sur les entreprises, pour 0,3 point de PIB, n'aura un effet qu'à moyen terme. Ainsi, le surplus de croissance attendu est de 0,3 point. Pour 2020, l'impulsion budgétaire sera plus faible (0,2 point de PIB) et surtout mélangeant une nouvelle baisse de fiscalité des entreprises (0,2 point de PIB) à faible impact immédiat et des économies en dépenses publiques à fort multiplicateur. Au total, la politique budgétaire amputera la croissance italienne de 0,1 point en 2020.

L'efficacité de la relance budgétaire peut être amoindrie par le contexte particulier dans lequel elle a lieu. Les doutes existant sur la soutenabilité de la dette publique transalpine et sur la volonté du gouvernement à respecter les engagements européens à moyen terme peuvent avoir des conséquences négatives sur l'activité économique. Si la montée des taux souverains italiens se poursuit, les marges budgétaires peuvent s'avérer plus faibles que prévu et surtout si la hausse du taux public est transféré aux acteurs privés (nécessaire pour rétablir les bilans bancaires mis à mal par la dégradation de leur actif liée à la baisse du prix des obligations publiques), alors l'effet d'éviction peut être plus fort qu'anticipé.

En France, la politique budgétaire aura un impact légèrement positif (+0,1 point de PIB) sur l'activité en 2018. Si l'impulsion budgétaire est neutre, elle résulte d'une forte baisse de PO principalement sur le capital et les entreprises, à faible multiplicateur à court terme, et d'une impulsion négative sur la dépense publique, à multiplicateur plus élevé

à court terme. Du fait de sa composition, la politique budgétaire contemporaine est récessive en 2018. Toutefois, les effets d'offre et de demande des mesures budgétaires passées compenseront ces effets, expliquant le soutien, modeste mais positif, de la politique budgétaire à la croissance de l'activité. En 2019, la politique budgétaire soutiendra à nouveau la croissance du PIB. Elle le fera à hauteur de 0,1 point et ce, malgré la restriction budgétaire mise en œuvre. À nouveau, la croissance 2019 bénéficiera encore des mesures passées, notamment du début du Grand plan d'investissement initié en 2018 et de la baisse des multiplicateurs des économies en dépenses passées. Enfin en 2020, la politique budgétaire pèserait légèrement sur la croissance. Les mesures passées n'apporteront plus de soutien à l'activité tandis que les mesures contemporaines pénaliseront fortement la demande, en lien avec un important effort sur la dépense publique primaire – attendu essentiellement sur des prestations sociales ayant un impact direct sur le pouvoir d'achat des ménages. Ainsi, en 2020, la croissance sera amputée de 0,1 point en lien avec la politique budgétaire nationale.

Enfin au Royaume-Uni, la politique budgétaire amputera l'activité de 0,1 point en 2018 et puis aura un effet neutre sur la croissance en 2019 et 2020. En effet, si l'impulsion budgétaire sera négative au cours de ces trois années, elle le sera dans un contexte où l'écart de production est nul. Ainsi, les effets récessifs des économies budgétaires sur la dépense publique primaire se dissiperont rapidement : les effets des mesures passées contrecarreront les effets de la politique contemporaine.

Tableau 7. Impulsion budgétaire et comptes publics

	Impulsion budgétaire (en pts de PIB potentiel)			Solde public (en pts de PIB)			Dettes publiques (en pts de PIB)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
DEU	0,3	0,4	0,2	1,6	1,3	1,0	61,2	58,6	56,4
ESP	0,6	0,0	-0,4	-2,7	-2,0	-1,5	97,5	96,0	94,7
FRA	0,0	-0,2	-0,3	-2,6	-2,8	-1,8	98,7	98,3	97,8
ITA	0,1	0,7	0,2	-1,8	-2,4	-2,4	131,2	130,3	129,5
EUZ	0,3	0,2	-0,1	-0,7	-0,8	-0,6	88,7	86,6	81,5
USA	1,5	1,0	-0,7	-4,8	-5,6	-5,1	105,1	105,7	107,1
GBR	-0,3	-0,3	-0,3	-1,7	-1,5	-1,3	86,2	84,5	82,8

Sources : Commission européenne - Ameco, FMI, OCDE, et comptabilités nationales. Prévision OFCE, octobre 2018.

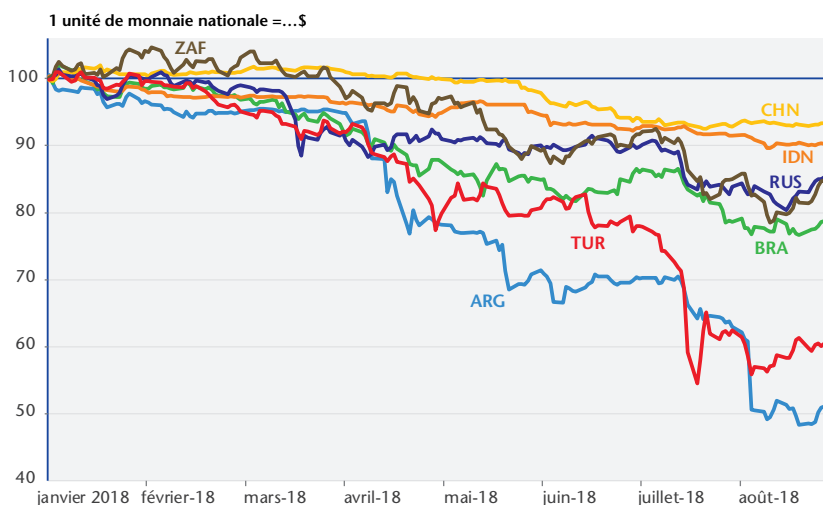




## 9. Tensions financières dans les pays émergents

Depuis le début de l'année 2018, de fortes tensions à la baisse sont apparues sur le taux de change de plusieurs pays émergents (graphique 42) : le peso argentin et la livre turque ont perdu près de moitié de leur valeur par rapport au dollar (respectivement -50,5 % et -42,7 % sur les huit premiers mois de l'année). Le real brésilien, la roupie indonésienne, ou encore le rand sud-africain se sont également fortement dépréciés, alors même qu'un mouvement d'appréciation par rapport au dollar s'observait depuis 2016. Dans un contexte de normalisation graduelle de la politique monétaire américaine, la volatilité des marchés financiers (actions, dérivés, change) augmente les craintes d'une contagion aux pays émergents les plus vulnérables, dont les perspectives se sont dégradées dans les derniers mois.

Graphique 42. Taux de change par rapport au dollar (base 100 = janvier 2018)



ARG : Argentine, BRA : Brésil, CHN : Chine, IDN : Indonésie, RUS : Russie, TUR : Turquie, ZAF : Afrique du Sud.  
Sources : WM Reuters, Calculs OFCE.

## Volatilité des marchés financiers

Le graphique 43 illustre les tensions financières observées entre janvier 2011 et août 2018. L'indicateur de pression financière (IPF<sup>1</sup>) représenté est calculé comme une moyenne pondérée des taux de variation des indices boursiers, des taux de change bilatéraux (face au dollar américain) et enfin des primes sur les CDS.

L'IPF permet l'identification des périodes de tensions financières et l'étude de phénomènes de contagion. Entre 2011 et 2018, les chocs financiers ont été négativement orientés, en particulier pour la Turquie et l'Argentine. La moyenne de l'indicateur chinois n'est pas statistiquement différente de zéro, contrairement aux autres économies émergentes. La dispersion de l'indicateur, mesurée par l'écart-type, est marquée en Argentine, en Turquie et en Russie. Les coefficients d'aplatissement et d'asymétrie sont les plus élevés pour l'Argentine et la Turquie sur les sept dernières années, ces pays ayant connu plus de variations extrêmes que les autres pays émergents. Dans le tableau 1, il est intéressant de noter que l'indicateur de tensions financières pesant sur l'Argentine est le moins corrélé avec celui des autres pays sur la période janvier 2011 à décembre 2018<sup>2</sup>.

Tableau 8. Matrice des corrélations : IPF – janvier 2011 – août 2018

		Janvier 2018 – août 2018						
		ARG	BRA	CHN	IDN	RUS	ZAF	TUR
Janvier 2011 - décembre 2017	ARG		0,54	0,30	0,41	0,44	0,48	0,50
	BRA	0,35		0,24	0,39	0,51	0,54	0,41
	CHN	0,21	0,46		0,56	0,34	0,43	n,s
	IDN	0,23	0,60	0,55		0,41	0,56	0,29
	RUS	0,30	0,65	0,48	0,64		0,64	0,57
	ZAF	0,27	0,72	0,54	0,65	0,70		0,54
	TUR	0,26	0,63	0,49	0,60	0,62	0,71	

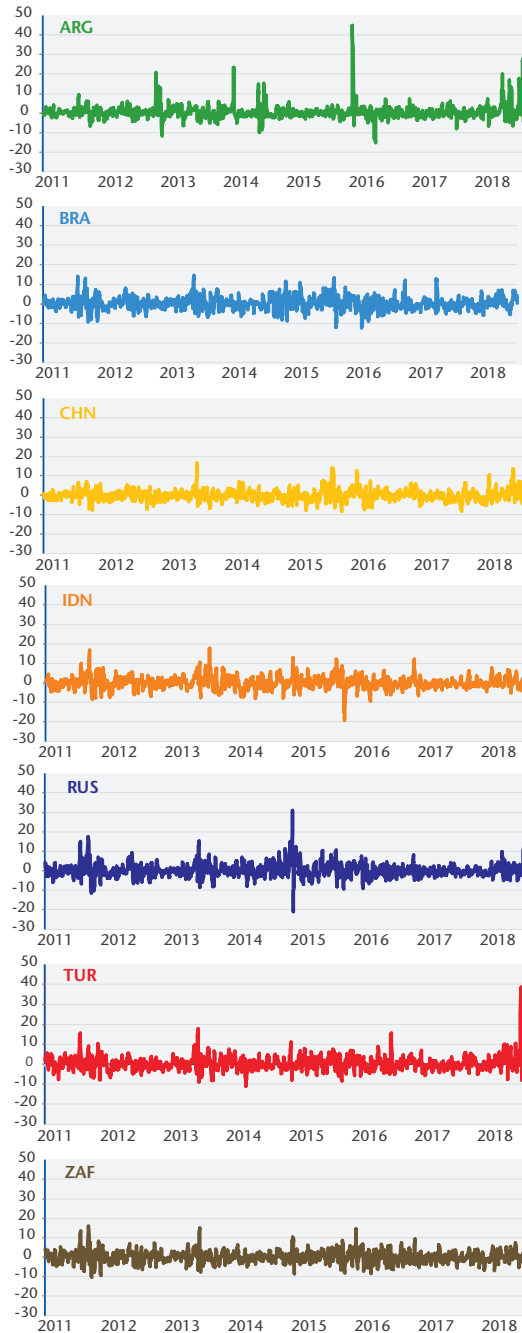
Sources : Comptabilités nationales, MW Reuters, calculs OFCE.

Notes : Toutes les corrélations sont statistiquement différentes de zéro au seuil de 5 %. N.s. : corrélation non significativement différente de zéro.

1. Cet indicateur est calculé de la même manière qu'Eichengreen et Gupta (2013). Les pondérations sont données par l'inverse de l'écart-type de chaque série en fréquence mensuelle entre janvier 2011 et août 2018. Une valeur plus élevée de cet indice révèle une vulnérabilité plus importante. Pour chaque pays, il se calcule comme suit :  $IPF_t = 1 \sigma^{ER} \times$  pourcentage de dépréciation de la monnaie domestique vis-à-vis de l'USD en  $t+1 / \sigma^{stock} \times$  pourcentage de baisse de l'indice boursier en  $t+1 / \sigma^{CDS} \times$  pourcentage de hausse de la prime de CDS en  $t$ .

2. L'Inde n'apparaît pas ici, l'IPF n'est pas corrélé avec celui des autres émergents. Les mêmes résultats émergent des tests de causalité à la Granger dans ce qui suit.

Graphique 43. Indices des pressions financières



Sources : Sources nationales, WM/Reuters, Thomson Reuters CDS, Calculs OFCE.

Les quatre premiers soubresauts identifiés en octobre 2012, janvier et juillet 2014, et enfin en décembre 2015 concernent en majorité des événements liés au défaut de paiement sur la dette Argentine en 2001. À la fin du mois d'octobre 2012, le rejet par la Cour américaine du recours déposé par l'Argentine contre une première décision l'appelant à rembourser tous les acteurs privés ayant refusé la restructuration de la dette en 2005 et 2010 a eu un impact important sur les CDS dont la prime double entre le 26 et le 29 octobre. En janvier 2014, la banque centrale argentine cesse d'intervenir sur le marché des changes et laisse le taux de change se déprécier, il perd alors 23 % sur le seul mois de janvier. Quelques mois plus tard, Standard and Poor's déclare l'Argentine en défaut sélectif car le pays refuse de payer les intérêts dus aux fonds vautours, augmentant la volatilité sur les marchés financiers. Enfin, le saut le plus important intervient en décembre 2015, peu après l'élection du nouveau Président Macri. Ce dernier signe la fin du contrôle des changes, qui se traduit par une dépréciation de la monnaie argentine de 40 % en une séance, mais la présence d'un phénomène de contagion est toutefois discutable puisqu'aucun des pays considérés ici ne voit son indicateur se tendre<sup>3</sup>.

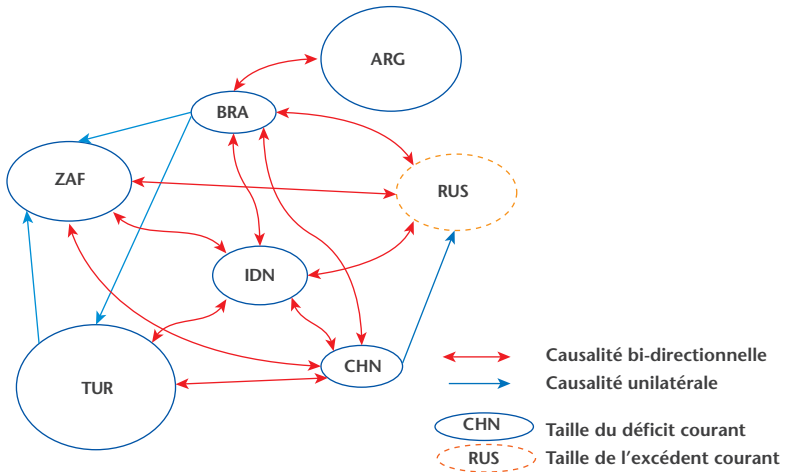
Autrement dit, le cas de l'Argentine est assez singulier dans la mesure où l'on observe des turbulences synchronisées avec les autres pays principalement depuis août 2018. L'étude de causalité illustrée par le schéma révèle que l'Argentine est isolée des chocs sur les marchés financiers des autres pays émergents (hormis le Brésil, principal partenaire commercial). Les corrélations entre les indicateurs de pressions financières argentins et ceux des autres pays émergents sont plus importantes sur les huit premiers mois de l'année 2018 que sur les sept précédentes années, et c'est le seul pays pour lequel on observe cela (tableau 8). Le peso suivait déjà une tendance à la baisse, qui s'est accentuée début mai malgré l'augmentation successive de 300 et 975 points du taux d'intérêt directeur de la BCRA, ravivant ainsi les craintes d'une crise semblable à celle de 2001.

Le Brésil, l'Indonésie, la Russie, l'Afrique du Sud et dans une moindre mesure la Chine sont des pays fortement liés et les dates principales où l'on peut observer de fortes tensions sur les marchés financiers sont les suivantes : i) fin septembre 2011 (crise de la dette souveraine en zone euro, affaissement du rythme de la croissance mondiale), ii) juin

---

3. Le Brésil en a fait l'expérience mais ses variations représentent 10 % de celles enregistrées par l'Argentine.

## Schéma. Interaction des IPF émergents\*



\* Ce schéma présente les résultats de tests de causalité à la Granger réalisés sur un VAR multivarié d'ordre 2, dont les variables explicatives sont les IPF des sept pays. Les interactions reportées sont significatives au seuil de 1 %. Le même test a été réalisé en ajoutant l'Inde à l'analyse, les résultats indiquent l'absence de relations significatives entre l'IPF indien et celui des autres pays émergents. Lecture : l'IPF chinois cause au sens de Granger l'IPF brésilien et vice-versa tandis que l'IPF chinois cause au sens de Granger l'IPF russe, mais l'inverse n'est pas vrai.

Note : plus le cercle est grand, plus le déficit/excédent courant est important.

Source : Calculs OFCE.

2013 (discours de Ben Bernanke sur la fin proche du programme d'achat d'actifs de la Fed), iii) mi-décembre 2014 (contexte de baisse du cours des matières premières, crise du rouble) ; et enfin iv) fin septembre 2015. Dès lors qu'une menace de diminution des flux du commerce international apparaît, on observe une recrudescence de la volatilité sur les marchés financiers. Cela étant, les pays susmentionnés souffrent de faiblesses davantage structurelles (inflation élevée, dépendance aux capitaux étrangers importante) qui ne sont que renforcées lorsque les marchés financiers deviennent instables.

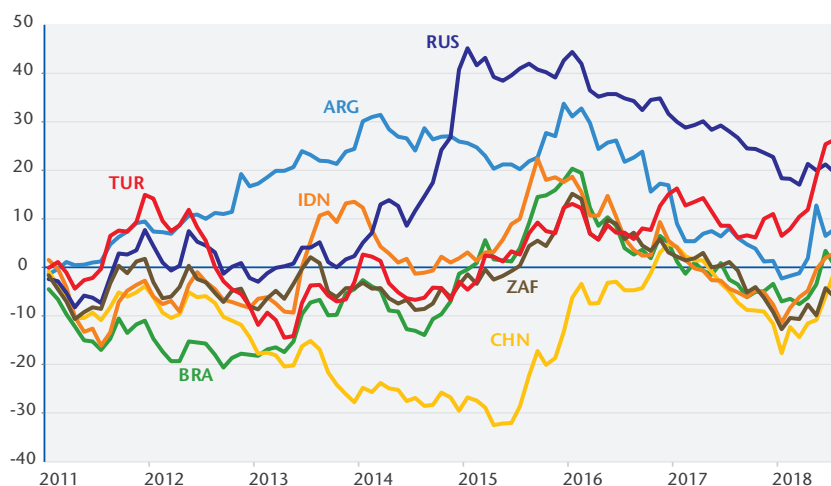
Le rôle du Brésil dans la diffusion des tensions sur les marchés financiers est prépondérant par rapport à celui des autres économies (schéma). En effet, les mouvements des variables financières brésiliennes sont les seuls connectés à ceux de tous les autres pays et l'influence est mutuelle dans le cas de l'Argentine, la Russie, la Chine et l'Indonésie tandis qu'elle est unidirectionnelle vers la Turquie et l'Afrique du Sud. L'Indonésie constitue également un vecteur important de transmission des chocs, l'ensemble des relations significatives (cinq) étant bidirectionnelles. L'indicateur chinois interagit avec quatre pays tandis qu'il influence significativement la Russie. L'Afrique du Sud

est légèrement moins intégrée car ses variables financières interagissent avec celles de trois pays (RUS, IDN, CHN) mais elle subit les chocs en provenance du Brésil et de la Turquie.

Les pays dont la balance courante est déficitaire sont les plus vulnérables aux retournements de flux de capitaux et il s'agit de la Turquie, l'Argentine et l'Afrique du Sud. Ces trois derniers sont toutefois ceux pour lesquels les liens ainsi que leur réciprocité sont les plus faibles.

Outre les tensions financières précédemment citées, l'évolution des réserves de change est un facteur crucial pour les pays émergents endettés vis-à-vis de l'extérieur en monnaie étrangère et leur diminution constitue dans certains cas un risque important. Le graphique 44 illustre les indices de pressions financières cumulés dans lesquels sont prises en compte les variations des réserves de change<sup>4</sup>. Entre 2011 et 2015, les tensions financières se sont accumulées dans les pays émergents (c'est particulièrement le cas de l'Argentine et de la Russie), sauf en Chine, épargnée jusqu'au krach de la bourse de Shanghai survenu en juin 2015. À partir de 2016, les aléas ont été orientés à la baisse

Graphique 44. Indice de pressions financières – cumul



Notes : Évolutions des indices de pressions financières cumulées entre janvier 2011 et juillet 2018.

Sources : Comptabilités nationales, Datastream, calculs OFCE.

4. Les données de réserves de change ne sont pas disponibles au niveau journalier, c'est pourquoi les IPF représentés dans le graphique 3 sont calculés en fréquence mensuelle. Ils sont calculés de la même façon que précédemment, la variation des réserves étant désormais prise compte.

jusqu'au début de l'année 2018, où tous les pays sont alors concernés par la montée des tensions financières. La Turquie est le seul pays pour lequel les chocs négatifs se sont accumulés depuis mars 2013.

## Des faiblesses persistantes

Si les menaces pesant sur la croissance des pays émergents se sont trouvées exacerbées par la dépréciation récente de la monnaie domestique vis-à-vis du dollar entre autres, ce mouvement n'est pas nouveau et il paraît évident que son accélération soudaine renforce les failles existantes de leur économie et réduit de façon dramatique leur marge de manœuvre.

### Une balance commerciale déséquilibrée...

La balance commerciale (biens et services) s'est dégradée en 2018 en Turquie, en Argentine, en Indonésie et en Afrique du Sud, pays dans lesquels elle était déjà déficitaire. Le Brésil et la Chine ont également vu leur balance se dégrader, mais elle reste excédentaire. Seule la Russie, du fait de la hausse du cours des matières premières énergétiques parvient à dégager des excédents commerciaux pour l'instant en progression par rapport à l'année précédente.

Sur les six premiers mois de l'année, les réserves de devises étrangères ont fortement chuté en Turquie (-16,3 %) et en Indonésie (-9,4 %), c'est également le cas en Argentine (-4,8 %), ainsi qu'en Chine dans une moindre mesure toutefois (-1,5 %). Au contraire, la Russie (3,1 %), le Brésil et l'Afrique du Sud ont augmenté leurs réserves de change. Pour ce dernier, l'accumulation de réserves de change vient d'une volonté d'accroître le matelas de sécurité afin de pouvoir soutenir sa monnaie lors des périodes d'incertitude, comme c'est le cas aujourd'hui (la croissance recule pour le deuxième trimestre consécutif).

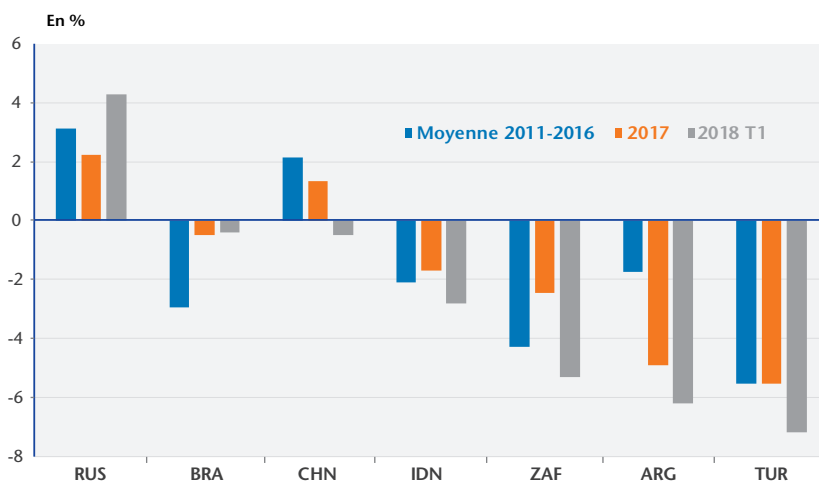
### ... venant alimenter la dépendance aux flux de capitaux étrangers

Le déficit chronique du compte courant oblige certaines économies à faire appel aux capitaux étrangers. Ce besoin s'est renforcé en Indonésie, en Afrique du Sud, en Turquie et enfin en Argentine (graphique 45).

Ces trois derniers ont un ratio de dette externe sur le PIB en augmentation continue entre 2011 et 2017. La dette détenue par les non-résidents s'élève à 51,1 %, 48,3 %, 42,1 % du PIB au premier

semestre 2018<sup>5</sup>. Pour ces mêmes pays, elle était alors de 38 %, 30,4 %, 28,3 % entre 2011 et 2012. La faiblesse ne provient pas tant du ratio précédent mais tient au fait qu'une grande partie de leur dette externe est émise en devises sur les marchés de capitaux internationaux. Cette caractéristique de nombreux pays émergents est ce que Eichengreen, Hausmann et Panizza (2003) appellent le « péché originel » (*original sin*) : c'est une situation dans laquelle la confiance des investisseurs internationaux dans la monnaie du pays émetteur est telle que le financement de la dette se fait en monnaie étrangère. Toute dépréciation du taux de change, en particulier vis-à-vis du dollar, vient automatiquement accroître la charge de la dette.

Graphique 45. Déficit du compte courant



Sources : OCDE, calculs OFCE.

## Un taux d'inflation élevé

L'Argentine et la Turquie connaissent des rythmes d'inflation largement au-dessus de la cible fixée par la BCRA (+ 15 % en 2018) et la CBRT (+ 5 % et une tolérance de +/-1,5 %). Cette dernière s'est accélérée tout au long de l'année 2018 pour atteindre respectivement +34,4 % et +17,9 % sur un an à la fin du mois d'août, du fait

5. Au premier semestre 2018, la dette externe argentine provient à 60,9 % du secteur public, 50 % dans le cas de l'Indonésie et 42,8 % en Afrique du Sud. Au contraire, la majorité de la dette externe turque est émise par des agents privés (89,6%) et ce partage se retrouve au Brésil (89,5 %), en Russie (89,2 %) ainsi qu'en Chine (89 %).



notamment de l'inflation importée. Le durcissement de la politique monétaire dans les deux pays (le taux directeur a été remonté de 9,75 pts de base en Turquie et de 15,25 pts de base en Argentine) n'est pas parvenu à atténuer cette spirale inflationniste. Au regard des évolutions du taux de change après l'annonce de la hausse de leur taux respectifs, à 17,75 % et 60 %, l'incertitude demeure sur leur capacité à résoudre les problèmes internes, d'autant plus qu'un fort impact récessif est attendu.

### Une dépendance aux matières premières

L'Afrique du Sud et l'Argentine, exportateurs de matières premières agricoles et de métaux, peinent à dégager suffisamment de réserves de change pour se constituer un matelas de sécurité. Le cours des principales matières premières exportées poursuit une tendance récente à la baisse : c'est le cas du soja, de l'or ou encore du minerai de fer. Les aléas climatiques comme les périodes de sécheresse peuvent expliquer dans une moindre mesure la dégradation de la balance commerciale des matières premières agricoles. La Russie et le Brésil parviennent à se prémunir plus facilement contre les chocs externes, la hausse du prix du baril aidant, par l'accumulation de réserves de change. La Turquie consacre une part non négligeable de ses importations aux combustibles minéraux : ils représentent le principal poste d'importation en 2017 (15,9 % de la valeur des importations contre 10,6 % en 2016). Le scénario retenu pour le prix du pétrole (stabilisation à 75 USD le baril à partir du deuxième trimestre 2019, après une hausse à 85 USD au quatrième trimestre 2018), ne laisse pas envisager une amélioration de la balance commerciale à court terme et contribuerait à maintenir une inflation élevée. Les risques découlant des vulnérabilités précédemment décrites ne sont pas indépendants de la politique monétaire américaine qui est l'un des principaux vecteurs du cycle financier mondial<sup>6</sup>.

---

6. Le cycle financier mondial se caractérise par une corrélation positive entre les flux entrants de capitaux, le prix des actifs financiers, la distribution de crédit. Voir Passari et Rey (2015) et Rey (2018) pour une description plus détaillée de ce qu'est le cycle financier mondial.

## Quels impacts de la normalisation de la politique monétaire de la Fed ?

L'assouplissement des politiques monétaires dans les économies avancées a favorisé les mouvements de capitaux vers les pays émergents après la crise des *subprime*. Alors que le taux directeur de la Fed augmente graduellement depuis fin 2015 (voir la partie I-7 : *Politique monétaire – Concordance des cycles*) et que la position du cycle économique américain invite à une poursuite dans cette direction, de nombreuses questions se posent sur la capacité de ces pays à faire face à une préférence des investisseurs internationaux pour les titres américains et le dollar.

### Des risques de crise de la balance des paiements ...

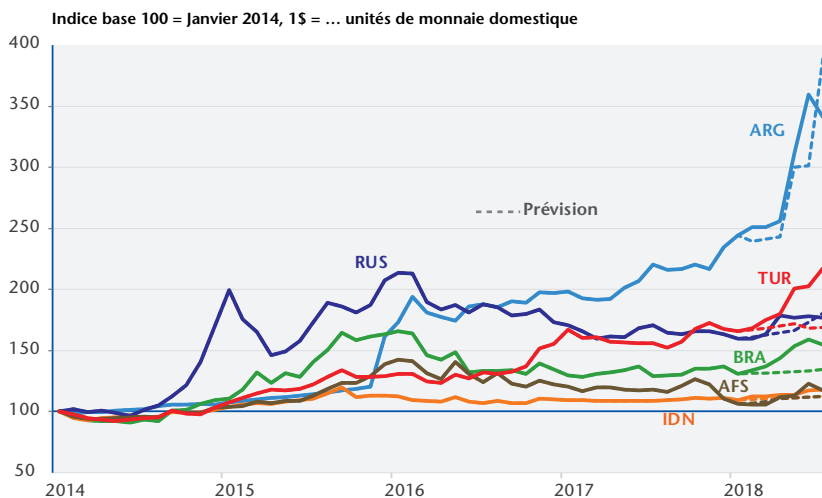
Le péché originel discuté plus haut auquel sont soumis de nombreux pays fait apparaître un déséquilibre entre les actifs et les engagements libellés dans des devises différentes (*currency mismatch*). La probabilité d'occurrence d'une crise de la balance des paiements s'accroît au fur et à mesure de la dépréciation de la monnaie domestique vis-à-vis du dollar, c'est l'effet direct. L'effet de second tour provient de la perte de confiance des investisseurs en la capacité du pays à rembourser ses créanciers et cela peut se traduire par i) une augmentation du taux d'intérêt demandé pour détenir de la dette, et ii) une baisse de l'attrait pour la détention d'actifs, une fuite des capitaux menant à une dépréciation de la monnaie. *In fine*, la charge de la dette augmente et le pays peut être déclaré en défaut de paiements. Bien que le prêt de 57 milliards récemment accordé par le FMI à l'Argentine lui permette de réduire les inquiétudes des investisseurs à court terme, les coupes budgétaires demandées couplées au taux d'intérêt très élevé limitent toutefois la croissance potentielle et par conséquent les marges de manœuvre en cas de nouvelle crise monétaire.

### ... portés par la sur-réaction du taux de change

Pour chacun des pays, nous avons estimé l'élasticité du taux de change bilatéral vis-à-vis du dollar à l'évolution du taux implicite américain (*shadow rate*) entre janvier 2010 et décembre 2012<sup>7</sup>. Toute augmentation du taux américain est associée à une dépréciation du taux de change domestique vis-à-vis du dollar, sauf dans le cas de la Chine où la corrélation n'est pas significative. Sur cette base, une prévision du modèle est formulée hors-échantillon entre janvier et

juillet 2018. Cette dernière est illustrée par les lignes en pointillés (graphique 46).

Graphique 46. Évolution du taux de change et prévision



Notes : Les prévisions sont réalisées sur la base d'un modèle régressant le taux de change bilatéral de la monnaie du pays  $i$  sur le taux d'intérêt implicite américain et le taux d'intérêt du pays  $i$ , estimé sur des données mensuelles entre janvier 2010 et décembre 2012. Le taux de change yuan/dollar n'est pas significativement corrélé avec le taux d'intérêt implicite américain, il n'apparaît donc pas dans le graphique ci-dessus. Les courbes pleines correspondent aux taux de change réalisés et en pointillés les prévisions.

Source : Estimations OFCE.

En général, les modèles ne parviennent pas à reproduire l'ampleur de la dépréciation observée sur les sept premiers mois de l'année 2018. Les craintes des investisseurs, matérialisées par une baisse de la demande pour la monnaie nationale ont pu se répercuter sur l'ensemble des pays émergents. Autrement dit, on peut observer un phénomène de sur-ajustement du fait d'une dépréciation prédite par le modèle sous-estimée par rapport à ce qui s'est produit. C'est particulièrement le cas en Turquie et au Brésil, dans une moindre mesure en Indonésie et en Afrique du Sud, tandis que la dépréciation du peso et du rouble est inférieure à ce que le modèle prévoit en fin de période (mois d'août 2018).

7. L'équation estimée pour chaque pays décrit la relation de parité des taux d'intérêt non couverte, elle prend ainsi également en compte l'évolution du taux d'intérêt national. Le *taux implicite américain* est un taux d'intérêt estimé permettant de mesurer l'orientation de la politique américaine lorsque (i) le taux directeur a atteint sa limite plancher, c'est-à-dire zéro et (ii) les politiques non-conventionnelles sont mises en œuvre (Wu et Xia, 2016).

Si une contagion des pays émergents vers les économies avancées par le canal financier semble peu probable, un moindre dynamisme de leur demande intérieure ne devrait pas non plus dégrader de manière significative leurs perspectives d'exportations. Tout d'abord, la part des exportations dans le PIB n'est que de 8 % aux États-Unis et de 17 % au Royaume-Uni. La contribution est plus importante en Allemagne (39 %), Italie (26 %), Espagne (24 %) et France (21 %) mais l'effet serait négligeable. En effet, si la demande intérieure de l'Argentine ou de la Turquie venait à diminuer de 1 pt par exemple, cela représenterait une perte de moins de 0,01 point de PIB pour l'Allemagne<sup>8</sup>.

---

8. L'exemple de l'Allemagne est utilisé ici car c'est le pays qui exporte le plus en direction des pays émergents dans les pays de la zone euro cités (12,8 % des exportations allemandes sont à destination des économies émergents étudiées ici, parmi lesquelles 6,7 % sont des importations chinoises).

## 10. Endettement public et privé : état des lieux

---

### Déficit budgétaire : consolidation en Europe, relâchement aux États-Unis

La tendance à la réduction du déficit public se confirme en Europe et devrait se poursuivre en 2019. Même si un plan de relance budgétaire vient d'être voté en Italie, son ampleur a priori modérée devrait limiter le déficit à 2,4 % du PIB en 2019. L'Italie étant parmi les pays les plus endettés d'Europe, l'annonce d'un déficit supérieur aux prévisions peut engendrer des tensions sur le taux d'intérêt relatif à la dette publique. Toutefois, le budget de l'Italie n'est pas particulièrement préoccupant dans la mesure où le solde primaire est positif (1,5 % du PIB en 2017) et où la croissance en valeur prévue pour 2019 (2,3 %) est compatible avec une stabilisation, voire une très légère baisse de la dette publique malgré le déficit annoncé. La réaction des marchés financiers va donc conditionner la trajectoire de la dette italienne puisque des taux d'intérêt plus élevés augmenteraient le déficit public en 2019 et a fortiori le niveau de dette publique<sup>1</sup>. Les autres pays européens représentés sur les graphiques 47 (France, Espagne) et 48 (Royaume-Uni) convergent tous vers l'équilibre budgétaire, alors que l'Allemagne affiche des excédents depuis 2014. La situation budgétaire des principales économies européennes s'améliore donc progressivement et ne fait pas apparaître de risque particulier si la croissance économique se maintient. Le niveau élevé de l'endettement public, bien que stable, deviendrait en revanche problématique en cas de retournement du cycle économique car les marges de manœuvre budgétaires des États sont si faibles qu'il leur serait plus difficile de mener des politiques budgétaires contra-cycliques.

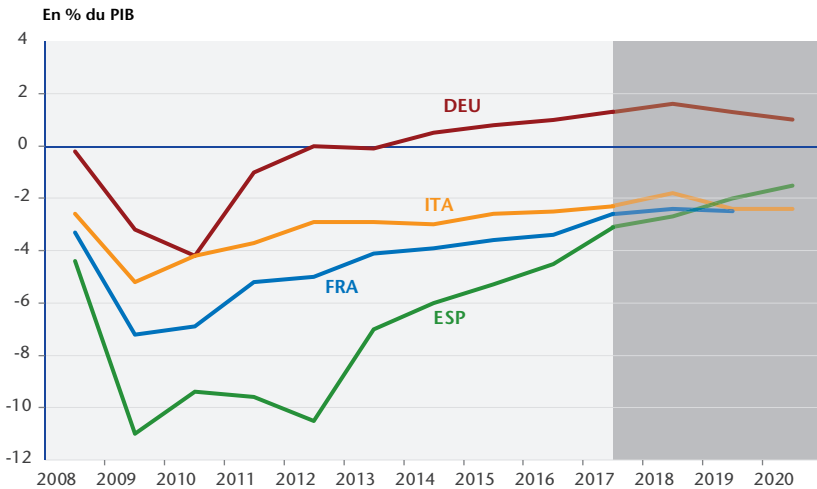
L'impulsion budgétaire est importante aux États-Unis, elle a pour conséquence de dégrader le déficit public de façon substantielle (-4,8 % prévu en 2018 puis -5,6 % en 2019). Essentiellement basée sur

---

1. Pour plus de détails, se référer à la partie I-2 : *Tour du monde de la situation conjoncturelle* section, « Italie : passage en force », dans ce même numéro.

une baisse de la fiscalité, la politique budgétaire américaine apparaît très expansionniste au regard d'une croissance élevée (3 % prévue en 2018), d'un taux d'inflation supérieur à 2 % et d'un taux de chômage historiquement bas (en dessous de 4 %)². Cette impulsion budgétaire, à la fois massive et pro-cyclique, devrait avoir des effets limités sur l'économie américaine compte tenu de la faiblesse des multiplicateurs en haut de cycle et de l'orientation des baisses d'impôts vers les ménages les plus aisés (dont la propension à consommer est plus faible). Par ailleurs, la poursuite de la normalisation de la politique monétaire devrait évincer une partie de l'expansion budgétaire, cette dernière contribuant toutefois à soutenir le PIB en 2019 (2,6 % de croissance prévue). Contrairement à certaines économies européennes, les États-Unis sont peu exposés aux marchés financiers dans la mesure où les bons du Trésor américains sont considérés comme un actif parfaitement sûr. Un déficit public important ne crée pas de tension sur les taux d'intérêts américains comme cela pourrait être le cas en Italie, permettant à l'administration américaine de financer sa politique fiscale sans réelle contrainte budgétaire à court terme.

Graphique 47. Solde budgétaire des principales économies de la zone euro

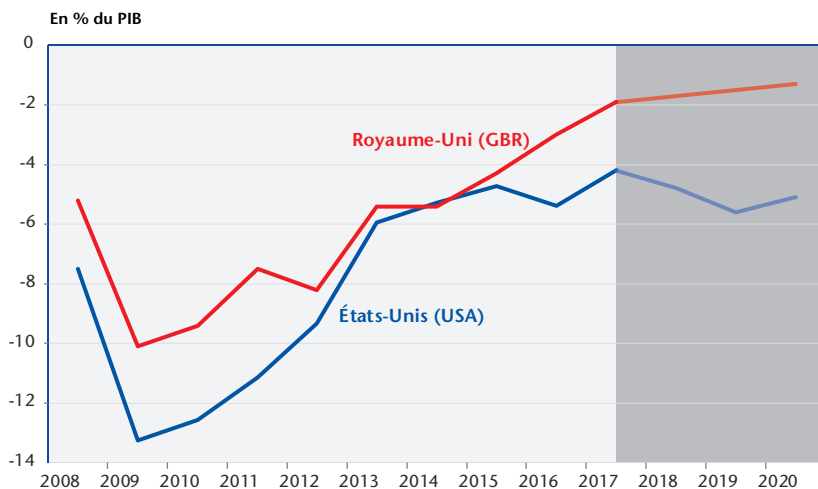


Note : Les courbes dans la partie grisée représentent les prévisions de l'OFCE pour la période 2018-2020.

Source : Eurostat.

2. Pour plus de détails, se référer à la partie États-Unis.

Graphique 48. Solde budgétaire au Royaume-Uni et aux États-Unis



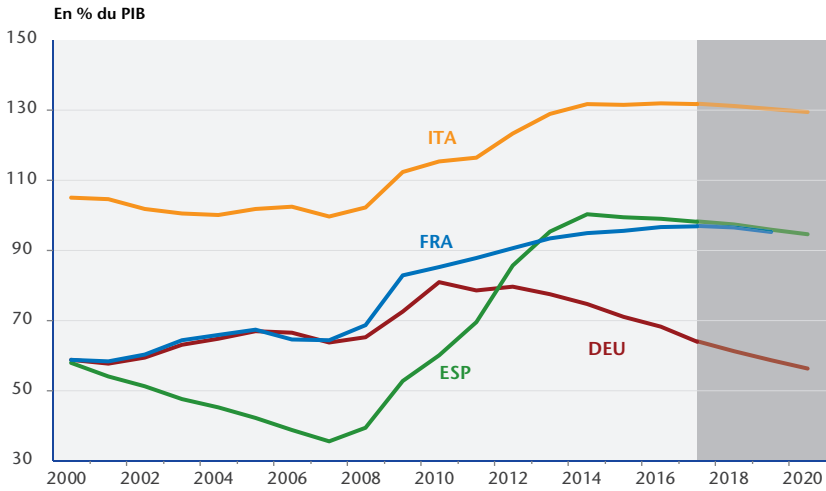
Note : Les courbes dans la partie grisée représentent les prévisions de l'OFCE pour la période 2018-2020.

Sources : Eurostat et BEA.

## Vers une stagnation des dettes publiques en 2019

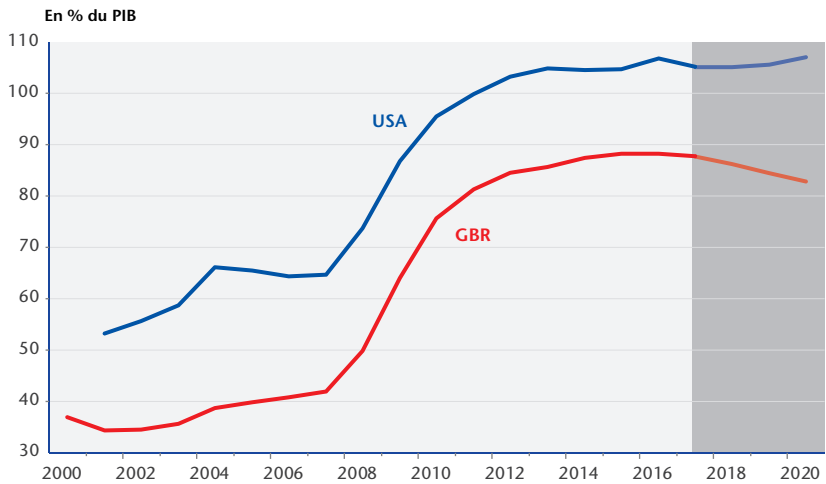
La dette des États se stabilise depuis trois ans, à la fois en Europe et aux États-Unis. L'Allemagne fait toutefois exception, le pays ayant retrouvé en 2017 son niveau de dette d'avant-crise, contrairement aux autres pays européens. Bien que ces derniers soient pour la plupart en-dessous du seuil de 3 % de déficit (voir ci-dessus), leur dette stagne à des niveaux relativement élevés par rapport à la situation qui prévalait avant la crise de 2008. En particulier, l'endettement public est toujours trois fois supérieur à son niveau d'avant-crise en Espagne, ce chiffre s'élevant à 1,5 pour la France, 1,3 pour l'Italie et 2 pour le Royaume-Uni, qui a maintenu des déficits importants jusqu'en 2014 (graphique 49 et 50). Cette stagnation des dettes publiques européennes s'explique par la faiblesse de la croissance depuis 2008 et par un taux d'inflation proche de 0 % sur la même période. À cet égard, le léger regain d'inflation observé dans la zone euro depuis 2017 contribue à améliorer la situation budgétaire des États en facilitant leur désendettement. Toutefois, les perspectives de croissance modérées en Europe, combinées à une normalisation progressive de la politique monétaire, ne laissent pas présager une baisse rapide de l'endettement public.

Graphique 49. Dette publique brute, au sens de Maastricht



Note : Les courbes en pointillés représentent les prévisions de l'OFCE pour la période 2018-2020.  
 Source : Eurostat.

Graphique 50. Dette publique brute au Royaume-Uni et États-Unis



Note : Les courbes en pointillés représentent les prévisions de l'OFCE pour la période 2018-2020.  
 Sources : Eurostat et BEA.



En dépit d'un déficit nettement plus important, les États-Unis ne devraient pas augmenter significativement leur niveau de dette publique à court terme. Le dynamisme de la croissance économique et le niveau d'inflation plus élevé qu'en Europe permettent aux États-Unis de supporter un déficit relativement important (voir ci-dessus), compatible avec une stabilisation de la dette. Cette dernière devrait être quasi-stable en 2019 (105,7 % du PIB, après 105,1 % en 2018), mais son évolution dépendra également de l'efficacité des mesures budgétaires entreprises par l'administration américaine. À court terme, l'endettement public élevé n'est pas un problème pour les États-Unis, dont l'hégémonie économique permet d'attirer les capitaux étrangers. Toutefois et à l'instar des pays européens, le maintien d'un niveau de dette publique important interroge sur la capacité du pays à pouvoir mener une politique budgétaire contra-cyclique en période de retournement économique. L'occurrence des crises financières et/ou économiques étant particulièrement élevée aux États-Unis depuis le début des années 1980 (une à deux par décennie), il est surprenant de constater que les déficits consécutifs à la crise de 2008 n'aient pas été transitoires mais au contraire persistants.

