



HAL
open science

Europe/monde: accords ou récession. Perspectives 2019-2021 pour l'économie mondiale et la zone euro

Céline Antonin, Christophe Blot, Magali Dauvin, Amel Falah, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Christine Riffart

► To cite this version:

Céline Antonin, Christophe Blot, Magali Dauvin, Amel Falah, Sabine Le Bayon, et al.. Europe/monde: accords ou récession. Perspectives 2019-2021 pour l'économie mondiale et la zone euro. Revue de l'OFCE, 2019, Perspectives économiques 2019-2021, 3 (163), pp.15-183. 10.3917/reof.163.0015 . hal-03403526

HAL Id: hal-03403526

<https://sciencespo.hal.science/hal-03403526>

Submitted on 10 Dec 2021

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

EUROPE/MONDE : ACCORDS OU RÉCESSION

PERSPECTIVES 2019-2021 POUR L'ÉCONOMIE MONDIALE ET LA ZONE EURO

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

Après un pic de croissance en 2017, l'activité économique mondiale donne des signes d'essoufflement. En 2018, le PIB mondial a progressé de 3,3 % contre 3,5 % un an plus tôt. Les nuages ont continué à s'accumuler au cours du premier semestre 2019 en lien avec des tensions géopolitiques accrues. En Europe, les conditions du *Brexit* restent incertaines et la situation politique en Italie connaît de nouveaux rebondissements. La guerre commerciale sino-américaine se poursuit et un nouveau front entre les États-Unis et l'Europe s'ouvre, élevant le degré d'incertitude. Les enquêtes de confiance se sont dégradées, en particulier dans l'industrie, touchée également par une crise du secteur automobile. Dans un contexte marqué par la poursuite du changement de modèle de croissance chinois et la perspective de fin du cycle d'expansion en Allemagne ou aux États-Unis, ces différents signaux laissent entrevoir la poursuite et l'amplification du ralentissement en 2019 et 2020.

La croissance a déjà perdu 1,8 point dans la zone euro entre la fin de l'année 2017 et mi-2019 avec une forte chute de la croissance allemande. Aux États-Unis, l'évolution récente reflète un atterrissage de la croissance mais à un niveau qui reste supérieur à celui de la zone euro. La croissance a été plus volatile au Royaume-Uni, alors que les conditions du *Brexit* ne sont toujours pas éclaircies. Après un bon premier trimestre, le PIB a reculé au deuxième trimestre. Parmi les pays émergents, l'Inde et la Chine voient leur croissance diminuer. La situation sur le marché du travail ne reflète pas encore cette dégradation du climat conjoncturel. Les taux de chômage ont baissé dans la plupart des pays, atteignant des points historiquement bas comme aux États-Unis ou en Allemagne ou retrouvant le niveau d'avant la Grande récession comme dans la zone euro.

L'évolution de la croissance mondiale est donc suspendue à des accords politiques et commerciaux qui n'ont pu être finalisés jusqu'ici. Le risque de négociations rompues sur le commerce ou d'un *Brexit* précipité provoquerait une récession au Royaume-Uni et entraînerait la croissance mondiale dans une zone de turbulences bien plus fortes avec un risque de récession. Dans ce contexte se pose la question de la capacité des autorités monétaires et budgétaires à amortir le ralentissement et une éventuelle récession. La baisse des taux redonne de fait des marges de manœuvre aux pays européens pour mener des politiques de soutien à la croissance.

* Ce texte synthétise l'analyse de la conjoncture menée par le Département analyse et prévision de l'OFCE à l'automne 2019. 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 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 10 octobre 2019.