## Des trajectoires plus contrastées concernant l'endettement privé

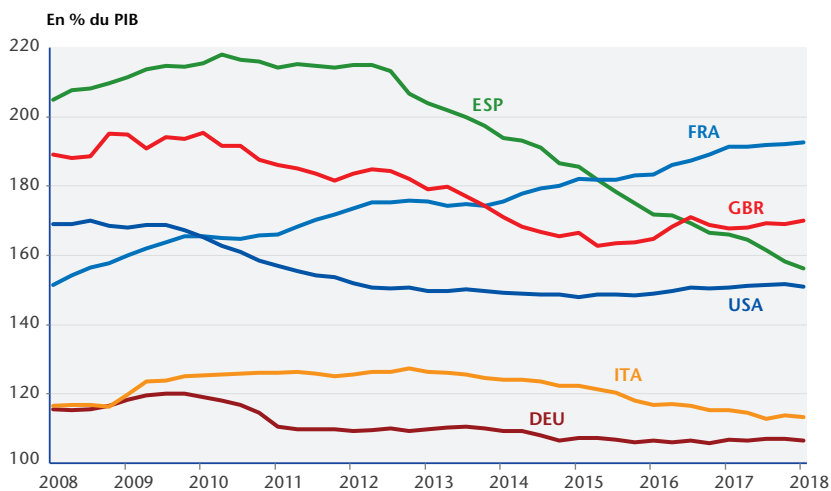
Le désendettement du secteur privé consécutif à la crise de 2008 a été relativement rapide aux États-Unis et en Europe, sauf en Espagne où il se poursuit et en France où la dette privée augmente. D'importantes disparités existent concernant la composition de la dette privée : cette dernière est partagée équitablement entre ménages et sociétés non financières (SNF) aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Allemagne, alors que les deux tiers du stock sont détenus par les SNF en France, en Italie et en Espagne. Contrairement à tous les autres pays, l'endettement du secteur privé a sensiblement augmenté en France, pour s'établir à 193 % du PIB en 2017 (contre 151 % en 2008) (graphique 51). Cette progression résulte essentiellement des entreprises mais également des ménages, dont l'endettement a crû de dix points de PIB sur la même période<sup>3</sup>. Cela étant, la structure et les conditions de prêt sont très différentes selon les pays, rendant difficile la comparaison des

---

3. Pour un examen plus détaillé, voir Khder et Rousset : « Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ? », *Note de conjoncture de l'INSEE*, décembre 2017.

risques. Les ménages sont toutefois les agents les plus vulnérables au risque de défaut, comme cela fût le cas aux États-Unis et en Espagne durant la période 2007-2009. Cette vulnérabilité particulière implique qu'une dette excessive supportée par les ménages peut avoir des effets négatifs sur l'activité économique, alors que l'endettement des entreprises ne provoque pas des effets aussi importants<sup>4</sup>.

Graphique 51. Crédits aux agents privés (secteur non financier)

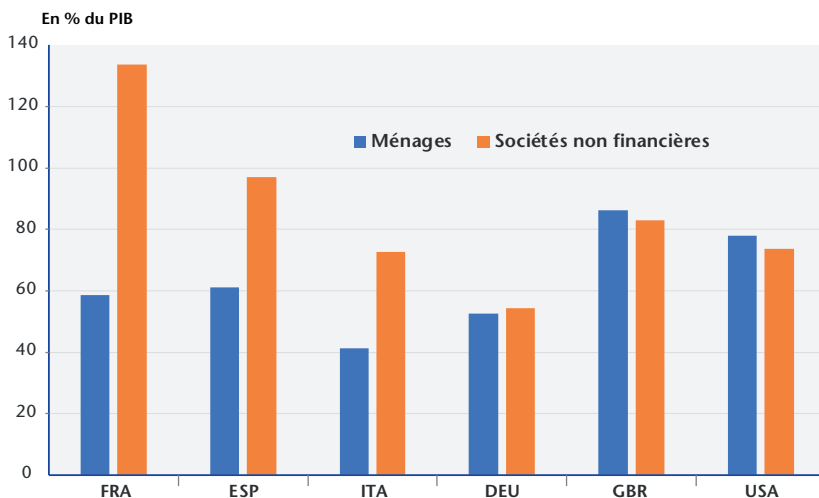


Source. BRI.

Le manque de données concernant la composition de l'endettement des ménages européens ne facilite pas l'analyse du risque d'exposition aux défauts de paiement. Cependant, la part des dettes détenue par les ménages (graphique 52) est moins importante qu'aux États-Unis, sauf au Royaume-Uni. En Allemagne, la dette privée est faible à la fois pour les entreprises et les ménages et ne représente que 107 % du PIB au total. L'endettement des pays européens représentés sur le graphique 6 étant davantage supporté par les entreprises, il ne semble pas présenter de risque majeur à court terme. Toutefois, la fragilité des comptes publics associée à des niveaux de chômage toujours élevés interroge sur la capacité du secteur privé à pouvoir faire face à un nouvel épisode récessif.

4. Voir Guerini *et al.*, 2018 : « The Janus-Faced Nature of Debt: Results from a Data-Driven Cointegrated SVAR Approach », *Macroeconomic Dynamics*, prépublication en ligne.

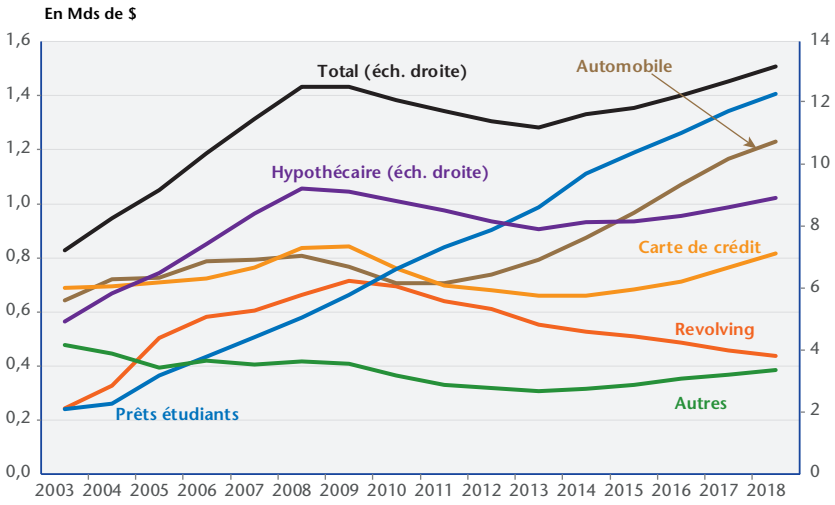
Graphique 52. Répartition de la dette privée (secteur non financier, année 2017)



Source : BRI.

L'examen du graphique 53 montre qu'après la correction post-crise de 2008, l'endettement des ménages américains est à nouveau sur une tendance haussière et atteint un niveau supérieur (en valeur absolue) à celui qui prévalait en 2007. Les prêts étudiants contribuent fortement à cette hausse et ont doublé en dix ans, alors que les prêts relatifs à l'automobile se développent également rapidement. Bien que la hausse de l'endettement des ménages semble plus modérée que durant la décennie 2000, elle pourrait à terme affecter l'économie américaine, notamment si cette dernière retrouve un rythme de croissance plus modéré. Les étudiants sont particulièrement exposés à la conjoncture dans la mesure où leur capacité à rembourser leur dette dépend directement de leur insertion sur le marché du travail à des postes suffisamment rémunérés, plus rares en période de ralentissement économique.

Graphique 53. Structure de l'endettement des ménages, États-Unis



Source. Réserve fédérale New York.

## A1. Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières

	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019	2020
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>Taux de change <sup>1</sup></b>																	
1 €=...dollars	1,06	1,09	1,17	1,17	1,22	1,20	1,16	1,12	1,15	1,20	1,20	1,20	1,11	1,12	1,18	1,19	1,26
1 \$=...yens	115	111	111	113	110	108	111	111	111	111	111	111	109,3	112,6	110,0	111,0	111,0
1 £=...euros	1,17	1,17	1,11	1,14	1,13	1,14	1,12	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,23	1,15	1,12	1,10	1,13
<b>Taux d'intérêt directeurs des banques centrales<sup>1</sup></b>																	
USA	0,79	1,05	1,25	1,30	1,53	1,80	2,00	2,33	2,67	2,92	3,33	3,58	0,51	1,10	1,91	3,13	3,96
JPN	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,07	-0,10	-0,10	-0,10	0,05
EUZ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,33	0,01	0,00	0,00	0,15	0,96
GBR	0,25	0,25	0,25	0,46	0,50	0,50	0,67	0,75	0,92	1,08	1,33	1,60	0,40	0,30	0,61	1,23	2,19
<b>Taux d'intérêt à 10 ans<sup>1</sup></b>																	
USA	2,8	2,6	2,6	2,6	2,91	3,00	2,96	3,00	3,1	3,4	3,8	4,0	2,2	2,7	2,96	3,58	4,00
JPN	0,1	0,1	0,1	0,1	0,06	0,04	0,08	0,06	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,06	0,10	0,20
EUZ	1,4	1,2	1,1	1,0	1,16	1,22	1,28	1,30	1,4	1,5	1,6	1,7	0,9	1,2	1,24	1,55	1,93
GBR	1,4	1,1	1,2	1,3	1,42	1,51	1,40	1,40	1,5	1,5	1,6	1,6	1,3	1,2	1,43	1,55	2,18
<b>Matières premières</b>																	
Prix du pétrole Brent, en \$ <sup>1</sup>	53,8	49,8	52,1	61,5	66,9	74,4	75,2	85,0	80,0	75,0	75,0	75,0	43,8	54,3	75,4	76,3	75,0
Prix du pétrole Brent, en € <sup>1</sup>	50,7	45,6	44,5	52,4	54,8	61,8	64,6	75,9	69,6	62,5	62,5	62,5	39,4	48,3	64,3	64,3	59,8
Matières premières industrielles <sup>2</sup>	5,8	-7,5	2,5	13,1	8,4	7,2	2,2	4,1	0,0	0,5	1,0	1,0	-12,7	20,5	27,0	7,1	2,6

1. Moyenne sur la période.

2. Variation par rapport à la période précédente, en %.

Sources : Taux de change et pétrole : relevé des cotations quotidiennes. Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Prévision OFCE octobre 2018.

## A2. Équilibre sur le marché pétrolier et prix des matières premières industrielles

Millions de barils/jour sauf mention contraire, cvs

	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019	2020
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>Demande mondiale</b>	<b>97,3</b>	<b>99,0</b>	<b>98,5</b>	<b>99,3</b>	<b>99,4</b>	<b>100,0</b>	<b>100,2</b>	<b>100,4</b>	<b>100,7</b>	<b>101,1</b>	<b>101,4</b>	<b>101,9</b>	97,0	98,5	100,0	101,3	102,5
En taux de croissance <sup>1</sup>													1,6	1,6	1,5	1,3	1,2
PIB mondial <sup>1</sup>													3,1	3,5	3,5	3,3	3,2
Intensité pétrolière <sup>1</sup>													-1,4	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0
<b>Production mondiale</b>	<b>97,1</b>	<b>97,3</b>	<b>98,0</b>	<b>98,3</b>	<b>99,1</b>	<b>98,5</b>	<b>99,7</b>	<b>99,9</b>	<b>100,4</b>	<b>100,9</b>	<b>101,2</b>	<b>101,8</b>	97,0	97,7	99,3	101,1	102,5
Dont OPEP	39,1	39,1	39,5	39,4	39,6	38,8	38,7	38,5	38,6	38,5	38,5	38,5	39,4	39,3	38,9	38,6	38,5
Non OPEP	58,0	58,2	58,5	58,9	59,5	59,7	61,0	61,3	61,8	62,3	62,7	63,2	57,6	58,4	60,4	62,5	64,0
<b>Variation de Stock</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>	0,0	-0,8	-0,7	-0,2	0,1
Dont OCDE	0,2	-0,5	-0,7	-0,9	-0,5	-0,6	-0,4	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,3	-0,5	-0,5	0,0	-0,2
<b>Prix du pétrole Brent en \$<sup>2</sup></b>	<b>54,8</b>	<b>51,0</b>	<b>52,2</b>	<b>61,5</b>	<b>66,9</b>	<b>74,4</b>	<b>75,2</b>	<b>85,0</b>	<b>80,0</b>	<b>75,0</b>	<b>75,0</b>	<b>75,0</b>	43,8	54,9	75,4	76,3	75,0
Prix des matières premières industrielles <sup>1</sup>	5,8	-7,5	2,5	13,1	8,4	7,2	0,6	4,1	0,0	0,5	1,0	1,0	-12,7	20,5	26,0	6,3	2,6
Taux de change 1 € = ...\$	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3
Prix du Brent en €	51,7	46,6	44,7	52,3	54,8	61,8	64,5	75,9	69,6	62,5	62,5	62,5	39,4	48,8	64,2	64,3	59,8

1. En %, variation par rapport à la période précédente.

2. En dollars, moyenne sur la période.

Sources : EIA (pétrole), indice HWWA Hambourg (matières premières industrielles), calculs et prévision OFCE octobre 2018.

## A3. États-Unis : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente (sauf mention contraire), en %

	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019	2020
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>PIB</b>	0,4	0,7	0,7	0,6	0,5	1,0	1,0	0,8	0,6	0,5	0,4	0,4	1,6	2,2	3,0	2,6	1,4
<b>PIB par habitant</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>1,5</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>0,6</b>
Consommation des ménages	0,4	0,7	0,6	1,0	0,1	1,0	0,8	0,8	0,7	0,5	0,5	0,4	2,7	2,5	2,7	2,6	1,6
Consommation publique	-0,3	-0,1	-0,1	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	1,5	-0,1	1,3	1,6	0,9
<b>FBCF totale dont :</b>	<b>2,4</b>	<b>1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>1,5</b>	<b>2,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,4</b>	<b>1,6</b>	<b>4,9</b>	<b>6,5</b>	<b>5,3</b>	<b>1,3</b>
Production privée	2,3	1,8	0,8	1,2	2,8	2,1	2,3	1,9	1,7	1,2	0,9	0,5	0,5	5,3	7,9	6,3	1,4
Logement	2,7	-1,4	-0,1	2,7	-0,9	-0,4	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	6,5	3,3	0,6	0,8	1,1
Administrations publiques	0,3	0,4	-1,0	1,6	0,4	1,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,2	0,0	2,3	1,6	1,4
Exportations de biens et services	1,2	0,9	0,9	1,6	0,9	2,2	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	-0,1	3,0	5,3	4,3	3,6
Importations de biens et services	1,2	0,6	0,7	2,8	0,7	-0,1	1,5	1,5	1,5	1,5	1,3	0,9	1,9	4,6	4,5	5,5	3,5
<b>Contributions :</b>																	
Demande intérieure hors stocks	0,7	0,7	0,5	1,0	0,5	1,1	1,0	0,9	0,8	0,6	0,5	0,4	2,4	2,6	3,3	3,1	1,5
Variations de stocks	-0,2	0,1	0,3	-0,3	0,1	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	0,0	-0,1	0,0	0,0
Commerce extérieur	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,4	-0,4	-0,1	-0,4	-0,2
Prix à la consommation (IPCH) *	2,6	1,9	2,0	2,1	2,3	2,6	2,7	2,6	2,3	2,5	2,5	2,4	1,3	2,1	2,6	2,4	2,3
Taux de chômage	4,6	4,3	4,3	4,1	4,1	3,9	3,7	3,53	3,4	3,4	3,4	3,5	4,9	4,3	3,8	3,4	3,7
Solde courant, en % du PIB													-2,3	-2,3	-2,3	-2,5	-2,3
Solde public, en % du PIB													-5,4	-4,2	-4,8	-5,6	-5,1
Dette publique, en % du PIB													107,3	105,7	105,1	105,6	107,1
Impulsion budgétaire, en points de PIB													0,5	-0,9	1,5	1,0	-0,7
<b>PIB zone euro</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>

\* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

Sources : Bureau of Economic Analysis (BEA), Bureau of Labor Statistics (BLS), prévision OFCE octobre 2018.

## A4. Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019	2020
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>PIB</b>	0,7	0,7	0,7	0,7	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,9	2,5	2,0	1,8	1,6
<b>PIB par habitant</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>1,4</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>
Consommation des ménages	0,4	0,5	0,4	0,2	0,5	0,2	0,5	0,5	0,4	0,5	0,4	0,5	1,9	1,7	1,5	1,7	1,6
Consommation publique	0,2	0,4	0,4	0,2	0,1	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,9	1,2	1,1	1,3	1,2
<b>FBCF totale dont :</b>	-0,6	1,9	-0,1	1,4	0,3	1,2	0,5	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	3,8	2,8	3,1	3,0	2,6
Productive hors bâtiment	-1,2	2,8	-1,3	2,2	-0,1	0,4	-0,1	0,7	0,6	0,7	0,6	0,6	5,6	2,8	2,0	2,3	1,6
Logement	1,2	1,0	1,1	1,0	1,2	0,5	0,5	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	4,7	4,6	3,6	2,1	2,2
Construction	0,4	0,3	1,8	0,2	0,9	2,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	1,2	2,9	4,5	3,3	2,6
Exportations de biens et services	1,9	1,1	1,3	2,1	-0,7	0,6	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	2,9	5,5	2,9	3,8	3,6
Importations de biens et services	0,6	1,1	0,6	1,3	-0,3	1,3	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	4,1	4,1	2,8	4,2	3,9
<b>Contributions :</b>																	
Demande intérieure hors stocks	0,1	0,7	0,3	0,5	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	2,2	1,8	1,7	1,8	1,6
Variations de stocks	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0
Commerce extérieur	0,6	0,0	0,4	0,4	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,8	0,2	0,0	0,0
<b>Prix à la consommation (IPCH)*</b>	1,8	1,5	1,4	1,4	1,3	1,7	2,0	1,9	1,9	1,6	1,5	1,6	0,2	1,5	1,7	1,6	1,5
<b>Taux de chômage</b>	9,5	9,1	9,0	8,7	8,6	8,3	8,1	8,0	7,9	7,8	7,7	7,6	10,0	9,1	8,3	7,8	7,5
<b>Solde courant, en % du PIB</b>																	
<b>Solde public, en % du PIB</b>													-1,5	-0,9	-0,7	-0,8	-0,6
<b>Dette publique, en % du PIB</b>													92,6	90,6	88,7	86,6	81,5
<b>Impulsion budgétaire, en points de PIB</b>													0,0	0,2	0,3	0,2	0,0
<b>PIB États-Unis</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>3,0</b>	<b>2,6</b>	<b>1,4</b>

\* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

Sources : Eurostat, prévision OFCE octobre 2018.



## A5. Allemagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019	2020
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>PIB</b>	1,1	0,5	0,6	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	2,2	2,5	1,8	1,7	1,5
<b>PIB par habitant</b>	<b>1,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>1,3</b>	<b>2,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>
Consommation des ménages	0,7	0,8	0,1	0,2	0,5	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,9	2,0	1,5	1,8	1,7
Consommation publique	0,5	0,4	0,3	0,4	-0,3	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	4,0	1,6	1,1	2,2	2,4
<b>FBCF totale dont :</b>	2,0	1,4	0,4	0,3	1,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	3,3	3,6	3,0	1,7	1,6
Productive privée	2,7	0,6	0,7	0,9	0,6	0,5	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	2,4	3,2	2,2	0,6	0,2
Logement	0,9	1,9	0,2	-0,1	1,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	4,7	3,8	3,4	3,0	3,0
Administrations publiques	0,8	4,5	-0,4	-1,8	5,7	-0,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	5,0	5,3	6,0	4,5	4,9
Exportations de biens et services	2,3	1,1	1,2	1,7	-0,3	0,7	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	2,1	5,3	3,1	3,5	3,4
Importations de biens et services	1,0	1,8	0,8	1,3	-0,2	1,7	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	4,0	5,3	3,7	4,5	4,3
<b>Contributions :</b>																	
Demande intérieure hors stocks	0,9	0,8	0,2	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	2,4	2,1	1,6	1,7	1,7
Variations de stocks	-0,5	0,0	0,2	0,0	-0,1	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,3	0,1	0,0
Commerce extérieur	0,7	-0,2	0,3	0,3	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	0,3	-0,1	-0,2	-0,2
<b>Prix à la consommation (IPCH)*</b>	2,0	1,6	1,8	1,6	1,5	1,9	2,1	2,2	2,0	1,9	1,9	1,6	0,5	1,7	1,9	1,8	1,5
<b>Taux de chômage</b>	3,9	3,8	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	3,4	3,5	3,5	3,6	3,7	4,2	3,8	3,5	3,6	3,7
<b>Solde courant, en % du PIB</b>																	
<b>Solde public, en % du PIB</b>													1,0	1,3	1,6	1,3	1,0
<b>Dettes publiques, en % du PIB</b>													67,9	63,9	61,2	58,6	56,4
<b>Impulsion publique, en points de PIB</b>													0,8	0,3	0,3	0,4	0,2
<b>PIB zone euro</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>

\* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.  
Sources : Bundesbank, Statistisches Bundesamt, prévision OFCE octobre 2018.

## A6. France : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019	2020	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4						
<b>PIB</b>	0,8	0,6	0,7	0,7	0,2	0,2	0,5	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	1,1	2,3	1,7	1,8	1,5	
<b>PIB par habitant</b>	0,7	0,5	0,5	0,6	0,1	0,1	0,3	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,7	1,9	1,3	1,4	1,1	
<b>Consommation des ménages</b>	0,0	0,3	0,4	0,2	0,2	-0,1	0,6	0,7	0,4	0,4	0,5	0,5	2,0	1,1	1,1	1,9	1,5	
<b>Consommation publique</b>	0,2	0,4	0,6	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	1,4	1,4	0,9	0,6	0,5	
<b>FBCF totale dont :</b>	2,3	0,8	1,3	1,0	0,1	0,8	0,5	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	2,7	4,7	2,7	2,6	2,3	
<i>Entreprises non financières (SNFEI)</i>	2,8	0,4	1,6	1,3	0,1	1,2	0,6	0,9	0,8	0,7	0,8	0,6	3,2	4,4	3,4	3,2	2,6	
<i>Ménages</i>	1,9	1,3	1,1	0,7	0,3	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	2,8	5,6	1,7	0,6	0,6	
<i>Administrations publiques</i>	0,5	0,6	0,3	0,3	0,1	0,5	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,1	1,6	1,5	3,4	3,9	
<b>Exportations de biens et services</b>	0,1	2,7	1,0	2,2	-0,4	0,1	1,0	1,1	0,7	0,8	0,8	0,8	1,5	4,7	3,2	3,3	3,0	
<b>Importations de biens et services</b>	2,0	-0,4	1,9	0,3	-0,6	0,7	0,9	0,9	0,7	0,8	0,7	0,8	3,1	4,1	1,7	3,2	2,8	
<b>Contributions :</b>																		
<b>Demande intérieure hors stocks</b>	0,6	0,5	0,6	0,4	0,2	0,2	0,4	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	2,0	2,0	1,4	1,8	1,5	
<b>Variations de stocks</b>	0,8	-0,8	0,3	-0,3	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,2	0,0	0,0	
<b>Commerce extérieur</b>	-0,6	1,0	-0,3	0,6	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,1	0,5	0,0	0,0	
<b>Déflateur de la consommation</b>	0,7	0,0	0,1	0,5	0,6	0,4	0,3	0,3	0,5	0,4	0,3	0,4	-0,2	1,3	1,5	1,6	1,7	
<b>Revenu disponible brut</b>	0,9	0,6	0,6	0,7	0,1	1,1	0,8	1,9	0,2	0,7	0,7	1,2	1,7	2,7	2,9	3,5	3,0	
<b>Taux d'épargne des ménages (en % du RDB)</b>	14,0	14,2	14,3	14,3	13,7	14,3	14,3	15,1	14,5	14,3	14,2	14,4	14,0	14,2	14,4	14,3	14,2	
<b>Taux de chômage (en % de la pop. active)</b>	9,6	9,4	9,7	8,9	9,2	9,1	9,0	8,9	8,9	8,8	8,8	8,7	10,1	9,4	9,1	8,8	8,7	
<b>Taux de marge des SNF (EBE / VA, en %)</b>	31,7	32,0	32,1	32,0	32,0	31,5	31,4	31,7	33,3	33,5	33,6	33,6	31,8	32,0	31,6	33,5	32,5	
<b>Solde public, en % du PIB</b>													-3,4	-2,7	-2,6	-2,8	-1,8	
<b>Dette publique, en % du PIB</b>													98,2	98,5	98,7	98,3	97,8	
<b>Impulsion budgétaire, en points de PIB*</b>													0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,3	
<b>PIB zone euro</b>	0,7	0,7	0,7	0,7	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,9	2,5	2,0	1,8	1,6	

\* Mesurée comme l'effort budgétaire structurel.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévisions OFCE, e-mod.fr, 2018-2020, octobre 2018.

## A7. Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019	2020
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>PIB</b>	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,0	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4	1,0	1,6	1,0	1,2	1,0
<b>PIB par habitant</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>
Consommation des ménages	0,7	0,1	0,3	0,0	0,5	0,1	0,0	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	1,4	1,4	0,8	0,7	0,6
Consommation publique	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,6	0,1	0,1	0,4	0,1
<b>FBCF totale dont :</b>	<b>-1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>2,9</b>	<b>1,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>2,9</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>3,3</b>	<b>3,9</b>	<b>4,1</b>	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>
productive	-2,8	1,8	3,5	1,6	-1,5	3,7	0,1	0,5	0,6	0,8	1,0	1,0	3,4	4,5	4,9	3,3	2,3
logement	1,0	0,0	0,8	1,1	0,0	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	2,9	2,2	1,6	0,8	0,8
Exportations de biens et services	2,6	0,0	1,7	1,7	-2,2	-0,2	0,8	0,9	1,1	1,1	1,1	1,1	2,6	6,0	0,3	3,9	4,0
Importations de biens et services	1,5	1,3	1,5	0,6	-1,8	1,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	3,8	5,7	1,7	3,9	3,5
<i>Contributions :</i>																	
Demande intérieure hors stocks	0,1	0,3	0,7	0,3	0,1	0,6	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	1,5	1,5	1,2	1,0	0,8
Variations de stocks	0,0	0,5	-0,4	-0,3	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,1	0,2	0,0	0,0
Commerce extérieur	0,4	-0,4	0,1	0,4	-0,2	-0,6	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,2	-0,4	0,0	0,1
<b>Prix à la consommation (IPCH)<sup>1</sup></b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>
<b>Taux de chômage</b>	<b>11,6</b>	<b>11,2</b>	<b>11,3</b>	<b>11,0</b>	<b>11,0</b>	<b>10,8</b>	<b>10,4</b>	<b>10,4</b>	<b>10,2</b>	<b>10,0</b>	<b>9,8</b>	<b>9,6</b>	<b>11,7</b>	<b>11,3</b>	<b>10,6</b>	<b>10,2</b>	<b>10,0</b>
Solde courant, en % de PIB													2,2	2,4	3,1	3,4	3,4
Solde public, en % de PIB													-2,5	-2,3	-1,8	-2,4	-2,4
Dette publique, en % du PIB													132,0	131,8	131,2	130,3	129,7
Impulsion budgétaire, en points de PIB													-0,1	0,2	0,1	0,7	0,2
<b>PIB zone euro</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>

1, Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

Sources : ISTAT, calculs de l'auteur, prévision OFCE octobre 2018.

## A8. Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019	2020
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>PIB</b>	0,8	0,9	0,6	0,7	0,56	0,56	0,62	0,69	0,6	0,6	0,4	0,5	3,2	3,0	2,6	2,4	1,5
<b>PIB par habitant</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>3,1</b>	<b>2,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>1,3</b>
Consommation des ménages	0,5	0,8	0,9	0,4	0,9	0,1	0,8	0,5	0,5	0,6	0,4	0,6	2,8	2,5	2,5	2,1	1,7
Consommation publique	1,1	0,6	0,6	0,3	0,8	0,1	0,6	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	1,0	1,9	2,1	1,5	0,7
<b>FBCF totale<sup>1</sup> dont :</b>	2,4	-0,2	2,3	0,6	1,1	3,5	-0,4	1,0	1,0	0,9	0,5	0,3	2,9	4,8	5,4	3,5	1,3
Productive	2,4	-1,3	2,4	0,2	0,6	4,5	-1,0	0,9	0,9	0,7	0,1	-0,1	1,5	3,4	4,8	2,6	-0,4
Logement	2,5	2,9	2,0	1,6	2,6	0,7	1,5	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4	7,0	9,0	7,2	5,7	5,5
Exportations de biens et services	1,3	1,3	0,1	1,4	0,6	0,2	1,2	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	5,2	5,2	3,0	3,5	3,2
Importations de biens et services	2,4	0,5	1,9	0,6	1,7	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	2,9	5,6	4,6	3,2	2,9
<i>Contributions :</i>																	
Demande intérieure hors stocks	1,0	0,5	1,1	0,4	0,9	0,8	0,5	0,6	0,5	0,6	0,4	0,4	2,3	2,8	2,9	2,2	1,3
Variations de stocks	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Commerce extérieur	-0,2	0,3	-0,5	0,3	-0,3	-0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,8	0,1	-0,3	0,2	0,2
<b>Prix à la consommation (IPCH)<sup>2</sup></b>	2,7	2,1	1,8	1,6	1,1	1,8	2,0	1,5	1,6	1,5	1,5	1,4	-0,3	2,0	1,6	1,5	1,4
<b>Taux de chômage</b>	18,8	17,2	16,4	16,5	16,7	15,3	14,9	14,6	14,3	14,1	13,8	13,6	19,6	17,2	15,4	14,0	12,9
<b>Solde courant, en % de PIB</b>													2,3	1,8	1,0	0,8	0,9
<b>Solde public, en % de PIB</b>													-4,5	-3,1	-2,7	-2,0	-1,5
<b>Dette publique, en % de PIB</b>													99,0	98,3	97,5	96,0	94,7
<b>Impulsion budgétaire, en points de PIB</b>													0,1	-0,1	0,6	0,0	-0,4
<b>PIB zone euro</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>

1. Les comptes trimestriels espagnols ne permettent pas d'isoler l'investissement public.

2. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

Sources : INE, prévision OFCE octobre 2018

## A9. Royaume-Uni : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente (sauf mention contraire), en %

	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019	2020
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>PIB</b>	0,4	0,3	0,4	0,4	0,1	0,4	0,5	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	1,8	1,7	1,3	1,5	1,5
<b>PIB par habitant</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>
Consommation des ménages <sup>1</sup>	0,6	0,3	0,3	0,3	0,5	0,3	0,4	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	3,1	1,8	1,4	0,9	1,0
Consommation publique	-0,4	0,4	-0,2	0,3	0,2	-0,4	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,8	-0,1	0,5	0,9	0,6
<b>FBCF totale <sup>2</sup> dont :</b>	<b>1,0</b>	<b>1,8</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>-1</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>2,3</b>	<b>3,3</b>	<b>0,2</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>
Productive privée	-0,2	1,8	0,6	0,5	-0,5	-0,7	0,0	0,0	0,2	0,7	0,8	0,4	-0,2	1,8	0,0	1,1	1,9
Logement	4,5	-0,8	1,4	3,6	1,0	1,1	0,9	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	9,4	8,1	5,6	2,5	2,2
Administrations publiques	-0,4	5,7	-2,6	-3,1	-5,4	-2,2	3,8	0,5	0,5	0,6	0,9	1,1	1,0	1,4	-7,3	3,4	4,3
Exportations de biens et services	-0,4	1,1	2,8	1	-0,8	-2,2	2,5	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	1,0	5,7	1,5	4,0	3,7
Importations de biens et services	0,3	0,7	1,1	-0,1	-0,3	-0,2	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	3,3	3,2	0,7	2,2	2,4
<b>Contributions :</b>																	
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,6	0,2	0,4	0,2	0,1	0,5	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	2,6	1,7	1,0	1,1	1,2
Variations de stocks	0,2	-0,4	-0,3	-0,4	0,1	1,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,6	0,0	0,0	0,0
Commerce extérieur	-0,2	0,1	0,5	0,3	-0,1	-0,6	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,7	0,7	0,2	0,5	0,4
Prix à la consommation (IPCH) <sup>3</sup>	2,2	2,8	2,8	3,1	2,6	2,4	2,6	2,5	2,4	2,2	2,1	2,1	0,6	2,7	2,5	2,2	2,1
Taux de chômage <sup>4</sup>	4,6	4,4	4,3	4,4	4,2	4,0	4,1	4,1	4,2	4,3	4,3	4,4	4,9	4,4	4,1	4,3	4,5
Solde courant, en % du PIB		-4,0		-3,5		-3,4		-3,4		-3,5		-3,4	-5,2	-3,7	-3,4	-3,5	-3,4
Solde public <sup>5</sup> , en % du PIB													-2,9	-1,8	-1,7	-1,5	-1,3
Dette publique, en % du PIB													87,9	87,5	86,2	84,5	82,8
Impulsion budgétaire, en points de PIB													-1,2	-1,1	-0,3	-0,3	-0,3
<b>PIB zone euro</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>

1. Y compris ISBLSM. 2. Y compris acquisitions moins cessions d'objets de valeur. 3. Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle. 4. Au sens du BIT. 5. Au sens de Maastricht, selon la comptabilisation de l'ONS.

Sources : ONS (Quarterly National Accounts, Quarter 2 2018, 20 mars 2018), prévision OFCE octobre 2018.

### A10. Amérique latine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2016	2017	2018	2019	2020
<b>PIB</b>	-0,4	1,8	1,4	1,0	2,0
<b>Argentine</b>	-1,8	2,9	-2,5	-5,5	0,8
<b>Brésil</b>	-3,4	1,0	0,9	0,7	1,7
<b>Mexique</b>	2,6	2,3	2,0	1,8	2,0

Sources : FMI, calculs et prévision OFCE octobre 2018.

### A11. Asie : résumé des prévisions de PIB

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Corée du Sud</b>	6,8	2,9	3,1	2,8	2,7	2,7
<b>Asie en développement rapide</b>	20,3	3,9	4,6	4,4	4,3	4,3
<b>Taiwan</b>	3,9	1,4	2,9	2,8	2,6	2,6
<b>Hong Kong</b>	1,5	2,2	3,8	3,6	2,8	2,8
<b>Singapour</b>	0,9	2,4	3,6	3,0	2,5	2,5
<b>Thaïlande</b>	3,6	3,3	3,9	4,1	3,8	3,8
<b>Indonésie</b>	6,0	5,0	5,1	5,0	5,1	5,2
<b>Malaisie</b>	1,7	4,2	5,9	5,4	5,1	4,9
<b>Philippines</b>	2,6	6,9	6,7	6,3	6,3	6,3
<b>Chine</b>	48,5	6,7	6,9	6,5	6,3	6,3
<b>Inde</b>	24,4	7,9	6,2	7,2	7,5	7,5
<b>Asie hors Chine</b>	51,5	5,7	5,2	5,5	5,6	5,6
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>6,2</b>	<b>6,0</b>	<b>6,0</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>

Sources : CEIC, calculs et prévision OFCE octobre 2018.

### A12. Nouveaux États membres de l'Union

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Pologne</b>	45,0	3,0	4,7	4,7	3,6	3,6
<b>Roumanie</b>	18,5	4,8	6,8	3,6	3,5	3,4
<b>République Tchèque</b>	14,8	2,4	4,5	3,0	3,1	3,0
<b>Hongrie</b>	11,6	2,1	4,2	4,3	3,2	3,2
<b>Bulgarie</b>	6,0	3,9	3,7	3,7	3,5	3,5
<b>Croatie</b>	4,2	3,5	2,9	2,8	2,6	2,0
<b>NEM-6</b>	<b>100</b>	<b>3,2</b>	<b>4,8</b>	<b>4,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>

Sources : Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE octobre 2018.

## FRANCE : HEURTS SUPPLÉMENTAIRES SUR LA REPRISE PERSPECTIVES 2018-2020 POUR L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

Département analyse  
et prévision  
Sous la direction d'Éric Heyer  
et de Xavier Timbeau

L'économie française a affiché des résultats décevants au premier semestre 2018, ce qui alimente les inquiétudes sur la pérennité de l'embellie conjoncturelle observée à la suite de six années de croissance très faible (0,8 % en moyenne annuelle). Le ralentissement est en partie commun à la zone euro, découlant de la hausse des prix du pétrole et de la dégradation de l'environnement international. À cela s'ajoute en France un calendrier fiscal défavorable au premier semestre 2018, l'impact des grèves au deuxième trimestre 2018 et une moindre consommation d'énergie du fait d'un printemps exceptionnellement doux. Au deuxième semestre 2018, du fait des mesures fiscales (baisse des cotisations sociales salariées, première tranche de la suppression de la taxe d'habitation), le pouvoir d'achat des ménages devrait augmenter. Ainsi, la croissance rebondirait à 0,5 % au troisième trimestre 2018 et 0,6 % au quatrième trimestre. La croissance pour l'année 2018 serait alors de 1,7 % en moyenne.

En 2019, la croissance du PIB atteindrait 1,8 %, soutenue par un revenu des ménages dynamique, favorisé par le soutien des mesures fiscales en faveur des classes moyennes, une hausse des revenus du capital et une dynamique de l'investissement toujours robuste, tirée par les entreprises et les administrations publiques.

Avec une croissance du PIB de 1,5 %, l'année 2020 serait celle du retour vers le potentiel de long terme. L'impact global de la politique budgétaire serait légèrement négatif et la demande adressée à la France ralentirait en lien avec le retournement du cycle mondial. L'écart de production passerait de -1,1 % en 2018 à -0,5 % en 2019 et à -0,3 % en 2020.

La période 2017-2019 se caractérise par une légère dégradation du déficit public (-0,1 point de PIB) malgré une augmentation de l'effort structurel (+0,2 point de PIB) et une amélioration marquée du déficit conjoncturel (+0,5 point de PIB). C'est le versement exceptionnel en 2019 de près de 22 milliards d'euros (0,9 point de PIB) aux entreprises, dans le cadre de la transformation du CICE en baisse de cotisations sociales patronales, qui explique la différence. En 2020, le déficit public se réduirait à 1,8 point de PIB, soit son plus bas niveau depuis près de vingt ans. Le ratio dette publique sur PIB atteindrait 98,7 % en 2018 (après 98,5 % en 2017) avant de se réduire à 98,3 % en 2019 et 97,8 % en 2020.

Enfin, le taux de chômage (France entière) au sens du BIT passerait de 9,1 % au deuxième trimestre 2018 à 8,9 % fin 2018, 8,7 % fin 2019 et 8,6 % fin 2020, la baisse étant principalement ralentie par la croissance moins vigoureuse et la réduction des contrats aidés.

\* Cette prévision a été réalisée à l'aide du modèle trimestriel de l'économie française, *e-mod.fr*, par une équipe dirigée par Mathieu Plane, composée de Bruno Ducoudré, Pierre Madec, Hervé Péléraux, Raul Sampognaro et Nicolas Yol. Cette prévision intègre les informations disponibles au 30 septembre 2018.

## Perspectives 2018-2020 pour l'économie française

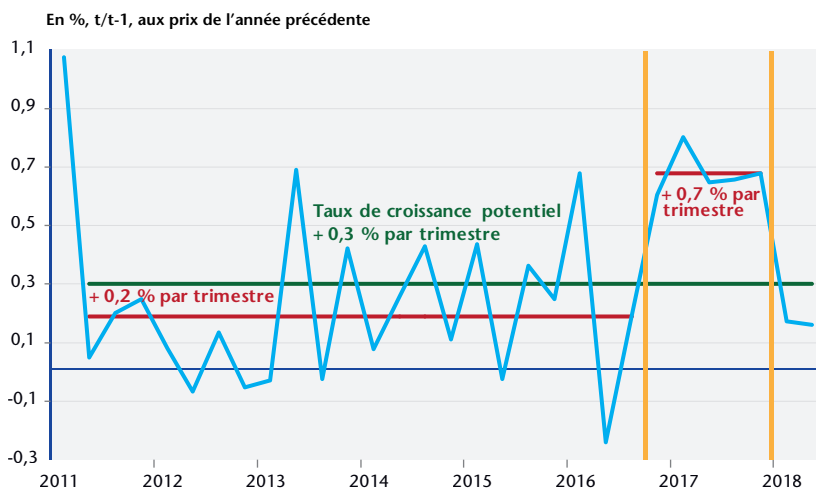
<b>1. Une reprise chaotique.</b> . . . . .	<b>161</b>
Un environnement international moins porteur. . . . .	163
Décrochage de la croissance française au premier semestre 2018... . . . .	164
...compensé par un rebond au second semestre 2018 . . . . .	166
Quelle croissance spontanée en France ? . . . . .	167
La mesure du potentiel et de l'écart de production . . . . .	169
Pas de réaction des salaires à l'accroissement des tensions dans les enquêtes . . . . .	173
Cadrage macroéconomique : retour vers le potentiel . . . . .	179
À très court terme, un repli des climats des affaires . . . . .	182
Encadré 1. L'indicateur avancé : pas de retournement du cycle à l'horizon fin 2018 . . . . .	184
La croissance 2018-2020 en détail . . . . .	185
L'investissement des entreprises et des administrations publiques soutient la croissance . . . . .	187
Encadré 2. Quel impact lié à transformation du CICE en baisse de cotisations sociales patronales. . . . .	187
Investissement des ménages : un ralentissement durable . . . . .	189
Le commerce extérieur ne pèse plus sur la croissance . . . . .	191
Encadré 3. Aléas sur la prévision . . . . .	191
<b>2. Emploi : essoufflement progressif</b> . . . . .	<b>193</b>
Secteur marchand : retour à la dynamique d'avant-crise . . . . .	195
Où en est-on du cycle de productivité ? . . . . .	197
Encadré 4. La modélisation de l'emploi . . . . .	198
La transformation du CICE : des effets négatifs à court terme sur l'emploi. . . . .	201
Les contrats aidés en chute libre . . . . .	203
Encadré 5. Le Plan d'investissement dans les compétences (PEC). . . . .	207
La lente dégringolade du chômage . . . . .	208
<b>3. Baisse de la fiscalité des ménages, économies sur les prestations. .</b>	<b>211</b>
<b>sociales</b>	
2018 : l'année de la baisse de la fiscalité du capital et des entreprises. . . . .	214
2019 : l'année du rééquilibrage de la fiscalité en faveur des ménages... . . . .	216
... mais dont le pouvoir d'achat sera affecté par les économies en dépenses . . . . .	218
2020 : un effort budgétaire historique sur la dépense publique . . . . .	221
<b>4. Annexe tableaux.</b> . . . . .	<b>225</b>



## 1. Une reprise chaotique

La publication de chiffres de croissance décevants de l'économie française au premier semestre 2018, après cinq trimestres de reprise entre la fin 2016 et la fin 2017, relance les inquiétudes sur la pérennité de l'embellie conjoncturelle observée à la suite de six années de croissance très faible (graphique 1). Lors de l'entrée dans la deuxième phase de la crise au deuxième trimestre 2011, après la récession de 2008-2009 et un rebond temporaire de sept trimestres, l'activité est devenue très volatile, alternant trimestres de forte croissance et trimestres de rechute autour d'un sentier de croissance peu pentu, 0,2 % par trimestre en moyenne. Inférieur à la croissance du PIB potentiel, évaluée à 0,3 % par trimestre selon nos calculs, ce sentier a laissé se creuser l'écart de production, c'est-à-dire l'écart entre le PIB effectif et le PIB correspondant à la pleine utilisation de l'offre de travail sans tensions inflationnistes.

Graphique 1. Taux de croissance trimestriel du PIB français

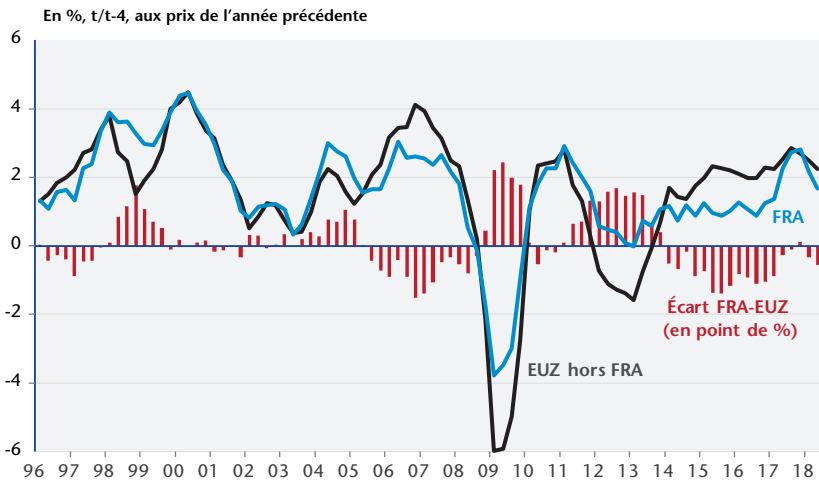


Source : INSEE.

La sortie de cette phase s'est produite à la fin 2016 avec une hausse du PIB largement supérieure à celle du PIB potentiel, après que la croissance ait été frappée en milieu d'année, après un bon premier trimestre, par des chocs imprévus tels que la mauvaise récolte agricole de 2017, les grèves dans les raffineries et les inondations du printemps.

Cette entrée en phase de reprise de l'économie française s'est déroulée à un rythme équivalent à celui de la zone euro hors-France (0,7 % par trimestre), et dans la seconde moitié de 2017, la croissance hexagonale en glissement annuel faisait jeu égal avec celle de ses partenaires européens (graphiques 2 et 5). Toutefois, sur la phase de croissance démarrée au deuxième trimestre 2013, moment où la croissance française passe en-dessous de celle de la zone, la France accusait encore un retard de 3,5 points au quatrième trimestre 2017, même si cet écart restait de 2,6 points en faveur de l'économie française depuis le début de la crise en 2008 grâce à une meilleure résistance de la France durant les deux dernières récessions de la zone euro.

Graphique 2. Écart de croissance France / zone euro hors France



Sources : Eurostat, INSEE, calculs OFCE.

La première moitié de l'année 2018 a vu la croissance française sévèrement rechuter à 0,2 % par trimestre, davantage qu'en zone euro hors France où elle s'est établie à 0,5 et 0,4 % respectivement au premier et deuxième trimestre (graphique 5). En l'espace d'un semestre, la France a accumulé un déficit de croissance de 0,6 point de PIB vis-à-vis de la zone euro hors France. L'écart d'activité accumulé

depuis la mi-2013 avec la zone s'est donc à nouveau creusé (-4,1 points au deuxième trimestre 2018).

## Un environnement international moins porteur

Le ralentissement de l'économie française au premier semestre 2018, certes plus accentué qu'ailleurs, s'inscrit dans un contexte, notamment européen, de tassement de l'activité après une année de croissance en 2017 forte au regard de celle des cinq années précédentes. La demande adressée aux exportateurs français s'est ainsi infléchie et la contribution du commerce extérieur est passée de positive au second semestre 2017 (+0,3 point) à négative au premier semestre 2018 (-0,1 point).

Au-delà de la spécificité française tenant au calendrier fiscal, les facteurs de ralentissement communs à l'Europe proviennent de l'environnement extérieur. Le prix du pétrole en dollars est remonté à un niveau supérieur à celui que nous anticipions lors de notre prévision du printemps 2018. Il devrait s'établir en moyenne annuelle à 75 dollars en 2018 (contre 68 escompté en avril) et à 75 en 2019 (tableau 1). Ensuite, l'euro s'est déprécié contre le dollar, de 1,24 dollar pour 1 euro en début d'année à 1,15 en septembre, ce qui a accentué l'inflation importée du fait du renchérissement du prix de l'énergie. Au total, le prix du *brent* exprimé en euros serait en 2019 près de 15 % plus élevé que ce que nous anticipions au printemps 2018.

Tableau 1. Révision des hypothèses d'environnement international

		2018	2019	2020
Prix du Brent en \$ (en €)	Prévision octobre 2018	75 (64)	76 (64)	75 (59)
	Prévision avril 2018	68 (55)	71 (55)	—
Taux de change €/ \$	Prévision septembre 2018	1,18	1,19	1,26
	Prévision avril 2018	1,24	1,30	—

Source : prévision OFCE.

La hausse des prix du pétrole, supérieure à ce que l'on avait anticipé lors de la dernière prévision, conduit à réviser la croissance de -0,2 point en 2018 et en 2019 (tableau 2), que ce soit par son effet direct sur l'économie nationale ou l'effet indirect à travers le ralentissement de la demande adressée à la France. La dépréciation de l'euro en 2019 apportera une contribution positive supplémentaire à la crois-

sance par l'effet compétitivité, mais elle sera annulée par l'impact négatif du renchérissement du prix du pétrole sur le pouvoir d'achat des ménages. Enfin, pour la seule année 2018, l'effet cumulé des grèves du printemps et de la faible consommation d'énergie avec la douceur climatique ont contribué à réviser notre prévision de croissance de -0,1 point de PIB.

Pour 2019, l'impulsion budgétaire en 2019 sera plus négative de -0,1 point de PIB que celle escomptée lors de la prévision de printemps du fait du décalage de la mesure « 0 cotisations au SMIC » à septembre 2019, de la hausse des prélèvements obligatoires sur les entreprises au titre du cinquième acompte de l'impôt sur les sociétés et de la réduction des niches sociales. *A contrario*, la croissance des dépenses devrait être plus dynamique et la désocialisation des heures supplémentaires occasionner un manque à gagner en termes de recettes de prélèvements sociaux.

Au final, la croissance prévue pour 2018 et 2019 est révisée en baisse de 0,3 point chaque année.

Tableau 2. Révision des prévisions de croissance pour 2018 et 2019

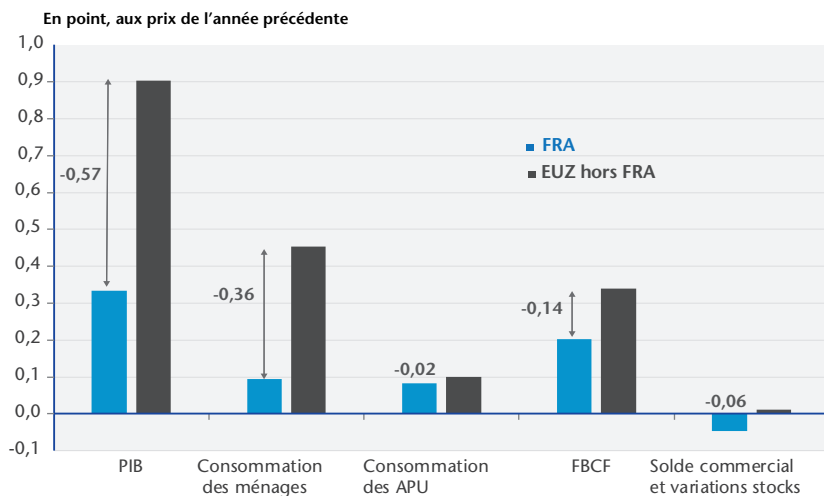
Contribution (en points de PIB)		2018	2019
Prévision avril 2018		2,0	2,1
Modification environnement international lié...	...Prix du Brent	-0,1	-0,1
	...Taux de change €/5	0,0	0,1
	...Demande adressée	-0,1	-0,1
Révision interne France lié...	...Grèves et Énergie	-0,1	0,0
	...Politique budgétaire	0,0	-0,1
Prévision septembre 2018		1,7	1,8

Source : prévision OFCE.

## Décrochage de la croissance française au premier semestre 2018...

Au premier semestre 2018, l'écart d'activité entre la France et la zone euro hors France s'élève à 0,57 point, les deux tiers de cet écart s'expliquant par une moindre contribution de la consommation des ménages alors que l'écart est faible pour les autres composantes, notamment le commerce extérieur qui expliquait le retard français depuis 2013 (graphique 3).

Graphique 3. Contributions à la croissance en France et en zone euro hors France



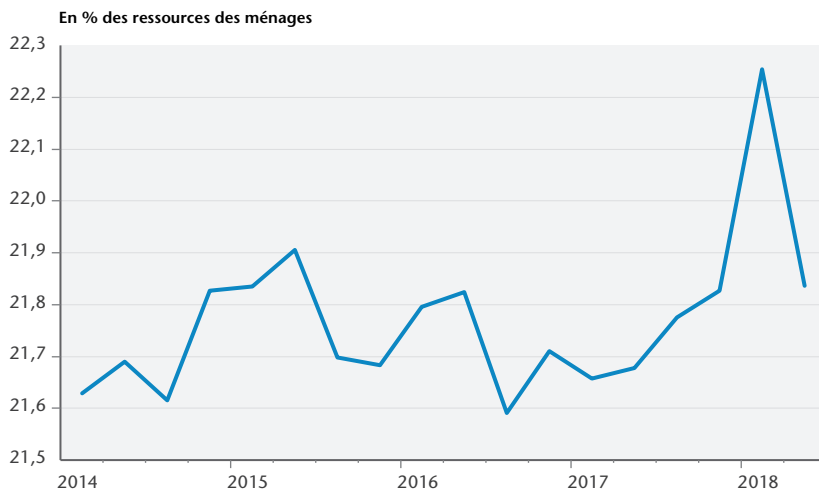
Sources : Eurostat, INSEE, calculs OFCE.

Le début de l'année 2018 a été marqué par la mise en place des mesures fiscales issues de la Loi de finances 2018. En particulier, le calendrier des mesures a affecté le pouvoir d'achat des ménages, avec une baisse de 0,5 % au premier trimestre 2018, la plus forte baisse sur un trimestre depuis 2012. Deux facteurs se sont combinés, d'un côté la hausse de la fiscalité directe, augmentation de la CSG non compensée par la baisse des cotisations salariés (graphique 4), et de l'autre la fiscalité indirecte avec la hausse des taxes sur le tabac et les hydrocarbures. À eux seuls, ces deux facteurs ont pesé à hauteur de -0,8 point sur le RDB des ménages au premier trimestre.

Le taux d'épargne a fortement reculé, de 14,3 à 13,7 %, ce qui a permis une légère hausse de la consommation (+0,2 %) malgré la contraction du pouvoir d'achat.

Le pouvoir d'achat du revenu disponible brut (RDB) s'est redressé au deuxième trimestre 2018, +0,7 %, mais le taux d'épargne est remonté à son niveau de la fin 2017 pour compenser le choc négatif du premier trimestre. Au total, la consommation en volume a quasiment stagné au premier semestre 2018 (contre une hausse de +0,6 % dans la seconde moitié de 2017) quand dans le même temps le RDB réel progressait de seulement 0,2 %. Outre le calendrier fiscal et son effet sur le pouvoir d'achat, les grèves dans les transports au deuxième trimestre 2018 ont pesé sur la consommation des ménages, d'abord en

Graphique 4. Taux de prélèvements directs sur les ressources des ménages



Sources : INSEE, calculs OFCE.

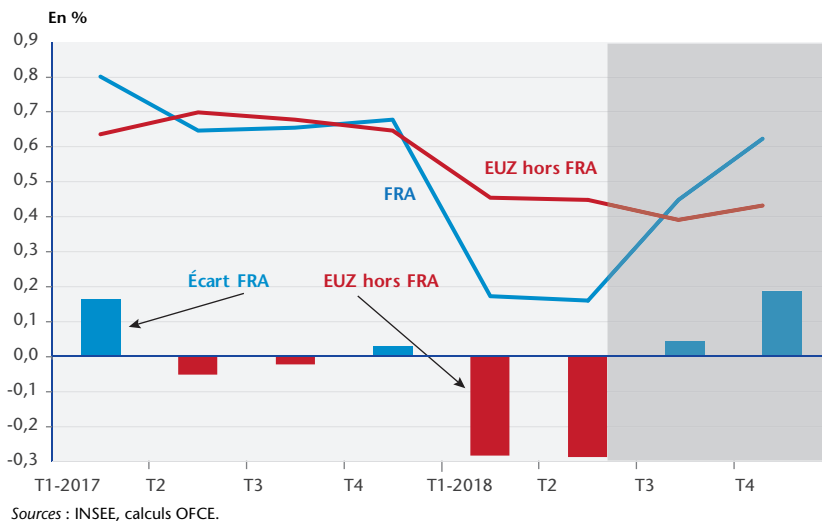
tant que composante de la consommation des ménages – effet direct – ensuite par leurs répercussions sur les autres postes de dépense freinés par l’indisponibilité de certains services de transport – effet indirect. La consommation de transport des ménages a ainsi baissé de 2,7 % au deuxième trimestre 2018, ce qui est la plus forte baisse depuis la fin 1995, contribuant à hauteur de -0,1 point à la consommation totale, hors effet indirect difficilement mesurable. Enfin, en raison d’un printemps particulièrement chaud, la consommation d’énergie a baissé de 3,6 % au deuxième trimestre, contribuant à réduire la consommation des ménages de 0,2 point.

### ...compensé par un rebond au second semestre 2018

La sous-performance économique de la France vis-à-vis de la zone euro ne serait que temporaire. Les mesures de soutien au pouvoir d’achat, particulièrement marquées en fin d’année avec la baisse de la taxe d’habitation et la seconde tranche de baisse de cotisations sociales, vont contribuer à accroître le revenu des ménages de 1,2 point au second semestre 2018 (dont 1,1 pour le seul dernier trimestre). Le pouvoir d’achat s’améliorerait ainsi de 2,1 % au second semestre 2018 (dont 1,6 % pour le seul dernier trimestre). Ainsi, la faible croissance du premier semestre, affaiblie par une consommation atone, serait passagère. La reprise de la consommation dans la seconde

partie de l'année (avec respectivement 0,6 % et 0,7 % au troisième et au quatrième trimestre 2018) dynamiserait la croissance française qui repasserait au-dessus de celle de la moyenne de la zone euro hors France. Le PIB hexagonal augmenterait ainsi de 0,5 % et 0,6 % au troisième et quatrième trimestre 2018 alors que celui de la zone euro croîtrait au rythme de 0,4 % par trimestre (graphique 5).

Graphique 5. Taux de croissance trimestriel du PIB

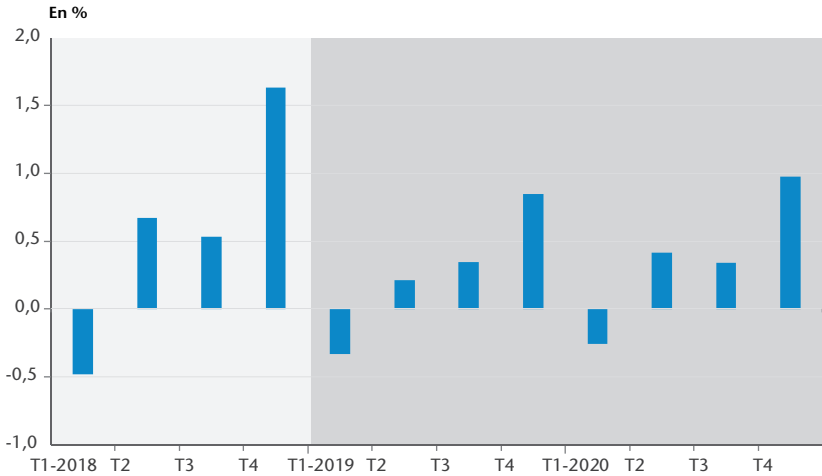


Bien que moins marqué pour les deux années suivantes, le phénomène de calendrier fiscal se répétera en 2019 et 2020 avec une hausse programmée de la fiscalité indirecte chaque début d'année et une montée en charge de la réforme de la taxe d'habitation sur le quinquennat avec des effets attendus en fin d'année. L'évolution trimestrielle attendue du pouvoir d'achat sur la période 2019-20 rend bien compte de ce phénomène (graphique 6).

## Quelle croissance spontanée en France ?

Au-delà de ces à-coups trimestriels qui peuvent donner transitoirement une orientation à l'activité contraire à la phase cyclique en cours, se pose la question de la capacité de l'économie française à poursuivre son rebond entamé à la fin 2016, certains observateurs voyant dans la rechute de la croissance au premier semestre 2018, comme au début de 2011, l'effet de la réapparition d'une contrainte d'offre liée à une

Graphique 6. Variation trimestrielle du pouvoir d'achat des ménages



Sources : INSEE, calculs OFCE.

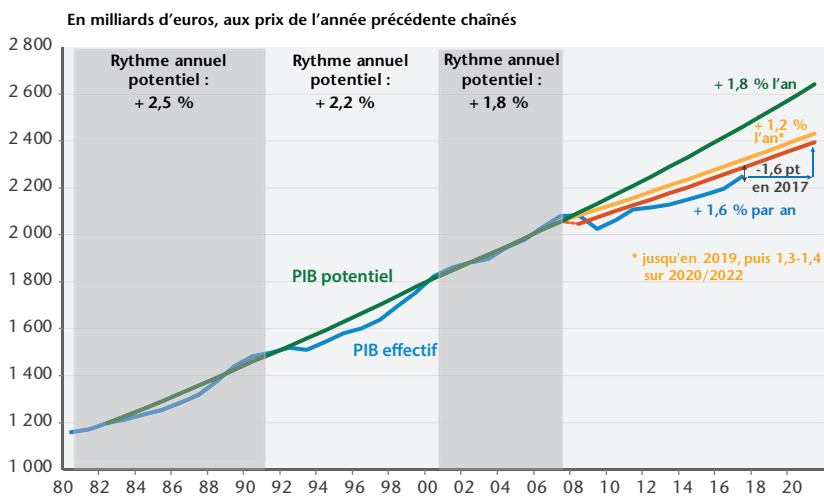
insuffisance de capacité de production. De fait, l'établissement du scénario de croissance à l'horizon 2020 suppose d'estimer l'écart entre le PIB effectif et le PIB potentiel, qui détermine l'ampleur du rattrapage possible, ainsi que la croissance du PIB potentiel qui fait croître la cible, en plus de la croissance impulsée par le rattrapage.

Le choc économique issu de la crise a fait naître des interrogations quant à l'évolution de la production potentielle. En effet, l'hypothèse d'un maintien à la fois du niveau et de la croissance du potentiel d'avant la crise de 2008 offrirait une ample marge de rebond, avec un écart de production négatif de plus de 8,6 % en 2017 (graphique 7). L'absence d'effet de la crise sur la trajectoire du potentiel de l'économie française n'est pas une hypothèse crédible. Le débat porte plutôt sur la manière dont la crise a pu affecter négativement le potentiel et avec quelle ampleur. Selon un premier cas de figure, la crise aurait pu n'infléchir que la trajectoire du PIB potentiel, c'est-à-dire provoquer une diminution de son taux de croissance. Notre évaluation du PIB potentiel est rattachée à une logique de long-terme, qui correspond à une offre de travail pleinement utilisée sans tensions inflationnistes, avec la technologie disponible et une flexibilité du facteur capital. La croissance potentielle serait de 1,2 % l'an en 2017, ce qui marque une rupture par rapport à la décennie 2000 où elle s'élevait à 1,8 % l'an (2,5 % dans la décennie 1980 et 2,2 % dans les années 1990). Dans ce cas, l'écart du PIB par rapport à son potentiel en 2017 ne serait pas de



-8,6 % mais de -3 %. Le retard d'investissement depuis le déclenchement de la crise, qui pèse sur la productivité globale des facteurs, et la déqualification des chômeurs de longue durée avec une élévation tendancielle du taux de chômage structurel peut justifier un tel tassement du potentiel.

Graphique 7. PIB effectif et hypothèse de PIB potentiel



Sources : INSEE, calculs OFCE.

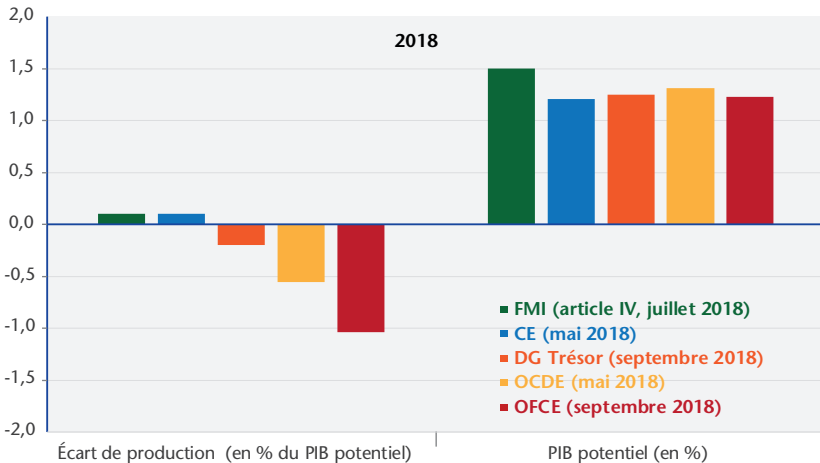
Mais un autre cas de figure est aussi à prendre en considération, celui des pertes de production irrécupérables : les faillites d'entreprises, la fermeture définitive d'unités de production, l'exclusion du marché du travail de chômeurs de longue durée auraient irrémédiablement amputé les ressources productives de l'économie. La production potentielle aurait ainsi enregistré une marche d'escalier vers le bas, limitant alors davantage la capacité de rebond de l'économie. Cette hypothèse, combinée avec celle du ralentissement de la croissance potentielle, offre des marges de rebond du PIB encore plus réduites par rapport à l'ancienne trajectoire. Selon nos estimations fondées sur ces hypothèses, l'écart de production serait de -1,6 % en 2017 et de -1 % en 2018.

## La mesure du potentiel et de l'écart de production

Une difficulté majeure vient obscurcir l'établissement du diagnostic, celle du caractère non observable du PIB potentiel, avec à la clé des

divergences de vues sur la trajectoire future de l'économie et finalement sur la soutenabilité de la reprise amorcée en 2016. L'estimation du niveau de la croissance du PIB potentiel ne fait pas consensus parmi les économistes, notamment en raison de sa définition, de sa dynamique et du modèle sous-jacent utilisé pour l'estimer. Par ailleurs, certains penchent pour un ralentissement prononcé du potentiel, d'autres pour une rupture à la baisse de son niveau, d'autres encore pour une combinaison des deux. À l'exception du FMI qui a revu significativement à la hausse la croissance potentielle de la France (1,5 %) dans le cadre de son rapport sur la France (article IV du FMI de juin 2018), les principales institutions (OCDE, Commission européenne, Direction du Trésor), affichent des estimations relativement proches de la croissance potentielle pour 2018, comprises entre 1,2 et 1,3 % (1,2 % pour l'OFCE) (graphique 8). En ce qui concerne l'écart de production, la plupart des organisations sont proches de zéro, le FMI et la Commission européenne affichant même des écarts de production légèrement positifs pour 2018. Seul l'OCDE se distingue avec un écart de production significativement négatif (-0,6 %). Avec un écart de production de -1 % en 2018, l'OFCE fait donc figure d'exception.

Graphique 8. Écart de production et croissance potentielle en 2018



Sources : CE, DGT, FMI, OCDE, OFCE.

En revanche, si l'on prend comme référence, pour évaluer les marges de croissance, non plus un *output gap* à 0, mais l'écart de production estimé en 2007 avant le déclenchement de la crise, les

marges de croissance apparaissent alors beaucoup plus élevées, mais théoriquement au prix d'une accélération de l'inflation si elles devaient être comblées<sup>1</sup>. Les évaluations de l'écart de production selon les différents instituts étaient largement positives pour 2007, l'écart estimé étant le plus important pour la Commission européenne et l'OCDE à 3 % du PIB potentiel, le plus faible à 1 % pour l'OFCE (graphiques 9a et 9b). En comparant l'écart de production d'aujourd'hui à celui de 2007, les marges de manœuvre apparaissent alors bien plus élevées, comprises entre 3,5 % pour l'OCDE et 2 % pour la DG Trésor. Avec 2 % également, à partir de cette analyse, l'OFCE ne fait plus figure d'exception et se situe même dans la fourchette basse.

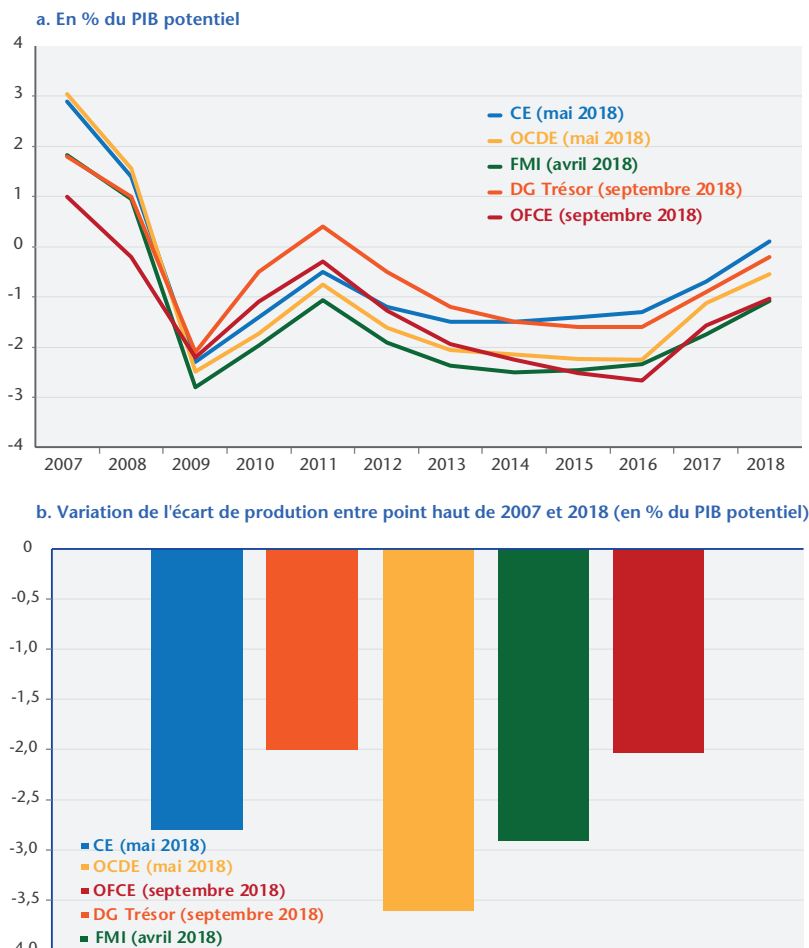
Selon notre évaluation du PIB potentiel, rattachée à une logique de long-terme, la possibilité pour l'économie de franchir durablement son niveau potentiel est conditionnelle à l'apparition de chocs positifs, qui seraient vecteurs de tensions inflationnistes. Or, l'absence actuelle de tensions inflationnistes, visible à travers la faiblesse de la dynamique salariale (voir partie sur les tensions), est cohérente avec un écart de production encore négatif. La composante spontanée de la croissance ne peut amener, à elle seule, le PIB au-dessus du PIB potentiel, son rôle étant celui d'une force de rappel conduisant à la fermeture de l'écart de production.

Ainsi, si l'on suppose un comblement linéaire de l'écart de production à l'horizon des quatre prochaines années, la croissance annuelle imputable au rattrapage serait de l'ordre de 0,4 % en moyenne sur la période 2018-2020. Notre scénario de croissance spontanée de l'économie, c'est-à-dire contrôlé des chocs pouvant affecter la trajectoire du PIB, est donc celui d'une annulation progressive de l'écart de production à l'horizon 2021 (à raison de 0,4 point par an en moyenne) majorée de la croissance potentielle (1,2 % par an en 2018-2019, et 1,3 % en 2020-2021 avec la montée en charge de la politique de formation des personnes éloignées du marché du travail et de la garantie jeunes). Les chocs que nous identifions par ailleurs ne seraient pas à même de faire diverger significativement la trajectoire de l'économie française de ce schéma, avec des *stimuli* de 0 en 2018, +0,2 point de PIB en 2019 et de -0,1 point en 2020 (tableau 3 et paragraphe « Cadrage macroéconomique : retour vers le potentiel »).

---

1. Pour plus de détails, se référer à Éric Heyer, 2018, « Que doit-on déduire des chiffres d'inflation ? », *Blog de l'OFCE*, juin.

Graphique 9. Écart de production depuis 2007



Sources : CE, DGT, FMI, OCDE, OFCE.

Tableau 3. Cadrage macroéconomique pour la France

En points de pourcentage

	2018	2019	2020
Croissance potentielle du PIB (1)	1,2	1,2	1,3
Fermeture de l'OG (cycle) (2)	0,5	0,4	0,3
Totalité des chocs sur l'économie (3)	0,0	0,2	-0,1
Croissance effective du PIB (=1+2+3)	1,7	1,8	1,5

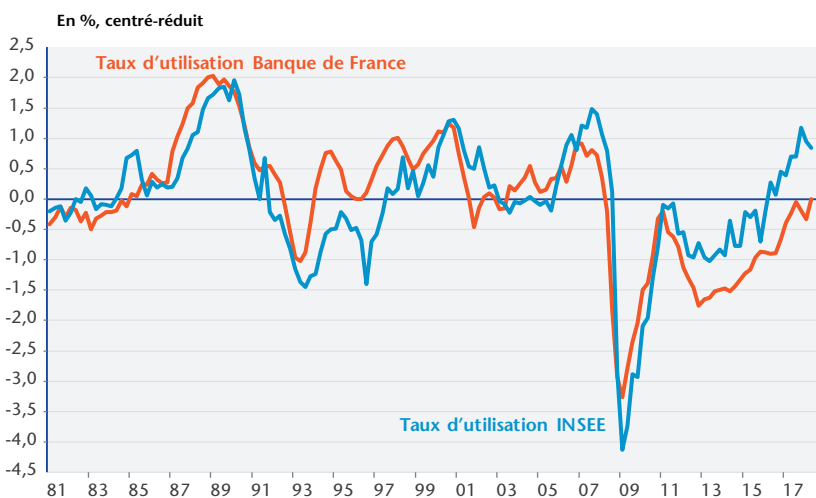
Sources : INSEE, calculs et prévisions OFCE.

## Pas de réaction des salaires à l'accentuation des tensions dans les enquêtes

La croissance relativement forte de l'année 2017, 2,3 %, en comparaison de la croissance potentielle, 1,2 %, a rapproché le PIB effectif du PIB potentiel et réduit le sous-emploi des ressources productives.

Un des indicateurs phare des tensions, le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie, s'est vivement redressé depuis la première moitié de 2015. Cependant, le diagnostic posé par l'examen de cet indicateur sur la situation des tensions diffère selon la source (graphique 10). D'après la mesure de l'INSEE, le taux d'utilisation se situe nettement au-dessus de sa moyenne de longue période et a presque rejoint ses plus hauts historiques, témoignant d'une situation où les marges de manœuvre pour accroître la production industrielle avec les ressources en facteurs disponibles au sein des entreprises sont très faibles. D'un autre côté, le taux d'utilisation mesuré par la Banque de France a juste rejoint sa moyenne de longue période et se situe encore nettement en dessous de ses pics conjoncturels précédents, laissant penser que le niveau de tensions est nettement moindre que celui mesuré par l'INSEE. Face à l'incertitude de la mesure, on se gardera donc de conclure hâtivement à l'insuffisance de capacité de production dans l'industrie.

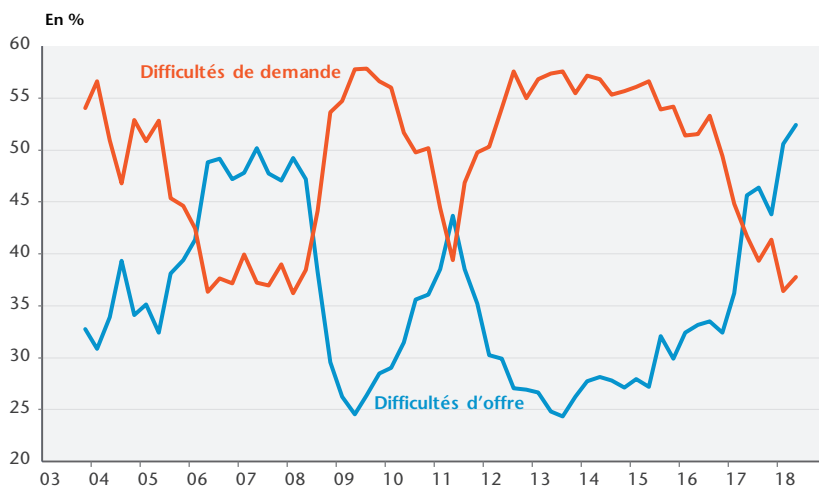
Graphique 10. Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie



Sources : Banque de France, INSEE.

Les autres indicateurs de tension, mesurés par l'INSEE, confirment les signaux envoyés par le taux d'utilisation. Les goulots de production dans l'industrie, c'est-à-dire le pourcentage d'entreprises déclarant ne pouvant produire davantage, ont rejoint leurs pics historiques à la fin 2017. En outre, le pourcentage d'entreprises, tant dans l'industrie que dans les services, déclarant des difficultés d'offre a dépassé celui des entreprises déclarant des difficultés de demande, ce qui n'est arrivé dans le passé qu'au moment des pics cycliques (2000 et 2007, graphique 11). On ne saurait toutefois voir dans ce type de configuration la cause des retournements conjoncturels : les retournements à la baisse de l'économie française observés alors sont dus à l'éclatement de la bulle internet en 2000 et à la crise financière de 2007/2008, pas à l'existence de tensions en elles-mêmes auxquelles les entreprises peuvent faire face à court terme. Dans les services, cette situation d'excès des difficultés d'offre sur les difficultés de demande a d'ailleurs perduré pendant deux années, entre le deuxième trimestre 2006 et le deuxième trimestre 2008, sans remettre en cause la reprise d'alors qui s'est interrompue au moment de la crise financière.

Graphique 11. Entreprises déclarant des difficultés d'offre et celles déclarant des difficultés de demande dans les services

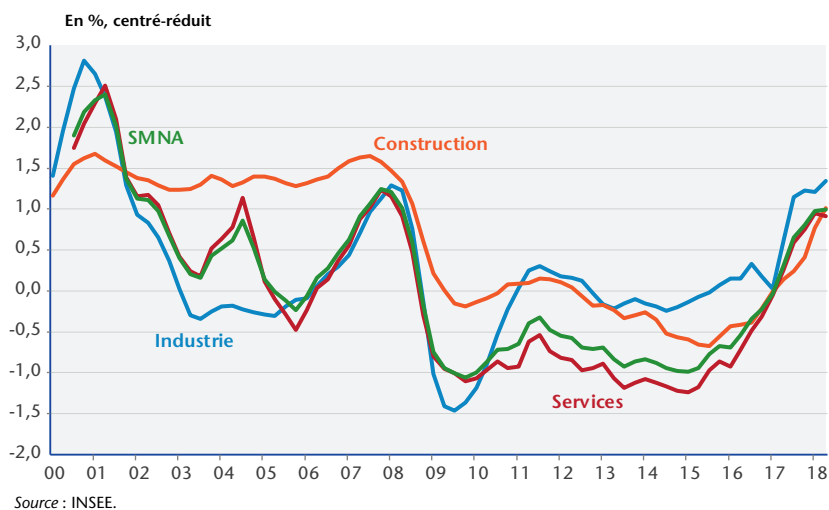


Source : INSEE.

Les difficultés de recrutement témoignent également de la résurgence des tensions depuis plusieurs trimestres. Elles ont retrouvé leur niveau d'avant-crise dans l'industrie, elles sont proches mais restent en-deçà de leur niveau de 2008 dans les services et la construction mais

encore très en-dessous de ceux de 2001, comme l'industrie d'ailleurs (graphique 12). Les difficultés de recrutement n'ont donc pas atteint un niveau tel qu'elles constitueraient un frein majeur à la poursuite des créations d'emploi. Avec un niveau de chômage encore élevé, ces difficultés de recrutement déclarées semblent provenir de la vitesse de progression de l'emploi. Notamment dans l'industrie où, après des années de contraction des effectifs, les entreprises ont pu être surprises par une reprise vigoureuse des carnets de commande. Les causes de ces difficultés de recrutement sont donc plus à chercher du côté de l'accélération des besoins d'emplois que des contraintes imposées par un manque de main-d'œuvre disponible ou qualifiée malgré un taux de chômage encore élevé.

Graphique 12. Entreprises déclarant des difficultés de recrutement

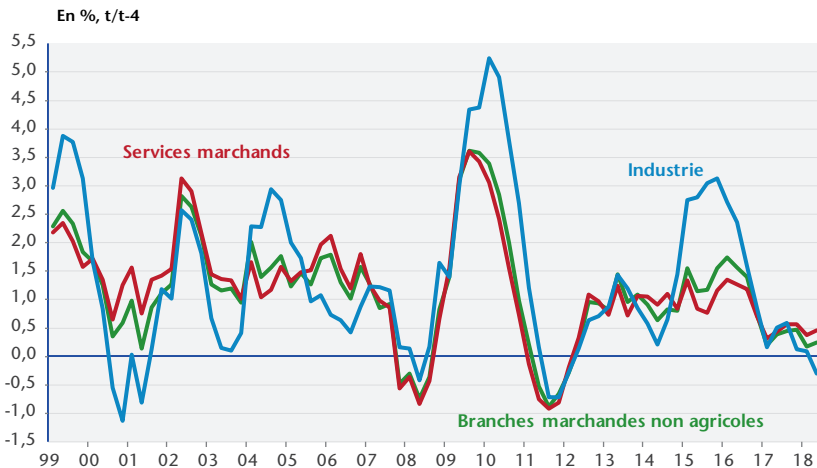


Si ces difficultés de recrutement étaient le signe d'un franchissement à la baisse du taux de chômage structurel, les salaires réagiraient à la hausse. Or pour le moment, la réaction des salaires à l'accroissement des tensions est inexistante. En effet, l'évolution du salaire réel moyen par tête<sup>2</sup> (SMPT, corrigé par le déflateur de la consommation des ménages) reste cantonnée sous 0,5 % en glissement annuel dans les services marchands et est même passée en territoire négatif dans l'industrie (graphique 13). Moins rapides que celles observées entre la mi-2012 et

2. Le SMPT correspond à la masse salariale brute versée par les employeurs (incluant les primes, l'intéressement et les heures supplémentaires) divisée par le nombre de salariés.

la fin 2016, les évolutions récentes des salaires réels sont aussi très en-deçà de celles de la période 2004-2007 (+1,5 % dans l'ensemble des branches en moyenne). Le salaire mensuel de base mesuré par l'enquête ACEMO du ministère du Travail qui, à la différence du SMPT, ne comprend ni les primes ni les heures supplémentaires ni les effets structurels liés à la rotation de la main-d'œuvre et donc plus proche du concept de salaire négocié, affiche quant à lui une progression annuelle très faible, de 1,5 % en nominal au deuxième trimestre 2018 (-0,2 % en réel), peu éloignée de son plus bas historique de 2016 (+1,2 %). Au total, le salaire réel mensuel de base stagne depuis le premier trimestre 2017, ce qui contraste fortement avec les difficultés de recrutement élevées déclarées par les entreprises.

Graphique 13. Évolution du salaire réel moyen par tête\*



\* Évolutions réelles calculées avec le déflateur de la consommation des ménages.

Source : INSEE.

Une explication à cette inertie des salaires pourrait être trouvée dans le relâchement du lien entre salaires et chômage, à savoir la disparition de la courbe de Phillips traditionnelle selon laquelle la baisse du chômage entraîne des tensions sur le marché du travail et corrélativement une hausse des salaires. Nos estimations montrent toutefois que la courbe de Phillips reste valide, c'est-à-dire que le taux de chômage demeure un facteur explicatif de l'évolution des salaires, mais que la relation s'est modifiée depuis la crise, avec une diminution de la sensibilité des salaires au taux de chômage<sup>3</sup>.

3. Blot C., Péléraux H., Sampognaro R. et Villemot S., 2015, « Comprendre la dynamique salariale par temps de crise », *Revue de l'OFCE*, 144, pp. 219-255.



Cette altération du lien entre salaires et chômage pourrait s'expliquer par des évolutions plus profondes du marché du travail que ce que l'examen du seul taux de chômage révèle. En effet, un niveau bas du chômage peut masquer la persistance d'un sous-emploi à même de peser sur la dynamique des salaires. Ainsi, un chômeur découragé peut avoir renoncé à rechercher activement un emploi et ne plus répondre aux critères statistiques de comptabilisation du chômage. Sa sortie de l'activité, et la baisse du chômage qu'elle induit, ne traduisent pas pour autant une amélioration du marché du travail, bien au contraire. En dehors de l'activité mais prêt à y revenir, ce chômeur non déclaré alimente un réservoir de main-d'œuvre mobilisable sans accélération des salaires. Le retour à l'emploi de ces personnes, actuellement en dehors de la population active, permet aux entreprises de satisfaire leurs besoins en main-d'œuvre sans avoir à augmenter les salaires. Une autre dimension du sous-emploi non mesurée par le taux de chômage est celle du temps partiel subi, qui sort en effet de la population des chômeurs les personnes en emploi mais qui souhaiteraient effectuer davantage d'heures. Les situations d'activité à temps partiel contraint ou de chômage partiel ajoutent au chômage au sens strict un supplément de presque 6 points de sous-emploi<sup>4</sup> (graphique 14). À cela s'ajoutent les actifs à la marge de l'emploi, définissant le « halo du chômage », c'est-à-dire les personnes qui selon la définition stricte du chômage « ne sont pas disponibles sous deux semaines pour reprendre un emploi » ou qui, découragées, n'en recherchent plus activement. Au total, en intégrant l'ensemble de ces personnes fragilisées vis-à-vis de l'emploi, le taux de chômage au sens élargi s'élève à 19,4 % au deuxième trimestre 2018, soit près de 3,2 points de plus qu'avant-crise, ce qui rend plus floue la définition du chômage structurel autour duquel s'articule la dynamique inflationniste de l'économie.

La baisse du chômage générée par la reprise des embauches sous forme d'emplois précaires ou de postes à temps réduit laisse donc subsister une forme de sous-emploi qui pèse sur l'évolution des salaires. Dans le contexte d'une augmentation des difficultés de recrutement, les entreprises ont depuis deux trimestres moins recouru aux emplois temporaires que par le passé (graphique 15). S'il est trop tôt pour en conclure une tendance durable, il est important de noter que la réduction de la part des emplois temporaires dans l'économie est un facteur

---

4. Pour aller plus loin sur ce sujet, voir M. Guergoat-Larivière et S.Lemière (2018) « Convergence des taux de chômage et persistance des inégalités femmes-hommes », *Revue de l'OFCE, Varia*.



Avec la lente amélioration du marché du travail attendue sur la période 2018-2020 (voir partie « Emploi ») marquée par une baisse du taux de chômage de 9,1 % actuellement à 8,6 % à la fin de l'année 2020, le salaire moyen nominal par tête passerait de 2 % en 2018 à 2,5 % en 2019 (2,6 % en 2020). Et le déflateur de la consommation accélérerait de 1,5 % en 2018 à 1,6 % en 2019 (1,7 % en 2020), la fiscalité indirecte (écologique et sur le tabac) y contribuant pour 0,5 point en 2018 et 0,4 en 2019.

### Cadrage macroéconomique : retour vers le potentiel

La totalité des chocs sur l'économie française serait nulle en 2018, légèrement positive en 2019 (+0,2 point de PIB) et faiblement négative en 2020 (-0,1 point). La croissance effective ne devrait donc guère s'éloigner de la croissance spontanée, impulsée par la convergence du PIB vers le potentiel (le rattrapage) et par la croissance potentielle (tableau 4).

La hausse des prix du baril serait le principal frein à l'activité, amputant la croissance de -0,3 point de PIB en 2018 et -0,1 point en 2019. En revanche, les conditions financières soutiendraient encore la croissance en 2018 et 2019 (0,1 point de PIB chaque année) mais ce ne serait plus le cas en 2020 avec la normalisation attendue de la politique monétaire. Le cycle mondial et la demande adressée à la France contribueraient également positivement à la croissance du PIB en 2018 et 2019 (0,1 point de PIB chaque année), avant le ralentissement cyclique de 2020 dans de nombreux pays avancés.

Bien que l'impact macroéconomique sur le PIB lié à la politique budgétaire et fiscale soit faible sur la période 2018-2020 (0 point de PIB en 2018, +0,1 point en 2019 et -0,1 point en 2020), il est nécessaire d'entrer dans le détail des mesures<sup>5</sup> pour en comprendre les effets, parfois contradictoires, qui ne sont pas visibles au niveau agrégé. L'hétérogénéité des effets de multiplicateurs de chaque mesure et la dynamique propre des effets de chaque type de mesure<sup>6</sup>, font que la composition et le *timing* de la politique mise en œuvre jouent un rôle premier pour expliquer son impact sur la croissance. En 2018, la

5. Sampognaro R., 2018, « Les effets de la politique budgétaire depuis 2008 dans six économies avancées », *Revue de l'OFCE*, 155.

6. Voir Creel J., É. Heyer et M. Plane, 2011, « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps : les multiplicateurs budgétaires au cours du cycle », *Revue de l'OFCE*, 176, pp. 61-88, janvier.

Tableau 4. Cadrage macroéconomique 2018-2020

	2018	2019	2020
<b>PIB</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>
<b>Impact sur PIB dû...</b>			
... aux évolutions du pétrole	-0,3	-0,1	0,0
<i>Effet direct sur l'économie nationale</i>	-0,3	-0,1	0,0
... à la compétitivité-prix	0,0	-0,1	0,0
<i>Effet intra zone euro</i>	0,0	0,0	0,0
<i>Effet hors zone euro</i>	0,0	-0,1	0,0
... aux conditions financières	0,1	0,1	0,0
... aux politiques fiscales et budgétaires	0,0	0,1	-0,1
<i>Effet mesures contemporaines</i>	-0,2	0,0	-0,1
<i>dont effet mesures passées</i>	0,2	0,1	0,0
... au cycle mondial	0,1	0,1	0,0
<b>Acquis (profil trimestriel)</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Total des chocs</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,1</b>
<b>Rythme de croissance spontanée hors chocs</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>
<b>Croissance potentielle</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>
<b>Output gap</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,2</b>
<b>Vitesse de fermeture</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>

Source : Prévision OFCE octobre 2018.

politique budgétaire et fiscale aura un impact nul sur l'activité. Si l'impulsion budgétaire pour 2018 est neutre, elle résulte d'une forte baisse des prélèvements obligatoires (PO) principalement sur le capital et les entreprises, à faible multiplicateur à court terme, et d'une impulsion négative sur la dépense publique, à multiplicateur plus élevé à court terme. Du fait de sa composition, l'impact total de la politique contemporaine issue de la Loi de finances 2018 est récessive en 2018 (contribution de -0,23 point de PIB à la croissance) (tableau 5). En revanche, les effets d'offre et de demande des mesures budgétaires passées compenseront ces effets (+0,25 point de PIB de contribution), expliquant un effet nul de la politique budgétaire à la croissance de l'activité.

En 2019, la politique budgétaire soutiendra la croissance du PIB. Elle le fera à hauteur de 0,1 point (tableau 5) et ce malgré la restriction budgétaire (-0,2 point de PIB) prévue – hors effets de la bascule du CICE. Les mesures contemporaines ne pèseraient pas sur l'activité du

Tableau 5. Détail de l'impact de la politique 2018-2020

En % du PIB	2018	2019	2020
Mesures contemporaines en PO (y compris versements exceptionnels)	-0,07	+0,23	+0,19
Mesures contemporaines en dépenses publiques	-0,16	-0,19	-0,26
Mesures passées	+0,25	+0,10	+0,00
<b>Impact total</b>	<b>+0,02</b>	<b>+0,14</b>	<b>-0,07</b>

Sources : PLF, prévision OFCE.

fait de la montée en charge des mesures de soutien au pouvoir d'achat (poursuite du dégrèvement de la taxe d'habitation, effets pleins de la bascule CSG/cotisations sociales) et ce malgré la hausse de la fiscalité indirecte sur les hydrocarbures et le tabac ainsi que les économies en dépenses publiques, marquées par la désindexation de nombreuses prestations sociales (voir partie sur les finances publiques). Les mesures d'offre prises en 2018 (baisse de l'IS, réforme de la fiscalité du capital) auraient un effet sur le PIB plus élevé en 2019. De plus, la croissance de 2019 bénéficiera encore des mesures passées (contribution de +0,1 point de PIB à la croissance). Si le *one-off* lié à la transformation du CICE en baisse de cotisations sociales pérenne est quantitativement important (0,9 point de PIB), son effet sur la croissance du PIB sera modeste. Les effets escomptés de la bascule CICE/cotisations (avec le soutien des entreprises en difficulté et le ciblage des baisses de cotisations vers les bas salaires) seront nuls dans un contexte où la trésorerie des entreprises est peu contrainte<sup>7</sup>. Cela suppose en revanche que le supplément de trésorerie reçu par les entreprises ne soit pas versé sous forme de primes sur les salaires. Au total, la politique budgétaire et fiscale soutiendra la croissance de 0,1 point de PIB.