Perspectives 2019-2021 pour l'économie mondiale et la zone euro

1. Synthèse du scénario : accords ou récession 19

Parties thématiques

2. Tour du monde de la situation conjoncturelle 41

États-Unis : beaucoup de bruit pour rien ? 41

Italie : pas de croissance à l'horizon 48

Espagne : reculer pour mieux sauter 54

Royaume-Uni : la croissance ne tient qu'à un fil 62

Chine : vent d'Est. 70

Asie : comment tirer parti de la guerre commerciale sino-américaine ? . 77

Amérique latine : 2019 année noire 80

Pétrole : plus de peur que de mal. 84

3. Automobile : après une décennie dorée, la crise menace à nouveau . 91

4. Commerce mondial : hautes tensions 101

5. Un sentier de croissance en ralentissement 113

6. Emploi : baisse des créations en perspective 125

7. L'inflation piétine 129

8. Politiques monétaires : l'inflation pour seul objectif ? 135

9. Politiques budgétaires : la fin de la consolidation pour faire face aux incertitudes 147

10. Endettement des entreprises américaines : où en sommes-nous ? 157

11. ANNEXE (tableaux)

A1. Principales hypothèses174

A2. Équilibre sur le marché pétrolier175

A3. États-Unis.176

A4. Zone euro177

A5. Allemagne178

A6. France179

A7. Italie180

A8. Espagne.181

A9. Royaume-Uni.182

A10. Asie183

A11. Amérique latine183

A12. Nouveaux États membres de l'Union183

1. Synthèse : accords ou récession

Après un pic de croissance en 2017, l'activité économique mondiale donne des signes d'essoufflement qui se sont traduits par un ralentissement en 2018. Le PIB a progressé de 3,3 % contre 3,5 % un an plus tôt. Les nuages ont continué à s'accumuler au cours du 1er semestre 2019. Les différentes sources de tensions politiques - Brexit, guerre commerciale ou situation politique en Italie - n'ont toujours pas trouvé d'issue favorable poussant le degré d'incertitude globale à un niveau historiquement élevé¹. Dans un contexte marqué par la poursuite du ralentissement économique chinois et la perspective d'une fin de cycle d'expansion en Allemagne ou aux États-Unis, les enquêtes de confiance se sont dégradées, en particulier dans l'industrie. Différents indicateurs suggèrent que le ralentissement économique s'amplifierait en 2019 et 2020 faisant resurgir les craintes d'une récession pour la première fois depuis 2009. Le commerce de marchandises recule depuis la fin de l'année 2018 et la crise menace à nouveau le secteur automobile. Ces signaux sont-ils les indicateurs avancés d'un recul qui frapperait d'abord l'industrie de certains pays puis se répandrait aux autres secteurs et aux pays entraînant une récession ?

Les premiers indicateurs statistiques confirment le ralentissement de l'activité dans de nombreux pays industrialisés et émergents. Mais, à de rares exceptions, la croissance se montre résiliente. En 2019, elle atteindrait 1,7 % dans les pays industrialisés et 3,7 % dans les pays émergents contre 2,2 % et 4,2 % respectivement en 2018 (tableau 1). Pour 2020 et 2021, la récession serait écartée sous l'hypothèse que les tensions s'atténuent progressivement. La volonté d'éviter un no-deal devrait limiter les conséquences négatives du Brexit. Si le futur de la politique commerciale de Donald Trump sera encore marqué par les menaces et de possibles revirements de position, il n'y aurait pas

1. L'indicateur d'incertitude globale sur la politique économique, calculé depuis 1996, a effectivement atteint son niveau le plus élevé à partir de novembre 2018. Voir <https://www.policyuncertainty.com/>.