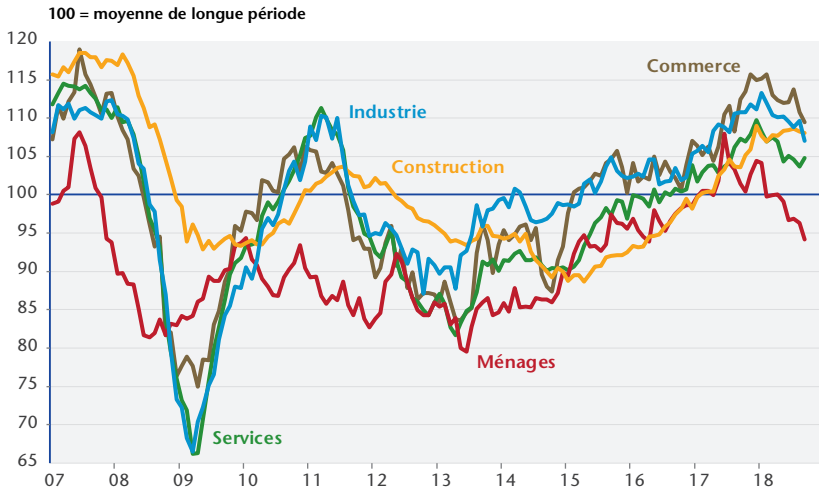
En 2020, la politique budgétaire pèserait légèrement sur la croissance. Les mesures passées n'apporteraient plus de soutien à l'activité en 2020 tandis que les mesures contemporaines pénaliseraient fortement la demande, en lien avec un important effort sur la dépense publique primaire. Ainsi, en 2020, la croissance serait amputée de 0,1 point en lien avec la politique budgétaire nationale.

7. Voir Bruno Ducoudré, Éric Heyer, 2018, « Transformation du CICE : des effets faibles attendus sur l'emploi, nuls sur l'activité économique », *OFCE Policy brief*, 40, 18 octobre.

## À très court terme, un repli des climats des affaires

Après avoir retrouvé leurs pics précédents de 2007 et de 2011, les climats des affaires se sont clairement retournés depuis la fin 2017, notamment l'indice de confiance des ménages, revenu sous sa moyenne de longue période. En contraste avec les autres branches productives, seul le secteur de la construction échappe à la morosité ambiante avec une stabilisation de son climat (graphique 16).

Graphique 16. Climat des affaires



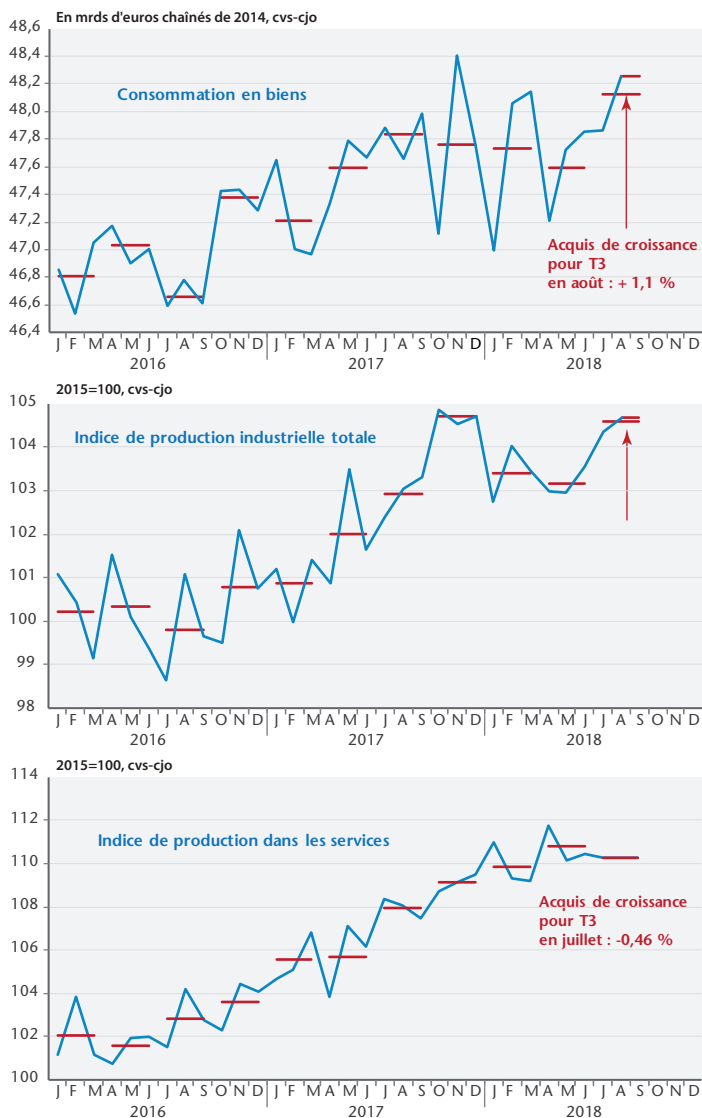
Source : INSEE.

Ce retournement augurait un changement du régime de croissance au premier semestre 2018 après une année 2017 de croissance dynamique. Par contre, les climats des affaires dans les différentes branches restaient largement au-dessus de leur moyenne de longue période – et le sont encore – et ne lançaient par conséquent pas de signal d'alerte sur un retournement du cycle économique marqué par un passage durable du taux de croissance sous le taux de croissance potentiel.

La mauvaise performance de l'économie française au premier semestre 2018, qui affiche une croissance de 0,2 % chaque trimestre (après 0,7 % en moyenne depuis la fin 2016), est allée au-delà de ce que pouvaient laisser attendre les enquêtes de conjoncture (encadré 1). À ce stade, elle ne signe toutefois pas un retournement du cycle économique si l'on en croit l'indicateur avancé, même si le retournement des indices de confiance marque une baisse de régime de la croissance trimestrielle en 2018 par rapport à 2017.

Les données quantitatives disponibles jusqu'en août, l'indice de production industrielle et la consommation des ménages en biens, laissent attendre un rebond de la croissance au troisième trimestre 2018, avec des acquis de croissance très positifs, respectivement de 1,4 et 1,1 % (graphique 17). En revanche, l'indice de production dans les services affiche un acquis négatif pour le troisième trimestre (-0,5 %),

Graphique 17. Séries conjoncturelles quantitatives



Source : INSEE.

mais l'information ne va pas au-delà de juillet, ce qui ne préjuge pas de la formation au final d'un acquis positif comparé aux publications ultérieures. Étalonné sur ces données quantitatives, le taux de croissance trimestriel du PIB au troisième trimestre peut être évalué à 0,45 %.

### **Encadré 1. L'indicateur avancé : pas de retournement du cycle à l'horizon fin 2018**

Délivrant une information qualitative sous forme de soldes d'opinions relatifs aux différentes questions posées aux agents privés sur leur situation et leurs intentions, les enquêtes de conjoncture peuvent être converties en une information quantitative. À cette fin, on estime une équation économétrique reliant le taux de croissance trimestriel du PIB et un résumé de l'information conjoncturelle pertinente contenue dans les soldes (pour une présentation de la méthodologie des indicateurs de l'OFCE, voir « [L'indicateur avancé pour la zone euro](#) »).

L'indicateur, qui présente un profil nettement plus lissé que le taux de croissance du PIB, ne parvient pas à décrire pleinement la volatilité de l'activité et de ce fait ne doit pas être considéré comme une prédiction au sens strict de la croissance (graphique 18). En revanche, d'un point de vue plus qualitatif, il parvient à délimiter assez correctement les phases durant lesquelles la croissance est supérieure ou inférieure à la croissance moyenne ou de long terme (la constante de régression), proche du concept de croissance potentielle<sup>8</sup>.

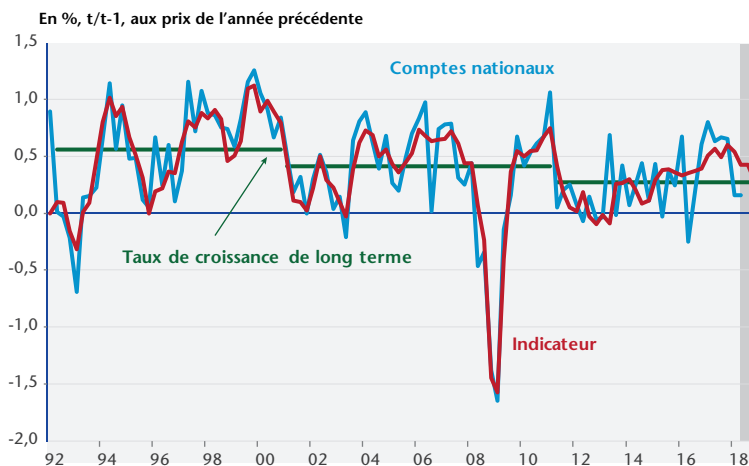
Dès lors, l'indicateur peut être vu comme un indicateur de retournement du cycle économique. Ainsi, le mauvais chiffre de croissance du deuxième trimestre 2016 n'apparaît nullement dans les enquêtes de conjoncture et dans leur conversion en taux de croissance du PIB. L'écart important entre l'estimation et la réalisation, qui pouvait à première vue être considéré comme une défaillance de l'indicateur, est plutôt le signe que la rechute de la croissance au deuxième et au troisième trimestre 2016 a été accidentelle sous l'effet de facteurs ponctuels négatifs (la mauvaise production agricole, la baisse de la fréquentation touristique liée aux attentats, les inondations, les grèves dans les raffineries). Cette rechute ne préfigurait en tout cas pas un retournement durable de l'activité et la croissance effective, dépassant celle estimée par l'indicateur fin 2016 et en 2017, a corrigé l'écart qui s'était formé dans le courant de 2016.

---

8. La croissance de long terme considérée ici n'est pas la croissance potentielle estimée par ses déterminants structurels au moyen d'une fonction de production, mais la moyenne du taux de croissance du PIB sur l'intervalle de temps considéré telle qu'elle ressort de l'estimation avec des régresseurs centrés-réduits. Des ruptures de cette croissance de long terme ont été introduites pour répliquer le ralentissement de la croissance potentielle mis en évidence par d'autres méthodes d'estimation.



Graphique 18. Le taux de croissance du PIB observé et estimé



Semblable séquence paraît se reproduire en 2018 avec une croissance effective passée en dessous de celle estimée par l'indicateur au premier semestre, sous l'effet du calendrier fiscal et des grèves de juin dans les transports qui ont pesé sur la consommation. Un effet de ciseau avec l'indicateur est donc possible au deuxième semestre, dont la croissance serait portée par un « effet rattrapage » faisant jouer en sens inverse les facteurs négatifs du premier semestre. Au final, la croissance « sous-jacente » anticipée par l'indicateur est de 0,4 % au troisième trimestre et de 0,3 % au quatrième, rythme bien inférieur à celui de 2017, mais qui reste supérieur à la croissance de long terme estimée par l'indicateur.

## La croissance 2018-2020 en détail

Comme on l'a vu précédemment, la croissance trimestrielle de la France va être marquée par la dynamique heurtée de la consommation des ménages, en lien avec l'évolution du pouvoir d'achat et du calendrier fiscal. En moyenne annuelle, la consommation des ménages accélérerait nettement en 2019 (1,9 % contre 1,1 % en 2018, avant de ralentir en 2020 (1,5 % en 2020) (tableau 6).

Tableau 6. Résumé de la prévision pour l'économie française

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019	2020
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>PIB</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>	<b>2,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>
<b>PIB par habitant</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>
Consommation des ménages	0,0	0,3	0,4	0,2	0,2	-0,1	0,6	0,7	0,4	0,4	0,5	0,5	2,0	1,1	1,1	1,9	1,5
Consommation publique	0,2	0,4	0,6	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	1,4	1,4	0,9	0,6	0,5
<b>FBCF totale dont :</b>	<b>2,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>2,7</b>	<b>4,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>
<i>Entreprises non financières (SNFEI)</i>	2,8	0,4	1,6	1,3	0,1	1,2	0,6	0,9	0,8	0,7	0,8	0,6	3,2	4,4	3,4	3,2	2,6
<i>Ménages</i>	1,9	1,3	1,1	0,7	0,3	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	2,8	5,6	1,7	0,6	0,6
<i>Administrations publiques</i>	0,5	0,6	0,3	0,3	0,1	0,5	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,1	1,6	1,5	3,4	3,9
Exportations de biens et services	0,1	2,7	1,0	2,2	-0,4	0,1	1,0	1,1	0,7	0,8	0,8	0,8	1,5	4,7	3,2	3,3	3,0
Importations de biens et services	2,0	-0,4	1,9	0,3	-0,6	0,7	0,9	0,9	0,7	0,8	0,7	0,8	3,1	4,1	1,7	3,2	2,8
<b>Contributions :</b>																	
Demande intérieure hors stocks	0,6	0,5	0,6	0,4	0,2	0,2	0,4	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	2,0	2,0	1,4	1,8	1,5
Variations de stocks	0,8	-0,8	0,3	-0,3	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,2	0,0	0,0
Commerce extérieur	-0,6	1,0	-0,3	0,6	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,1	0,5	0,0	0,0
Déflateur de la consommation	0,7	0,0	0,1	0,5	0,6	0,4	0,3	0,3	0,5	0,4	0,3	0,4	-0,2	1,3	1,5	1,6	1,7
Revenu disponible brut	0,9	0,6	0,6	0,7	0,1	1,1	0,8	1,9	0,2	0,7	0,7	1,2	1,7	2,7	2,9	3,5	3,0
Taux d'épargne des ménages (en % du RDB)	14,0	14,2	14,3	14,3	13,7	14,3	14,3	15,1	14,5	14,3	14,2	14,4	14,0	14,2	14,4	14,3	14,2
Taux de chômage (en % de la pop. active)	9,6	9,4	9,7	8,9	9,2	9,1	9,0	8,9	8,9	8,8	8,8	8,7	10,1	9,4	9,1	8,8	8,7
Taux de marge des SNF (EBE / VA, en %)	31,7	32,0	32,1	32,0	32,0	31,5	31,4	31,7	33,3	33,5	33,6	33,6	31,8	32,0	31,6	33,5	32,5
Solde public, en % du PIB													-3,4	-2,7	-2,6	-2,8	-1,8
Dette publique, en % du PIB													98,2	98,5	98,7	98,3	97,8
Impulsion budgétaire, en points de PIB*													0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,3
<b>PIB zone euro</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>

\* Mesurée comme l'effort budgétaire structurel.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévisions OFCE, e-mod.fr, 2018-2020, octobre 2018.

## L'investissement des entreprises et des administrations publiques soutient la croissance

La croissance de l'investissement des entreprises resterait robuste en 2018 et 2019 (respectivement 3,4 % et 3,2 %, après 4,4 % en 2017), soutenue par l'amélioration continue du taux de profit, un taux d'utilisation élevé et un coût du capital qui resterait bas sur la période 2018-2019. En effet, les effets du renchérissement du coût du capital et la remontée des taux attendus à partir du second semestre 2019 seraient plus que compensés par les mesures fiscales à destination des entreprises. Au-delà de la seule baisse du taux d'impôt sur les sociétés (ramené progressivement à 25 % d'ici à 2022), l'année 2019 serait marquée également par un versement exceptionnel de 21,8 milliards d'euros liés à la transformation du CICE en baisse de cotisations patronales, améliorant d'autant la trésorerie des entreprises sur cette seule année et leur capacité d'autofinancement (encadré 2). À partir de 2020, la normalisation progressive de la politique monétaire et le rapprochement du PIB de son potentiel conduiraient à un ralentissement progressif de l'investissement (2,6 %).

### Encadré 2. Quel impact lié à transformation du CICE en baisse de cotisations sociales patronales<sup>9</sup>

Conformément aux engagements prévus dans le programme économique d'Emmanuel Macron, l'exécutif s'est engagé à transformer le Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) en une baisse des cotisations sociales employeurs. Cette mesure ne se réduit pas à la seule « bascule » des 6 points de CICE en une baisse définitive du même montant du taux de cotisation employeurs et au gain en trésorerie pour les entreprises qui bénéficieront notamment des deux dispositifs au cours de l'année de transition en 2019. Elle intègre également l'allègement de cotisations patronales de 4,05 points au niveau du Smic et dégressif jusqu'à 1,6 Smic. Et en conséquence, de façon à neutraliser les effets budgétaires *ex ante* de cette « transformation du CICE », nous incluons dans l'analyse la baisse du taux de CICE de 7 % à 6 % entrée en vigueur un an plus tôt. Enfin, nous tenons compte du retour d'IS lié à la « bascule » ainsi que de sa possible neutralisation par la baisse du taux d'IS prévue par le gouvernement.

La mesure se traduira par une nette amélioration de la trésorerie des entreprises qui bénéficieraient à la fois des nouveaux allègements de cotisations dès 2019, en plus des versements de CICE non perçus au titre des

9. Pour plus de détails, voir B. Ducoudré et É. Heyer, 2018, « Transformation du CICE : des effets faibles attendus sur l'emploi, nul sur l'activité économique », *OFCE Policy brief 40*, 18 octobre.

années précédentes. Ce flux de trésorerie au-delà de 2019 provient du fait que le versement du CICE peut intervenir jusqu'à trois ans après l'année de constatation de la créance fiscale. La prévision de CICE restant à verser aux entreprises après transformation du CICE serait de 21,8 milliards d'euros en 2019 et de 40,9 milliards d'euros au total sur la période 2019-2022.

La transformation du CICE en baisses de cotisations sociales employeurs se traduirait par des effets positifs sur l'emploi à l'horizon 2023 : entre 40 000 et 50 000 créations selon que l'on neutralise l'effet du retour d'IS ou non (tableau 7).

Pendant, en 2018 et en 2019, les effets sur l'emploi seraient négatifs (environ -20 000 chaque année), les entreprises accusant dans un premier temps la réduction du taux de CICE de 7 % à 6 %.

Les effets sur le PIB seraient au mieux nuls à cet horizon (-0,1 point de croissance du PIB en cas de non neutralisation du retour d'IS). L'effet de trésorerie a un impact quasi-nul sur le PIB, compte tenu de la taille du choc qu'il constitue : cela représente une baisse de 0,2 % du coût du capital, ce qui se traduirait par une hausse de l'investissement de 0,1 % d'où un impact très limité sur le PIB compte tenu du poids de l'investissement des entreprises dans celui-ci. En revanche, nous n'avons pas intégré ici d'effets pouvant résulter d'un supplément de distribution de dividendes ou de primes sur les salaires.

**Tableau 7. Impact de la transformation du CICE sur l'emploi salarié marchand**

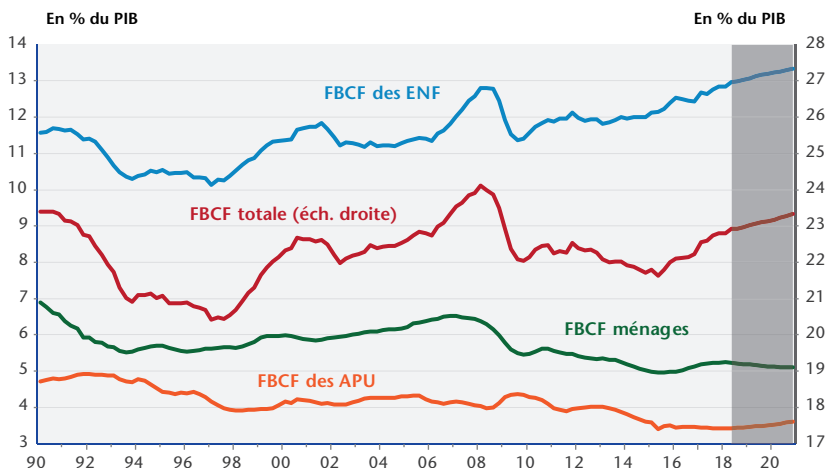
En milliers

En écart au compte central		2018	2019	2020	2021	2022	2023
(1)	Baisse du taux de CICE de 7 à 6 % au 1 <sup>er</sup> janvier 2018	-17	-40	-51	-50	-41	-32
(2)	Suppression du CICE (6 points) au 1 <sup>er</sup> janvier 2019	0	102	242	308	298	247
(3)	Réduction de la cotisation patronale d'assurance maladie de 6 points entre 1 et 2,5 smic au 1 <sup>er</sup> janvier 2019	0	102	242	308	298	247
(4)	Réduction générale des cotisations patronales d'assurance chômage au 1 <sup>er</sup> octobre 2019	0	2	29	63	82	81
(5)	Effet de trésorerie	0	0	1	1	1	1
(6)	Retour d'IS	0	-1	-4	-7	-9	-9
(7)	Effet total = (1)+(2)+(3)+(4)+(5)+(6)	-17	-39	-25	8	33	41
(8)	Effet total (retour d'IS neutralisé) = (7)-(6)	-17	-39	-22	15	42	49

Source : e-mod.fr, OFCE.

Après plusieurs années de contraction (-2,6 % en moyenne sur la période 2013-2016), l'investissement des administrations publiques (APU) est reparti à la hausse en 2017 (+1,6 %). Cette amélioration se poursuivrait en 2018 (+1,5 %) avant d'accélérer en 2019-20 (respectivement 3,4 % et 3,9 %) (graphique 19), avec le déploiement progressif du Grand Plan d'Investissement et l'objectif de préserver l'investissement des collectivités locales.

Graphique 19. Taux d'investissement par agent



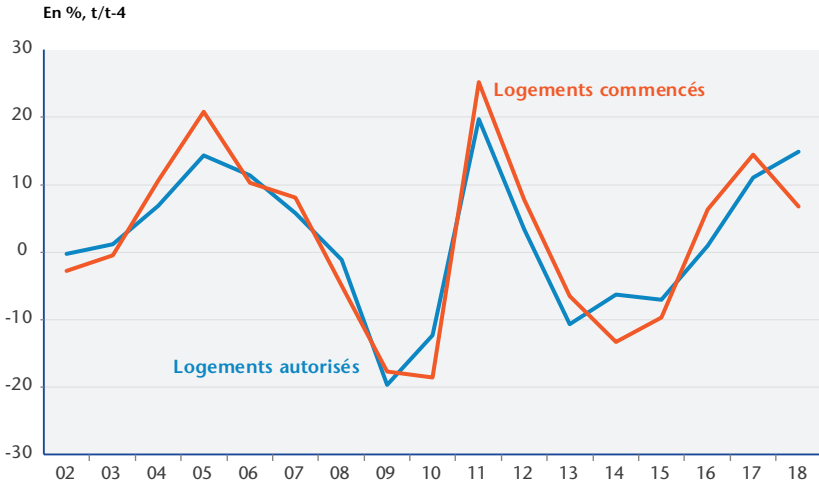
Sources : Insee, prévisions OFCE octobre 2018.

### Investissement des ménages : un ralentissement durable

La fin d'année 2017 et le début de l'année 2018 ont été marqués par un net recul de l'investissement des ménages. Alors que ce dernier a cru de plus de 1 % par trimestre entre la mi-2016 et la mi-2017, son ralentissement a commencé dès le milieu de l'année 2017. Alors que le dynamisme du pouvoir d'achat se poursuivait et que les conditions financières toujours accommodantes pouvaient laisser présager un accroissement du nombre de logements mis en chantier, ceux-ci ont fortement ralenti à partir de juillet 2017 (graphique 20).

L'attentisme d'un certain nombre d'acteurs autour du projet de loi Évolution du logement et aménagement numérique (ELAN), conjugué aux efforts budgétaires demandés aux bailleurs HLM ont pour partie fragilisé un secteur sur la voie du redressement. La mission « Cohésion du territoire », notamment au travers de son programme 109 intitulé « Aide à l'accès au logement », a été largement mise à contribution

Graphique 20. Évolution du nombre de logements autorisés et mis en chantier sur 12 mois



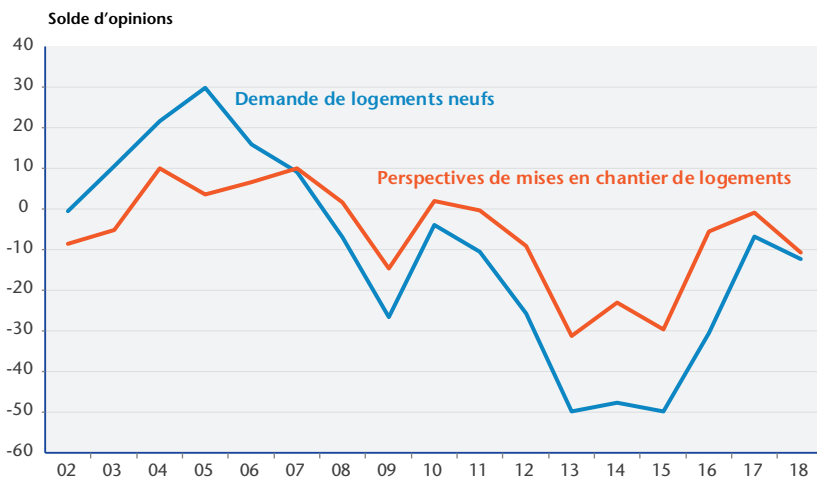
Sources : Insee, ministère de la Transition écologique et solidaire, Service de la donnée et des études statistiques (SDES).

dans la Loi de finances pour 2018. Outre les économies budgétaires massives portées aux aides personnelles au logement, le recentrage des dispositifs Pinel et PTZ associés à la fin des aides à l'accèsion et aux efforts budgétaires demandés aux bailleurs sociaux ont marqué la fin d'année 2017 et l'année 2018.

En 2019, cette dynamique devrait se poursuivre et continuer à impacter négativement les mises en chantier et les permis de construire. Les soldes d'opinions en demande de logements neufs et perspective de mises en chantiers, revenus en territoires positifs en 2017, sont de nouveaux orientés à la baisse début 2018, signe d'un secteur en manque de confiance dans l'avenir (graphique 21).

L'ensemble des indicateurs laisse donc présager une poursuite de la relative stagnation de l'investissement des ménages à l'horizon 2020 et ce malgré un dynamisme retrouvé du pouvoir d'achat des ménages. Après une hausse de 5,1 % en 2017, l'investissement des ménages devrait croître de 1,7 % en 2018 et de 0,6 % en 2019 et 2020.

Graphique 21. Indicateurs de conjoncture dans le secteur du bâtiment



Source : Insee.

## Le commerce extérieur ne pèse plus sur la croissance

Après une année 2016 marquée par les mauvais résultats du commerce extérieur, en raison notamment d'événements exceptionnels, l'année 2017 a vu la reprise des exportations (de 1,9 % en glissement annuel en début d'année à 6,1 % en fin d'année, rythme qui n'avait plus été atteint depuis sept ans). Portée par des livraisons de gros matériels de transports, la contribution du commerce extérieur serait positive en 2018 (+0,4 point de PIB), pour la deuxième année consécutive (+0,1 point de PIB en 2017). Les parts de marché, calculées comme le rapport entre les exportations en biens et services et la demande adressée à la France, se stabiliseraient en 2019-2020 et la contribution du commerce extérieur à la croissance serait nulle sur cette période (encadré 3).

### Encadré 3. Aléas sur la prévision

En dehors des risques de retournement brutal des marchés financiers, qui provoqueraient un choc négatif encore hypothétique, notre prévision à l'horizon 2020 reste sujette à des aléas. Tout d'abord, un aléa positif : une croissance plus dynamique de la consommation par rapport à notre scénario central n'est pas à exclure. En effet, une baisse du taux d'épargne, qui n'est pas inscrite dans notre prévision entre 2017 et 2020 pourrait survenir, motivée par la réduction de l'épargne de précaution liée à la baisse

du chômage. Un autre aléa positif pourrait être une contribution du commerce extérieur positive, tirée par une baisse des prix à l'exportation (et donc de gains direct de compétitivité-prix), des marges historiquement élevées que le secteur exportateur a accumulées depuis la mise en place de la politique de l'offre (CICE et Pacte de responsabilité) et les réformes structurelles du quinquennat Hollande qui jusqu'à maintenant ont eu peu d'effet sur les parts de marché à l'exportation de l'économie française.

À la baisse, les aléas sont à la fois internes et externes à la France. Du côté interne, un renforcement de la consolidation budgétaire est possible dès lors que l'amélioration du solde structurel entre 2017 et 2020 est en deçà des exigences du Pacte. Un autre aléa interne, difficilement quantifiable, tient à la mise en place du prélèvement à la source au 1<sup>er</sup> janvier 2019. En effet, si cette mesure ne devrait pas avoir d'effet à long terme, la mauvaise compréhension de son fonctionnement à court terme associée à des risques d'erreurs pourrait conduire les ménages à amplifier leur épargne. Du côté des aléas externes, une hausse du prix du pétrole supérieure à nos prévisions pèserait sur la croissance (une hausse de 10 dollars du prix du Brent pénalise la croissance de 0,2 point à un horizon de 2 ans). Nous avons retenu un prix du baril de pétrole stable sur la prévision autour de 75 dollars en moyenne annuelle sur la période 2018-20. De même, la hausse de l'euro – vers sa cible d'équilibre de long terme de la parité euro/dollar à 1,35 dollar pour un euro<sup>10</sup> – dégraderait la compétitivité-prix des exportateurs français et amputerait les perspectives de croissance. Ce n'est pas le scénario que nous avons retenu et nous tablons sur une remontée progressive de l'euro (de 1,12 dollar en 2017, à 1,18 en 2018, 1,19 en 2019 et 1,26 en 2020). Le durcissement de la guerre commerciale avec les États-Unis, la matérialisation de l'hypothèse d'un « hard-Brexit » et l'aggravation de la situation économique de certains pays émergents, qui ont peu concerné l'Europe continentale jusqu'à présent, pourraient aussi affecter les flux d'échanges commerciaux et donc le commerce extérieur français.

Les risques financiers latents pèsent également sur l'élaboration de la prévision, notamment les tensions en Italie et le poids de la dette italienne ou les faiblesses de son système bancaire qui font toujours planer la menace d'une nouvelle crise dans la zone euro. De fait notre scénario est établi sur l'hypothèse d'une lente remontée des taux d'intérêt à l'horizon de 2020, sans choc majeur sur les conditions de crédit en France d'ici là.

---

10. Pour plus de détails, voir S. Villemot, B. Ducoudré et X. Timbeau, 2018, «Taux de change d'équilibre et ampleur des désajustements internes à la zone euro », *Revue de l'OFCE*, 155.



## 2. Emploi : essoufflement progressif

En 2018, pour la troisième année consécutive, l'économie française devrait connaître une croissance de l'emploi marchand suffisante pour faire baisser le chômage. La reprise des créations d'emplois, secteur non-marchand inclus, s'est timidement amorcée en 2015 (+104 000 emplois), puis a accéléré en 2016 (+244 000 emplois) pour atteindre un pic en 2017 (+355 000 emplois). Les créations d'emplois ont été soutenues dans un premier temps par les mesures de baisse de coût du travail (CICE, Pacte de responsabilité, puis Prime à l'embauche à partir de janvier 2016) et les emplois aidés, puis dans un second temps, à partir de la fin 2016, par l'accélération de la croissance. Les créations nettes d'emplois étant supérieures à l'évolution de la population active, le nombre de chômeurs a diminué (-359 000 depuis fin 2014), portant le taux de chômage au sens du BIT en France à 9,1 % de la population active au deuxième trimestre 2018, contre 10,4 % fin 2014 (tableau 8).

Tableau 8. Emploi et chômage

Variation annuelle en milliers, au dernier trimestre

	2015	2016	2017	2018*	2019*	2020*
<b>Population active observée</b>	<b>60</b>	<b>195</b>	<b>52</b>	<b>175</b>	<b>82</b>	<b>66</b>
<b>Emploi total</b>	<b>104</b>	<b>244</b>	<b>355</b>	<b>190</b>	<b>143</b>	<b>78</b>
- Secteur marchand	48	187	347	233	161	116
Salariés	76	203	351	238	161	116
Non-salariés	-28	-16	-4	-5	0	0
- Secteur non marchand	56	57	8	-43	-18	-38
Effet des contrats aidés sur l'emploi non marchand	14	0	-85	-115	-20	0
<b>Chômage</b>	<b>-44</b>	<b>-49</b>	<b>-303</b>	<b>-15</b>	<b>-61</b>	<b>-12</b>
<b>Taux de chômage au T4 (en %)</b>	<b>10,2</b>	<b>10,0</b>	<b>8,9</b>	<b>8,9</b>	<b>8,7</b>	<b>8,6</b>

\* prévision OFCE.

Sources : INSEE et ministère du Travail, prévisions OFCE, *e-mod.fr* 2018-2020, octobre 2018.

À l'horizon 2020, les créations d'emplois salariés dans le secteur marchand se poursuivraient, mais leur rythme diminuerait fortement par rapport à 2017, en lien avec une croissance de la valeur ajoutée marchande moins soutenue et l'épuisement des effets d'enrichissement de la croissance en emplois issus du CICE, du Pacte de Responsabilité et de la prime à l'embauche. Les tensions observées sur le recrutement des entreprises, tensions qui se situent au niveau du pic observé en 2007 mais en deçà de celui observé au début des années 2000 (graphique 22), ne se sont pas encore traduites par une accélération des salaires et ne constitueraient pas un véritable frein aux créations d'emploi à l'horizon de notre prévision<sup>11</sup>. Au total, et compte tenu des créations d'emplois non-salariés et de la réduction des effectifs dans le secteur non-marchand, 190 000 emplois seraient créés en 2018, puis 143 000 en 2019 et 78 000 en 2020.

En 2018-2020, la politique de l'emploi, hors mesures fiscales, ne soutiendrait pas les créations d'emplois, en raison d'un nombre prévu de contrats aidés insuffisant pour maintenir le stock existant. Pour 2018, le gouvernement a annoncé entre 130 000 et 150 000 contrats aidés non-marchands, ainsi que l'arrêt des emplois d'avenir. 130 000 contrats aidés sont prévus dans le Projet de loi de finances 2019 et le stock de contrats aidés poursuivrait sa baisse. Pour 2020 nous avons retenu l'hypothèse d'une stabilisation du stock de contrats aidés non-marchands. L'emploi public hors emplois aidés diminuerait de 4 200 postes<sup>12</sup> en 2019, puis de 38 000 chaque année entre 2020 et 2022, ce qui correspond à l'annonce de la suppression de 120 000 emplois publics sur l'ensemble du quinquennat. En revanche, le Plan d'investissement des compétences (PIC – 2 millions de formations supplémentaires annoncées pour 2018-2022 dans le cadre du Grand plan d'investissement), débuté en 2018, monterait en charge progressivement. Cela freinerait légèrement la hausse de la population active, en transférant temporairement des chômeurs de longue durée vers l'inactivité, sans toutefois modifier significativement la trajectoire prévue du taux de chômage. Le PIC aurait en retour un léger effet

---

11. Cela peut aussi provenir pour partie d'un effet de composition de la main-d'œuvre. cf. G. Verdugo, 2016, « Real wage cyclicality in the Eurozone before and during the Great Recession: Evidence from micro data », *European Economic Review*, 82, 46-69.

12. En 2019, on retient l'hypothèse d'une baisse de l'emploi public uniquement dans la Fonction publique d'État (FPE), avec stabilité de l'emploi dans les collectivités locales et la Fonction publique hospitalière. Sur le quinquennat, l'objectif annoncé dans le programme présidentiel consiste en une baisse de 120 000 emplois publics dont 50 000 emplois dans le FPE.

positif sur l'emploi (+61 000 emplois sur la période 2018-2020) en réduisant le stock d'emplois non pourvus.

Au total, la poursuite des créations d'emplois conduirait à une baisse du taux de chômage. Celui-ci atteindrait 8,9 % fin 2018 et 8,7 % de la population active fin 2019 pour la France entière. Il baisserait encore légèrement, de 0,1 point au cours de l'année 2020.

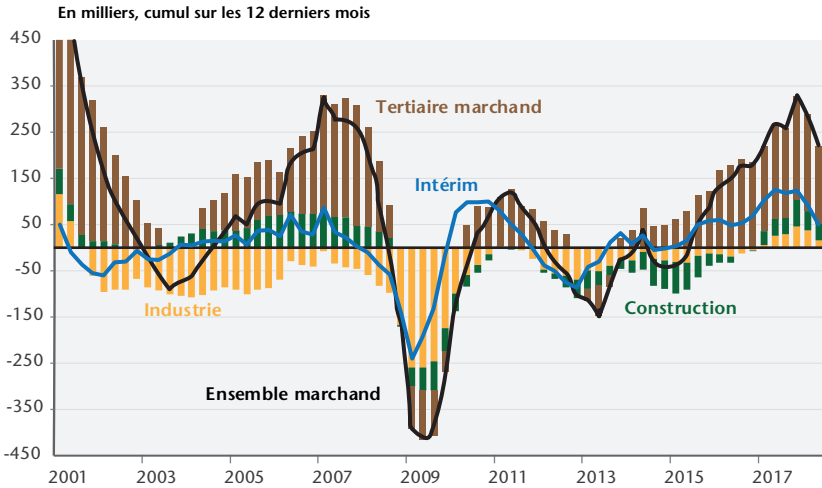
### Secteur marchand : retour à la dynamique d'avant-crise

Ces trois dernières années, l'emploi salarié dans le secteur marchand non agricole a retrouvé le chemin de la croissance. Depuis le quatrième trimestre 2014, les créations d'emplois ont progressivement accéléré, pour atteindre un pic de 330 000 créations en cumul annuel au quatrième trimestre 2017 (graphique 22) retrouvant ainsi temporairement un rythme qui n'avait plus été observé depuis la crise. Les créations d'emploi ont toutefois été moins dynamiques au premier semestre 2018, à la suite du ralentissement de la croissance.

C'est d'abord dans le secteur des services que se sont concentrées les créations d'emplois après le creux de 2012. Ce secteur, où les gains de productivité tendanciels sont plus faibles que dans l'industrie, peut connaître des créations d'emplois même en période de faible croissance, comme ce fut le cas à partir du deuxième semestre 2013. Depuis 2000, les créations d'emplois corrigées de l'intérim se sont d'ailleurs concentrées dans les services marchands, avec près de 2,2 millions d'emplois créés, dont 790 000 depuis 2008.

Dans l'industrie les gains de productivité sont plus élevés et le secteur industriel est généralement un secteur dans lequel s'observent des destructions d'emplois. Depuis 2000, le secteur industriel a enregistré près de 900 000 destructions d'emplois, dont 490 000 depuis 2008 (après réaffectation de l'emploi intérimaire par secteur utilisateur). Les destructions ont toutefois fortement ralenti depuis 2015, et le secteur a même créé des emplois depuis le deuxième semestre 2016, ce qui n'était plus arrivé depuis 2001. Ces créations s'observent d'ailleurs au moment où le taux de marge des branches industrielles atteint des niveaux historiquement élevés (graphique 23). Au premier semestre 2018, les destructions d'emplois industriels ont repris, en lien avec le ralentissement de l'activité, leur cumul annuel restant toutefois positif entre le deuxième trimestre 2017 et le deuxième trimestre 2018.

Graphique 22. Évolution de l'emploi salarié marchand corrigé de l'intérim

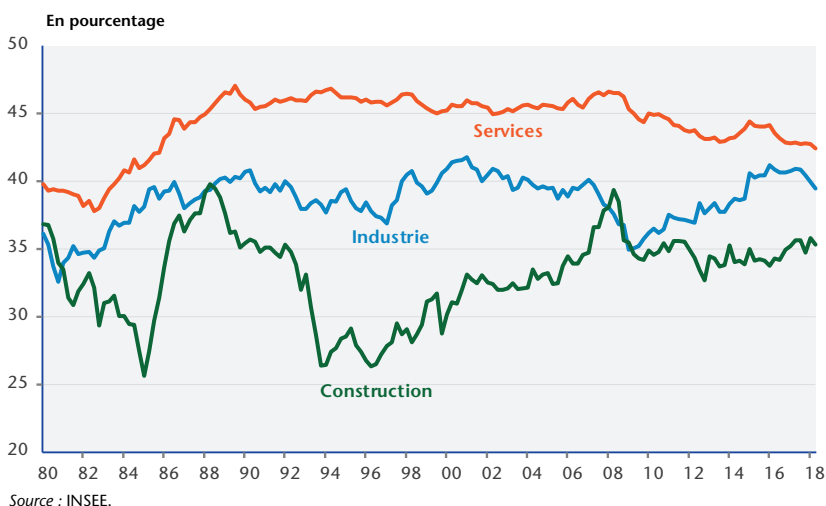


Le secteur de la construction, durablement affecté par la crise, a pour sa part enregistré 145 000 destructions d'emplois depuis 2008 (après 320 000 créations entre 2000 et 2007). Le taux de marge s'est progressivement redressé depuis le creux observé en 2012, et le secteur crée des emplois continûment depuis le deuxième trimestre 2016. Mais les créations d'emplois sont moins soutenues au premier semestre 2018, en lien avec le ralentissement de la croissance et les difficultés spécifiques au secteur immobilier (voir partie sur l'investissement logement).

À court terme, les indicateurs d'intentions d'embauches se replient après le pic atteint fin 2017, mais indiquent toutefois une poursuite des embauches dans l'ensemble du secteur marchand (graphique 24). Les difficultés de recrutement atteignent un plateau au premier semestre 2018 (graphique 12). Les intentions d'embauches ont retrouvé leur niveau d'avant-crise de 2008 dans l'industrie, mais restent encore en-dessous dans les services et la construction. L'accélération franche de l'activité économique en 2017 a pu constituer une surprise pour les entreprises, notamment dans l'industrie, après plusieurs années de réduction des effectifs. Le soudain besoin de main-d'œuvre industrielle a également pu buter à court terme sur la limite que constitue le temps des procédures de recrutement. Cela accentuerait le sentiment de tension sur les recrutements, sans toutefois constituer une contrainte

de dure à moyen terme, compte tenu du niveau encore élevé du chômage et de la possibilité pour les entreprises de faire de la formation au poste à pourvoir en cas d'insuffisance de main-d'œuvre qualifiée. Ces tensions n'ont pas non plus débouché jusqu'à présent sur des tensions salariales ou une hausse marquée de la durée du travail. Par ailleurs les difficultés de recrutement sont encore largement inférieures aux difficultés éprouvées par les entreprises en 2001, et ce quel que soit le secteur d'activité considéré. En ce sens, les difficultés de recrutement ne semblent pas avoir atteint un niveau tel qu'elles constitueraient un frein significatif à la poursuite des créations d'emploi : les intentions d'embauches restent élevées, indiquant que les entreprises n'ont pas renoncé à l'idée d'embaucher. Et ce sont ces fortes intentions d'embauche qui pourraient expliquer la hausse des tensions sur le recrutement.

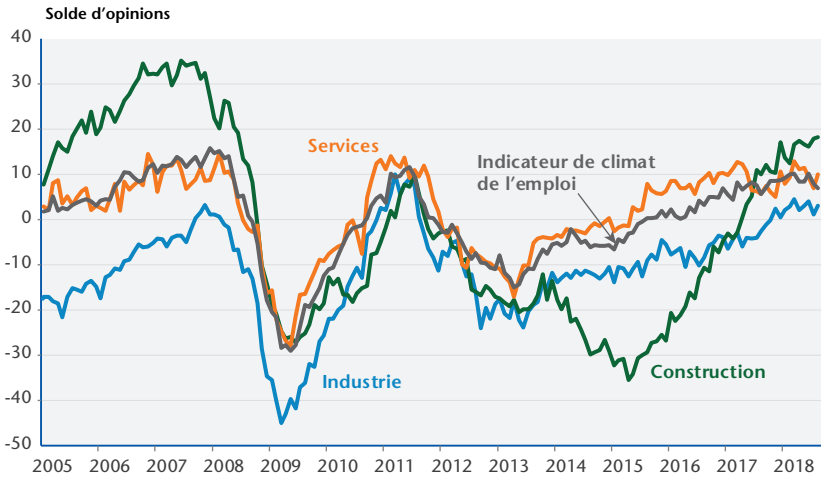
Graphique 23. Taux de marge par branche



## Où en est-on du cycle de productivité ?

Notre analyse de l'emploi marchand repose sur celle du cycle de productivité (encadré 4) : en période de ralentissement conjoncturel (et symétriquement en période de reprise), les entreprises attendent généralement la confirmation de la baisse de l'activité (et symétriquement le redressement) avant de procéder à des réductions d'effectifs (et symétriquement des embauches), ce qui se traduit dans un premier

Graphique 24. Intentions d'embauche et climat de l'emploi



temps par une dégradation des gains de productivité (et symétriquement une amélioration). Ce n'est que dans un second temps, quand la baisse (hausse) d'activité se confirme, qu'elles procèdent à des suppressions (créations) de postes ou à moins (plus) d'embauches. Le ralentissement de l'activité se traduit d'abord par des pertes de productivité par rapport à la tendance de long terme, donc par le creusement du cycle de productivité, qui se rétablit progressivement, une fois passé le creux d'activité.

#### Encadré 4. La modélisation de l'emploi

Le cycle de productivité est calculé à l'aide d'une équation d'emploi, issue d'une fonction de production de type CES (*Constant Elasticity of Substitution*) et écrite sous la forme d'un modèle à correction d'erreur. Nous avons estimé cette équation pour l'ensemble du secteur marchand<sup>13</sup>. Elle est estimée sur la période 1980-2015, avec une fréquence trimestrielle. Ce type de modèle permet d'estimer une relation de cointégration – ou relation de long terme – et une dynamique de court terme de la variable expliquée. À long terme, la productivité dépend d'une tendance qui se modifie lentement au court du temps, de la durée du travail et du coût du travail. La dynamique de court terme de l'emploi intègre la variation présente de ces

13. Voir l'étude spéciale de la prévision d'octobre 2017 : *Quel nouveau sentier de croissance de la productivité du travail ? Une analyse pour 6 grands pays développés*, *Revue de l'OFCE*, 152.

mêmes variables et de la valeur ajoutée marchande ainsi que la variation passée de l'emploi.

$$(1) \text{dlog } L_t = \alpha_1 \times \text{dlog } L_{t-1} + \alpha_2 \times \text{dlog } Q_t + \alpha_3 \times \text{dlog } HL_t + \alpha_4 \times \text{dlog } C_{L,t} - \lambda \left( \log \left( \frac{Q_{t-1}}{L_{t-1}} \right) - \beta_1 \log \left( \frac{C_{L,t-1}}{P_{t-1}} \right) - \beta_2 \log HL_{t-1} - \log \tilde{\Pi}_{t-1} - c \right) + \varepsilon_t$$

*relation de long terme*

Avec

- $L$  représentant l'emploi salarié du secteur marchand ;
- $Q$  représentant la valeur ajoutée du secteur marchand ;
- $HL$  représentant la durée du travail trimestrielle moyenne par salarié du secteur marchand ;
- $C_L$  représentant le salaire horaire super-brut dans le secteur marchand ;
- $P$  représentant l'indice de prix de la valeur ajoutée marchande ;
- $t$  représentant l'indice de temps ;
- $c$  représentant la constante ;
- $\tilde{\Pi}$  représentant la tendance de productivité hors effets coût et durée du travail.