Tableau 1. Scénario de croissance mondiale

Taux de croissance en %

	Poids ¹ dans le total	PIB en volume				Révision 2020	Révision 2021
		2018	2019	2020	2021		
DEU	3,7	1,5	0,5	0,7	1,3	-0,6	0,0
FRA	2,6	1,7	1,3	1,3	1,2	-0,1	0,0
ITA	2,3	0,7	0,1	0,4	0,2	-0,2	-0,1
ESP	1,6	2,4	2,0	1,8	1,4	0,0	-0,2
NLD	0,8	2,5	1,8	1,4	1,6	-0,4	-0,2
BEL	0,5	1,4	1,1	1,1	1,6	-0,5	0,2
FIN	0,4	1,7	1,3	1,2	1,2	-0,7	-0,6
AUT	0,3	2,7	1,5	1,4	1,6	-0,5	0,0
PRT	0,3	2,4	1,8	1,5	1,7	-0,3	-0,1
GRC	0,2	1,9	1,6	1,9	1,9	-0,2	-0,2
IRL	0,2	8,3	5,0	2,9	3,2	-1,1	-1,5
EUZ	13,4	1,9	1,2	1,2	1,3	-0,3	-0,1
GBR	2,4	1,5	0,8	0,9	1,1	-0,2	-0,3
SWE	0,4	2,4	1,5	1,3	1,5	-0,5	-0,4
DNK	0,3	1,5	2,0	1,5	1,7	0,0	0,0
Nouveaux pays membres ²	2,4	4,4	3,9	3,3	3,3	0,3	0,1
UE à 28	18,6	2,0	1,4	1,3	1,4	-0,2	-0,1
CHE	0,4	2,8	1,1	1,3	1,3	-0,4	-0,4
NOR	0,3	1,6	2,2	1,9	1,9	0,0	0,0
Europe	19,4	2,1	1,4	1,4	1,4	-0,2	-0,2
USA	17,2	2,9	2,2	1,3	1,5	-0,2	-0,2
JPN	4,8	0,8	1,0	0,5	0,9	-0,2	-0,1
CAN	1,6	1,9	1,5	1,7	1,8	0,0	0,0
Pays avancés	44,5	2,2	1,7	1,2	1,4	-0,2	-0,1
Pays candidats à l'UE ³	1,6	2,7	-1,9	2,7	3,0	1,1	1,4
RUS	3,6	2,3	0,9	1,6	1,6	0,0	0,0
Autres CEI ⁴	0,8	2,7	1,9	2,4	2,3	0,1	0,0
CHN	14,9	6,6	6,2	6,0	5,8	-0,2	-0,2
Autres pays d'Asie	16,6	5,6	5,1	5,3	5,3	-0,3	-0,2
Amérique latine	8,8	1,5	0,7	1,5	1,8	-1,0	-0,4
Afrique subsaharienne	2,3	3,1	3,0	3,1	3,4	-0,4	-0,1
M-O et Afrique du nord	6,8	1,4	1,3	3,2	2,8	0,7	0,3
Pays en développement	55,6	4,2	3,7	4,1	4,1	-0,1	-0,2
Monde	100	3,3	2,8	2,8	2,9	-0,2	-0,1

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, Bosnie-Herzégovine, ancienne République yougoslave de Macédoine, Monténégro, Kosovo, Serbie et Albanie.

4. Communauté des États indépendants.

Le calcul des révisions est effectué relativement à la prévision OFCE d'avril 2019.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2019.

d'escalade dans les tensions ou de généralisation de la guerre commerciale. Le ralentissement de l'activité mondiale serait donc limité avec une progression du PIB qui atteindrait 2,8 % en 2019 comme en 2020 et 2,9 % en 2021.

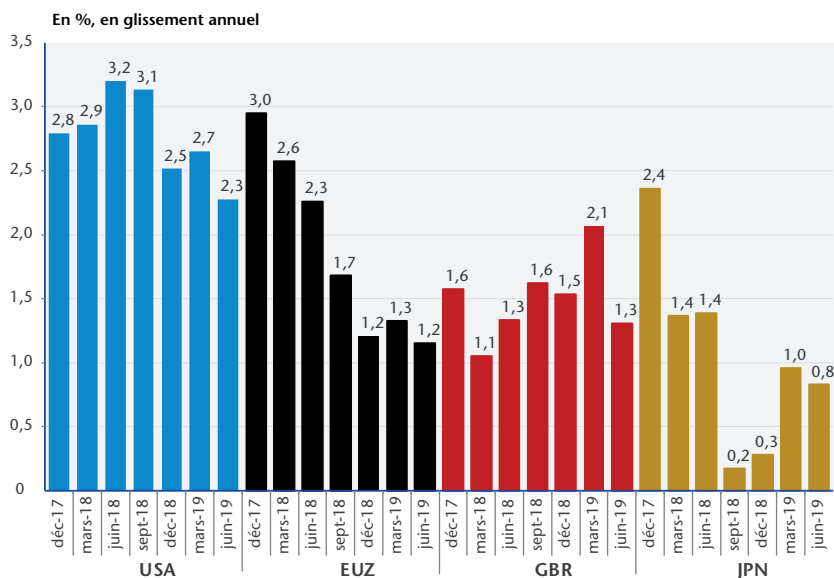
L'évolution de la croissance mondiale est donc suspendue à des accords politiques et commerciaux qui n'ont pu être finalisés jusqu'ici. Le risque de négociations rompues sur le commerce ou d'un Brexit précipité entraînerait la croissance mondiale dans une zone de turbulences bien plus fortes et laisserait entrevoir un risque de récession. Dans ce contexte se pose la question de la capacité des autorités monétaires et budgétaires à amortir le ralentissement. La dette publique est effectivement bien plus élevée qu'elle ne l'était en 2007 avant la Grande Récession. Les banques centrales n'ont pas toutes amorcé la normalisation de leur politique monétaire et devraient donc recourir plus rapidement aux mesures non conventionnelles en cas de ralentissement brutal de l'activité, alors que des doutes sur leurs effets négatifs en termes de stabilité financière sont régulièrement avancés.