L'équation d'emploi et la tendance de productivité sont estimées simultanément par un filtre de Kalman. L'équation d'emploi constitue l'équation de signal et les équations d'état s'écrivent :

- (2) État(1) :  $\log \tilde{\Pi}_t = \log \tilde{\Pi}_{t-1} + Z_{t-1} + v_{1,t}$  (tendance de productivité)
  - (3) État(2) :  $Z = Z_{t-1} + v_{1,t}$  (taux de croissance tendanciel de la productivité).
- avec  $Z$  représentant le taux de croissance tendanciel de la productivité  $\tilde{\Pi}$ .

Les équations d'état représentent la productivité tendancielle hors effets du coût du travail et de la durée du travail en niveau (équation (2)) et en taux de croissance (équation (3)). On suppose que des chocs de natures différentes affectent  $\tilde{\Pi}$  et  $Z$ .  $v_{1,t}$  représente tout ce qui affecte de manière permanente le niveau de la productivité tendancielle.  $v_2$  représente tout ce qui affecte de manière permanente le taux de croissance de la productivité tendancielle.

Les variables ont toutes un coefficient significativement différent de 0, et avec le signe attendu. La statistique de *Student* associée au coefficient de la relation de long terme valide l'hypothèse d'une relation de cointégration entre ces variables. Cette équation estime la tendance de productivité de long terme à 1,3 % par an en moyenne sur la période 1990-1999, 1,1 % par an en moyenne sur la période 2000-2009 et à 0,9 % fin 2015. Le coefficient associé au coût du travail s'élève à 0,3 (une hausse du coût du travail accroît la productivité horaire et diminue l'emploi) et celui sur la durée du travail à 0,5 (une hausse de la durée du travail diminue la productivité horaire, mais augmente la productivité par salarié et diminue l'emploi). Le cycle de productivité est le résidu de la relation de long terme.

Selon notre équation d'emploi, il apparaît qu'après un redressement du cycle de productivité entre le premier trimestre 2009 et la fin 2010, la rechute de l'activité a conduit à nouveau à une baisse des gains de productivité à partir du deuxième trimestre 2011 (graphique 5), ceux-ci s'écartant de leur tendance de long terme, estimée à 0,9 % par an fin 2015. Le cycle a atteint un point bas entre le deuxième trimestre 2012 et le premier trimestre 2013, s'expliquant par l'absence de croissance à ce moment-là, avant de débiter son redressement au deuxième trimestre 2013.

Le cycle de productivité s'est refermé au troisième trimestre 2014 sous l'effet de la timide accélération de la croissance. La montée progressive des effets du CICE s'est en même temps traduite par un enrichissement de la croissance en emplois. La mise en œuvre en 2015-2016 d'allègements supplémentaires de cotisations sociales patronales (Pacte de responsabilité et dispositif embauche PME) a infléchi à nouveau transitoirement la tendance de productivité<sup>14</sup> alors que les entreprises se trouvaient en situation de légers sous-effectifs par rapport à leur niveau d'activité. Malgré une croissance de l'activité comparable en 2016 et 2015 (1,1 % de croissance contre 1 % en 2015), les créations d'emplois salariés ont donc été 2,7 fois plus nombreuses en 2016 qu'en 2015, traduisant les embauches des entreprises pour réduire le déficit d'emplois de 2015.

Au regard du cycle de productivité (+0,1 % par rapport à la tendance de long terme au deuxième trimestre 2018), et de la croissance soutenue de la valeur ajoutée marchande, les entreprises continueraient à embaucher en 2018-2020, à un rythme toutefois inférieur à celui observé en 2016-2017. Dès 2018, l'effet des mesures de baisse du coût du travail sur la tendance de productivité s'estomperait progressivement, et celle-ci retrouverait un niveau proche de son niveau normal estimé à 0,9 % chaque année. La croissance de la valeur ajoutée marchande se maintenant à un niveau supérieur au taux de croissance potentielle à l'horizon de notre prévision, le cycle de productivité resterait globalement fermé à cet horizon (graphique 25).

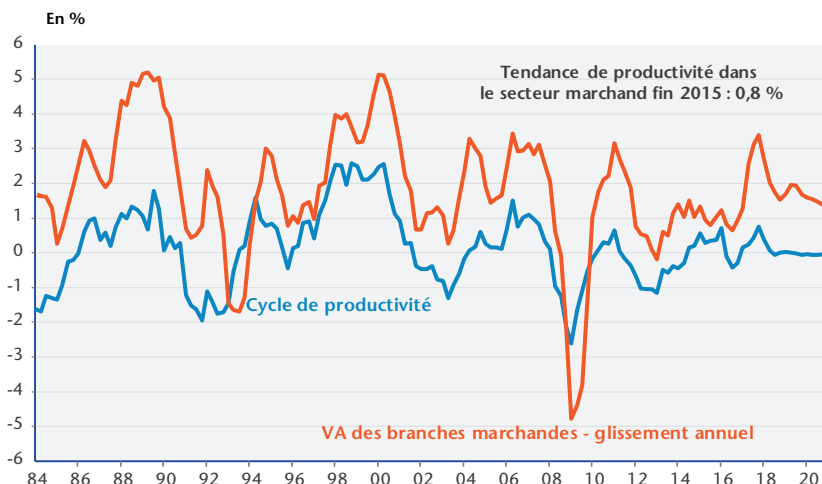
---

14. Les politiques de baisse du coût du travail (le CICE, puis le premier volet du Pacte de responsabilité qui porte sur les « bas salaires »), qui enrichissent la croissance en emplois, ont abaissé temporairement la tendance de productivité, de l'ordre de 0,2 point en 2014, 0,4 point en 2015 et 2016 puis 0,5 point en 2017 et 0,1 point en 2018. L'effet est nul en 2019. Les allègements supplémentaires de cotisations sociales entre 1 et 1,6 smic abaisseraient de 0,1 point la tendance de productivité en 2020.



L'emploi salarié dans le secteur marchand augmenterait de 1,6 % en 2018 puis 1,1 % en 2019 et 0,8 % 2020 après 1,8 % en 2017.

Graphique 25. Prévision – cycle de productivité



Sources : INSEE, calculs OFCE.

## La transformation du CICE : des effets négatifs à court terme sur l'emploi

Héritées du précédent quinquennat, plusieurs mesures fiscales (CICE, Pacte de responsabilité, prime à l'embauche<sup>15</sup>) réduisant le coût du travail de façon à enrichir la croissance en emplois ont vu leurs effets positifs sur l'emploi s'estomper en 2018.

Le dispositif de la prime à l'embauche<sup>16</sup> a pris fin au 30 juin 2017. Il sera remplacé par un allègement de cotisations sociales patronales supplémentaire de 4,05 points au niveau du SMIC à partir du 1<sup>er</sup> octobre 2019 pour les salariés dont les salaires sont compris entre 1 et 1,6 SMIC. Par ailleurs, le taux de CICE, qui avait été augmenté à 7 % pour les salaires versés en 2017, est abaissé à 6 % en 2018, avant sa

15. La mesure, décidée par le gouvernement précédent dans le cadre du Plan d'urgence pour l'emploi, consistait en une prime temporaire à l'employeur pour les embauches de salariés dont les salaires sont compris entre 1 et 1,3 SMIC, là où l'élasticité du coût du travail à l'emploi est supposée la plus forte. La prime à l'embauche concernait toute embauche de plus de 6 mois ayant lieu en 2016 et jusqu'au 30 juin 2017 dans les entreprises de moins de 250 salariés. Durant les deux premières années du contrat, l'embauche donne droit à une prime trimestrielle de 500 euros, soit 4 000 euros au maximum.

16. Pour près de 30 000 emplois.

transformation en allègement pérenne de cotisations sociales patronales de 6 % pour les salaires compris entre 1 et 2,5 SMIC.

Le passage du taux de CICE de 7 % à 6 % aurait un impact négatif sur l'emploi en 2018-2019 (tableau 9). En 2019, le renforcement des allègements au niveau du SMIC à partir du quatrième trimestre atténuerait les effets de la baisse du taux de CICE, et l'effet net redeviendrait positif sur les créations d'emplois en 2020 (+17 000 emplois) (encadré 2).

Concernant le Pacte de responsabilité, nous avons distingué deux éléments : (1) l'allègement portant sur les bas salaires (entre 1 et 1,6 SMIC) dont on attend un effet plus fort sur l'emploi *via* une élasticité de l'emploi à son coût plus élevée aux abords du SMIC puis décroissante avec le niveau de salaire<sup>17</sup> et (2) l'allègement uniforme entre 1,6 et 3,5 SMIC. Les effets du Pacte de responsabilité sur la dynamique de l'emploi s'estomperaient progressivement en 2018 (+26 000 emplois) et seraient quasi nuls en 2019 (+ 6 000 emplois).

Tableau 9. Effets du CICE et du Pacte de responsabilité sur la dynamique de l'emploi

Variations en moyenne annuelle en milliers

	2017	2018	2019	2020	2013-2020
<b>Effet brut du Pacte de responsabilité</b>	67	26	6	0	193
Allègement bas salaires	34	11	0	0	125
Allègement uniforme	33	14	6	0	68
<b>Effet brut du CICE</b>	95	0	0	0	340
Transformation CICE		-17	-22	17	-22
<b>Effet brut du Pacte + CICE + Transformation</b>	162	9	-16	17	512
Financement (mds €)	5	0	0	0	29
<b>Effet du financement sur l'emploi</b>	-59	-30	-4	-0	-273
<b>Effet net du Pacte, du CICE et du financement</b>	<b>103</b>	<b>-21</b>	<b>-20</b>	<b>17</b>	<b>239</b>

Source : calculs et prévision OFCE *e-mod.fr* 2018-2020, octobre 2018.

Les effets cumulés du CICE, de sa transformation, du Pacte de responsabilité et de l'impact dynamique de son financement auraient

17. Le calcul de l'élasticité macroéconomique de la mesure s'appuie sur une élasticité moyenne de l'emploi au coût du travail de 0,3 (cf. B. Ducoudré et M. Plane, 2015, « Les demandes de facteurs de production en France. Estimation et analyse des effets de la crise », *Revue de l'OFCE*, 142) et intègre les effets d'assiette liés au profil d'allègement des mesures incluses dans le Pacte de responsabilité (cf. Bock Lissot et Ozil, 2015, « Matis : une maquette d'évaluation des effets sur l'emploi de variations du coût du travail », *Documents de travail de la DG Trésor*, n° 2015/02).

un effet négatif sur l'emploi en 2018 et en 2019<sup>18</sup> (-21 000 emplois puis -20 000 emplois). L'effet total redeviendrait positif en 2020 (+17 000 emplois) sous l'effet de l'augmentation des allègements généraux entre 1 et 1,6 smic à partir du quatrième trimestre 2019 (tableau 9).

Le gouvernement a également annoncé le rétablissement des exonérations de cotisations sociales salariales sur les heures supplémentaires effectuées par l'ensemble des salariés. Celles-ci augmenteraient le recours aux heures supplémentaires, ce qui aurait un faible effet négatif sur l'emploi au deuxième semestre 2019 et en 2020<sup>19</sup>.

## Les contrats aidés en chute libre

Le quinquennat précédent a été marqué par une progression des contrats aidés, avec notamment la création des emplois d'avenir et l'allongement de la durée des CUI-CAE (graphique 26). En 2013-2014, face à la dégradation du marché du travail, 380 000 contrats aidés dans le secteur non-marchand avaient ainsi été signés en moyenne chaque année (360 000 en moyenne sur 2012-2016). Le pic des contrats aidés a été atteint au deuxième trimestre 2016, que l'on considère les contrats aidés dans le non-marchand seuls (307 000 en stock) ou que l'on inclut l'insertion par l'activité économique (IAE) et les contrats aidés du secteur marchand (536 000 en stock).

Par la suite, le nombre d'emplois en contrat aidé a diminué de 57 000 au deuxième semestre 2016, avec la baisse entamée du stock des emplois d'avenir pour le secteur non-marchand et des CUI-CIE dans le secteur marchand. Cette baisse s'est amplifiée en 2017 (-126 000 contrats aidés dont -92 000 dans le secteur non marchand et -34 000 dans le secteur marchand) et au premier semestre 2018 (-59 000 contrats aidés dont -55 000 dans le secteur non-marchand).

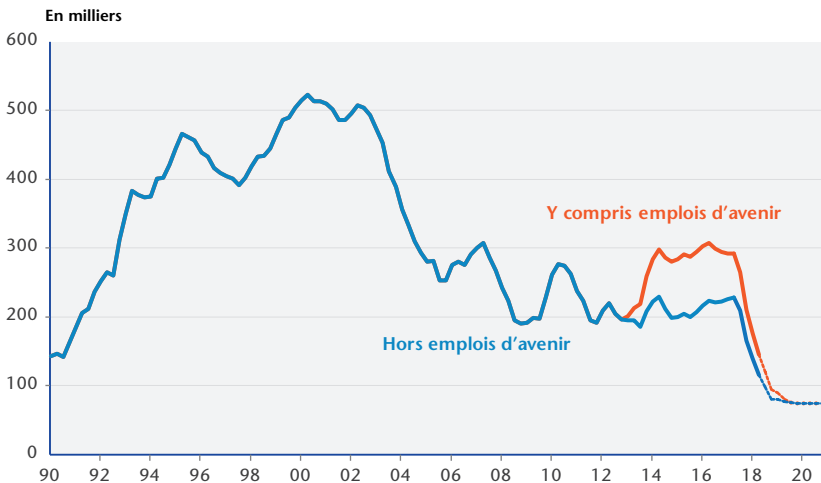
---

18. Pour rappel, l'État a reversé aux entreprises 18,9 milliards d'euros par an en moyenne pour le CICE sur la période 2016-2017, 4,5 milliards par an pour les allègements sur les bas salaires sur la période 2016-2017 et 3,4 puis 4,5 milliards d'euros sur la période 2016-2017 pour l'allègement uniforme entre 1,6 et 3,5 SMIC. Ces transferts sont financés aux deux tiers par des économies sur la dépense publique et pour un tiers par une hausse des prélèvements fiscaux.

19. L'effet négatif s'élèverait à -12 000 emplois salariés marchands en 2020 et la mesure augmenterait le taux de chômage de 0,1 point. Cf. B. Ducoudré et É. Heyer : « Désocialisation des heures supplémentaires: pouvoir d'achat pour les actifs, perte d'emplois pour l'économie », *OFCE le blog*, 1<sup>er</sup> octobre 2018.

La baisse de 2017 intervient à la suite de la décision du gouvernement de réorienter les politiques de l'emploi vers la formation des demandeurs d'emplois et des jeunes éloignés du marché du travail. Cette réorientation passe par le Plan d'Investissement dans les Compétences (PIC) et par une réforme en cours de la formation professionnelle et de l'apprentissage. Les emplois d'avenir et les CUI-CIE disparaissent et les CUI-CAE sont transformés en Parcours Emploi Compétences<sup>20</sup> (PEC). De fait, la montée en charge plus lente que prévu du remplacement des CUI-CAE par les PEC a contribué à la baisse rapide du stock de contrats aidés dans le secteur non-marchand au premier semestre 2018. Au deuxième trimestre 2018, on comptait ainsi 295 000 contrats aidés en France métropolitaine, dont 145 000 dans le secteur non-marchand, 135 000 dans l'IAE et 15 000 dans le secteur marchand.

Graphique 26. Contrats aidés dans le secteur non-marchand



Champ : France métropolitaine.

Source : DARES, PoEm, calculs et prévision OFCE 2018-2020, octobre 2018.

Pour 2019, le gouvernement prévoit 100 000 entrées en PEC exclusivement dans le secteur non-marchand (tableau 10). La durée des contrats serait de 10,2 mois en moyenne, avec un taux de prise en charge par l'État moyen de 50 %. Pour 2020, nous avons fait l'hypo-

20. Cf. circulaire N° DGEFP/SDPAE/MIP/MPP/2018/11 du 11 janvier 2018. Les PEC ciblent les « personnes sans emploi rencontrant des difficultés sociales et professionnelles particulières d'accès à l'emploi ». Ils doivent faire l'objet d'un accompagnement renforcé, de l'acquisition de compétences et d'expérience professionnelle avec un objectif d'insertion professionnelle.

thèse de maintien du stock de PEC à son niveau prévu fin 2019. Les dispositifs d'insertion par l'activité économique bénéficieraient d'une rallonge de 5 000 contrats en 2019, soit une cible de 76 000 emplois en équivalent temps plein, que nous avons maintenue pour 2020.

Compte tenu de ces éléments, le stock de contrats aidés poursuivrait sa baisse entre la mi-2018 et la fin 2020 (voir graphique 26 et tableau 10 : -70 000 contrats aidés non-marchands, -79 000 contrats aidés y compris secteur marchand et IAE). L'effet cumulé sur 2018-2020 de la baisse du stock de contrats aidés conduirait à réduire le nombre d'emplois de 88 000. Cet effet négatif s'explique principalement par le faible effet d'aubaine des contrats aidés non-marchands contrairement au secteur marchand (Concernant le secteur non-marchand, on retient 0,3 pour les CUI-CAE et 0,4 pour les emplois d'avenir. Concernant le secteur marchand on retient 0,84 pour les CUI-CIE et 0,75 pour les emplois d'avenir)<sup>21</sup>.

Concernant l'alternance, le gouvernement a fixé pour 2018 un objectif de hausse de 2 % du nombre d'entrées en apprentissage et nous avons retenu une hypothèse de stabilisation du stock de contrats de professionnalisation pour 2019-2020. L'effet sur l'emploi serait négligeable en prévision (+2 000 emplois cumulés entre 2018 et 2020).

Les autres dispositifs d'emplois aidés voient la fin de l'exonération de cotisation chômage sur les embauches de jeunes en CDI à compter du 1<sup>er</sup> octobre 2017 (entrée en vigueur de la nouvelle convention d'assurance chômage de l'Unedic) ainsi que la suppression du contrat de génération en 2018. L'aide aux chômeurs créateurs d'entreprise (Accre) devient l'aide aux créateurs ou repreneurs d'entreprise (Acre) en 2019<sup>22</sup>. Nous avons inscrit 200 000 bénéficiaires supplémentaires en 2019. Enfin, nous avons stabilisé en prévision les bénéficiaires de l'accompagnement des restructurations, et inscrit la fin des dispositifs ciblés sur les territoires<sup>23</sup>.

---

21. Pour plus de détails, voir « Les contrats aidés : quels objectifs, quel bilan ? » *Dares Analyses*, n°21, mars 2017.

22. Suivant le PLF 2019, au 1<sup>er</sup> janvier 2019, l'ensemble des cotisations de Sécurité sociale dont sont redevables les créateurs et repreneurs d'entreprise au titre de leur début d'activité sera exonéré, selon les modalités de l'ACCRES. Le créateur ou repreneur d'entreprise bénéficie d'une exonération de cotisations sociales pour la fraction de son revenu n'excédant pas 1,2 SMIC au titre de sa nouvelle activité. Cette exonération concerne les cotisations patronales et salariales d'assurance maladie, maternité, vieillesse, invalidité, décès et d'allocations familiales. Ce dispositif bénéficiera à tous les travailleurs indépendants déclarant leur revenu au réel et ayant un revenu annuel net inférieur à 40 000 euros au titre de la première année d'activité.

23. Les allègements supplémentaires de cotisations sociales employeur au niveau du smic à compter du 1<sup>er</sup> octobre rendent ces dispositifs non incitatifs.

Tableau 10. Entrées et effectifs des bénéficiaires des dispositifs spécifiques de politique de l'emploi

En milliers	Entrées			Effectifs en fin d'année (T4)				Effet cumulé sur l'emploi net de l'effet d'aubaine
	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020	2018-2020
<b>Emploi aidé</b>	<b>1081</b>	<b>1260</b>	<b>1260</b>	<b>1281</b>	<b>1123</b>	<b>1256</b>	<b>1255</b>	<b>-93</b>
<b>Contrat aidé</b>	<b>353</b>	<b>348</b>	<b>348</b>	<b>353</b>	<b>238</b>	<b>215</b>	<b>215</b>	<b>-88</b>
CUI-CAE puis PEC (1)	99	87	87	157	80	74	74	-58
CUI-CIE	0	0	0	12	1	0	0	-2
Emploi d'avenir	0	0	0	57	20	0	0	-29
<i>dont non marchand</i>	0	0	0	42	15	0	0	-25
<i>marchand</i>	0	0	0	15	5	0	0	-4
Insertion par l'activité économique	253	261	261	126	137	141	141	1
<b>Contrat en alternance</b>	<b>522</b>	<b>522</b>	<b>522</b>	<b>617</b>	<b>629</b>	<b>629</b>	<b>629</b>	<b>2</b>
Apprentissage	307	307	307	399	409	409	409	2
Contrat de professionnalisation	215	215	215	219	220	220	220	0
<b>Autre emploi aidé</b>	<b>206</b>	<b>390</b>	<b>390</b>	<b>311</b>	<b>257</b>	<b>412</b>	<b>411</b>	<b>-6</b>
Dispositif ciblé sur les territoires en difficulté	15	15	15	35	35	0	0	0
Contrat de génération	0	0	0	21	10	1	0	-4
ACCRE- ACRE	189	373	373	206	206	406	406	nc
Accompagnement des restructuration	2	2	2	5	5	5	5	nc
<b>Formation des personnes en recherche d'emploi (2)</b>	<b>759</b>	<b>850</b>	<b>850</b>	<b>254</b>	<b>265</b>	<b>309</b>	<b>316</b>	<b>36</b>
<b>Garantie jeunes (3)</b>	<b>92</b>	<b>93</b>	<b>93</b>	<b>69</b>	<b>85</b>	<b>85</b>	<b>85</b>	<b>25</b>
<b>Total</b>								<b>-32</b>

Champ : France métropolitaine.

(1) Hors accompagnement des élèves en situation de handicap.

(2) L'effet de la formation sur l'emploi est calculé en appliquant une élasticité de retour à l'emploi de 0,07 sur le différentiel d'entrées en formations par rapport aux entrées constatées en 2015 (660 000 entrées), l'année 2016 étant marquée par le Plan « 500 000 formations ». Cet effet ne tient pas compte d'un possible effet de changement dans la file d'attente, qui atténuerait l'impact du dispositif sur le retour à l'emploi.

(3) L'effet sur l'emploi est calculé en retenant un impact de 9 % sur le taux d'emploi durable (CDI et CDD de 6 mois et plus hors emplois aidés) sur le nombre de jeunes entrant dans le dispositif chaque année<sup>3</sup>. Cet effet ne tient pas compte d'un possible effet de changement dans la file d'attente, qui atténuerait l'impact du dispositif sur la probabilité d'être en emploi durable.

a. Cf. tableau 2.2, p. 22 dans Dares, 2016 : « Premiers résultats d'évaluation statistique de l'impact de la Garantie jeunes – Annexe 5 », novembre.

Source : Insee, Dares, PoEm, calculs et prévision OFCE 2018-2020, octobre 2018.

Au total, les politiques de l'emploi, *via* les contrats aidés et les autres dispositifs d'emplois aidés, contribueraient négativement à l'évolution de l'emploi total pour -93 000 emplois sur la période 2018-2020. Ce chiffre propre au périmètre des emplois aidés ne tient pas compte

d'un possible effet de l'extension de l'Acre sur l'emploi<sup>24</sup>. Compte tenu de la montée en charge des formations et de la Garantie jeunes, et de l'effet attendu sur le retour à l'emploi de ces dispositifs<sup>25</sup> via l'amélioration de l'employabilité des jeunes et des chômeurs de longue durée, le PIC (encadré 5) contribuerait positivement à améliorer l'emploi de 36 000 en 2018-2020 et la Garantie Jeune de 25 000 sur la même période.

### Encadré 5. Le Plan d'investissement dans les compétences (PEC)

Le 25 septembre 2017, le gouvernement a dévoilé son grand plan d'investissement pour le quinquennat. Deuxième axe de ce plan, le Plan d'investissement dans les compétences, se donne pour objectif de rendre l'accès à l'emploi à 2 millions de personnes.

Sur l'ensemble du quinquennat, il s'agit, en complément de la réforme de l'apprentissage et de la formation professionnelle, de financer 2 millions de formations supplémentaires se décomposant en :

- 1 million de formations pour les demandeurs d'emploi peu qualifiés. Les formations longues, d'une durée de 6 à 9 mois, et certifiantes seraient privilégiées ;
- 470 000 formations qualifiantes et certifiantes pour les jeunes ;
- 330 000 préparations aux dispositifs d'apprentissage et d'alternance ;
- 200 000 jeunes supplémentaires accompagnés dans le cadre de la Garantie jeunes.

Le montant total des investissements s'élèverait à 14,6 milliards d'euros, dont 13,7 milliards pour la formation des demandeurs d'emploi et l'accompagnement des jeunes décrocheurs.

Pour 2019, le Projet de loi de finances inclut 496 millions d'euros d'autorisations d'engagement au titre de l'accompagnement de 100 000 jeunes via le dispositif de la Garantie jeunes et 48 millions d'euros au titre de l'allocation PACEA, financés sur l'enveloppe des crédits du PIC sur le périmètre de la mission « Travail et emploi ». Le volant Formations (en cours de négociation avec les Régions) inclut une enveloppe de 848 millions d'euros à laquelle

24. Cet effet pourrait toutefois être négligeable. Cf. Redor, D., « L'aide à la création d'entreprises a-t-elle un impact sur leur survie ? Une évaluation pour quatre cohortes d'entreprises créées par des chômeurs en France », *Économie et Statistique*, n° 493, 2017.

25. L'effet de la formation sur l'emploi est calculé en appliquant une élasticité de retour à l'emploi de 0,07 sur le différentiel d'entrées en formation par rapport aux entrées constatées en 2015 (660 000 entrées). Cf. Card, D., Kluve, J., & Weber, A., 2017, « What works? A meta analysis of recent active labor market program evaluations », *Journal of the European Economic Association*, jvx028. L'effet de la Garantie jeunes sur l'emploi est calculé en retenant un impact de 9 % sur le taux d'emploi durable (CDI et CDD de 6 mois et plus hors emplois aidés) sur le nombre de jeunes entrant dans le dispositif chaque année. Cf. Tableau 2.2, p. 22 dans Dares, 2016, « Premiers résultats d'évaluation statistique de l'impact de la Garantie jeunes – Annexe 5 », novembre.

s'ajoute 1,5 milliard d'euros en provenance de France Compétences. L'enveloppe financière du PIC prévue pour 2019 s'élève ainsi à 3 milliards d'euros en autorisations d'engagements

En 2014, le coût d'une formation s'élevait à environ 8 800 euros dont 4 600 euros de coût pédagogique, et la durée moyenne des formations s'établissait à environ 4,7 mois. Compte tenu de ces montants, nous avons retenu une durée moyenne des formations additionnelles de 6 mois en 2018 et de 7,5 mois en 2019-2020 en supposant la poursuite de la montée en charge du Plan. Concernant la Garantie jeunes, nous avons retenu 100 000 entrées annuelles dans le dispositif, conformément à l'objectif du gouvernement.

## La lente décreue du chômage

Après sept années marquées par des épisodes de hausse du taux de chômage (2008-2009, 2011-2012, 2014) et ponctuées de courtes périodes de baisse (en 2010 puis en 2013), la courbe du chômage s'est durablement inversée en 2015 (graphique 27). Le dynamisme des créations d'emplois salariés dans le secteur marchand (743 000 entre la fin d'année 2014 et le deuxième trimestre 2018) explique une part importante de cette baisse. La population active observée est aussi bien moins dynamique depuis 2015 (+102 000 actifs par an en moyenne sur la période 2015-2017) qu'entre 2008 et 2014 (+166 000 actifs par an en moyenne).

En prévision et sur la base des [dernières projections de population active de l'Insee](#)<sup>26</sup>, la population active tendancielle croîtrait ainsi de 71 000 personnes en moyenne sur la période 2018-2020 (tableau 11), contre 153 000 personnes en moyenne chaque année sur la période 2008-2017. Le dynamisme des créations d'emplois aurait un effet positif sur la population active. En période de ralentissement, des actifs au chômage quittent le marché du travail – c'est l'effet de flexion. Ces personnes peuvent ensuite revenir sur le marché du travail en cas d'amélioration des conditions économiques.

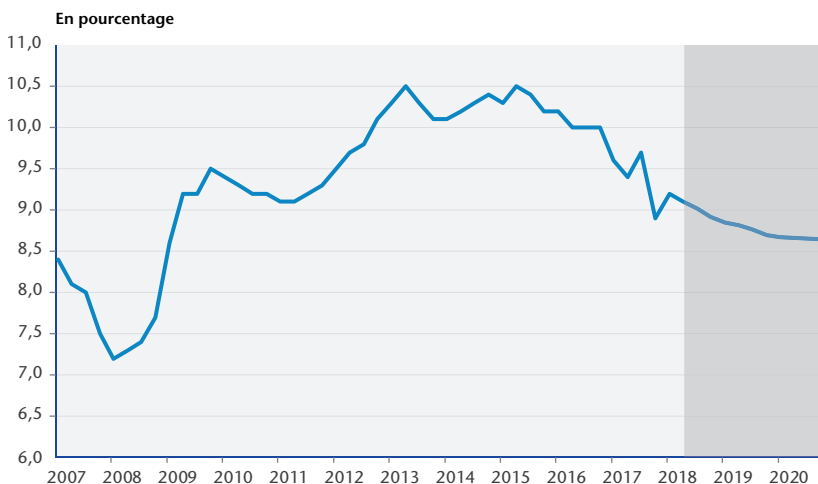
La montée en charge du PIC prévoyant 2 millions de formations supplémentaires pour les demandeurs d'emplois et les jeunes éloignés du marché du travail (voir encadré 5) se traduirait par une hausse de

---

26. Cf. Koubi, M. et Marrakchi, A., 2017, Projections de la population active à l'horizon 2070, *Insee, Document de travail*, n° F1702.



Graphique 27. Taux de chômage BIT



Champ : France entière.

Sources : Insee, calculs et prévision OFCE 2018-2020, octobre 2018.

100 000 entrées en formations dès 2018 et une poursuite de la montée en charge de la Garantie Jeunes. Nous avons fait l'hypothèse d'une poursuite de la montée en charge avec +100 000 formations supplémentaires en 2019 s'ajoutant à celles de 2018, puis une stabilisation en 2020 au niveau de 2019. Les chômeurs de longue durée entrés en formation en 2018-2020 sortiraient provisoirement de la population active (-10 000 personnes cumulées sur la période 2018-2020, la majorité des sorties ayant lieu en 2019). Notons qu'une montée en charge différente des entrées en formation des demandeurs d'emploi modifierait légèrement le profil du taux de chômage. Par ailleurs, ces dispositifs auraient pour effet de faire baisser le chômage structurel, en améliorant l'adéquation entre les besoins de main-d'œuvre des entreprises d'une part et les qualifications des chômeurs d'autre part.

Les créations d'emploi seraient près de deux fois moins élevées en 2018 (+190 000 emplois) qu'en 2017. Elles faibliraient encore en 2019 (+143 000 emplois) et en 2020 (+78 000), sous le double effet d'une croissance de l'activité dans les branches marchandes progressivement moins dynamique et de destructions d'emplois dans les branches non marchandes. Le rythme des créations d'emplois resterait toutefois suffisant pour faire baisser le chômage. Ce dernier retrouverait au quatrième trimestre 2018 son niveau du quatrième trimestre 2017, soit 8,9 %. La forte baisse des contrats aidés dans le secteur non-marchand

et le moindre enrichissement de la croissance en emplois freineraient la baisse du chômage en 2018 après la forte baisse de 2017<sup>27</sup> (-70 000 personnes en 2018, en glissement annuel).

En 2019, le taux de chômage en France entière poursuivrait sa baisse pour atteindre 8,7 % de la population active en fin d'année 2019 puis 8,6 % fin 2020 (voir tableau 8).

Tableau 11. Projections de population active

En milliers, en glissement annuel

	2015	2016	2017	2018*	2019*	2020*
<b>Population active potentielle</b>	<b>127</b>	<b>121</b>	<b>128</b>	<b>100</b>	<b>82</b>	<b>66</b>
- Projection tendancielle au sens du BIT	121	103	91	83	70	58
- Effet de flexion	-2	12	13	7	6	1
- Entrées en formation	2	-15	11	-2	-7	-1
- Effet retraits d'activité CTP/CRP/CSP	6	20	13	11	12	8
<b>Population active observée</b>	<b>60</b>	<b>195</b>	<b>52</b>	<b>175</b>	<b>82</b>	<b>66</b>
Défaut de bouclage	-67	74	-76	76	0	0

\* Prévisions OFCE

Sources : INSEE et Dares, calculs et prévision OFCE 2018-2020, octobre 2018.

27. La forte baisse au quatrième trimestre 2017 (-0,3 point) a été compensée par une forte hausse au premier trimestre 2018 (+0,3 point). Ces mouvements s'expliquent principalement par des mouvements de population active qui se compensent entre les deux trimestres. Cf. « [Les soubresauts du taux de chômage](#) », B. Ducoudré, *blog OFCE*, 24 mai 2018.

### 3. Baisse de la fiscalité des ménages, économies sur les prestations sociales

---

**E**n 2017, le déficit public français a fortement baissé, de -0,8 point de PIB, pour passer sous la barre des 3 % de PIB et s'établir à 2,7 %. La baisse du déficit se poursuivra en 2018, de façon modeste, mais ce mouvement sera temporairement interrompu en 2019, ce qui n'est pourtant pas le signe d'un relâchement de l'effort d'ajustement budgétaire. Cette augmentation du déficit sera ponctuelle et s'explique essentiellement par le double effet comptable de la bascule CICE/cotisations sociales. Une fois ce choc temporaire purgé, le déficit diminuera fortement en 2020, année où il devrait s'établir à 1,8 % de PIB, son plus bas niveau depuis 2002.

La fin de la Procédure de déficit excessif décidée en juin 2018, suppose le maintien d'un ajustement structurel significatif, au moins jusqu'à atteindre l'objectif de moyen terme (OMT) défini par la France<sup>28</sup>. Malgré cela l'ajustement budgétaire sera toutefois contenu en 2018-2019. L'essentiel des baisses de prélèvements promises pendant la campagne électorale sera engagé au cours des deux premières années de la législature alors même que les économies en dépenses seront étalées tout au long du quinquennat. Ainsi, nous évaluons l'effort structurel à 0,2 point de PIB au cours des années 2018-2019, chiffre qui écarte l'effet temporaire de certaines mesures. En 2020, l'ajustement structurel attendu sera plus proche de ce que la gouvernance budgétaire européenne préconise comme *benchmark* et serait de 0,3 point de PIB.

La baisse prévue du déficit pour 2018 de 0,1 point de PIB s'explique essentiellement par la croissance de l'activité, supérieure à celle du PIB

---

28. La cible du gouvernement publiée dans le PLF 2019 est d'atteindre un solde structurel de -0,4 %. Selon le gouvernement, le solde structurel serait de -2,3 % en 2017. Ainsi, si le gouvernement réalise un ajustement structurel compatible avec le *benchmark* de la gouvernance budgétaire européenne (au moins 0,5 point par an), l'OMT devrait être atteint à horizon 2021.

potentiel, qui améliore spontanément la composante cyclique du solde budgétaire de 0,2 point (tableau 13). En revanche, les composantes non cycliques du solde public se dégraderont légèrement. En particulier, le solde public sera ponctuellement diminué par la suppression des surtaxes exceptionnelles d'impôt sur les sociétés (IS) décidées en 2018 pour assurer une partie du remboursement exceptionnel de la taxe sur les dividendes invalidée par le Conseil constitutionnel. Ceci amputera le solde public pour un montant de 5 milliards (0,2 point de PIB). Enfin, les baisses structurelles de prélèvements obligatoires (PO) seraient de 0,3 point de PIB et l'effort de réduction structurelle de la dépense publique primaire serait d'un montant proche. Cela se traduit par un effort structurel nul en 2018.

Budgétairement, l'année 2019 sera marquée par la transformation de 6 points de CICE en baisse de cotisations sociales employeurs. Les créances de CICE générées en 2018 seront intégrées dans le déficit de l'année 2019<sup>29</sup> tout comme les baisses immédiates de cotisations. Cette mesure aura donc un impact double sur le déficit au sens de la comptabilité nationale. Malgré le fort impact de cette mesure (0,9 point de PIB), le déficit augmentera de seulement 0,2 point pour atteindre -2,8 % de PIB. Cela est possible grâce au maintien d'une croissance de l'activité toujours supérieure à son niveau potentiel, contribuant mécaniquement à la baisse du déficit de 0,3 point et un effort structurel de 0,2 point de PIB. L'effort réalisé sera uniquement fait sur la dépense primaire (de 0,3 point de PIB structurel), partiellement compensé par des mesures nouvelles en PO, en baisse de 0,1 point de PIB. Enfin, les composantes non discrétionnaires du solde devraient s'améliorer de 0,2 point de PIB (notamment à travers l'impact des normes comptables sur l'impact des créances passées de CICE sur le solde et la fin des remboursements de la taxe de 3 % sur les dividendes) ce qui permet de limiter la hausse du déficit.

La forte baisse du déficit prévue pour 2020, de 1,0 point de PIB, s'explique par le maintien d'une croissance supérieure au potentiel, un effort structurel conséquent et l'amélioration des composantes non discrétionnaires. La croissance du PIB de 1,5 % améliore la composante conjoncturelle du solde public de 0,1 point. Les baisses structurelles de

---

29. Plus exactement les règles de la comptabilité nationale obligent à inclure les créances de CICE dont l'administration prend connaissance au cours de l'année 2019, lors de la déclaration d'impôt sur les sociétés correspondant à l'année 2018. L'essentiel des nouvelles créances déclarées correspondra à celles générées en 2018, mais un reliquat des années 2016 et 2017 peut rester.

PO seront de 0,2 point de PIB mais l'effort annoncé sur la dépense publique primaire est d'une ampleur conséquente de 0,5 point de PIB. Au final, un effort structurel de 0,3 point de PIB structurel est anticipé pour 2020. Enfin, les composantes non discrétionnaires du solde devraient contribuer à la baisse du déficit à hauteur de 0,6 point de PIB (notamment à travers l'impact des normes comptables sur l'effet des créances passées de CICE sur le solde public).

Dans ce contexte, la dette publique au sens de Maastricht baissera à horizon 2020 (tableau 12). Compte tenu de nos hypothèses macroéconomiques, le solde stabilisant la dette s'établirait à -2,5 % en 2018, -3,3 % en 2019 et -2,8 % en 2020. Comme le solde public prévu s'avère plus faible en 2019 et en 2020, la dette publique entamerait sa décade en 2019. La dette augmentera très légèrement en 2018 de 0,2 point, puis diminuera de 0,4 point en 2019 et de 0,5 point en 2020. Cette évaluation tient compte d'un flux de créances<sup>30</sup> défavorable en 2019 et en 2020 (+0,1 point de PIB en 2018, puis +0,5 point). Au final, la dette publique devrait atteindre 97,8 % du PIB en 2020.

Tableau 12. Principaux agrégats de finances publiques

En % du PIB	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Solde public</b>	-3,5	-2,7	-2,6	-2,8	-1,8
<b>Dépenses publiques (DP, en % du PIB)</b>	56,7	56,5	56,1	55,3	54,1
<b>Dépenses publiques hors crédits d'impôts restituable (en % du PIB)</b>	55,3	55,1	54,6	53,9	53,5
<b>Taux de croissance de la DP hors crédits d'impôts restituable (en %, en euros courants)</b>	1,3	2,4	1,5	2,1	1,9
<b>Taux de croissance de la DP hors crédits d'impôts restituable (en %, en euros constants)</b>	1,1	1,8	0,7	0,6	0,6
<b>Taux de prélèvements obligatoires (en % du PIB)</b>	44,6	45,3	44,8	44,0	44,2
<b>Dette publique au sens de Maastricht (en % du PIB)</b>	98,2	98,5	98,7	98,3	97,8

Sources : Insee, PLF 2019 ; prévisions OFCE 2018-2020, octobre 2018.

30. Cela correspond principalement aux acquisitions nettes d'actifs telles que les prises de participation ou les prêts à des entités hors du secteur des administrations publiques.

Tableau 13. Décomposition de la variation du solde public

En points de PIB				
	2017	2018	2019	2020
<b>Solde public</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,8</b>	<b>-1,8</b>
Variation du solde public (A+B+C+D+E)	0,9	0,1	-0,2	1,0
<b>Variation du taux de PO (A)</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,2</b>
<i>dont mesures nouvelles sur les PO (A1)</i>	-0,1	-0,3	-0,1	-0,2
<i>dont impact ponctuel des one-off (contribution exceptionnelle à l'IS, bascule du CICE et contentieux) (A2)</i>	0,2	-0,2	-0,9	0,4
<i>dont modification de champ (France Compétences)</i>	—	—	0,2	—
<i>dont élasticité spontanée des recettes fiscales au PIB (A3)</i>	0,6	0,0	0,0	0,0
<b>Gains dus à écart entre croissance dépenses publiques hors crédits d'impôts et PIB potentiel (B)</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
<i>dont dépenses publiques primaires hors crédits d'impôts non recouvrables (B1)</i>	0,0	0,3	0,3	0,5
<i>dont effet des one-off (recapitalisation AREVA SA et remboursement taxe sur les dividendes) (B2)</i>	-0,3	—	0,2	—
<i>dont modification de champ (France Compétences)</i>	—	—	-0,2	—
<i>dont charges d'intérêts sur la dette publique (B3)</i>	0,0	0,0	-0,1	-0,1
<b>Variation solde conjoncturel (C)</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>
<b>Impact des recettes non fiscales sur le PIB (D)</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Clé de répartition crédits d'impôts recouvrables (E)</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>
<b>Variation solde structurel (F=A1+A3+B1+B3+D+E)</b>	<b>0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>
<b>Variation solde structurel primaire (G=F-B3)</b>	<b>0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>
<b>Effort structurel (H=A1+B1)</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>

Sources : Insee, PLF 2019, Pstab 2018-2022 ; prévisions OFCE 2018-2020.

## 2018 : l'année de la baisse de la fiscalité du capital et des entreprises

Au cours de l'année en cours, le taux de PO diminuera de 0,5 point de PIB. Cette baisse s'explique en partie par les nouvelles mesures entrant en application, d'un montant de -0,3 point de PIB et en partie par l'arrêt de la surtaxe d'IS instaurée en 2018 afin de rembourser la taxe sur les dividendes de 3 % invalidée par le Conseil constitutionnel (-0,2 point de PIB).

Dans le détail, les ménages bénéficieront de la réforme de la taxation du capital (transformation de l'ISF en IFI et instauration du Prélèvement forfaitaire unique sur les revenus du capital) à hauteur de 4,8 milliards d'euros (0,2 point de PIB) et de la première tranche de dégrèvement de la taxe d'habitation pour un montant de 3,2 milliards

d'euros (0,2 point de PIB). En revanche, leur revenu sera amputé par le calendrier de la mise en œuvre de la bascule CSG-cotisations sociales. Cette mesure augmentera les PO payés par les ménages de 4,4 milliards d'euros<sup>31</sup> (0,2 point de PIB) en 2018. Enfin, le crédit d'impôt pour l'emploi de personnes à domicile soutiendra le pouvoir d'achat pour 1 milliard. L'ensemble des nouvelles mesures sur la fiscalité directe augmenteront le pouvoir d'achat des ménages de 4,6 milliards d'euros au cours de l'année 2018. Ces mesures de soutien au pouvoir d'achat seront plus que contrebalancées par une augmentation de la fiscalité indirecte avec la hausse de la fiscalité écologique pour 3,7 milliards d'euros (0,2 point de PIB) et celle sur le tabac pour 1,4 milliard (0,1 point de PIB).

La fiscalité des entreprises diminuera fortement en 2018. Le paiement de créances de CICE passées et la hausse de son taux à 7 % – décidée lors du vote de la Loi de finance initiale (LFI) 2017 – diminueront la fiscalité des entreprises de 3,7 milliards d'euros en 2018 (0,2 point de PIB). Par ailleurs, la baisse du taux d'IS se poursuivra, avec un coût pour les finances publiques de 1,2 milliard (0,1 point de PIB). Enfin, le contrecoup de la modification de la date du cinquième acompte d'IS inscrite dans la LFI 2017 diminuera les impôts qui pèsent sur les entreprises en 2018 de 0,5 milliard. La principale mesure inscrite dans la LFI 2018 en faveur des entreprises est la suppression de la contribution sur les dividendes qui allègera la fiscalité des entreprises de 1,7 milliard (0,1 point de PIB). Au total, les mesures pérennes en faveur des entreprises réduiront les prélèvements de celles-ci de 6,9 milliards d'euros (-0,3 point de PIB) en 2018 et si on ajoute le *one-off* lié à la fin de la surtaxe d'IS sur les grands groupes, la baisse sera plutôt de 12 milliards d'euros (-0,5 point de PIB).

Dans la continuité de la politique budgétaire mise en œuvre depuis 2014, les baisses de PO seront financées par un important effort sur l'évolution des dépenses publiques. Ainsi, la dépense publique primaire hors crédits d'impôts augmentera en 2018 de 1,5 % en valeur, soit 0,7 % en volume (déflaté par le prix du PIB), soit un effort budgétaire de 0,3 point de PIB<sup>32</sup>. La maîtrise de la dépense publique concernera principalement les administrations centrales. Dans ce sous-secteur, la

31. L'impact serait de 4,4 milliards avec la baisse de cotisations des indépendants et de 3,4 milliards si l'on tient compte de la prime aux fonctionnaires pour compenser la hausse de CSG. Cette prime a un impact sur le niveau de la dépense publique.

32. Cet effort est calculé par rapport à la croissance potentielle, évaluée à +1,2 %.

dépense en volume – déflatée par le prix du PIB – sera en baisse en 2018. Par ailleurs, la dépense en volume évoluera en ligne avec la croissance potentielle du PIB dans les administrations publiques locales. Ce chiffre masque les efforts significatifs qu’elles réalisent sur la dépense hors investissement (en valeur, elle devrait augmenter de +0,9 % en 2018 selon le PLF 2019), compensés par le rebond de l’investissement local. Enfin, la dépense des administrations de sécurité sociale serait plus dynamique (+1,6 %) à celle du PIB potentiel, notamment en lien avec l’accélération des pensions de retraite<sup>33</sup>.

### 2019 : l’année du rééquilibrage de la fiscalité en faveur des ménages...

Après deux années consécutives en baisse, le déficit augmentera de 0,2 point en 2019 pour s’établir à 2,8 % de PIB. La hausse du déficit attendue pour 2019, dans un contexte de croissance toujours supérieure à son niveau potentiel, ne traduit pas un relâchement de l’effort budgétaire. L’évolution des agrégats de finances publiques sont principalement affectés par la transformation du CICE en baisse de cotisations sociales patronales. Si l’on suit les règles de la comptabilité nationale, les créances de CICE générées en 2018 seront intégrées dans le déficit public de l’année 2019, tout comme les baisses immédiates de cotisations. Cette mesure aura donc un impact ponctuel de 0,9 point de PIB sur le déficit au sens de la comptabilité nationale. En outre, la création de France Compétences<sup>34</sup> augmentera le périmètre des administrations publiques (APU). Si cette opération est neutre sur les obligations des entreprises et sur le solde public, elle augmentera de 4,8 milliards d’euros les recettes et les dépenses des APU.

Hors les effets des *one-off*, une légère baisse de la fiscalité est attendue pour 2019 (-0,1 point de PIB). Sur ce champ restreint, excluant notamment l’effet double de la bascule CICE et de la création de France Compétences, la baisse de la fiscalité sera concentrée cette fois-ci sur les ménages.

---

33. Le détail des mesures a été explicité dans Madec P., M. Plane et R. Sampognaro, 2018, « Budget 2018 : pas d’austérité mais des inégalités », *Sciences Po OFCE Working Paper*, 1 2018/01/15 et dans OFCE, 2017, « France : Croissance en héritage. Perspectives 2017-2019 pour l’économie française », *Revue de l’OFCE*, 152.

34. Institution publique créée dans la *Loi pour la liberté de choisir son avenir professionnel*. France compétences se substitue au fonds paritaire de sécurisation des parcours professionnels.



Ces derniers bénéficieront notamment de la matérialisation des effets pleins des baisses de cotisations salariales en 2019 par rapport à 2018 pour 4,1 milliards d'euros (-0,2 point de PIB), la poursuite de l'exonération de taxe d'habitation pour 3,8 milliards (-0,2 point) et les exonérations de cotisations sociales salariées sur les heures supplémentaires pour 0,6 milliard<sup>35</sup>. En outre, ils bénéficieront de la montée en charge du Prélèvement forfaitaire unique (PFU) et de la baisse de la CSG pour 300 000 retraités pour un montant de 0,3 milliard d'euros pour chacune de ces deux mesures. Ces baisses seront partiellement compensées par la transformation du Crédit d'impôt pour la transition énergétique (CITE) en prime et son recentrage vers les ménages modestes (0,8 milliard) et de l'augmentation du taux d'appel et du taux de cotisation de l'Agirc-Arcco (0,6 milliard). Au total, les PO directs des ménages diminueront de 8,0 milliards d'euros (tableau 14). La baisse de la fiscalité directe sera partiellement compensée par la hausse de la taxation écologique et du tabac pour 3,7 milliards (+0,2 point de PIB). Hors fiscalité écologique, les ménages verraient leur fiscalité diminuée de 0,3 point de PIB.

Hors effet *one-off* du CICE, la fiscalité reposant sur les entreprises augmentera en 2019 (+1,1 milliard). Les entreprises bénéficieront de la baisse du taux d'IS pour 2,4 milliards (-0,1 point de PIB) et d'autres mesures pour un montant de 0,7 milliard (dont notamment l'amortissement accéléré des logiciels ou la réforme du régime d'intégration fiscale pour le calcul d'IS). En revanche, le renforcement du cinquième acompte d'IS et les mesures du financement du PIC augmenteront les prélèvements des entreprises (+1,5 milliard pour chacune de ces mesures). En outre, les effets de la baisse du taux de CICE (de 7 % à 6 %) inscrite dans la LFI 2018 s'appliquant aux salaires de l'année 2018, sera comptabilisé sur le solde public en 2019. Ainsi, la baisse du taux de CICE augmentera les PO de 0,1 point de PIB en 2019. Au final, sans compter l'impact double ponctuel de la transformation du CICE, l'année 2019 constituera une pause dans la baisse de la fiscalité des entreprises engagée en 2014. L'année 2019 constituera ainsi un rééquilibrage des mesures fiscales en faveur des ménages. En revanche, si on intègre l'effet double de la bascule CICE/cotisations sociales, les

---

35. Le PLFSS 2019 prévoit la mise en place de cette mesure à partir du 1<sup>er</sup> septembre 2019, néanmoins le débat parlementaire peut faire avancer la date de mise en œuvre de la mesure au mois de juillet. Si cette modification de calendrier ne modifie pas l'évaluation budgétaire en année pleine (2 milliards d'euros), elle peut modifier son impact en 2019. Ainsi, si la date est avancée au mois de juillet, le coût budgétaire serait plus proche de 1 milliard d'euros.

nouvelles mesures en PO diminuent la fiscalité des entreprises de 20,9 milliards d'euros en 2019.

Tableau 14. Détail des mesures de prélèvements obligatoires en 2019

	Milliards d'euros	En pts de PIB
<b>Mesures de fiscalité directe affectant le pouvoir d'achat des ménages</b>	<b>-7,7</b>	<b>-0,4</b>
Bascule complète CS/CSG	-4,1	-0,2
Taxe d'habitation	-3,8	-0,2
Exonération de cotisations sociales des heures supplémentaires	-0,6	0,0
Prélèvement forfaitaire unique	-0,3	0,0
Baisse de CSG pour 300 000 retraités	-0,3	0,0
Prolongation et recentrage du CITE	0,8	0,0
Agirc-Arrco : augmentation du taux d'appel et du taux de cotisation	0,6	0,0
<b>Mesures fiscales entreprises</b>	<b>-19,4</b>	<b>-0,9</b>
Bascule CICE / cotisations sociales	-21,8	-0,9
Baisse du taux d'IS	-2,4	-0,1
CICE (montée en charge, baisse du taux)	1,2	0,1
Renforcement temporaire du 5 <sup>e</sup> acompte d'IS	1,5	0,1
Financement du Plan d'investissement sur les compétences	1,5	0,1
Autres	0,6	0,0
<b>Taxation écologique</b>	<b>2,9</b>	<b>0,2</b>
<b>Fiscalité sur le tabac</b>	<b>0,8</b>	<b>0,0</b>
Autres	-1,7	-0,1
Contentieux	0,3	0,0
<b>Total – hors mesure de périmètre France Compétences</b>	<b>-24,8</b>	<b>-1,0</b>
<b>Total – hors mesure de périmètre France Compétences ni bascule CICE</b>	<b>-3,0</b>	<b>-0,1</b>
<b>Total – y compris mesure de périmètre France Compétences</b>	<b>-20,0</b>	<b>-0,8</b>

Sources : PLF 2019, calculs OFCE 2018-2020, octobre 2018.

## ... mais dont le pouvoir d'achat sera affecté par les économies en dépenses

En 2019, la dépense publique primaire hors crédits d'impôts augmentera de 2,2 % en valeur et de 0,6 % en volume déflaté par le prix du PIB (après 0,7 % prévu en 2018). Ainsi, les efforts sur la dépense publique primaire de 2019 seront maintenus au même rythme qu'en 2018 (0,3 point de PIB) et restent d'une ampleur comparable aux efforts réalisés depuis 2014<sup>36</sup>. En valeur, la croissance de la dépense publique hors crédits d'impôts restera faible en 2019

(+2,2 %, après +1,5 % prévu pour 2018) au regard de son évolution moyenne historique (+4,1 % en moyenne annuelle entre 1990 et 2007). Dans ce contexte, le ratio de la dépense publique au PIB poursuivra sa baisse pour atteindre 55,3 % (53,9 % hors crédits d'impôts restituables<sup>37</sup>), un niveau plus faible que celui de 2009 mais toujours supérieur à celui de l'avant-crise, en 2008. Par type d'administration, l'effort sera essentiellement réalisé par l'État et les associations de sécurité sociale (tableau 15).

Selon le PLF 2019, la dépense en valeur des administrations centrales (hors transferts entre APU) contribuera pour 0,2 point de PIB à l'effort de maîtrise de la dépense publique. Sur le champ des dépenses pilotables de l'État (excluant notamment la charge de la dette, les pensions et les transferts à l'UE et aux collectivités locales), une baisse en volume de 0,5 % est attendue. En valeur absolue, la dépense de l'État augmentera pour certaines missions prioritaires : les dépenses régaliennes (« Défense », « Sécurités » et « Justice ») augmenteront de 2,3 milliards d'euros, dans l'Éducation nationale et l'Enseignement supérieur de 1,3 milliard et en lien notamment avec la revalorisation de l'AAH, la mission « Solidarités, insertion et égalité des chances » verra ses crédits augmenter de 1,3 milliard. En revanche, les dépenses de l'État seront amputées fortement dans les mission « Cohésion des territoires » (-1,2 milliard) et « Travail et emploi » (-2,1 milliards). Ceci traduit les effets budgétaires des réformes de la politique du logement et la forte baisse du stock de contrats aidés<sup>38</sup> (-70 000 en 2019). Avec le nouveau mode de calcul des APL et leur sous-indexation, des économies importantes sont prévues (proches de 1,2 milliard). La modération de l'évolution de l'ensemble des missions s'explique par les efforts réalisés sur la masse salariale de l'État. D'une part, 4 164 postes seraient supprimés dans le champ des administrations centrales et d'autre part, les évolutions salariales seront modérées par le gel du point d'indice de la fonction publique.

Les administrations de sécurité sociale seront sollicitées pour participer aux économies de dépenses en 2019. Selon le PLF 2019, leurs dépenses en valeur devraient augmenter de +1,9 %, soit +0,6 % en

---

36. Entre 2014 et 2017, l'effort moyen annuel d'économies en dépenses primaires aurait été de 0,3 point de PIB.

37. En excluant la création de France Compétences la dépense publique attendrait 55,1 % du PIB.

38. Voir dans la partie emploi des perspectives 2018-2020 pour l'économie française : « Emploi : l'essoufflement progressif ».

Tableau 15. Dépense publique par type d'administration à champ constant en 2019

	Contribution à l'évolution en valeur (en %)	Contribution à l'effort structurel en dépenses (en pts de PIB)	Effort (en dépenses en mds d'euros)
Administrations publiques centrales	0,2	-0,2	-5
Administrations de Sécurité sociale	0,9	-0,1	-3
Administrations publiques locales	0,5	0,0	0
<b>Total</b>	<b>1,5*</b>	<b>-0,3</b>	<b>-8</b>

\* Le champ des administrations publiques change de façon significative en lien notamment avec la création de France Compétences. Une fois ces dépenses de périmètre exclues, l'évolution de la dépense publique s'établit à +1,5 % en valeur et non +2,2 % comme cela est le cas sur l'ensemble du champ des APU attendu pour 2019.

Sources : PLF 2019, calculs OFCE.

volume (déflaté par le prix du PIB). En comparant avec la croissance potentielle de l'économie française, que nous évaluons à 1,2 %, ceci suppose un effort budgétaire de l'ordre de 0,1 point de PIB<sup>39</sup>. La revalorisation de certaines prestations sociales, en particulier des pensions de retraite, en-dessous de l'inflation, permettront de contenir leurs dépenses. L'essentiel des prestations sociales (retraite, allocations familiales, prestations d'invalidité, prestations AT-MP, APL) seront revalorisées de 0,3 % alors que le gouvernement prévoit une inflation hors tabac de 1,6 %. Selon le PLF pour 2019, ces administrations économiseront de l'ordre de 2,4 milliards en 2019<sup>40</sup>. Par ailleurs, le gouvernement a fixé un Ondam (Objectif national de dépenses d'assurance maladie) à 2,5 % pour l'année 2019. Par rapport au tendanciel en valeur de +4,5 %, ceci permettrait de réaliser 3,8 milliards d'euros d'économies en 2019<sup>41</sup>. Toutefois, cette évolution stabilisera la part de ses dépenses dans le PIB structurel, suggérant plutôt l'absence d'économies sur ce champ selon le mode de calcul se référant à la trajectoire du PIB potentiel.

Enfin, la dépense des collectivités territoriales restera contrainte en 2019 selon le PLF. La dépense des collectivités territoriales augmentera en 2019, au même rythme qu'en 2018 (+2,3 % après +2,3 % prévu en 2018). Comme en 2018, les administrations locales feront un impor-

39. En excluant les transferts entre APU, les dépenses des administrations de sécurité sociale représentent 24 % du PIB.

40. Les économies totales sont de l'ordre de 3,5 milliards d'euros, mais certaines de ces prestations relèvent du champ de l'État.

41. Ces économies proviendraient d'une réforme de la structuration des soins (0,9 milliard d'économies), de l'amélioration de la pertinence des soins (0,9 milliard) et de la baisse des tarifs des produits de santé – notamment des médicaments – (1,4 milliard) et d'autres mesures pour 0,6 milliard supplémentaire.

tant effort sur leur dépense de fonctionnement. Hors investissement local, la dépense devrait augmenter de seulement 1,2 % en 2019 après +0,9 % attendu en 2018. Ces progressions, inférieures à l'inflation, suggèrent que la démarche de contractualisation des dépenses entre les plus grandes collectivités locales et l'État aurait permis de contenir la dépense courante locale. *A contrario*, l'investissement local sera dynamique en 2019 (+6,3 % après +7,4 % selon le PLF 2019), expliquant l'absence d'effort budgétaire sur ce secteur. La faible progression de la dépense locale peut aussi s'expliquer par un contexte où les finances publiques locales risquent de perdre en autonomie avec la réforme de la taxe d'habitation qui aboutirait à sa suppression totale d'ici la fin de la législature.

Au total, un important effort sur la dépense publique sera réalisé en 2019. L'essentiel des économies réalisées seront faites sur des postes affectant directement le pouvoir d'achat des ménages : désindexation d'un certain nombre de prestations sociales (-3,5 milliards), réforme du mode de calcul des APL et leur sous-indexation (-1,2 milliard) ou indirectement : baisse des contrats aidés ou la maîtrise de la masse salariale publique. Ainsi, si la politique fiscale opérera un rééquilibrage en faveur des ménages, les économies réalisées sur les dépenses ne sont pas sans conséquence sur leur pouvoir d'achat<sup>42</sup>. Ceci risque d'être amplifié en 2020, année où les économies en dépenses annoncées sont encore plus importantes.

## 2020 : un effort budgétaire historique sur la dépense publique

La politique budgétaire annoncée pour 2020 sera dans la continuité de celle mise en œuvre depuis 2014. Des baisses de PO seront mises en œuvre (-0,2 point de PIB de nouvelles mesures) et seront plus que compensées par un effort très marqué sur les dépenses publiques (0,5 point de PIB), ce qui permettra de réduire le déficit public structurel.

Comme en 2019, la politique de baisse de fiscalité sera orientée en faveur des ménages. Ils devraient bénéficier de baisses de la fiscalité directe pour un montant supérieur à 5 milliards d'euros, soit 0,2 point de PIB (tableau 16). Si tout le détail des mesures n'est pas connu à ce

---

42. Voir Plane, 2018, « Quel impact direct des mesures socio-fiscales sur le pouvoir d'achat en 2019 ? », *OFCE le blog*, 20 septembre 2018.

jour, les ménages devraient bénéficier notamment de la troisième tranche de baisse de la taxe d'habitation (TH) pour aboutir à l'exonération de TH pour 80 % des foyers, engagée lors de la campagne électorale (-3,5 milliards d'euros). En outre, ils devraient bénéficier de l'année pleine de l'exonération de cotisations sociales salariées sur les heures supplémentaires qui serait mise en place au 1<sup>er</sup> septembre 2019 si le PLFSS est voté en l'état. Dans la continuité des mesures prises au cours des deux premières années de la législature, les baisses des impôts directs pesant sur les ménages seront partiellement compensées par des hausses de fiscalité indirecte. Nous attendons une hausse de la fiscalité sur le tabac de 1,2 milliard en 2020 et de la fiscalité écologique de 2,9 milliards (0,1 point de PIB).

Tableau 16. Détail des mesures de prélèvements obligatoires en 2020

	Milliards d'euros	En pts de PIB
<b>Mesures de fiscalité directe affectant le pouvoir d'achat des ménages</b>	<b>-4,7</b>	<b>-0,2</b>
Taxe d'habitation	-3,5	-0,1
Exonération de cotisations sociales des heures supplémentaires*	-1,2	-0,1
<b>Mesures fiscales entreprises</b>	<b>-4,2</b>	<b>-0,2</b>
Baisse du taux d'IS	-2,7	-0,1
0 % de cotisations au niveau du SMIC	-2,0	-0,1
Retour IS avec la bascule CICE/CS	0,5	0,0
<b>Taxation écologique</b>	<b>2,9</b>	<b>0,1</b>
<b>Fiscalité sur le tabac</b>	<b>1,2</b>	<b>0,0</b>
<b>Total – hors CICE</b>	<b>-4,8</b>	<b>-0,2</b>
<b>Fin du CICE</b>	<b>10,2</b>	<b>0,4</b>
<b>Total – hors CICE</b>	<b>+5,4</b>	<b>+0,2</b>

\* si les exonérations de CS sont bien effectives depuis le 1<sup>er</sup> septembre 2019.

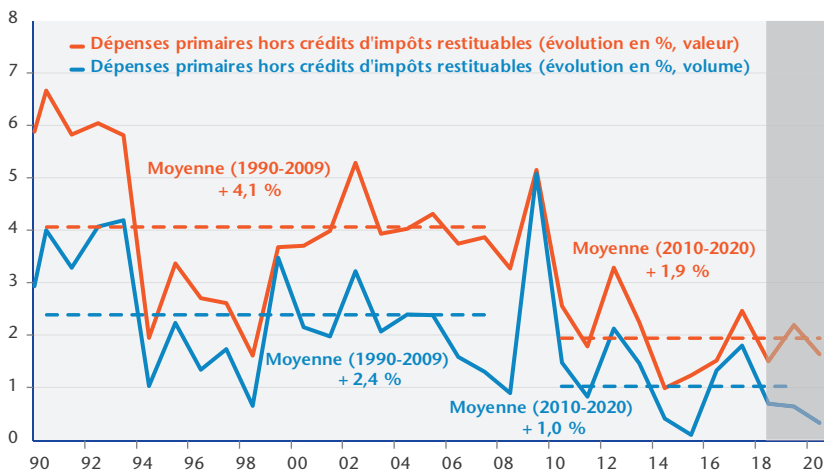
Sources : PLF 2019, calculs OFCE.

Hors effets comptables de la fin du CICE, la fiscalité des entreprises sera allégée en 2020 de l'ordre de 4,2 milliards d'euros (0,2 point de PIB). La baisse du taux d'IS devrait se poursuivre (-0,1 point de PIB) et surtout les baisses de cotisations sociales au niveau du SMIC, initialement annoncées pour début 2019, servant à compenser le retour d'IS lié à la bascule CICE/cotisations sociales seront finalement introduites en octobre 2019 et joueront à plein en 2020. Cette mesure devrait

alléger les PO des entreprises de 0,1 point de PIB supplémentaire. Au total, hors les effets comptables liés au décalage de la comptabilisation du CICE, la fiscalité des entreprises devrait être réduite de 4,2 milliards d'euros en 2020, soit -0,2 point de PIB.

En 2020, l'ajustement structurel attendu sera plus proche de ce que la gouvernance budgétaire européenne préconise comme *benchmark* et serait de 0,3 point de PIB. Pour que cet ajustement soit effectif, la dépense publique primaire hors crédits d'impôts doit rester quasiment stable en volume (à +0,3 % en 2020) (graphique 28). Ceci constitue un effort d'économies d'une ampleur historique, qui devrait faire diminuer la part de la dépense publique primaire hors crédits d'impôts dans le PIB de 0,5 point.

Graphique 28. Évolution annuelle de la dépense publique primaire hors crédits d'impôts



Note : l'aire grisée inclut la prévision faite pour 2018 à 2020.

Sources : Insee, prévisions OFCE.

Certaines mesures d'économies de dépenses publiques de 2020 sont à présent connues. La sous-indexation de certaines prestations sociales devrait générer 3,4 milliards d'économies supplémentaires. Par ailleurs, un Ondam en valeur à 2,3 %, soit +1,0 % en volume déflaté par le prix du PIB, devrait se traduire par 0,5 milliard d'économies. La dépense de fonctionnement locale en valeur devrait toujours évoluer à un rythme de +1,2 % en valeur (-0,1 % en volume) ce qui constitue un effort structurel conséquent de l'ordre de 2,7 milliards. Ainsi, le total des mesures d'économies connues pour 2020 s'établit à 6,6 milliards

(0,3 point de PIB), soit un niveau inférieur à l'effort structurel annoncé de 0,5 point. La masse salariale publique devrait rester contenue avec le maintien du gel du point d'indice de la fonction publique, mais l'ampleur de l'effort sur ce poste de dépense reste inconnue à l'horizon 2020. Si les objectifs de réduction du nombre de fonctionnaires engagés pendant la campagne électorale sont tenus, 38 000 postes doivent être supprimés par an entre 2020 et 2022. En outre, certaines hausses de dépenses sont déjà engagées : elles concernent notamment la hausse de la nouvelle bonification individuelle de la Prime d'activité, la poursuite de la hausse de l'AAH et la hausse de certaines dépenses régaliennes notamment pour la défense. Ainsi, le vivier des économies à trouver d'ici 2020 est supérieur à 0,2 point de PIB.



## I. Résumé des prévisions pour l'économie française

Moyenne annuelle, en %

	2017	2018	2019	2020
<b>En % de variation aux prix chaînés :</b>				
<b>PIB</b>	2,3	1,7	1,8	1,5
<b>Importations</b>	4,1	1,7	3,2	2,8
<b>Dépenses de consommation des ménages</b>	1,1	1,1	1,9	1,5
<b>FBCF totale, dont :</b>	4,7	2,7	2,6	2,3
<b>Sociétés non-financières</b>	4,4	3,4	3,2	2,6
<b>Ménages</b>	5,6	1,7	0,6	0,6
<b>Administrations publiques</b>	1,6	1,5	3,4	3,9
<b>Exportations</b>	4,7	3,2	3,3	3,0
<b>Contribution des stocks à la croissance, en %</b>	0,2	-0,2	0,0	0,0
<b>Demande intérieure hors stocks</b>	2,0	1,4	1,8	1,5
<b>Compte des ménages, en termes réels %</b>				
<b>Salaires bruts</b>	1,8	1,4	1,4	1,2
<b>Salaires nets</b>	1,8	3,1	2,0	1,2
<b>Prestations sociales</b>	0,6	0,5	0,0	0,0
<b>Prélèvements sociaux et fiscaux</b>	1,4	0,5	-2,2	-0,5
<b>Revenu disponible</b>	1,4	1,3	1,9	1,3
<b>Taux d'épargne, en % du RDB</b>	14,2	14,4	14,3	14,2
<b>Déflateur de la consommation</b>				
<i>En glissement %</i>	1,4	1,7	1,7	1,7
<i>En moyenne %</i>	1,3	1,5	1,6	1,7
<b>Compte des sociétés non-financières, en %</b>				
<b>Taux de marge</b>	32,0	31,6	33,5	32,5
<b>Taux d'épargne</b>	22,5	22,6	24,0	23,5
<b>Taux d'investissement (en volume)</b>	22,4	22,6	22,9	23,0
<b>Taux d'autofinancement (hors stock)</b>	95,9	95,3	102,3	100,6
<b>Compte des administrations</b>				
<b>Taux de prélèvement obligatoire, en % du PIB</b>	45,3	44,8	44,0	44,2
<b>Solde public au sens de Maastricht, % du PIB</b>	-2,7	-2,6	-2,8	-1,8
<b>Emploi salarié, en moyenne annuelle, en %</b>	1,3	1,0	0,6	0,4
<b>Emploi total, en moyenne annuelle, en %</b>	1,2	0,9	0,5	0,4
<b>Chômage BIT, en millions</b>	2,630	2,531	2,448	2,416
<b>Taux de chômage BIT moyen, en %</b>	9,1	8,8	8,7	8,6
<b>Taux de change \$/€</b>	1,1	1,1	1,2	1,3
<b>Taux d'intérêt à court terme<sup>1</sup></b>	-0,3	-0,3	-0,2	0,6
<b>Taux d'intérêt à long terme<sup>2</sup></b>	0,8	0,8	1,1	1,5

1. Taux PIBOR puis EURIBOR à trois mois.

3. Taux des OAT à 10 ans.

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE e-mod.fr 2018-2020, octobre 2018.

## II. France. Ressources et emplois en biens et services, aux prix chaînés

	Niveau (prix chaînés)	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %					
		2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019	2020	
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4						
<b>PIB</b>	2151	0,8	0,6	0,7	0,7	0,2	0,2	0,5	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	1,1	2,3	1,7	1,8	1,5	
<b>Importations</b>	663	2,0	-0,4	1,9	0,3	-0,6	0,7	0,9	0,9	0,7	0,8	0,7	0,8	3,1	4,1	1,7	3,2	2,8	
<b>Dépenses de consommation des ménages</b>	1124	0,0	0,3	0,4	0,2	0,2	-0,1	0,6	0,7	0,4	0,4	0,5	0,5	2,0	1,1	1,1	1,9	1,5	
<b>Dépenses de conso; des administrations</b>	409	0,2	0,4	0,6	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	1,4	1,4	0,9	0,6	0,5	
<b>FBCF totale, dont :</b>	470	2,3	0,8	1,3	1,0	0,1	0,8	0,5	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	2,7	4,7	2,7	2,6	2,3	
<b>sociétés non financières</b>	258	2,8	0,4	1,6	1,3	0,1	1,2	0,6	0,9	0,8	0,7	0,8	0,6	3,2	4,4	3,4	3,2	2,6	
<b>sociétés financières</b>	18	5,9	3,6	2,8	1,1	0,0	0,1	0,1	1,0	0,1	0,2	0,6	0,5	6,0	16,3	3,5	1,5	1,4	
<b>ménages</b>	110	1,9	1,3	1,1	0,7	0,3	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	2,8	5,6	1,7	0,6	0,6	
<b>administrations publiques</b>	80	0,5	0,6	0,3	0,3	0,1	0,5	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,1	1,6	1,5	3,4	3,9	
<b>ISBLSM</b>	4	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,5	0,4	0,7	0,8	0,6	0,5	0,5	2,2	1,3	1,7	2,5	2,0	
<b>Exportations</b>	639	0,1	2,7	1,0	2,2	-0,4	0,1	1,0	1,1	0,7	0,8	0,8	0,8	1,5	4,7	3,2	3,3	3,0	
<b>Contribution :</b>																			
<b>demande intérieure hors stocks</b>		0,6	0,5	0,6	0,4	0,2	0,2	0,4	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	2,0	2,0	1,4	1,8	1,5	
<b>variations de stocks</b>		0,8	-0,8	0,3	-0,3	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,2	0,0	0,0	
<b>solde extérieur</b>		-0,6	1,0	-0,3	0,6	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,1	0,5	0,0	0,0	

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévision OFCE e-mod.fr 2018-2020, octobre 2018.

### III. Déflateur de la consommation et taux de salaire horaire

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %				
	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019	2020
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>Déflateur de la consommation</b>	0,7	0,1	0,1	0,5	0,6	0,4	0,3	0,3	0,5	0,4	0,3	0,4	-0,2	1,3	1,5	1,6	1,7
<b>Salaire horaire moyen brut</b>	0,7	0,1	0,4	0,5	0,5	0,7	0,5	0,5	0,7	0,7	0,6	0,6	1,3	1,4	2,0	2,5	2,6

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2018-2020, octobre 2018.

### IV. Emploi et productivité par salarié

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %				
	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019	2020
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>Branches principalement marchandes</b>																	
<b>Effectifs</b>	0,5	0,6	0,4	0,5	0,4	0,2	0,3	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,9	1,8	1,6	1,1	0,8
<b>Productivité par salarié</b>	0,5	0,1	0,3	0,4	-0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,7	0,4	0,7	0,7

Sources : INSEE, comptes trimestriels, prévision OFCE *e-mod.fr* 2018-2020, octobre 2018.

## V. Éléments du compte des ménages

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %				
	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019	2020
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
Masse salariale brute (1)	0,4	0,6	0,6	0,3	0,3	0,2	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3	2,1	1,8	1,4	1,4	1,2
Masse salariale nette (1)	0,4	0,6	0,5	0,4	1,6	0,5	0,3	1,2	0,3	0,3	0,4	0,3	2,1	1,8	3,1	2,0	1,2
Prestations sociales (1)	-0,2	0,4	0,4	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	1,9	0,6	0,5	0,0	0,0
Revenu disponible réel (1)	0,2	0,6	0,5	0,2	-0,5	0,7	0,5	1,6	-0,3	0,2	0,3	0,8	1,8	1,4	1,3	1,9	1,3
Taux d'épargne en % du RDB	14,0	14,2	14,3	14,3	13,7	14,3	14,3	15,1	14,5	14,3	14,1	14,4	14,0	14,2	14,4	14,3	14,2
Taux d'épargne en logement	8,6	8,7	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,6	8,7	8,7	8,7	8,6	8,3	8,7	8,8	8,7	8,6
Taux d'épargne financière	4,3	4,4	4,4	4,4	3,7	4,2	4,2	5,1	4,5	4,3	4,2	4,6	4,5	4,4	4,6	4,6	4,6

(1) Aux prix chaînés de l'année précédente chaînés.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE e-mod.fr 2018-2020, octobre 2018.

## VI. Commerce extérieur et parts de marché

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %				
	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019	2020
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
Importations en volume (1)	2,0	-0,4	1,9	0,3	-0,6	0,7	0,9	0,9	0,7	0,8	0,7	0,8	3,1	4,1	1,7	3,2	2,8
Demande interne (1)	0,7	1,0	0,9	0,9	0,1	0,3	0,5	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	2,1	2,9	2,1	2,2	1,8
Exportations en volume (1)	0,1	2,7	1,0	2,2	-0,4	0,1	1,0	1,1	0,7	0,8	0,8	0,8	1,5	4,7	3,2	3,3	3,0
Demande mondiale	1,2	1,1	1,3	0,8	0,5	0,8	1,0	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,4	4,7	3,4	3,3	2,9

(1) Aux prix chaînés de l'année précédente.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE e-mod.fr 2018-2020, octobre 2018.

## VII. Taux d'intérêt et taux de change

	En %											
	2017				2018				2019			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Taux d'intérêt :</b>												
<b>À court terme (1)</b>	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	0,0
<b>À long terme (2)</b>	1,1	0,8	0,8	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2
<b>1 euro = ... Dollar</b>	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2

(1) Taux PIBOR puis EURIBOR à 3 mois.

(2) Taux des OAT à 10 ans.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévision OFCE *e-mod.fr* 2018-2020, octobre 2018.



## UNE ANALYSE DE LA CONTRIBUTION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE À LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

Christophe Blot, Paul Hubert

Sciences Po, OFCE

---

Cet article a pour objectif d'évaluer la contribution de la politique monétaire à l'activité économique depuis 1999 en zone euro, aux États-Unis et Royaume-Uni, ainsi qu'en Allemagne, France, Italie et Espagne. L'estimation des multiplicateurs monétaires indique un effet significatif de la politique monétaire sur le PIB et confirme des délais de transmission assez longs, de l'ordre de plusieurs trimestres. L'effet d'une hausse des taux d'intérêt semble plus important dans la zone euro qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni. Il y a cependant une forte hétérogénéité entre les quatre plus grands pays de la zone euro, avec un effet plus important en Espagne et en Italie et plus faible en Allemagne et en France. Nous calculons ensuite la contribution passée et à venir de la politique monétaire à l'activité. Avec la normalisation de la politique entreprise à partir de 2015 aux États-Unis et probablement en 2019 dans la zone euro, le soutien de la politique monétaire devrait s'atténuer et la croissance pourrait être négativement impactée à l'horizon 2020 dans les six économies avancées.

Mots clés : politique monétaire, transmission, multiplicateur monétaire, impulsion monétaire.

---

**B**ien que l'objectif des banques centrales consiste principalement à assurer la stabilité des prix, celles-ci jouent un rôle essentiel pour la stabilisation macroéconomique, notamment parce que leur capacité à atteindre leur cible d'inflation dépend de l'effet de la politique monétaire sur l'activité. Les banques centrales poursuivent donc *de facto* un double mandat et réagissent en baissant (respectivement en augmentant) le taux directeur lorsque la situation économique se dégrade (respectivement s'améliore) et que l'inflation diminue (respectivement

augmente). La crainte d'une récession liée au choc financier de 2007-2008 a donc logiquement conduit les banques centrales à mener des politiques monétaires expansionnistes qui se sont d'abord traduites par des baisses de taux d'intérêt. L'ampleur du choc a cependant nécessité d'amplifier le caractère expansionniste de la politique monétaire contrainte par le taux plancher (*Zero Lower Bound*). Elles ont donc eu recours à des mesures non conventionnelles consistant à augmenter la taille de leur bilan et à en modifier la composition. L'objectif de cet article est d'évaluer l'impact de la politique monétaire sur l'activité économique aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro. Nous estimons non seulement l'effet de la politique monétaire sur la zone euro agrégée mais aussi sur ses quatre principales économies : l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne.

À cette fin, nous présentons une méthodologie qui permet d'estimer l'élasticité de l'activité à l'instrument de politique monétaire puis, partant de la séquence de taux d'intérêt depuis 1999, de déterminer la contribution de l'orientation de la politique monétaire sur le PIB des six grands pays ainsi que sur celui de la zone euro<sup>1</sup>. Cette approche permet également de prévoir l'impact de la politique monétaire sur la croissance à partir de l'évolution anticipée des taux d'intérêt. Comme la politique monétaire réagit à l'activité ainsi qu'à un ensemble d'autres variables économiques et financières, l'estimation de l'effet de la politique monétaire ne peut être effectuée en régressant directement le PIB sur l'instrument de politique monétaire. La mesure du multiplicateur nécessite dans un premier temps d'identifier des chocs de politique monétaire exogène pour la zone euro, le Royaume-Uni et les États-Unis. L'impact de la politique monétaire est ensuite mesuré par la méthode de projections locales proposée par Jordà (2005) qui consiste à estimer la fonction de réponse du PIB à différents horizons aux chocs précédemment identifiés. Partant des élasticités estimées, de l'évolution des taux directeurs et des mesures d'achat d'actifs, dont l'effet est traduit dans l'espace des taux d'intérêt, nous calculons ensuite la contribution de la politique monétaire à l'activité entre 1999 et 2020. L'analyse prospective de l'effet de la politique monétaire est soumise à la critique de Lucas (1976) relative à la stabilité des relations macroéconomiques dans le temps. Nous supposons cependant que les interdépendances que nous estimons sur les vingt

---

1. Voir Sampognaro (2018) pour une analyse équivalente sur la contribution de la politique budgétaire à l'activité depuis 2008.



dernières années ainsi que la fonction de réaction de la banque centrale seront les mêmes sur les deux ans à venir.

Notre analyse confirme que la politique monétaire a un effet significatif sur le PIB des six pays étudiés et sur celui de la zone euro dans son ensemble. Il ressort alors que l'ensemble des mesures prises par les banques centrales ont contribué à amortir le choc récessif et ont soutenu l'activité. L'impact de la politique monétaire est cependant hétérogène. Nos estimations suggèrent qu'il est notamment plus faible au Royaume-Uni et en France et plus important pour l'Italie et l'Espagne. Entre 2018 et 2020, la politique monétaire de la BCE continuerait à soutenir l'activité tandis qu'elle serait quasi-neutre aux États-Unis et au Royaume-Uni. Néanmoins, dans la zone euro, ce soutien diminuerait indiquant un moindre impact sur la croissance du PIB de l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne.

Cette étude est structurée de la manière suivante. Premièrement, nous procédons au calcul de l'effet causal et dynamique de la politique monétaire sur le PIB. Deuxièmement, sur la base de ce multiplicateur monétaire, nous calculons la contribution de la politique monétaire en fonction des impulsions monétaires passées et à venir.

## 1. Calcul du multiplicateur monétaire

La mesure des effets des décisions de politique monétaire (la modification du taux d'intérêt directeur de la banque centrale ou dans la période plus récente les achats d'actifs financiers) sur l'activité économique est captée par la relation suivante :

$$y_t = \alpha + \beta(L).i_t + \epsilon_t \quad (1)$$

où  $y_t$  représente le niveau d'activité et  $i_t$  l'instrument de politique monétaire. Le paramètre  $\beta(L)$  capture l'effet de la politique monétaire présente et passée.

L'estimation de l'équation (1) à l'aide de données mensuelles ou trimestrielles ne permet cependant pas de mesurer correctement le multiplicateur monétaire,  $\beta(L)$ , en raison d'interrelations simultanées et d'un potentiel biais de variables omises. Par exemple, une décision de politique monétaire pourrait en réalité être une réponse à la variation du prix des actifs plus tôt dans le mois ou le trimestre, en raison de l'effet de richesse des marchés boursiers sur les perspectives économiques ou en raison des informations que les primes de terme

et/ou de risque fournissent sur l'activité économique et l'inflation futures. On peut ainsi citer quelques exemples. Les informations sur la croissance économique sont susceptibles d'influencer les prévisions concernant les bénéfices et les dividendes des sociétés, donc la valorisation des actions. Les informations relatives au budget de l'État ou au compte courant auront une incidence sur les rendements obligataires. L'appétence au risque des investisseurs peut évoluer en fonction de la conjoncture économique. Alternativement, la décision de politique monétaire et la conjoncture pourraient réagir simultanément aux nouvelles macroéconomiques (capturées ici par  $\epsilon_t$ ) publiées plus tôt au cours de la période. Il faut également tenir compte du fait que les autorités monétaires déterminent l'orientation de la politique monétaire en fonction de leur anticipation de croissance. Ainsi, un choc de demande négatif – baisse des prix d'actifs par exemple – entraîne à la fois une baisse de l'activité et du taux d'intérêt directeur de la banque centrale, qui cherche à amortir le choc négatif et réagit par une politique monétaire plus expansionniste. L'estimation (noté  $\hat{\beta}$  du paramètre  $\beta$  est alors biaisée et sera sous-estimée. Elle ne capte qu'imparfaitement l'effet positif de la baisse du taux d'intérêt sur l'activité puisque celle-ci est également affectée par un choc négatif. Dans l'éventualité où la politique monétaire parviendrait à parfaitement stabiliser l'activité, il n'apparaîtrait aucune relation *ex post* entre l'instrument de politique monétaire et la variable ciblée alors même qu'elle a été entièrement efficace pour stabiliser le choc qui aurait entraîné une baisse du PIB si la banque centrale n'avait pas baissé son taux d'intérêt. Dit autrement,  $\hat{\beta} = 0$  alors que la théorie prévoit que  $\beta$  est significativement négatif. Dans tous les cas, l'hypothèse fondamentale de la régression (1) selon laquelle le terme résiduel ( $\epsilon_t$ ) est orthogonal à ( $i_t$ ) est violée, ce qui peut biaiser l'estimation de l'élasticité du PIB à l'instrument de politique monétaire.

La littérature économique a proposé plusieurs façons de prendre en compte, au moins partiellement, ces problèmes. Une première méthode consiste à estimer un modèle VAR (vectoriel auto-régressif) comprenant l'instrument de politique monétaire et les variables macroéconomiques pertinentes. La modélisation VAR permet d'identifier selon certaines hypothèses – issues généralement d'une décomposition de Cholesky – des chocs de politique monétaire. Le problème de cette approche est que les restrictions d'identification récursives généralement utilisées ne permettent pas d'intégrer des variables des marchés financiers. En effet, lorsque le modèle VAR

intègre au moins deux variables financières, il est difficile de faire l'hypothèse que l'une – le taux de change – est plus exogène que l'autre – par exemple les cours boursiers. De plus, cette méthode impose une faible structure sur la dynamique du modèle, ce qui nécessite un grand nombre d'observations pour estimer correctement tous les paramètres, mais une contrainte forte sur les restrictions permettant l'identification des chocs structurels. Cochrane et Piazzesi (2002) et Faust, Swanson et Wright (2004) suggèrent une procédure d'identification basée sur l'utilisation de données haute-fréquence pour lesquelles le risque de simultanéité et le biais de variables omises est considérablement réduit. Rigobon et Sack (2004) proposent eux une procédure d'identification basée sur l'hétéroscédasticité relevée sur les marchés financiers. L'inconvénient majeur de ces 2 méthodes est qu'elles ne permettent pas d'analyser l'effet de la politique monétaire sur des variables basse fréquence, mais uniquement haute fréquence, c'est-à-dire essentiellement la réaction des variables financières.

La méthode des variables instrumentales permet aussi en théorie de mesurer l'impact causal d'une variable sur une autre. Cependant, l'identification repose sur l'utilisation d'une troisième variable, l'instrument, qui doit être corrélé à la variable explicative et non-corrélé à la variable expliquée. Dans le cas de la politique monétaire, et du fait de l'interdépendance très forte entre le taux d'intérêt et le PIB, il n'existe pas de variable qui satisfasse cette double condition et puisse être utilisée pour un instrument satisfaisant. Cette méthode n'est donc quasiment jamais utilisée dans la littérature liée à la politique monétaire.

### 1.1. Estimation de chocs monétaires

L'approche que nous retenons ici relève d'une autre voie possible. L'approche semi-structurelle consiste à représenter la fonction de réaction de la banque centrale qui détermine le taux directeur et à isoler la composante non-prévisible (exogène) de la politique monétaire. Dit autrement, il s'agit d'enlever la contribution endogène de l'instrument de politique monétaire. Pour cela, il convient de s'assurer que les déterminants usuels des décisions de politique monétaire ont bien été pris en compte et d'en soustraire la contribution. Nous estimons pour cela l'équation suivante :

$$i_t = \theta + \rho \cdot i_{t-1} + \gamma \cdot X_t + \epsilon_t^{MP} \quad (2)$$

L'équation (2) intègre un retard de l'instrument de politique monétaire ainsi qu'un vecteur  $X_t$  comprenant, l'inflation et l'écart de

production, les anticipations d'inflation et de croissance des agents privés<sup>2</sup>, le prix du pétrole, un indicateur de stress financier et l'indice boursier de référence de la zone considérée. Le résidu  $\epsilon_t^{MP}$  est donc par construction la composante exogène de l'évolution de l'instrument de politique monétaire, orthogonale à la composante systématique qui reflète la réponse endogène de la politique monétaire à l'évolution des variables macroéconomiques et financières. L'objectif de cette estimation n'est pas d'estimer une relation parcimonieuse qui permettrait d'identifier les principaux déterminants de la fonction de réaction de la banque centrale. Il s'agit plutôt d'obtenir la meilleure prévision *in-sample* de l'instrument de politique monétaire en tenant compte de l'ensemble de l'information disponible de telle sorte que le résidu  $\epsilon_t^{MP}$  soit le moins prévisible possible. L'inclusion d'un retard répond à la logique de lissage des décisions de politique monétaire que les banquiers centraux mettent en place afin de ne pas surprendre trop fortement les marchés financiers. L'inclusion de l'inflation et de l'écart de production renvoie directement à la fois au mandat des banques centrales et à la théorie économique sous-jacente décrite par la règle de Taylor (1993). Les anticipations des agents privés permettent de prendre en compte trois aspects du processus de décision monétaire : les banquiers centraux ont tendance à réagir aux évolutions futures de l'état de l'économie et veulent répondre aux anticipations privées. Enfin, si l'ensemble d'informations dont dispose la banque centrale et les agents privés est différent, le choc monétaire,  $\epsilon_t^{MP}$ , estimé sur la seule base d'informations de la banque centrale pourrait s'avérer prévisible par les informations des agents privés, ce qui ne permettrait pas de résoudre le biais d'endogénéité décrit plus haut. Le prix du pétrole est un bon indicateur des tensions inflationnistes futures et permettent de prendre en compte l'inflation importée. Un indicateur de stress financier et l'indice boursier sont quant à eux utiles pour mesurer la réponse de la banque centrale à une crise financière. Dans le cas du Royaume-Uni, économie plus ouverte en comparaison des États-Unis et de la zone euro, le taux de change est aussi inclus dans le vecteur  $X_t$  afin de prendre en compte la réaction potentielle de la Banque d'Angleterre à cette variable.

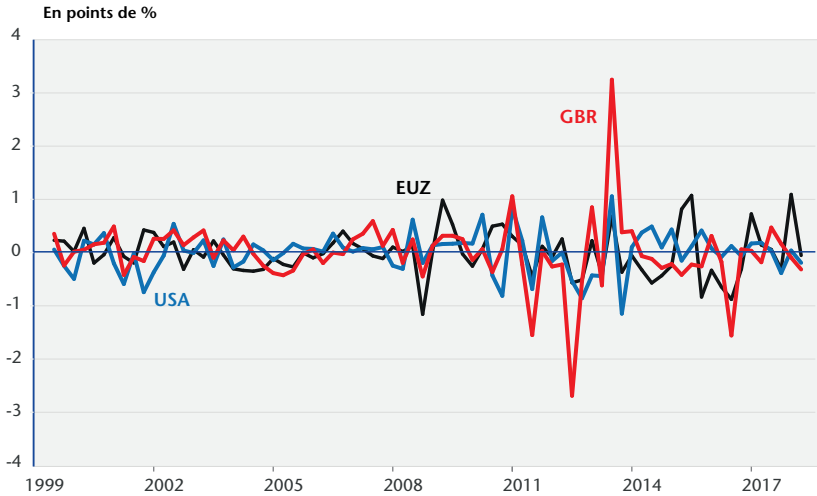
---

2. Données issues des *Survey of Professional Forecasters* pour les États-Unis et la zone euro. Pour le Royaume-Uni, les prévisions de croissance du PIB sont données par l'OBR (*Office for Budget Responsibility*) et celles d'inflation par le *World Economic Survey* de l'IFO.