Le coup de frein...

Alors que les États-Unis semblaient épargnés avec une croissance en hausse en 2018 par rapport à 2017, l'évolution plus récente reflète un atterrissage de la croissance mais à un niveau qui reste élevé et supérieur à celui de la zone euro (graphique 1). En glissement annuel, la croissance reste supérieure à 2 % au deuxième trimestre 2019, une valeur proche du potentiel de croissance estimé par le CBO (Congressional Budget Office). La demande intérieure bénéficie encore du stimulus budgétaire mis en œuvre par de Donald Trump pour 2018-2019.

En zone euro, la croissance a perdu 1,8 point entre la fin de l'année 2017 et mi-2019 avec une forte chute de la croissance allemande qui est passée de 3,4 % à 0,4 % en glissement annuel sur la même période. En variation trimestrielle, le PIB s'est même légèrement contracté au troisième trimestre 2018 et de nouveau au deuxième trimestre 2019. La baisse est moins marquée mais significative en France. À la dégradation de l'environnement international s'est ajouté un mouvement de contestation sociale qui a rogné la croissance en fin d'année et conduit le gouvernement à adopter des mesures de soutien au pouvoir d'achat². L'activité transalpine est quasi à l'arrêt depuis la fin 2018. Les mesures de relance budgétaire annoncées par la coalition entre le Mouvement 5 étoiles et la Ligue du Nord ont surtout provoqué l'ire de

Graphique 1. Croissance du PIB dans les principales zones industrielles



Sources : Comptabilités nationales.

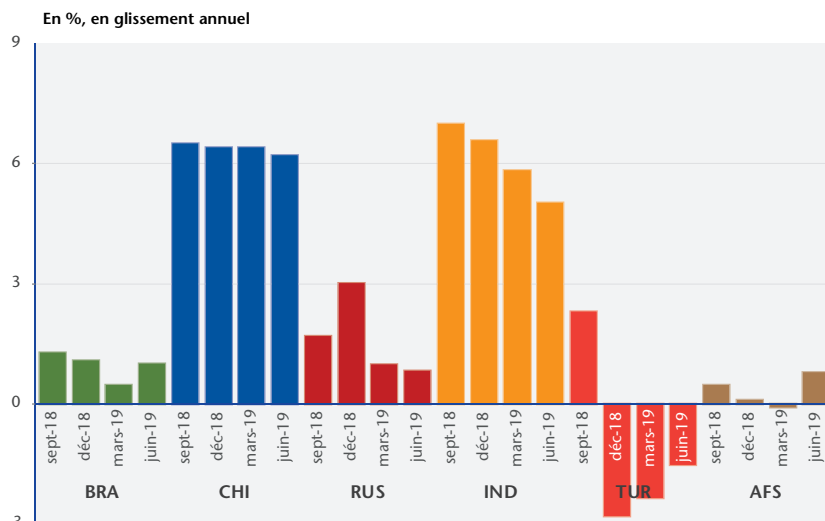
Bruxelles et de nouvelles tensions sur le rendement souverain italien. Si ces tensions financières se sont progressivement résorbées, la crise politique italienne n'a pas pris fin puisque la coalition s'est avérée fragile. La démission du ministre de l'intérieur Matteo Salvini a laissé la voie à la formation d'un nouveau gouvernement qui verrait une alliance entre le Mouvement 5 étoiles et le Parti démocrate. Bien que la situation politique espagnole ne soit pas plus stable, la croissance a mieux résisté passant de 3 % fin 2017 à 2 % mi-2019. En l'absence de majorité au Parlement, les mesures budgétaires votées pour 2018 ont été prorogées en 2019, ce qui se traduit par une impulsion positive et donc un soutien à la demande. Sur l'ensemble de la zone euro, ce sont finalement surtout les « petits » pays qui soutiennent la croissance puisque leur contribution au glissement annuel s'élève à 0,5 point au deuxième trimestre 2019 contre 0,3 point pour la France, 0,2 pour l'Espagne, 0,1 pour l'Allemagne et 0 pour l'Italie.