L'équation est estimée pour les taux de la BCE, de la Réserve fédérale et de la Banque d'Angleterre entre janvier 1999 et août 2018. L'estimation couvre donc une période au cours de laquelle ces trois banques centrales ont été confrontées à la contrainte de taux zéro (ZLB) et ont mis en œuvre des mesures qualifiées de non conventionnelles, notamment des programmes d'achat d'actifs leur permettant d'influencer la partie longue de la courbe des taux. Le taux au jour le jour est donc un indicateur imparfait de l'orientation de la politique monétaire à partir de la fin 2008. Certaines mesures permettent cependant de calculer un taux implicite (*shadow*) de politique monétaire – dont la valeur peut alors être négative – tenant compte de ces mesures non conventionnelles. Le calcul de ces indicateurs s'appuie sur la structure par terme des taux d'intérêt. Nous utilisons ici le taux proposé par Krippner (2013) pour la zone euro, les États-Unis et le Royaume-Uni. Ces taux varient selon les flux nets d'achats d'actifs des banques centrales et reviennent donc vers zéro dès lors que la taille du bilan est stable. Ils sont égaux des taux *overnight* – taux des fonds fédéraux aux États-Unis, taux EONIA (*Euro overnight interest rate average*) en zone euro et taux SONIA (*Sterling overnight interest rate average*) au Royaume-Uni – une fois que les banques centrales augmentent à nouveau leur taux directeur. Nous construisons une série de taux couvrant à la fois les périodes de politique conventionnelle et non conventionnelle pour la Réserve fédérale, la BCE et la Banque d'Angleterre. Les chocs monétaires ( $\varepsilon_t^{MP}$ ) issus de ces estimations sont représentés sur le graphique 1. Un choc positif à une date ( $t$ ) reflète alors le fait que la politique monétaire a été plus restrictive que les conditions macroéconomiques le nécessitaient à cette date relativement à ce qui est suggéré par une fonction de réaction traduisant le comportement moyen du comité de politique monétaire sur l'ensemble de la période.

La démarche proposée suppose que les résidus de l'équation (2) représentés sur le graphique (1) satisfont certaines conditions et notamment que le choc monétaire est non prévisible, ou dit autrement indépendant d'autres variables ou chocs économiques. Nous évaluons en premier lieu si le choc monétaire est auto-corrélé et donc prévisible par ses valeurs passées. Pour la zone euro, les paramètres d'autocorrélation d'ordre 1 et 3 sont respectivement de 0,14 et -0,13. Pour les États-Unis et le Royaume-Uni, ces paramètres sont respectivement de -0,12 et -0,11, et de 0,06 et 0,12. Aucun de ces paramètres n'est significativement différent de zéro. Nous évaluons ensuite dans quelle mesure

Graphique 1. Chocs monétaires



Note : résidus de l'équation (2) estimée par la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO) sur l'échantillon 1999-2018. La mesure de politique monétaire est le taux implicite estimé par Krippner (2013). L'axe des ordonnées se lit donc en point de pourcentage.

Source : Estimation des auteurs.

les chocs monétaires sont prévisibles. Nous les régressons donc sur un ensemble de variables disponible à la période précédente. Cet ensemble comprend l'inflation, le taux de croissance du PIB, le PIB, les prévisions d'inflation et de croissance, le taux de politique monétaire, le prix du pétrole, un indicateur de stress financier, l'indice boursier et les taux obligataires souverains à 10 ans. La F-stat de ce modèle empirique nous renseigne sur le pouvoir prédictif de ces variables pour expliquer la variable indépendante. Dans notre cas, la p-value associée à cette la F-stat est de 0,67, 0,89 et 0,92 pour la zone euro, les États-Unis et le Royaume-Uni respectivement. Ces tests nous suggèrent que les chocs monétaires sont indépendants des variables considérées et peuvent être utilisés pour estimer l'effet causal de la politique monétaire.

Afin d'évaluer l'effet dynamique de la politique monétaire, Romer et Romer (2004) et Coibion (2012) suggèrent de substituer le choc monétaire statique par une mesure dynamique. Nous calculons donc la somme cumulée,  $\epsilon_t^{CMP}$ , des chocs monétaires depuis janvier 1999. Cette somme cumulée dépeint l'évolution de la composante exogène de l'outil de politique monétaire au cours du temps. Dit autrement, cette mesure cumulée retrace la dynamique du taux directeur (ou implicite après 2009) conditionnellement à ses fluctuations endogènes et au set d'information du comité de politique monétaire incluant les

variables macroéconomiques et financières intégrées dans l'équation (2). Dès lors que les propriétés de l'instrument qui permet l'identification, *i. e.* le choc monétaire, sont satisfaisantes, nous pouvons estimer l'équation (3) :

$$y_t = \alpha + \beta \cdot \epsilon_t^{MP} \quad (3)$$

où le choc monétaire  $\epsilon_t^{MP}$  est utilisé comme instrument pour mesurer l'effet causal de la politique monétaire, c'est-à-dire l'effet d'une hausse du taux de politique monétaire sur le PIB ( $y_t$ ). L'identification de l'effet de la politique monétaire se fait donc grâce à sa composante exogène. Dans une situation où l'instrument de politique monétaire réagirait exactement et uniquement aux évolutions macroéconomiques et financières et où le résidu  $\epsilon_t^{MP}$  serait nul, alors l'identification de l'effet causal de la politique monétaire serait impossible. Ce sont ces déviations inexplicables par les conditions macroéconomiques et financières qui permettent une mesure non-biaisée de l'effet de la politique monétaire. La littérature voit ces déviations comme des erreurs de politique monétaire ou comme des changements de préférences des banquiers centraux.

## 1.2. Calcul d'élasticités dynamiques

L'équation (3) permet l'estimation de l'effet contemporain de la politique monétaire sur le PIB. Cependant, la littérature a montré que la politique monétaire ne se transmet pas instantanément à l'économie réelle. Le délai de transmission au PIB se situe aux alentours de 18-24 mois (voir Bernanke et Blinder, 1992, ou Bernanke et Mihov, 1998). Deux méthodes, au moins, permettent de mesurer l'effet dynamique d'un choc économique : les modèles vectoriel autoregressif (VAR) et les projections locales proposées par Jordà (2005). L'avantage de la seconde méthode sur la première est qu'elle offre plus de flexibilité et nécessite un nombre de degrés de liberté plus faible. Elle est en outre plus robuste à une mauvaise spécification du modèle sous-jacent, parce qu'elle nécessite moins d'hypothèses sur les relations dynamiques entre les variables dépendante et indépendante. Elle est utilisée par Cloyne et Huertgen (2016) ou Tenreyro et Thwaites (2016), parmi d'autres, pour estimer l'effet dynamique de la politique monétaire<sup>3</sup>. La méthode de Jordà (2005) nécessite l'estimation d'une série de  $k$

3. Cette méthode est également largement utilisée pour mesurer l'impact de la politique budgétaire. Voir Owyang *et al.* (2013) ou Auerbach et Gorodnichenko (2013).

régressions pour chaque horizon, le coefficient estimé  $\beta_k$  représentant la réponse de la variable dépendante, le PIB ici, à l'horizon  $k$  à un choc exogène donné au moment  $t$ , le choc cumulé de politique monétaire  $\epsilon_t^{CMP}$  ici. L'équation (4) est donc estimée  $k$  fois, une pour chaque horizon  $k$ , comme suit :

$$y_{t+k} = \alpha_k + \beta_k \cdot \epsilon_t^{CMP} + \epsilon_{t+k} \quad (4)$$

L'hypothèse-clé de cette méthode est que le choc monétaire ainsi identifié n'intègre plus aucune information commune au PIB et au taux d'intérêt de sorte que la spécification ne nécessite pas de faire des hypothèses sur les autres relations macroéconomiques et/ou de prendre en compte les autres chocs affectant l'économie. Une alternative équivalente à l'équation (4) consisterait à identifier le modèle structurel du PIB comprenant ses déterminants : croissance potentielle augmentée des chocs budgétaires, variables financières, pétroliers, de change, etc. Cependant, l'omission de ces variables, pertinentes pour prévoir le PIB, n'affecterait l'estimation du paramètre  $\beta_k$  que si et seulement si le choc monétaire est corrélé avec le résidu  $\epsilon_{t+k}$ , c'est-à-dire si l'ensemble d'information utilisé dans l'équation (2) est incomplet. Si tel était le cas, les résidus de l'équation (4) seraient alors auto-corrélés. Le tableau 1 fournit les résultats des tests standards d'autocorrélation, hétéroscédasticité et normalité des résidus afin d'évaluer la pertinence de la spécification de l'équation (4).

Tableau 1. Tests sur les résidus de l'équation (4)

	EUZ	USA	GBR	DEU	FRA	ITA	ESP
Test de Durbin-Watson	2,01	2,02	2,01	1,95	1,99	2,01	2,05
Test de Breusch-Godfrey	0,32	0,39	0,91	0,63	0,91	0,72	0,23
Test de Breusch-Pagan	0,59	0,19	0,54	0,22	0,43	0,01	0,68
Test de Jarque-Bera	0,01	0,01	0,19	0,01	0,32	0,01	0,37

Note : Ce tableau montre la d-statistique sur la 1<sup>re</sup> ligne, puis les p-values pour différents tests de propriétés des résidus d'une équation MCO sur les lignes suivantes. Le statistique Durbin-Watson permet de tester l'auto-corrélation d'ordre 1, le test de Breusch-Godfrey l'auto-corrélation supérieur (ici, 3), le test de Breusch-Pagan l'hétéroscédasticité, et le test de Jarque-Bera la normalité de la distributions des résidus.

Source : calcul des auteurs.

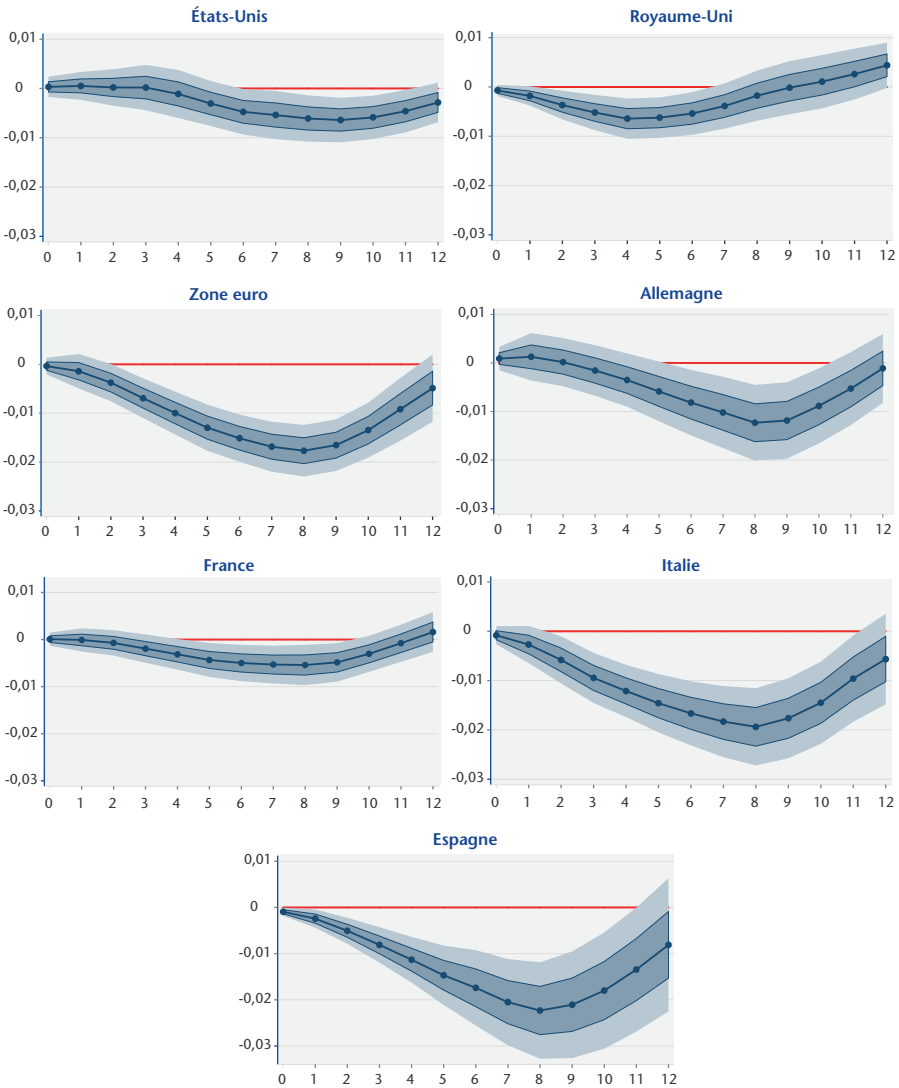
L'équation (4) est estimée en fréquence trimestrielle pour la zone euro, les États-Unis, le Royaume-Uni ainsi que pour les quatre grands pays de la zone euro : Allemagne, France, Italie et Espagne. Pour ces derniers, l'effet de la politique monétaire est capté par le choc monétaire estimé sur la zone euro. L'estimation de l'équation (4) intègre également des retards de la variable endogène et de l'instrument de



politique monétaire. Les élasticités ainsi obtenues sont représentées sur le graphique 2. Il ressort que les délais de transmission de la politique monétaire sont assez longs, conformément aux résultats habituellement mis en évidence dans la littérature. Les effets sont généralement significatifs deux trimestres après le choc au Royaume-Uni, dans la zone euro dans son ensemble et en Italie. Le délai pour que l'impact soit significatif est plus long aux États-Unis (6 trimestres), en Allemagne (5 trimestres) et en France (4 trimestres) mais plus court en Espagne puisque le coefficient est significatif un trimestre après le choc. Le pic est le plus souvent atteint deux ans après le choc sauf pour le Royaume-Uni où l'effet maximum est atteint après 4 trimestres. Les résultats indiquent également que les effets de la politique monétaire sont différents selon les pays en lien avec l'hétérogénéité des structures financières, des marchés du travail, du degré d'ouverture des économies, des rigidités nominales ou réelles, etc. L'effet de la politique monétaire serait notamment un peu plus fort en zone euro qu'aux États-Unis ou au Royaume-Uni. Il y a également une forte hétérogénéité au sein de la zone euro puisque l'impact de la politique monétaire de la BCE est plus important en Espagne et en Italie qu'en Allemagne et plus encore qu'en France. Enfin, pour les différents pays ou zones, l'impact de la politique monétaire devient nul après 11 à 12 trimestres.

Ces multiplicateurs nous permettent d'analyser l'impact d'une hausse d'un point de pourcentage du taux d'intérêt sur le PIB. En supposant que cette hausse intervient au premier trimestre de l'année (t) puis que le taux d'intérêt retourne vers zéro à raison d'une baisse d'un quart de point du taux à chaque trimestre, le PIB diminue de 0,01 point en (t+1) puis de 0,02 point en (t+2) aux États-Unis. L'effet est encore négatif en (t+3) puis nul la quatrième année suivant le choc. L'impact est plus faible au Royaume-Uni avec un pic - 0,01 point en (t+1) et (t+2) mais plus important en zone euro. La baisse du PIB est de 0,01 point dès l'année du choc puis atteint 0,03 point (t+1) et (t+2). La réponse est plus forte en Italie et en Espagne où elle atteint respectivement 0,04 et 0,05 point en (t+2) contre -0,02 point pour l'Allemagne et -0,01 point en France. Le graphique en annexe montre les fonctions de réponse du PIB lorsque les chocs sont déterminés à partir du taux implicite estimé par Wu et Xia (2016). Alors que ces taux implicites sont assez différents de ceux de Krippner (2013), les paramètres estimés du multiplicateur monétaire sont proches. Ces résultats annexes suggèrent que les réponses du PIB à la politique monétaire présentées dans le graphique 2 sont robustes.

Graphique 2. Effet de la politique monétaire sur le PIB

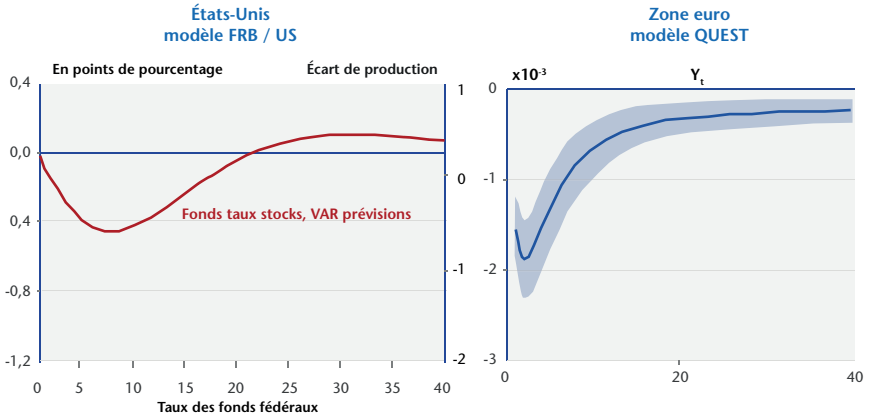


Note : fonctions de réponse estimées sur la base de l'équation (4) jusque k = 12 trimestres. Chaque point représente la réponse du PIB dans chaque pays à l'horizon k après un choc d'un point de taux d'intérêt, avec des intervalles de confiance à 68 et 95 %. L'axe des abscisses est en trimestre, l'axe des ordonnées se lit en écart en % au compte central. Source : Estimations des auteurs.

Les élasticités estimées suggèrent des délais de transmission assez lents de la politique monétaire avec un creux pour la réponse du PIB autour du 8<sup>e</sup> trimestre après le choc. L'effet maximum serait obtenu plus tôt au Royaume-Uni : après 4 trimestres. Le signe et la dynamique de la fonction de réponse du PIB de la zone euro et des États-Unis sont

assez similaires à ceux obtenus à partir des modèles QUEST<sup>4</sup> et FRB / US<sup>5</sup>. Aux États-Unis, un choc d'un point de pourcentage sur le taux des fonds fédéraux a un effet négatif immédiat qui atteint son maximum autour du 8<sup>e</sup> trimestre après le choc (graphique 3).

Graphique 3. La réponse de l'activité économique à un choc restrictif de politique monétaire



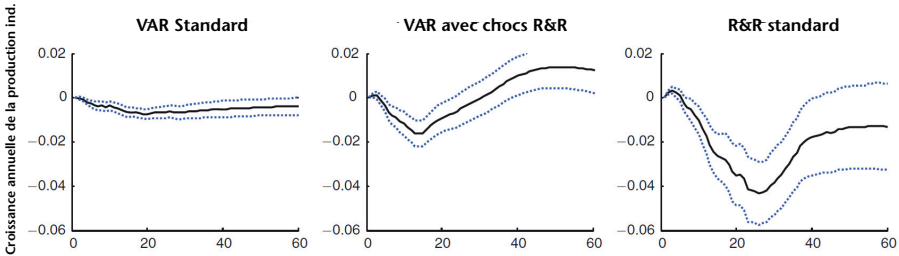
Source : modèles FRB/US et QUEST. Pour les États-Unis, le choc simulé est une hausse d'un point sur le taux des fonds fédéraux. Le taux revient vers 0 au bout de 2 ans et baisse ensuite pendant quelques trimestres. Pour la zone euro, le choc correspond à une hausse transitoire d'un point du taux d'intérêt nominal.

Coibion (2012) trouve une réponse d'ampleur similaire (graphique 4). La taille des multiplicateurs ne peut être directement comparée dans la mesure où les chocs simulés ne sont pas forcément identiques, ce qui peut induire des effets différents. Pour la zone euro, l'estimation *via* le modèle QUEST suggère une réponse plus rapide de l'activité au choc monétaire avec un creux qui serait atteint dès les premiers trimestres (graphique 3). Sur la base de données mensuelles, le creux de la réponse du PIB à un choc de restrictif de politique monétaire au Royaume-Uni est également plus rapide selon les estimations de Cloyne et Hurtgen (2016). Il reste que dans tous les cas, la réponse du PIB est en forme de U.

4. Il s'agit d'un modèle macroéconomique de type DSGE (*Dynamic Stochastic General Equilibrium*) utilisé par la Commission européenne pour analyser les effets des politiques macroéconomiques.

5. Le modèle FRB / US est un modèle d'équilibre général estimé pour l'économie américaine utilisé par la Réserve fédérale des États-Unis. Ce modèle permet d'analyser l'effet des politiques monétaire et budgétaire.

Graphique 4. Effet de la politique monétaire sur le PIB avec différentes méthodes d'identification



Note : le trait noir et plein représente la réponse du PIB à une hausse de 1 point de pourcentage du taux directeur aux États-Unis sur 60 trimestres. L'intervalle de confiance, en bleu, représente 1 écart-type (soit un intervalle de confiance à 68%). Sur les 2 premiers graphiques, le trait en pointillé représente la réponse du PIB à une séquence de chocs qui reproduirait la réponse du PIB dans le 3<sup>e</sup> graphique. R&R fait référence à Romer et Romer (2004).

Source : Coibion (2012).

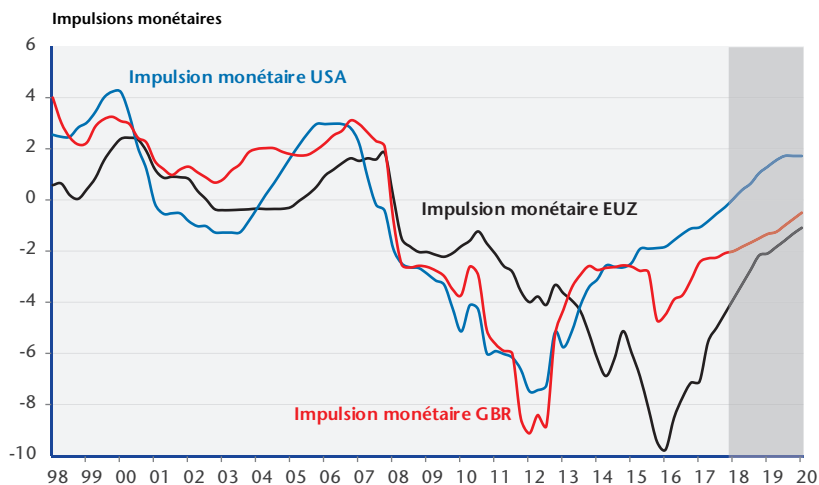
## 2. Contribution de la politique monétaire au PIB

Partant des estimations des multiplicateurs monétaires et de la séquence de taux d'intérêt observée depuis une date donnée, il est possible de calculer la contribution de la politique monétaire à l'activité de la façon suivante :

$$y_t^{MP} = \beta_k \cdot (i_{t-k} - i_{t-k}^*) \quad (5)$$

où  $y_t^{MP}$  reflète l'effet sur le PIB à la date ( $t$ ) qui s'explique par l'évolution de l'écart entre le taux d'intérêt et un taux d'équilibre à chaque date ( $t - k$ ) où  $k = 0, 1, \dots, 12$ . L'effet estimé s'interprète comme l'écart du PIB relativement à un scénario central sans changement de l'orientation de la politique monétaire. On suppose d'abord que le taux d'équilibre – qui peut être défini comme le taux d'intérêt naturel – est constant et calculé comme la moyenne du taux d'intérêt souverain à deux ans sur l'ensemble de la période considérée dans cette étude. Pour les quatre pays de la zone euro, on suppose que ce taux est identique et correspond au taux d'intérêt à deux ans moyen de la zone euro où il s'élève à 2,4 %, contre 2,3 % aux États-Unis et 2,75 % au Royaume-Uni. Ainsi, dès lors que le taux de politique monétaire – taux directeur ou taux implicite – est supérieur (respectivement inférieur) à ce taux d'équilibre, la politique monétaire contribue négativement (respectivement positivement) au PIB. Le graphique 5 montre l'évolution de l'impulsion monétaire dans les 3 zones considérées sur notre échantillon et en prévision jusque décembre 2020. Nous analysons la sensibilité de nos résultats à cette hypothèse de calcul du taux d'équilibre dans la section suivante.

Graphique 5. Écart du taux de politique monétaire au taux d'intérêt neutre



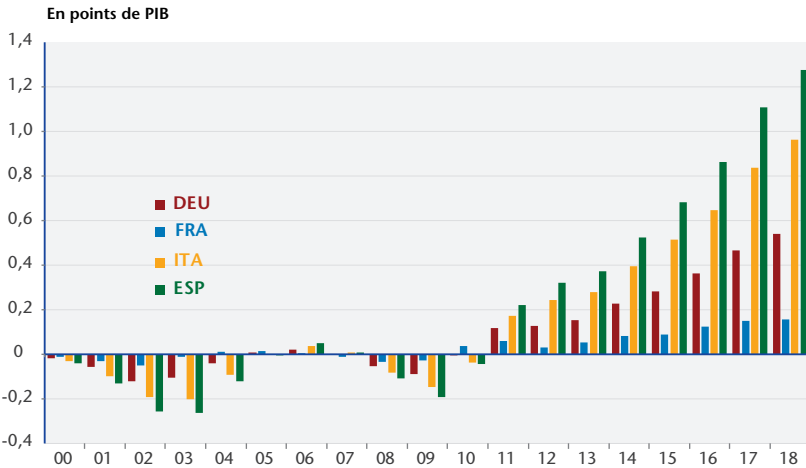
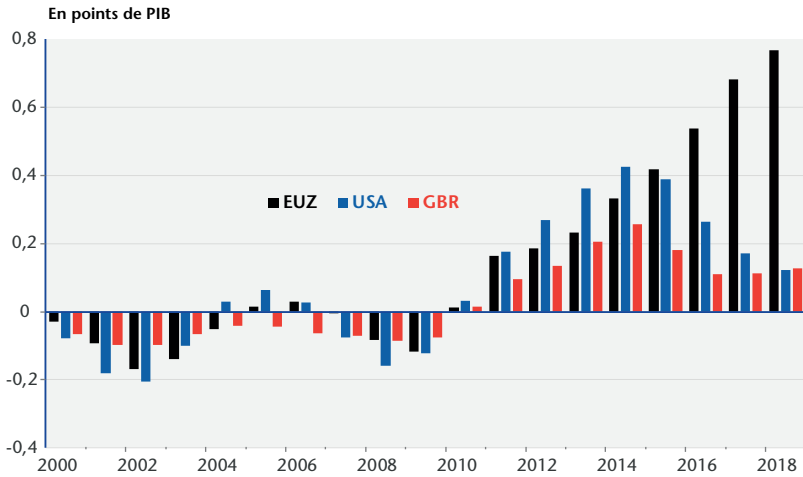
Note : L'impulsion monétaire est calculée dans chaque zone comme la différence entre le taux de politique monétaire (taux implicite) et le taux d'intérêt neutre. La zone grisée représente la prévision des impulsions monétaires pour les 2 prochaines années.

Source : Calculs des auteurs.

Le calcul de ces contributions depuis 1999 indique globalement une contribution négative de la politique monétaire sur le PIB entre 1999 et 2009 pour la zone euro, les États-Unis et le Royaume-Uni (graphique 6). On note cependant des effets positifs de la politique monétaire en 2005 et 2006 liés à l'orientation faiblement expansionniste – au regard du taux d'équilibre – de la politique monétaire entre septembre 2003 et mars 2006 pour la zone euro et entre décembre 2001 et décembre 2004 aux États-Unis. Après 2010, l'effet devient positif en lien avec la forte baisse des taux directeurs des banques centrales puis leur politique d'achats de titres. Aux États-Unis, cet effet a atteint un pic en 2014 avec une contribution positive de 0,4 point. On note qu'entre 2010 et 2014, la contribution de la politique monétaire au PIB est plus favorable aux États-Unis que dans la zone euro. Ceci résulte principalement d'une orientation plus expansionniste de la politique monétaire de la Réserve fédérale qui a entrepris, plus tôt que la BCE, une politique d'achat d'actifs. Le programme d'assouplissement quantitatif démarrant plus tard en zone euro, on a des effets de la politique monétaire qui tendent à s'amplifier entre 2015 et 2018, ce qui coïncide également avec la dynamique de reprise enclenchée au cours de cette période<sup>6</sup>.

6. Sur la période 2011-2014, la politique monétaire contribue positivement au PIB si bien que la récession s'explique par d'autres chocs et notamment par les effets des politiques de consolidation budgétaire. Voir Sampognaro (2018).

Graphique 6. Contribution de la politique monétaire au PIB



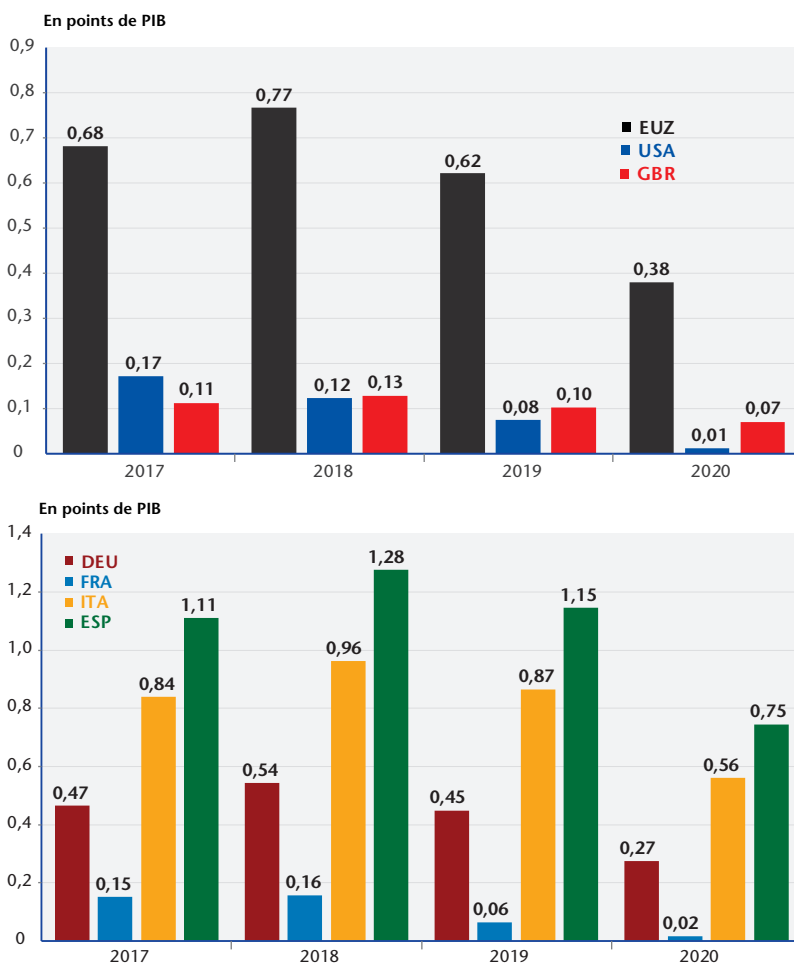
Note : calcul réalisé avec l'équation (5) et basée sur le multiplicateur monétaire estimé avec l'équation (4).  
 Source : Calculs des auteurs.

Au sein de la zone euro, on retrouve logiquement la hiérarchie mise en évidence par les multiplicateurs. L'impact de la politique monétaire de la BCE depuis a été plus expansionniste en Espagne et en Italie qu'en Allemagne et en France. Pour 2018, cet impact positif serait de plus de 1,2 point de PIB en Espagne, un peu moins de 1 point en Italie contre 0,5 en Allemagne et à peine de 0,2 en France.

Il est également possible de déterminer comment la politique monétaire devrait influencer le PIB à l'horizon 2020 en intégrant le scénario de politique monétaire prévu pour la BCE, les États-Unis et le

Royaume-Uni<sup>7</sup>. L'effet positif de la politique monétaire en zone euro aurait alors atteint un pic en 2018 et s'atténuerait ensuite en lien avec la normalisation anticipée de la politique monétaire de la BCE (graphique 7). L'effet resterait plus important en Espagne et en Italie relativement à l'Allemagne ; il serait nul en 2020 pour la France. Aux États-Unis, la politique monétaire cesserait de soutenir l'activité à l'horizon 2020.

Graphique 7. Contribution de la politique monétaire au PIB en prévision

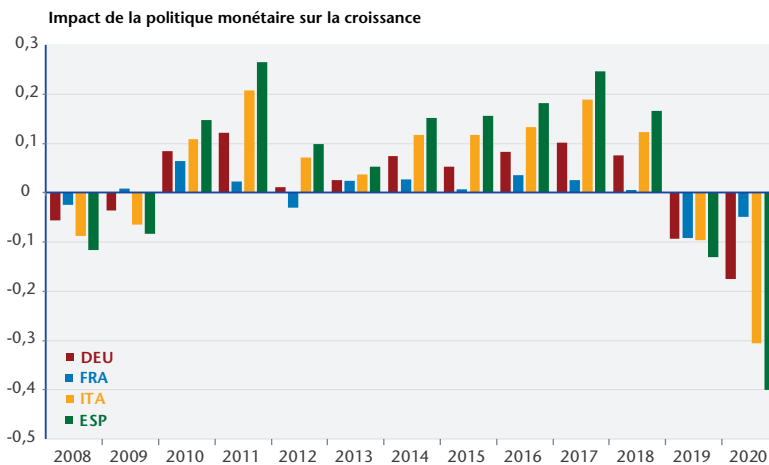
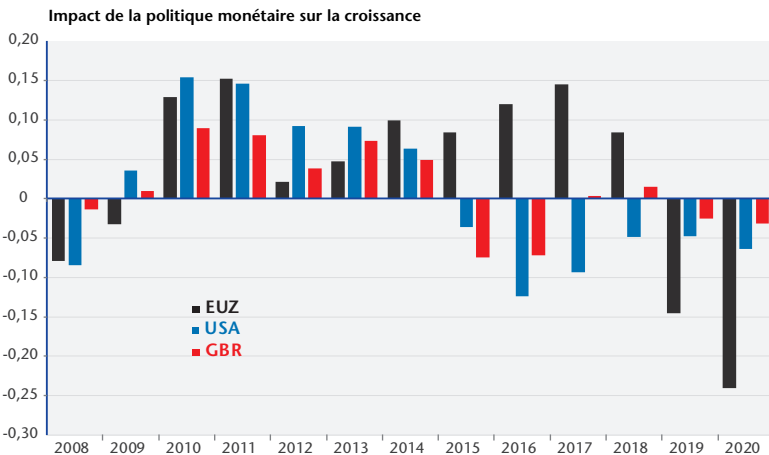


Note : calcul réalisé avec l'équation (5) et basée sur le multiplicateur monétaire estimé avec l'équation (4).  
 Source : Calculs des auteurs.

7. Voir la partie OFCE (2018) : « Politiques monétaires : concordance des cycles » pour plus de détails.

De fait, la réduction de la contribution positive de la politique monétaire à l'activité indique que l'effet sur le taux de croissance deviendrait négatif. En effet, l'impact courant sur le PIB dépend directement de l'inclinaison de la politique monétaire<sup>8</sup>. Il est positif dès l'instant que le taux de politique monétaire est inférieur au taux d'équilibre. Mais si la politique monétaire devient moins expansionniste, le soutien à l'activité s'atténue et donc l'effet sur la croissance devient négatif. Dit autrement, la normalisation de la politique monétaire tend à réduire la croissance relativement à un scénario à politique monétaire inchangée. Pour la zone euro, l'effet sur la croissance serait encore positif en 2018 : de

Graphique 8. Contribution de la politique monétaire à la croissance



Note : calcul réalisé avec l'équation (5) et basée sur le multiplicateur monétaire estimé avec l'équation (4).  
 Source : Calculs des auteurs.

8. L'impact total dépend quant à lui également de la politique monétaire passée.



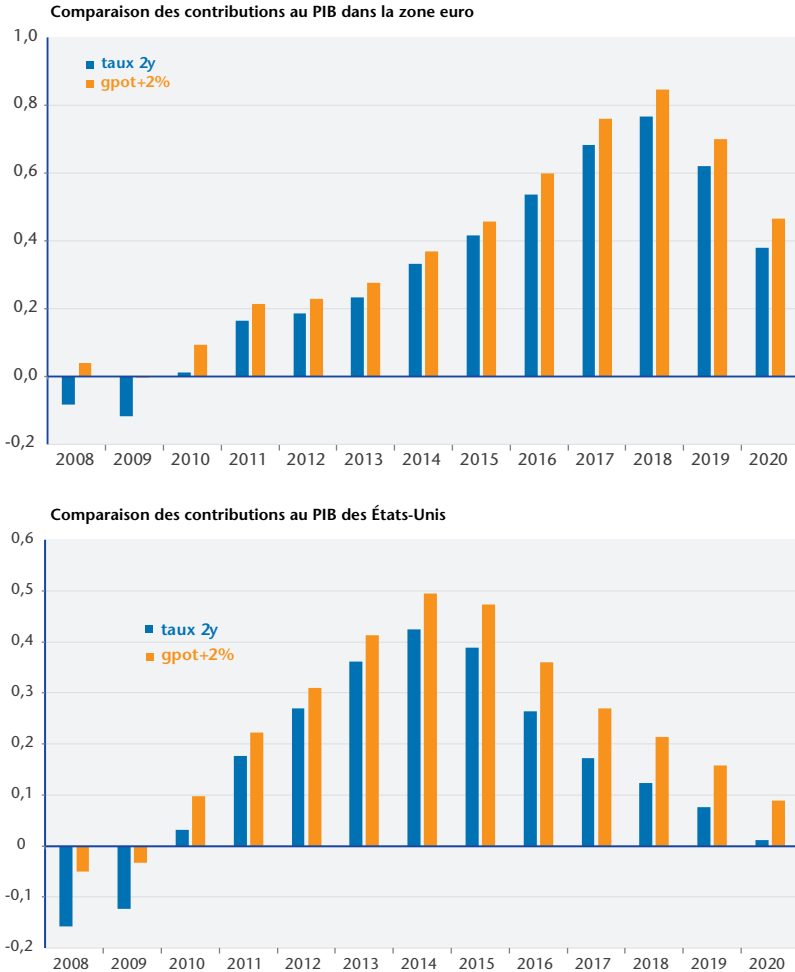
l'ordre de 0,1 point de PIB puis négatif en 2019 et 2020 de -0,15 point et -0,25 respectivement (graphique 8). Dit autrement, alors que la politique monétaire permettait de maintenir une croissance supérieure à son rythme potentiel en 2018, ça ne serait plus le cas en 2019 et 2020 même si la politique monétaire continue à soutenir l'activité. Au sein de la zone euro, la contribution de la politique monétaire à la croissance serait positive en 2018 uniquement en Allemagne (+0,07 point), en Italie (+0,12 point) et en Espagne (+0,17 point) puis négative les deux années suivantes avec un effet qui atteindrait -0,4 point de croissance en 2020 en Espagne et 0,3 point en Italie. Aux États-Unis, l'impact sur le taux de croissance est négatif depuis 2015 en lien avec une normalisation de la politique monétaire qui a débuté plus tôt. Depuis 2014, l'écart au taux d'équilibre a diminué et serait positif depuis mars 2016, après la décision de la Réserve fédérale de remonter le taux directeur en décembre 2015. Sur la période 2018-2020, l'effet négatif en termes de taux de croissance serait en moyenne de -0,05 point chaque année.

### 3. Limites

L'analyse de la contribution de la politique monétaire dépend non seulement de l'estimation des paramètres  $\beta_k$  mais aussi de l'inclination plus ou moins restrictive de la politique monétaire et donc de l'hypothèse réalisée sur le taux nominal neutre de politique monétaire. De fait, cette variable est inobservée et la politique monétaire se durcira donc d'autant plus rapidement que le taux neutre est supposé faible. Ce taux est généralement en lien avec la croissance tendancielle des économies. Néanmoins, des estimations récentes suggèrent qu'il serait plus faible non seulement en lien avec une réduction de la croissance tendancielle du PIB mais aussi en raison d'autres facteurs et notamment de la demande d'actifs de réserve. Nous comparons les contributions de la politique monétaire au PIB de la zone euro et des États-Unis obtenues précédemment avec celles obtenues sous l'hypothèse d'un taux neutre qui serait égal au taux de croissance potentiel – calculé par l'OCDE – auquel on ajoute la cible d'inflation de 2 %.

Les résultats suggèrent certes des effets plus importants de la politique monétaire sur le PIB dans ce deuxième cas, ce qui s'explique par des taux neutres plus élevés et donc une orientation de la politique monétaire plus expansionniste sur la période 2009-2018 (graphique 9). Avec une hypothèse de taux directeur à 4 % aux États-Unis en 2020, l'orientation de la politique serait quasi neutre dans le cas d'un taux

Graphique 9. Contribution de la politique monétaire en fonction de l'hypothèse de taux neutre



Note : calcul réalisé avec l'équation (5) et basée sur le multiplicateur monétaire estimé avec l'équation (4).

Source : Calculs des auteurs.

neutre égal au potentiel de croissance +2 %. Pour autant, les différences d'impact sont relativement modestes. Surtout, dans la mesure où les estimations de croissance potentielle sont relativement inertes, les effets sur le taux de croissance du PIB sont quasiment identiques quelle que soit l'hypothèse retenue pour le taux neutre.

Par ailleurs, nous avons fait l'hypothèse que l'effet des politiques monétaires non conventionnelles, mesurées en point de taux d'intérêt, est identique à celui de la politique standard de taux d'intérêt. Cette

hypothèse est cohérente avec l'indicateur de taux implicite censé traduire dans l'espace des taux de très court terme l'effet de l'ensemble des mesures non conventionnelles mais pourrait cependant être invalidée par les données. L'effet des chocs de politique monétaire pourrait également dépendre de la position des pays dans le cycle économique. Enfin, pour la zone euro, les chocs sont estimés sur l'ensemble de la zone et non pour chaque pays considéré individuellement. Dans ces conditions, les paramètres  $\beta_k$  par pays reflètent à la fois l'hétérogénéité de la transmission de la politique monétaire commune mais aussi le fait qu'un choc monétaire agrégé n'est pas forcément un choc monétaire propre au pays.

#### 4. Conclusion

Cet article décrit une méthode qui permet d'évaluer la contribution de la politique monétaire à l'activité économique depuis 1999. L'estimation des multiplicateurs indique un effet significatif de la politique monétaire dans les six pays avancés et confirme des délais de transmission assez long de la politique monétaire. L'effet d'une hausse des taux d'intérêt semble plus important dans la zone euro qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni. Il y a cependant une forte hétérogénéité entre les quatre plus grands pays de la zone euro, avec un effet de la politique monétaire qui serait plus important en Espagne et en Italie et plus faible en Allemagne et surtout en France.

Partant de la séquence de taux d'intérêt observée depuis 1999, nous calculons la contribution de la politique monétaire à l'activité. Il ressort que l'orientation de la politique monétaire de la BCE, de la Réserve fédérale et de la Banque d'Angleterre a globalement pesé sur l'activité entre 1999 et 2008 même s'il y a eu un soutien à la croissance entre 2002 et 2005. Depuis 2008, le maintien du taux d'intérêt à un niveau proche de 0 % et la mise en œuvre de mesures non conventionnelles ont permis de soutenir l'activité et d'amortir le choc de la Grande Récession. Avec la normalisation de la politique entreprise à partir de 2015 aux États-Unis et probablement en 2019 dans la zone euro, le soutien devrait s'atténuer et la croissance pourrait être négativement impactée à l'horizon 2020 dans les six pays avancés.