La croissance a été plus volatile au Royaume-Uni et au Japon. Après les événements climatiques de l'été 2018, la croissance japonaise a retrouvé un rythme plus soutenu ; stimulée notamment par la consom-

mation publique et privée au deuxième trimestre 2019. Au Royaume-Uni, trois ans après le vote des Britanniques, l'issue concernant le Brexit est plus que jamais incertaine. Après un bon premier trimestre, le PIB a reculé au deuxième trimestre, tiré vers le bas par une contribution fortement négative des stocks. Comme pour le Japon, la demande est portée par la consommation publique comme privée tandis que l'attentisme des entreprises réduit les incitations à investir. Par ailleurs, le ralentissement de la demande adressée pèse sur les performances à l'exportation. Enfin, parmi les autres pays industrialisés, l'activité ralentit également au Canada et en Australie confirmant ainsi la généralisation de l'essoufflement de la croissance au premier semestre 2019.

Parmi les pays émergents, l'Inde et la Chine voient leur croissance diminuer progressivement (graphique 2). Si dans le cas de l'Inde il s'agit principalement de facteurs conjoncturels, le ralentissement chinois est structurel et correspond à la transition vers une économie plus orientée vers la demande interne. La crise de change en Turquie s'est rapidement muée en crise économique avec un franc recul du PIB en glissement annuel dès la fin de l'année 2018. Après deux années de récession au Brésil, une timide reprise avait été amorcée en 2017 et 2018. Le premier semestre 2019 a été chaotique avec une nouvelle contraction du PIB en début d'année suivie d'un rebond. Enfin, la croissance reste faible en Afrique du Sud tandis que le Mexique pâtit de la politique américaine et des turbulences commerciales.

Graphique 2. Croissance du PIB dans les principales zones émergentes



Sources : Comptabilités nationales.

... avant l'accident ?

Ce ralentissement de l'activité est en ligne avec la dégradation des indicateurs conjoncturels depuis le début de l'année 2018. Cette évolution touche particulièrement le secteur industriel où les enquêtes témoignent d'un retournement de la confiance des entreprises dans les zones émergentes comme dans les pays industrialisés. Le niveau des résultats de ces enquêtes ne s'est pas redressé pendant l'été suggérant la poursuite, voire l'amplification du ralentissement. Le niveau de l'indice PMI (*Purchasing managers index*), qui reflète l'opinion des directeurs d'achats sur leur activité, est passé sous le seuil de 50, généralement interprété comme un indicateur de récession aux États-Unis, au Royaume-Uni, au Japon, en Allemagne, en Espagne et en Italie. Aux États-Unis, l'inversion de la pente des taux³ depuis mai 2019 est également interprétée comme un indicateur avancé de récession puisque 6 des 7 dernières récessions observées aux États-Unis depuis le début des années 1970 ont été précédées d'une telle inversion⁴.

Ces éléments doivent cependant être considérés avec prudence. En effet, une analyse de l'information contenue dans les indices PMI montre que le franchissement du seuil de 50 n'est pas systématiquement associé à un recul du PIB (encadré 1). En fait, une telle conclusion ne semble valide que pour l'Italie. Concernant la pente de la courbe des taux, Blot et Heyer (2019) nuancent son pouvoir prédictif. Si les estimations sur les États-Unis montrent un effet significatif de l'inversion sur la probabilité de récession, celui-ci ne peut être généralisé à la zone euro. Par ailleurs, il s'agit davantage d'une corrélation que d'une causalité. Il faut rester prudent sur les interprétations que l'on peut tirer de ce type d'analyses, surtout dans un environnement aujourd'hui caractérisé par des politiques monétaires non conventionnelles et des taux bas à court comme à long terme.