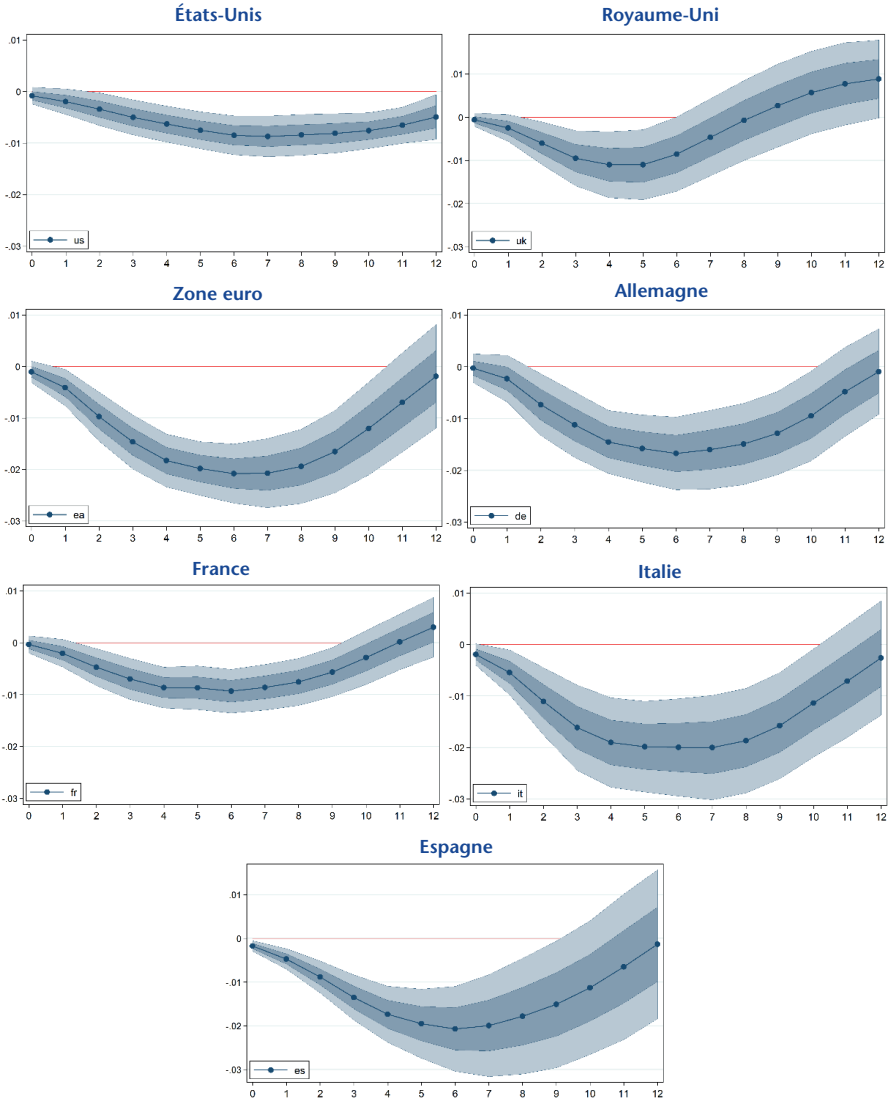
## Références

- Auerbach A. et Y. Gorodnichenko, 2013, « Fiscal multipliers in recession and expansion », in *Fiscal policy after the financial crisis*, Chicago, University of Chicago press, pp. 63-98.
- Bernanke B. et A. Blinder, 1992, « The Federal Funds Rate and the channels of monetary transmission », *American Economic Review*, 82(4), pp. 901-921.
- Bernanke B. et I. Mihov, 1998, « Measuring monetary policy », *Quarterly Journal of Economics*, 113(3), pp. 869-902.
- Cloyne J. et P. Hürtgen, 2016, « The macroeconomic effects of monetary policy: a new measure for the United Kingdom », *American Economic Journal: Macroeconomics*, 8(4), pp. 75-102.
- Cochrane J. et M. Piazzesi, 2002, « The fed and interest rates-a high-frequency identification », *American Economic Review*, 92(2), pp. 90-95.
- Coibion O., 2012, « Are the effects of monetary policy shocks big or small? », *American Economic Journal: Macroeconomics*, 4(2), pp. 1-32.
- Faust J., E. Swanson et J. Wright, 2004, « Identifying VARs based on high frequency futures data », *Journal of Monetary Economics*, 51(6), pp. 1107-1131.
- Jordà Ò., 2005, « Estimation and inference of impulse responses by local projections », *American Economic Review*, 95(1), pp. 161-182.
- Krippner L., 2013, « Measuring the stance of monetary policy in zero lower bound environments », *Economics Letters*, 118(1), pp. 135-138.
- Lucas R., 1976, « Econometric policy evaluation: A critique », in K. Brunner et AH Meltzer, *The Phillips curve and labour markets*.
- OFCE, 2018, « Politiques monétaires : concordance des cycles », in Perspectives 2018-2020 pour l'économie mondiale, *Revue de l'OFCE*, n° 159.
- Owyang M., V. Ramey et S. Zubairy, 2013, « Are government spending multipliers greater during periods of slack? », *American Economic Review*, 103(3), pp. 129-34.
- Rigobon R. et B. Sack, 2004, « The impact of monetary policy on asset prices », *Journal of Monetary Economics*, 51(8), pp. 1553-1575.
- Romer C. et D. Romer, 2004, « A new measure of monetary shocks: Derivation and implications », *American Economic Review*, 94(4), 1055-1084.
- Sampognaro R. (2018). « Les effets de la politique budgétaire depuis 2008 dans six économies avancées », *Revue de l'OFCE*, n° 155.
- Taylor J., 1993, « Discretion versus policy rules in practice », In *Carnegie-Rochester conference series on public policy*, 39, pp. 195-214. North-Holland.

- Tenreiro S. et G. Thwaites, 2016, « Pushing on a string: US monetary policy is less powerful in recessions », *American Economic Journal: Macroeconomics*, 8(4), pp. 43-74.
- Wu J. et F. Xia, 2016, « Measuring the macroeconomic impact of monetary policy at the zero lower bound », *Journal of Money, Credit and Banking*, 48(2-3), pp. 253-291.

# ANNEXE

## Effet de la politique monétaire sur le PIB, sur la base du taux implicite estimé par Wu et Xia (2016)



Note : fonctions de réponse estimées sur la base de l'équation (4) jusque k = 12 trimestres. Chaque point représente la réponse du PIB dans chaque pays à l'horizon k après un choc d'un point de taux d'intérêt, avec des intervalles de confiance à 68 et 95 %. L'axe des abscisses est en trimestre, l'axe des ordonnées se lit en écart en % au compte central. Source : calculs des auteurs.

# DÉBAT SUR LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES À COURT TERME DU 21 NOVEMBRE 2018

Participants au débat :

**François Cabau** : *Économiste Europe Senior, BARCLAYS*

**Olivier Vigna** : *Directeur des études économiques d'HSBC France  
Chef économiste France du groupe HSBC*

**Éric Heyer, Mathieu Plane, Xavier Ragot, Christine Riffart** : *OFCE*

## Monde

**Xavier Ragot** : Nous avons l'habitude de commencer le débat par une discussion sur la conjoncture au niveau mondial, avec quelques questions précises : Quel est l'impact de la politique budgétaire aux États-Unis ? Y-a-t-il un risque de krach boursier aux États-Unis ? Quelles peuvent être les conséquences de la guerre commerciale ? et enfin les tensions financières dans les pays émergents augurent-elles une nouvelle crise ?

**François Cabau** : Nous avons globalement un chiffre similaire à celui de l'OFCE en ce qui concerne les prévisions d'activité mondiale mais notre analyse englobe beaucoup d'incertitudes : la *mispricing* (par rapport aux anticipations du marché) des hausses de taux de la Fed, la guerre commerciale, les vulnérabilités internes à la Chine et aux autres pays émergents, le Brexit, l'Italie. Sur la politique budgétaire aux États-Unis, la bonne nouvelle est la prolongation du cycle ; il ne s'agit pas tant d'une accélération de l'économie américaine mais un cycle qui s'allonge, ce qui est un facteur rassurant du point de vue des marchés financiers. Nous constatons néanmoins un ralentissement de l'investissement, ce qui suggère donc qu'il n'y a pas d'accélération de la croissance potentielle. La Fed a continué son resserrement monétaire, se rapprochant en cette fin d'année de niveaux de taux de moins en moins accommodants pour l'économie. Et de là, on peut craindre un

choc qui viendrait de l'économie américaine en interne, de l'appréciation du dollar qui aurait un impact sur les pays émergents et/ou d'une matérialisation des risques mentionnés précédemment. Nous sommes dans une zone d'incertitude très élevée qui nous rend prudents quant aux perspectives pour 2019.

**Olivier Vigna** : Sur les États-Unis, nous pensons que nous sommes aujourd'hui en phase de décélération, du fait aussi de l'impact de la réforme fiscale de fin 2017. Nous prévoyons en effet 2,9 % pour la croissance du PIB américain en 2018, 2,5 % en 2019 et 1,8 % en 2020, pour un potentiel de croissance estimé à environ 2 %. Le marché du travail est pourtant toujours robuste ce qui est rassurant, et le taux de chômage pourrait baisser encore l'an prochain, mais au prix de déséquilibres de plus en plus patents : le déficit public approcherait selon nous les 5 points de PIB en 2020 et le déficit courant les 3 points de PIB à cet horizon. Or, on n'a rarement vu un tel déficit public avec un chômage aussi bas depuis des décennies. Cette réforme fiscale est donc largement pro-cyclique, d'autant qu'elle est concentrée pour une bonne part sur les trois premières années de sa mise en place.

Mais si l'on regarde le marché de l'immobilier, on voit des signes de ralentissement, notamment des ventes de logements ou des demandes de prêts immobiliers. Cependant, les principaux risques venant des États-Unis sont davantage liés à la montée du protectionnisme. En octobre, les salaires horaires ont augmenté de 3,1 % sur un an, signe que l'on ne voit pas de dérapage salarial à ce stade. Nous prévoyons même une baisse des taux de la Fed fin 2020, car à ce moment-là, elle pourrait souhaiter utiliser ses marges de manœuvre pour amortir l'impact du ralentissement économique. Il est vrai que nous pourrions connaître le plus long cycle de toute l'histoire de l'économie américaine, le cycle actuel ayant commencé mi-2009 selon le NBER.

Pour résumer, on ne voit donc pas de récession poindre aux États-Unis compte tenu de ce bon triptyque qui a soutenu pour l'instant la croissance américaine : une Fed qui a augmenté la taille de son bilan et le contracte désormais prudemment, un marché du travail très robuste et un marché boursier qui jusque-là contribue à tirer la confiance des ménages. Au total, tous ces éléments réunis laissent aujourd'hui entrevoir rien de plus qu'un ralentissement économique.



**Éric Heyer** : Quelle est votre hypothèse d'impulsion budgétaire aux États-Unis en 2020 ? La politique budgétaire est-elle une des raisons qui explique ce ralentissement ?

**Olivier Vigna** : Nous prévoyons un déficit public qui devrait se creuser aux États-Unis, avec à la fois un ralentissement de l'investissement des entreprises, un tassement de la consommation des ménages et une décélération du PIB.

Pour revenir sur l'impact du protectionnisme, il pourrait se traduire par moins de pouvoir d'achat pour les ménages et davantage d'incertitudes pour les entreprises, donc un report de certaines décisions d'investissement, ce qui pourrait également inciter la Fed à être beaucoup plus prudente et à tenir compte du risque d'inflation importée. Nous anticipons toutefois un dollar plus fort par rapport à la plupart des autres devises, du fait du différentiel de taux courts favorable au dollar, plus rémunérateur.

Pour la parité euro-dollar en particulier, nous prévoyons 1,10 fin 2019. Trois variables peuvent en principe influencer le change : les variables politiques (la volonté exprimée par certains dirigeants d'influencer la parité de leur devise), les variables structurelles (du type déficits jumeaux aux États-Unis) et les variables cycliques (le différentiel de taux courts), ces dernières nous paraissant aujourd'hui particulièrement pertinentes pour anticiper une appréciation du dollar. Même si l'on était dans un scénario de récession mondiale, le dollar pourrait se renforcer face aux principales devises en tant que valeur refuge. Le seul scénario pouvant se traduire par un dollar plus faible serait le cas où la Fed cesserait de remonter ses taux et où les autres banques centrales les remonteraient, ce que nous ne prévoyons pas aujourd'hui.

**François Cabau** : Un fait marquant de cette fin d'année est le très faible *pricing* de hausses de taux supplémentaires de la Fed en 2019. Le fond de notre inquiétude est l'effet ciseau qui se met en place entre les taux qui augmentent graduellement et qui durcissent les conditions financières et en même temps une impulsion budgétaire qui devrait diminuer et permettre à l'économie de retrouver son rythme potentiel un peu en dessous de 2 %. Pour 2019, nous nous attendons à un marché de l'emploi dynamique, qui est la condition nécessaire et suffisante pour éviter une récession.

**Olivier Vigna** : Notre prévision de taux longs américains est inférieure à celle du consensus, puisque nous tablons sur un taux américain à 10 ans à 2,50 % fin 2019. Nos analyses montrent en effet que l'infla-

tion devrait rester basse dans la plupart des zones, ces prochaines années : ainsi, la globalisation continue de peser sur les marges des entreprises, la productivité est faible, les marchés du travail segmentés, et les salariés intériorisent la faiblesse de l'inflation, ils affichent donc des revendications salariales moins dynamiques qu'auparavant, d'où une auto-réalisation d'anticipations de faible inflation. Certes, la divergence États-Unis/Allemagne sur les taux à 2 ans est spectaculaire aujourd'hui, mais partout les taux longs ont été orientés à la baisse depuis de nombreuses années.

**Éric Heyer** : Votre croissance potentielle est prévue autour de 2 %, de même que l'inflation, comment alors expliquer une telle baisse des taux longs ?

**Olivier Vigna** : Les incertitudes sur la soutenabilité de la politique budgétaire américaine pourraient en théorie faire remonter les taux longs, d'autant qu'avec une Chambre des représentants à majorité démocrate, on pourrait avoir davantage de dépenses en matière d'infrastructures, mais nous ne prévoyons pas de hausse des taux longs de façon durable.

**Xavier Ragot** : C'est une très bonne nouvelle pour les finances publiques avec 4 % de croissance nominale et des taux si bas, c'est excellent pour le coût de financement de la dette.

**Olivier Vigna** : Pour être précis, nous voyons le déficit public américain avoisiner -5,0 % du PIB en 2020, après -4,7 % en 2019 et -3,8 % en 2018. On estime le potentiel de croissance à environ 2 % aux États-Unis.

**Xavier Ragot** : Une question sur les risques de krach boursier si les taux sont bas, pouvez-vous identifier les fragilités financières de l'économie américaine dans les deux ans à venir ?

**Olivier Vigna** : Notre scénario sur les fragilités de l'économie américaine est prudent, mais les risques augmentent. Ces risques concernent le protectionnisme, un dollar qui se renchérirait trop pour les pays émergents et une Fed qui augmenterait ses taux plus que ce que nous prévoyons. Plus la Fed remontera ses taux, plus la charge d'intérêt, y compris pour les entreprises américaines, s'accroîtra. Aujourd'hui l'impact de ce resserrement monétaire est atténué par la réforme fiscale de fin 2017, mais la dette des ménages américains est déjà élevée. Heureusement, le dynamisme du marché du travail soutient la consommation, pour laquelle nous ne sommes donc pas inquiets. Les résultats

des entreprises américaines nous laissent aujourd'hui relativement confiants quant à la durée du cycle économique américain actuel.

**François Cabau :** En effet nous avons un début de retournement sur l'immobilier américain, les défauts sur les crédits à la consommation américains ont touché un point bas et commencent à remonter, même s'ils sont à un faible niveau pour le moment, la croissance américaine tient très bien autour de 3 %, y compris sur l'année prochaine, et en même temps on observe des vulnérabilités comme le protectionnisme par exemple. Sur ce dernier, il est important de se rappeler que nous sommes véritablement entrés dans le vif du sujet depuis seulement 2 mois, on n'a pas vu encore de statistiques macro sur les conséquences de ce protectionnisme. Donc de ce fait le T4 peut être encore très bon et on pourrait en voir les effets par une dégradation des échanges en 2019. Ainsi, il faut se prémunir d'établir trop rapidement un séquençage d'effets directs puis effets indirects des mesures de protectionnisme américaines. On pourrait avoir l'inverse, des échanges commerciaux qui tiennent grâce au *front loading* alors que les indicateurs de confiance se sont déjà notablement dégradés. Sur la Chine on prévoit un net ralentissement interne appuyé par la guerre commerciale avec les États-Unis. Il semble que les autorités chinoises sont pour la première fois depuis longtemps contraintes et déploient une palette large d'outils de politique monétaire, de provision de liquidités et budgétaire pour chercher à relancer l'économie. La demande chinoise domestique ralentit. Nous prévoyons une croissance à 6,2 % en 2019, et nous sommes prudents pour les années à venir sur la croissance en Chine compte tenu de ses vulnérabilités internes.

**Éric Heyer :** Avez-vous identifié des moments clés qui pourraient faire basculer les perspectives à la baisse ?

**François Cabau :** Comme souvent, on sent qu'un choc peut se produire mais la grande question est quand ? Le G20 à la fin du mois peut être un moment important mais surtout avec le président américain, rien n'est assuré sur la mise en place des taxes ; aujourd'hui le dialogue semble s'être renoué avec la Chine, mais Trump pourrait faire appliquer des tarifs douaniers différents à quelconque instant.

**Xavier Ragot :** Finalement par rapport à ce qui a été annoncé, vous anticipez des bonnes nouvelles, donc des réductions d'incertitudes ?

**François Cabau :** À long terme, les incertitudes demeurent comme je l'ai expliqué au début. Cependant à court terme, il pourrait y avoir une réduction des antagonismes, notamment liée à l'inquiétude des

autorités chinoises sur la croissance. En effet, notre indicateur en temps réel de l'activité en Chine révèle une divergence accrue, à la baisse, par rapport aux statistiques officielles. En tous cas nous envisageons dans notre scénario de base que cette guerre commerciale est là pour durer.

**Olivier Vigna :** Comme vous le dites, les prochaines décisions américaines en termes d'éventuelles sanctions commerciales conservent une part d'incertitude, puisque des lois de 1962 et 1974 permettent de prendre des sanctions unilatéralement au regard de la sécurité nationale. Il n'est donc pas surprenant de voir les autorités américaines les utiliser.

Sur les perspectives chinoises, nous prévoyons une croissance à 6,6 % en 2019 et 6,5 % en 2020. En réalité, les exportations chinoises ou les ventes au détail sont toujours dynamiques et même les investissements en infrastructures se sont récemment redressés. Nous pensons surtout que les autorités chinoises devraient réagir aux sanctions américaines déjà prises ou à venir. Nous nous attendons à ce que le ratio des réserves obligatoires baisse encore d'ici 2020, de même que des baisses de TVA puissent être décidées (en Chine, la consommation des ménages représente entre 60 % et 70 % du PIB), ou encore des baisses de charges sociales ou d'impôts mises en place. En même temps, le défi des autorités chinoises est de continuer à restructurer les entreprises peu rentables et à maîtriser la croissance des prêts à l'économie, dans un contexte où le PIB a été fortement soutenu par le crédit depuis de nombreuses années. Les volumes d'exportations de la Chine vers les États-Unis par rapport au PIB chinois étant quatre fois supérieurs au poids des exportations américaines vers la Chine dans le PIB américain, on peut penser que la Chine devrait aussi continuer à réorienter ses échanges économiques vers d'autres zones, en Asie et en Amérique latine notamment. Le commerce extérieur de la Chine dépend déjà aujourd'hui davantage des pays émergents que des pays avancés.

**Xavier Ragot :** Qu'en est-il du débat sur la fragilité du système bancaire chinois, certains ne s'en inquiètent pas parce que l'État chinois aurait des marges de manœuvre pour émettre de la dette publique, s'il fallait aider son système bancaire ?

**Olivier Vigna :** Il est vrai que les dettes locales chinoises ont augmenté ces dernières années et posent des défis en termes de mesure statistique, mais la banque centrale paraît aujourd'hui convaincue qu'il faut traiter la question de la soutenabilité de l'endettement domestique total. En effet, les créances douteuses au sein du

système bancaire chinois ont cru récemment. Mais aujourd'hui, un autre sujet, plus urgent peut-être, est d'utiliser l'épargne des ménages chinois, qui est voisine de 50%, pour soutenir la consommation privée, et non pas de trop freiner le crédit. De même, un autre défi est de redéployer le commerce extérieur chinois avec des pays dont la croissance reste dynamique.

**Christine Riffart** : Le redéploiement vers d'autres pays émergents en Amérique latine est restreint car beaucoup de pays sont en mauvaise position, comme l'Argentine par exemple.

**Olivier Vigna** : Je parle surtout des pays émergents asiatiques et aussi la nouvelle Route de la soie. La somme Chine et Inde a apporté environ 1 point de PIB au monde ces dernières années et en Inde on prévoit 7,3 ou 7,4 de croissance. Les principaux risques pour les pays émergents, c'est un dollar trop fort et une Fed trop dure et un commerce mondial plus ralenti qu'anticipé. Aujourd'hui, à part certaines zones de risques fragilisées pour des raisons domestiques (Argentine, Turquie ou Afrique du Sud et peut être le Mexique qu'il faut surveiller), les pays émergents se portent relativement bien. Le danger dans tous les pays, à part en Allemagne, c'est la montée des dettes, et parmi les pays avancés, si on ajoute le secteur financier, les dettes totales dépassent souvent les 400 points de PIB, cela signifie que les banques centrales sont très contraintes dans leur sortie des politiques accommodantes, c'est un sujet très préoccupant.

**Xavier Ragot** : Les dettes ont augmenté énormément, la croissance se stabilise, la courbe des taux s'aplatit, nous sommes dans un monde où il n'y a plus de relation entre les volumes de dettes et les taux, comment se fait-il que les dettes augmentent partout et les taux semblent baisser : est-ce un effet qualité, les capitaux américains sont privilégiés, mais cela signifie que les taux devraient augmenter encore plus ailleurs ; par ailleurs en Chine on tente de faire baisser les taux par le soutien à la demande, globalement on voit mal l'équilibre sur le marché international.

**Olivier Vigna** : Les dettes ont beaucoup augmenté car les taux d'intérêt courts et longs ont été orientés à la baisse depuis la crise, ce qui a restauré l'investissement privé dans un grand nombre de pays. Mais parfois, l'excès d'épargne par rapport à l'investissement est massif : en zone euro par exemple, on a un surplus courant dépassant 10 points de PIB aux Pays-Bas et 8 points en Allemagne.

## Europe

**Xavier Ragot** : Le pari italien peut-il réussir ? La croissance au T3 en zone euro indique-t-elle la fin de la reprise ? L'inflation va-t-elle augmenter en Allemagne ? Quand la BCE augmentera-t-elle les taux ? et enfin le Brexit aura-t-il encore des effets sur l'économie britannique ?

**Olivier Vigna** : Pour l'Italie, la Commission européenne semble vouloir entrer dans une procédure de déficit excessif, l'Italie paraît s'y résoudre, elle qui en était sortie en 2012. La Commission, gardienne du respect des traités, veut jouer son rôle, mais ira-t-elle jusqu'au bout en termes de sanctions financières ? Il n'est pas acquis qu'elle souhaite appliquer des amendes durant une année 2019 déjà marquée par les élections européennes. Jean-Claude Juncker va quitter son poste fin octobre, ce qui signifiera un nouveau collège de commissaires. La BCE aussi va changer de président à la même date et le tout, dans une phase de ralentissement économique. Le défi est ici : est-il possible de créer sans attendre des outils pare-feu dans une telle situation, comme le voudraient Emmanuel Macron et Angela Merkel ? Une amende sera-t-elle infligée à l'Italie dans ce contexte ? Si oui, comment l'Italie paierait-elle, alors que le pays apporte une contribution nette au budget européen tout en bénéficiant de ses fonds structurels ? L'Italie peut être tentée d'attendre de voir si son pari keynésien réussit. Selon nous, elle ne va pas afficher une croissance voisine de 1,5 %. Depuis 1995, Rome n'a jamais fait eu de croissance supérieure à celle de la zone euro. Notre estimation du potentiel de croissance pour l'Italie est proche de 0,7 %, et nous prévoyons 0,7 % de croissance en 2019 avant 0,9 % en 2020, bien en-dessous des hypothèses du gouvernement italien. Difficile donc de voir le pari italien réussir, parce que la croissance est insuffisante. Le budget 2019 ne s'attaque pas aux vrais problèmes structurels et l'Italie diverge toujours de la zone euro : les crédits bancaires aux entreprises sont mal orientés, la population décroît et la productivité stagne.

Ce qui peut inquiéter en Europe, c'est l'absence de solidarité en faveur de réformes à accomplir. Si l'Italie ne rassure pas ses partenaires européens quant au respect des règles européennes, le couple franco-allemand risque d'être isolé pour promouvoir des réformes d'envergure en zone euro. La Grèce représente moins de 2 % du PIB de la zone euro, mais l'Italie en est la troisième économie et a été un pays fondateur.

**Xavier Ragot** : Y a-t-il un risque de rééchelonnement ou de restructuration de la dette publique en Italie ?

**François Cabau** : Trois points importants pour l'Italie : une question de budget, on prévoit 2,9 % de déficit public sur 2019 avec une croissance autour de 1 % ; la BCE ne va pas acheter davantage de bons du Trésor italien et les banques italiennes ne peuvent plus en acheter non plus, donc restent les épargnants italiens pour absorber le surplus d'émission d'obligations d'État pour compenser la frilosité des investisseurs étrangers. On peut penser que ces acheteurs domestiques soutiennent la confiance du gouvernement italien. De plus la volonté actuelle de flexibiliser encore plus le marché de l'emploi peut rassurer à court terme mais à long terme l'effet risque d'être négatif sur la croissance potentielle. Enfin, la coalition gouvernementale n'est pas stable et on pourrait assister à des élections anticipées.

**Xavier Ragot** : Pour résumer, vu le volume de la dette italienne et les maigres possibilités d'absorption, on risquerait la restructuration de la dette publique.

**Éric Heyer** : Vous dites que le bilan va rester inchangé, en revanche la dette européenne va baisser, ne pourrait-il pas y avoir des rééquilibres par exemple de la dette allemande et la dette italienne ? Par ailleurs vous parlez de croissance potentielle faible en Italie (0,7), quel est votre chiffre pour l'Espagne ?

**François Cabau** : La BCE ne peut pas aider sur des émissions supplémentaires hors de la politique de réinvestissement et par ailleurs une révision des clés de capitaux ne prévoit pas de tels volumes. Pour l'Espagne le scénario est différent, on envisage plus de 1 % de croissance potentielle contre 0,5 % en Italie.

**Olivier Vigna** : Sur la BCE, la clé de capital restera en 2019 un principe cardinal pour réinvestir les titres arrivant à maturité, mais on peut aussi imaginer le lancement d'autres TLTRO afin d'avoir des soutiens à la liquidité des banques italiennes notamment. S'agissant des taux italiens à 10 ans, ils devraient rester bas, redescendant à 2,5 % fin 2019.

Concernant la zone euro toutefois, nous pouvons être surpris depuis plusieurs mois de l'optimisme affiché par la BCE, qui prévoit 0,5 point de croissance pour le PIB par trimestre en 2019. Nous prévoyons de notre côté une décélération beaucoup plus marquée, avec 1,3 % de croissance en 2020 pour un potentiel voisin de 1,25 %. Cette décéléra-

tion économique toucherait les quatre grands pays de la zone euro, avec, même en Allemagne, une inflation inférieure à 2 % d'ici 2020 (1,7 % en zone euro en 2020). Mais il est difficile de partager le sentiment de la BCE autour de risques équilibrés. Car le facteur inquiétant, c'est le manque de marges de manœuvre des autorités pour laisser jouer les stabilisateurs automatiques si ce ralentissement était plus prononcé.

Sur le Brexit la probabilité d'un « hard Brexit » demeure significative. Nous suivons attentivement la parité sterling/dollar, que nous prévoyons à 1,30 fin 2019, en attendant de connaître le vote du Parlement britannique sur le Brexit.

**François Cabau :** Grosse surprise sur la croissance de la zone euro au T3, ralentissement qui semble lié aux services et pas uniquement à l'activité industrielle, mais cela n'empêche pas de prévoir que la zone euro va atteindre son potentiel en 2019. Ce ralentissement est cohérent avec un *output gap* encore un peu ouvert et des pressions inflationnistes très modérées.

Sur le Brexit, pour nous le fait qu'il y ait un accord signifierait le « hard Brexit » ou la sortie du marché commun, ce qui est différent du crash, qui serait une sortie sans accord (le « soft Brexit » pour nous serait que le Royaume-Uni reste dans le marché commun). Donc l'inquiétude est de savoir la teneur des relations commerciales futures. Mais même si la négociation n'a pas encore abouti, rien que l'idée du Brexit a créé un impact négatif *via* la hausse de l'inflation qui a ralenti la consommation, alors que la confiance des entreprises notamment sur le secteur manufacturier s'est également ajustée, laissant présager d'un ralentissement de l'investissement.

## France

**Xavier Ragot :** L'*output gap* est-il complètement refermé en France ? Comment peut-on interpréter les difficultés de recrutement sans tensions salariales ? Quelles sont les raisons de la rechute de l'investissement des ménages ? Est-ce durable ? La France va-t-elle regagner des parts de marché à l'horizon 2020 ? Quel impact de la politique budgétaire sur la croissance 2018-2020 ? Quel impact de la réduction des contrats aidés sur le chômage ? À l'inverse que peut-on attendre du Plan investissement et compétences ?



**Olivier Vigna** : Les trois premiers trimestres de la France en 2018 ont été très décevants. Nous prévoyons 1,5 % de croissance en 2018 et en 2019 avant 1,4 % en 2020, pour un potentiel voisin de 1,25 aujourd'hui. Nous constatons toutefois des risques à la baisse, avec des phénomènes de rattrapage (corrigeant des facteurs temporaires) espérés d'un trimestre à l'autre, mais qui ne se matérialisent toujours pas. Ces derniers temps, c'est beaucoup l'investissement des entreprises qui a tiré la croissance, et on peut se demander si le relais de la consommation privée va rapidement se faire sentir. Un risque serait de voir l'épargne des ménages augmenter encore, et la consommation faiblir, même si le marché du travail s'améliore.

S'agissant des difficultés de recrutement rencontrées par les entreprises, elles sont réelles. Plutôt que d'augmenter les salaires d'embauche afin d'attirer un salarié, certains chefs d'entreprise ne peuvent honorer certaines commandes quand la main-d'œuvre fait défaut. Par ailleurs, le marché du travail s'améliore concernant le type d'emplois créés, avec davantage de CDI relativement aux CDD, mais l'investissement des entreprises n'évolue guère en termes de qualité : les entreprises remplacent les outils de production, mais sans forcément une montée en gamme ou une modernisation de leurs équipements.

Pourtant, la croissance potentielle pourrait être revue à la hausse au cours des prochaines années, si notre pays demeure attractif et si la lisibilité des réformes engagées y contribue.

**François Cabau** : Un peu plus pessimistes, nous sommes à 1,6 en 2018 et 1,6 en 2019 pour la France. La décélération sur le H1 a rendu difficile une bonne performance sur 2018. Cette année et l'année dernière devraient être prises ensemble. Le début 2019 devrait être meilleur. Pour nous la consommation va rester au même niveau en 2019, ce qui atteste du peu d'impact des mesures ; sur les salaires on note une accélération, notamment dans les services, qui va également bien avec les niveaux croissants d'utilisation des capacités de production. On remarque par ailleurs que l'investissement dans les services est très dynamique, mais dans ce secteur les marges ne s'améliorent pas et il n'y a pas d'effet des baisses de charges sur les salaires, contrairement à l'industrie qui par ailleurs a largement bénéficié de l'impact du CICE.

**Xavier Ragot** : Le potentiel s'améliore à quelle hauteur ?

**François Cabau** : On remarque que la structure de l'économie est en train de changer, donc avons-nous un bon *output gap* ? On peut

donc prévoir un référentiel plus haut que les 1,25 actuels compte tenu des réformes structurelles en cours.

**Éric Heyer** : Est-ce bien la tendance ? Si la structure de l'économie change au profit des services, compte tenu du fait que la productivité dans ce secteur est plus faible que dans l'industrie, le risque n'est-il pas au contraire une décélération et non une accélération du potentiel ?

**François Cabau** : Il faut prendre en compte aussi les aspects numérisation et digitalisation de l'économie et le niveau de la productivité dans les services n'est pas si faible et devrait augmenter. Le temps entre l'innovation et les gains de productivité sont toujours longs.

**Xavier Ragot** : Je vois que les chiffres de nos prévisions convergent alors que les analyses du potentiel sont complexes.

**Mathieu Plane** : C'est assez étonnant, les chiffres convergent, mais de notre côté on identifie peu d'effets à court terme liés aux réformes structurelles mais surtout un effet très fort lié au séquençage fiscal. La faible croissance du début d'année est très liée au choc négatif sur le pouvoir d'achat au premier trimestre (CSG, taxe carbone, taxe sur le tabac) et les effets positifs arrivent tardivement en fin d'année (baisse des cotisations sociales salariés et de la taxe d'habitation) qui vont jouer pleinement en 2019. Et on ne dit pas de notre côté que l'emploi décroît mais que la croissance décroît. En effet l'emploi est en ligne avec la valeur ajoutée mais le ralentissement en France et dans la zone euro est plus marqué que prévu.

Par ailleurs on remarque que lorsqu'il y a beaucoup de créations d'emplois, il y a des difficultés de recrutement. Les entreprises continuent donc à embaucher, mais elles recrutent beaucoup et peuvent faire face à des difficultés pour trouver les bons candidats et les délais de recrutement augmentent. Quant à l'attractivité, les derniers chiffres montrent que la France est devenue très compétitive en matière de coût du travail sur les bas salaires. La question du coût du travail ne peut à elle seule expliquer pourquoi le taux de chômage est décevant.

Enfin, pour conclure, ce que nos différents scénarios partagent le plus, c'est l'accroissement des incertitudes baissières sur la croissance ■

## Tableaux

### Croissance sous tensions

Scénario de croissance mondiale .....	20
Choc fiscal annoncé par la coalition sur 5 ans .....	53
Évolution du ratio dette publique/ PIB selon nos hypothèses .....	54
Évolution du marché du travail en Europe, aux États-Unis et au Japon entre 2007 et 2017 – 15-64 ans .....	90
Évolutions du nombre d'heures travaillées avant et après la crise de 2007 ..	92
Décomposition de la baisse de production iranienne .....	98
Impulsion budgétaire et comptes publics .....	127
Matrice des corrélations : IPF – janvier 2011 – août 2018 .....	130
Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières .....	149
Équilibre sur le marché pétrolier et prix des matières premières industrielles	150
États-Unis : résumé des prévisions .....	151
Zone euro : résumé des prévisions .....	152
Allemagne : résumé des prévisions .....	153
France : résumé des prévisions .....	154
Italie : résumé des prévisions .....	155
Espagne : résumé des prévisions .....	156
Royaume-Uni : résumé des prévisions .....	157
Amérique latine : résumé des prévisions .....	158
Asie : résumé des prévisions de PIB .....	158
Nouveaux États membres de l'Union .....	158

### France : heurts supplémentaires sur la reprise

Révision des hypothèses d'environnement international .....	163
Révision des prévisions de croissance pour 2018 et 2019 .....	164
Cadrage macroéconomique pour la France .....	172
Cadrage macroéconomique 2018-2020 .....	180
Détail de l'impact de la politique 2018-2020 .....	181
Résumé de la prévision pour l'économie française .....	186
Impact de la transformation du CICE sur l'emploi salarié marchand .....	188
Emploi et chômage .....	193
Effets du CICE et du Pacte de responsabilité sur la dynamique de l'emploi	202
Entrées et effectifs des bénéficiaires des dispositifs spécifiques de politique de l'emploi .....	206
Projections de population active .....	210
Principaux agrégats de finances publiques .....	213

Décomposition de la variation du solde public . . . . .	214
Détail des mesures de prélèvements obligatoires en 2019 . . . . .	218
Dépense publique par type d'administration à champ constant en 2019 . . . . .	220
Détail des mesures de prélèvements obligatoires en 2020 . . . . .	222
Résumé des prévisions pour l'économie française . . . . .	225
France. Ressources et emplois en biens et services, aux prix chaînés . . . . .	226
Déflateur de la consommation et taux de salaire horaire . . . . .	227
Emploi et productivité par salarié . . . . .	227
Éléments du compte des ménages . . . . .	228
Commerce extérieur et parts de marché . . . . .	228
Taux d'intérêt et taux de change . . . . .	229

### Une analyse de la contribution de la politique monétaire à la croissance économique

Tests sur les résidus de l'équation (4) . . . . .	240
---	-----

## Graphiques

### Croissance sous tensions

Croissance du PIB des pays industrialisés . . . . .	22
Contribution des États membres à la croissance de la zone euro . . . . .	23
Orientation du policy mix . . . . .	26
Taux d'intérêt publics au Portugal et en Italie . . . . .	27
Corrélation dynamique des rendements souverains . . . . .	28
Taux de chômage . . . . .	32
Croissance du salaire horaire nominal marchand . . . . .	33
Indicateurs d'incertitude de politique économique . . . . .	35
Différentes mesures du taux de chômage . . . . .	41
Décomposition du revenu disponible brut des ménages américains . . . . .	42
Taux d'investissement et taux d'utilisation des capacités de production . . . . .	45
Taux de pénétration et parts de marché à l'exportation . . . . .	48
Évolution du nombre d'emplois salariés par type de contrat . . . . .	51
Part des prêts irrécouvrables (sofferenze) . . . . .	56
Taux d'investissement des entreprises . . . . .	60
Salaires hebdomadaires moyens . . . . .	65
Prix des matières premières . . . . .	71
Balances courantes . . . . .	74
Écart de production en 2017 selon différents instituts de conjoncture . . . . .	78
Écart de production et inflation sous-jacente en 2017 . . . . .	78

Écart de l' <i>output gap</i> en 2017 par rapport à 2007 selon les différents instituts .....	79
Écart de l' <i>output gap</i> et de l'inflation sous-jacente entre 2007 et 2017 .....	80
Décomposition et évolution de la croissance potentielle .....	82
Cycles de productivité .....	86
Variation du taux d'activité par âge entre 2007 et 2017 .....	89
Variation du taux d'activité hommes-femmes entre 2007 et 2017 .....	89
Taux de chômage observé au T2 2018 et taux de chômage sous l'hypothèse ... ..	92
Évolution du prix du baril .....	95
Respect des engagements par les pays de l'OPEP soumis à quotas .....	96
Stocks de pétrole dans l'OCDE et aux États-Unis .....	97
Glissement annuel de l'IPC des pays développés .....	102
Glissement annuel de l'IPC sous-jacent dans les pays développés .....	103
Nombre de réformes entre 2007 et 2014 portant sur la fixation des salaires, aboutissant pour les employeurs à... ..	105
Taux d'inflation (déflateur de la consommation) .....	106
Anticipations d'inflation à 5 ans dans 5 ans .....	108
Perspectives d'évolution de la taille du bilan de la Réserve fédérale et de la BCE .....	110
Taux fictifs de politique monétaire .....	112
Taux directeurs des banques centrales .....	113
Production de nouveaux crédits en zone euro .....	115
Taux de change de l'euro .....	117
Impulsion budgétaire cumulée (2018-2020) .....	119
Taux de change par rapport au dollar (base 100 = Janvier 2018) .....	129
Indices des pressions financières .....	131
Schéma. Interaction des IPF émergents .....	133
Indice de pressions financières – cumul .....	134
Déficit du compte courant .....	136
Évolution du taux de change et prévision .....	139
Solde budgétaire des principales économies de la zone euro .....	142
Solde budgétaire au Royaume-Uni et au États-Unis .....	143
Dettes publiques brutes, au sens de Maastricht .....	144
Dettes publiques brutes au Royaume-Uni et États-Unis .....	144
Crédits aux agents privés (secteur non financier) .....	146
Répartition de la dette privée (secteur non financier, année 2017) .....	147
Structure de l'endettement des ménages, États-Unis .....	148

## France : heurts supplémentaires sur la reprise

Taux de croissance trimestriel du PIB français . . . . .	161
Écart de croissance France / zone euro hors France . . . . .	162
Contributions à la croissance en France et en zone euro hors France . . . . .	165
Taux de prélèvements directs sur les ressources des ménages . . . . .	166
Taux de croissance trimestriel du PIB . . . . .	167
Variation trimestrielle du pouvoir d'achat des ménages . . . . .	168
PIB effectif et hypothèse de PIB potentiel . . . . .	169
Écart de production et croissance potentielle en 2018 . . . . .	170
Écart de production depuis 2007 . . . . .	172
Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie . . . . .	173
Entreprises déclarant des difficultés d'offre et celles déclarant des difficultés de demande dans les services . . . . .	174
Entreprises déclarant des difficultés de recrutement . . . . .	175
Évolution du salaire réel moyen par tête . . . . .	176
Chômage, halo et sous-emploi . . . . .	178
Part des CDD/intérim dans l'emploi salarié marchand . . . . .	178
Climat des affaires . . . . .	182
Séries conjoncturelles quantitatives . . . . .	183
Le taux de croissance du PIB observé et estimé 185	
Taux d'investissement par agent . . . . .	189
Évolution du nombre de logements autorisés et mis en chantier sur 12 mois . . . . .	190
Indicateurs de conjoncture dans le secteur du bâtiment . . . . .	191
Évolution de l'emploi salarié marchand corrigé de l'intérim . . . . .	196
Taux de marge par branche . . . . .	197
Intentions d'embauche et climat de l'emploi . . . . .	198
Prévision – cycle de productivité . . . . .	201
Contrats aidés dans le secteur non-marchand . . . . .	204
Taux de chômage BIT . . . . .	209
Évolution annuelle de la dépense publique primaire hors crédits d'impôts . . . . .	223

## Une analyse de la contribution de la politique monétaire à la croissance économique

Chocs monétaires . . . . .	238
Effet de la politique monétaire sur le PIB . . . . .	242
La réponse de l'activité économique à un choc restrictif de politique monétaire . . . . .	243
Effet de la politique monétaire sur le PIB avec différentes méthodes d'identification . . . . .	244
Écart du taux de politique monétaire au taux d'intérêt neutre . . . . .	245
Contribution de la politique monétaire au PIB . . . . .	246

Contribution de la politique monétaire au PIB en prévision . . . . .	247
Contribution de la politique monétaire à la croissance . . . . .	248
Contribution de la politique monétaire en fonction de l'hypothèse de taux neutre . . . . .	250
Effet de la politique monétaire sur le PIB, sur la base du taux implicite estimé par Wu et Xia (2016) . . . . .	254

## Encadrés

Un risque de contagion limitée en zone euro . . . . .	28
Un risque d'escalade . . . . .	34
L'état des négociations sur la sortie de l'UE (à la fin septembre 2018) . . . . .	62
Taux d'activité et durée du travail : des impacts différenciés sur le taux de chômage . . . . .	91
L'indicateur avancé : pas de retournement du cycle à l'horizon fin 2018 . . . . .	184
Quel impact lié à transformation du CICE en baisse de cotisations sociales patronales . . . . .	187
Aléas sur la prévision . . . . .	191
La modélisation de l'emploi . . . . .	198
Le Plan d'investissement dans les compétences (PEC) . . . . .	207

## Liste des abréviations de pays

AFG	Afghanistan	COL	Colombie
AGO	Angola	COM	Comores
ALB	Albanie	CPV	Cap-Vert
AND	Andorre	CRI	Costa Rica
ARE	Émirats arabes unis	CUB	Cuba
ARG	Argentine	CYP	Chypre
ARM	Arménie	CZE	République tchèque
ATG	Antigua-et-Barbuda	DEU	Allemagne
AUS	Australie	DJI	Djibouti
AUT	Autriche	DNK	Danemark
AZE	Azerbaïdjan	DO	DMA Dominique
BDI	Burundi	DOM	République dominicaine
BEL	Belgique	DZA	Algérie
BEN	Bénin	ECU	Équateur
BFA	Burkina Faso	EGY	Égypte
BGD	Bangladesh	ERI	Érythrée
BGR	Bulgarie	ESP	Espagne
BHR	Bahreïn	EST	Estonie
BHS	Bahamas	ETH	Éthiopie
BIH	Bosnie-Herzégovine	EUZ	Zone euro
BLR	Biélorussie	FIN	Finlande
BLZ	Belize	FJI	Fidji
BOL	Bolivie	FRA	France
BRA	Brésil	FSM	Micronésie
BRB	Barbade	FYR	Macédoine
BRN	Brunei	GAB	Gabon
BTN	Bhoutan	GBR	Royaume-Uni (Grande-Bretagne)
BWA	Botswana	GEO	Géorgie
CAF	République centrafricaine	GHA	Ghana
CAN	Canada	GIN	Guinée
CHE	Suisse	GMB	Gambie
CHL	Chili	GNB	Guinée-Bissau
CHN	Chine	GNQ	Guinée équatoriale
CIV	Côte d'Ivoire	GRC	Grèce
CMR	Cameroun	GRD	Grenade
COD	République démocratique du Congo	GTM	Guatemala
COG	République du Congo	GUY	Guyana



HKG	Hong Kong	MEX	Mexique
HND	Honduras	MHL	Marshall
HRV	Croatie	MLI	Mali
HTI	Haïti	MLT	Malte
HUN	Hongrie	MMR	Birmanie
IDN	Indonésie	MNG	Mongolie
IND	Inde	MNP	Îles Mariannes du Nord
IRL	Irlande	MOZ	Mozambique
IRN	Iran	MRT	Mauritanie
IRQ	Irak	MUS	Maurice
ISL	Islande	MWI	Malawi
ISR	Israël	MYS	Malaisie
ITA	Italie	NAM	Namibie
JAM	Jamaïque	NER	Niger
JOR	Jordanie	NGA	Nigeria
JPN	Japon	NIC	Nicaragua
KAZ	Kazakhstan	NLD	Pays-Bas
KEN	Kenya	NOR	Norvège
KGZ	Kirghizistan	NPL	Népal
KHM	Cambodge	NRU	Nauru
KIR	Kiribati	NZL	Nouvelle-Zélande
KNA	Saint-Christophe-et-Niévès	OMN	Oman
KOR	Corée du Sud	PAK	Pakistan
KWT	Koweït	PAN	Panama
LAO	Laos	PER	Pérou
LBN	Liban	PHL	Philippines
LBR	Liberia	PLW	Palaos
LBY	Libye	PNG	Papouasie-Nouvelle-Guinée
LCA	Sainte-Lucie	POL	Pologne
LIE	Liechtenstein	PRI	Porto Rico
LKA	Sri Lanka	PRK	Corée du Nord
LSO	Lesotho	PRT	Portugal
LTU	Lituanie	PRY	Paraguay
LUX	Luxembourg	QAT	Qatar
LVA	Lettonie	ROU	Roumanie
MAR	Maroc	RUS	Russie
MCO	Monaco	RWA	Rwanda
MDA	Moldavie	SAU	Arabie saoudite
MDG	Madagascar	SCG	Serbie-et-Monténégro
MDV	Maldives	SDN	Soudan

SEN	Sénégal	UZB	Ouzbékistan
SGP	Singapour	VAT	Vatican
SLB	Salomon	VCT	Saint-Vincent-et-les- Grenadines
SLE	Sierra Leone	VEN	Venezuela
SLV	Salvador	VNM	Viêt Nam
SMR	Saint-Marin	VUT	Vanuatu
SOM	Somalie	WSM	Samoa
STP	Sao Tomé-et-Principe	YEM	Yémen
SUR	Suriname	ZAF	Afrique du Sud
SVK	Slovaquie	ZMB	Zambie
SVN	Slovénie	ZWE	Zimbabwe
SWE	Suède		
SWZ	Swaziland		
SYC	Seychelles		
SYR	Syrie		
TCD	Tchad		
TGO	Togo		
THA	Thaïlande		
TJK	Tadjikistan		
TKM	Turkménistan		
TLS	Timor oriental		
TON	Tonga		
TTO	Trinité-et-Tobago		
TUN	Tunisie		
TUR	Turquie		
TUV	Tuvalu		
TWN	Taiwan		
TZN	Tanzanie		
UGA	Ouganda		
UKR	Ukraine		
URY	Uruguay		
USA	États-Unis		