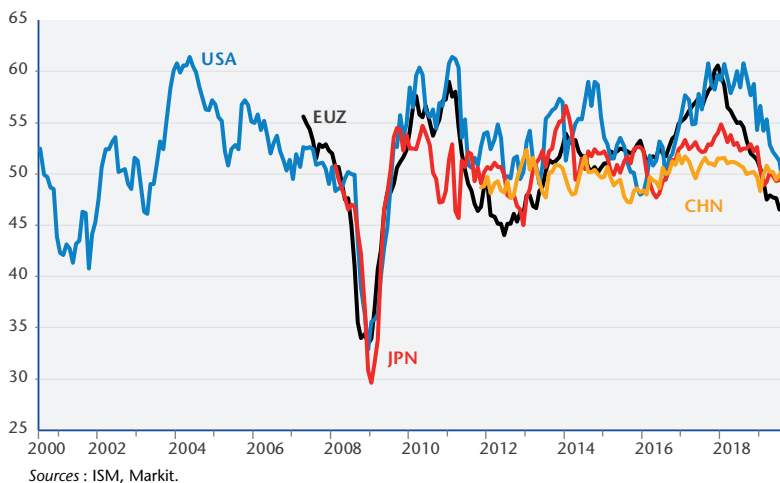
3. Écart entre le taux à 10 ans des obligations du Trésor et le taux à 3 mois des bons du Trésor.

4. Voir Blot et Heyer (2019) pour une analyse de l'information contenue dans la structure par terme des taux d'intérêt.

Encadré 1. Enquêtes PMI et risque de récession

Les marchés et les commentateurs de l'activité économique concentrent de plus en plus leur attention sur les indices des directeurs d'achats (PMI) produits par IHS Markit ou encore l'ISM. Ces deux instituts indiquent que les PMI permettent d'identifier clairement les points de retournement dans le cycle économique. Plus encore, il existerait une valeur de l'indice permettant d'approximer le passage d'une phase d'expansion à une phase de récession, fixée à 50⁵. La baisse récente de ces indices en-deçà de ce seuil a exacerbé les craintes d'une récession proche (graphique 3). Qu'en est-il vraiment ? L'exercice qui suit vise à éclaircir le lien entre le PMI d'une part et la croissance du PIB de l'autre.

Graphique 3. Évolution des PMI en zone euro, aux États-Unis, en Chine et au Japon



Il existe différents types de PMI. Ici nous nous concentrons sur les indices manufacturiers plutôt que les indices composites pour bénéficier d'un échantillon temporel plus important. Bien que l'industrie manufacturière représente entre 11 % et 23 % de la valeur ajoutée des pays présents ici⁶, les

5. En observant de plus près la manière dont l'indice de diffusion est calculé, il est aisé d'en comprendre la signification. Basé sur des réponses d'enquêtes, il est calculé tel que : $I = \%^{+} + 0,5(\%^{-}) + \%^{-}$ avec $\%^{+}$ (resp. $\%^{-}$, $\%^{-}$) correspondant aux pourcentages de répondants déclarant une hausse (resp. baisse et stabilité) sur un ensemble d'indicateurs un mois par rapport au mois précédent. La lecture de cet indice doit être la suivante : s'il passe de 54 à 52, cela correspond toujours à une situation où les répondants sont toujours optimistes mais légèrement moins que précédemment.

6. Alors que la Chine apparaît dans le graphique 1, nous l'omettons par la suite du fait d'un échantillon trop restreint.

indices PMI manufacturiers sont en général fortement corrélés avec la croissance trimestrielle du PIB (tableau 2). Ceci est moins vérifié lorsque l'on ne prend pas en considération la crise de 2008 ; l'exemple le plus frappant est donné par le Japon, pays pour lequel la corrélation tombe à 0,1 (contre 0,64 avec un échantillon non tronqué). Pour le Royaume-Uni, la corrélation est divisée par deux.

Tableau 2. **Corrélations entre PIB et l'indice PMI manufacturier**

DEU	ESP	FRA	ITA	EUZ	GBR	USA	JPN
0,65	0,92	0,67	0,37	0,84	0,73	0,49	0,64

Sources : Markit, IHS, Comptabilités nationales, Calculs OFCE.

Nous partons du modèle⁷ suivant dans cet exercice :

$$g^T = \alpha + \beta (I_m^T - 50) \quad (1)$$

Avec g^T le taux de croissance d'une variable de performance de l'économie et I_m^T l'indice PMI.

Un PMI en deçà de 50 ne signifie pas nécessairement récession

Le modèle permet d'identifier le taux de croissance du PIB associé à une valeur de I_m^T égale à 50, *i.e.* le niveau où les entreprises déclarent la situation inchangée par rapport au trimestre précédent. Si l'indicateur est utile pour prévoir les retournements conjoncturels, alors une valeur d'indice égale à 50 devrait correspondre à une croissance trimestrielle du PIB nulle⁸. Les résultats sont reportés dans le tableau 3 et indiquent que ce serait le cas uniquement pour l'Allemagne, le Japon ainsi que le Royaume-Uni. En revanche, la valeur 50 de l'indice est associée à un repli trimestriel du PIB d'environ 0,2 % en Italie et une croissance comprise entre 0,14 % (zone euro) et 0,32 % (États-Unis).

En revanche, lorsque nous estimons le modèle sur des données mensuelles avec une variable dépendante, l'indice de production industrielle, nous notons qu'un seuil de 50 pour l'indice PMI peut correspondre effectivement à une croissance nulle de l'IPI pour tous les pays sauf les États-Unis, pays pour lequel le terme constant est compris entre -0,17 et 0 au seuil de confiance de 95 %.

7. Voir la lettre *Trésor-Eco*, n° 151 « Comment traduire les climats des affaires en termes de croissance ? ».

8. Les données PMI étant mensuelles, nous avons choisi le mois du trimestre le plus significatif et nous gardons cette hypothèse sur l'ensemble de l'échantillon. En général, le troisième mois est choisi, sauf pour l'Espagne (le premier) et le Royaume-Uni et l'Italie (le deuxième).

Tableau 3. Résultats de l'estimation de l'équation (1)

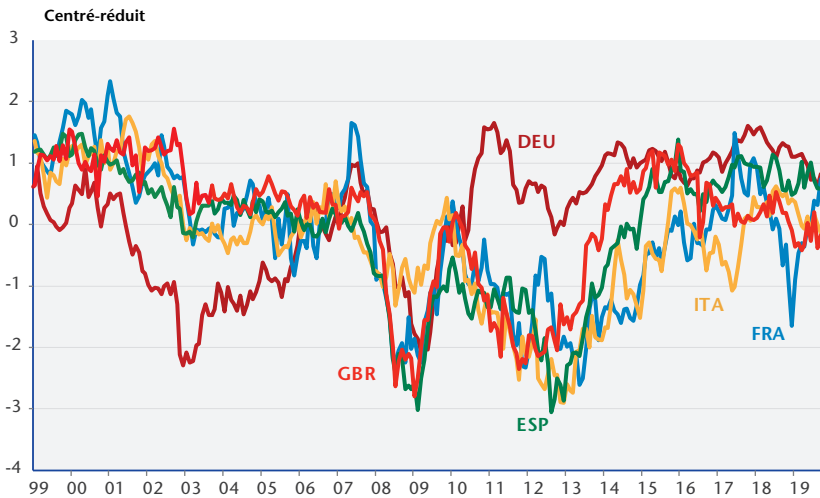
Pays	g_t	α	β	échantillon	R^2
Allemagne	PIB	0,1 ^a	0,11	2007q4 - 2019q2	0,50
	IPI	-0,13 ^a	0,08	2007m12 - 2019m8	0,11
Espagne	PIB	0,16 [0,06 ; 0,25]	0,14	2011q2 - 2019q2	0,82
	IPI	-0,03 ^a	0,06	2011m4 - 2019m8	0,02
France	PIB	0,23 [0,14 ; 0,32]	0,08	2008q3 - 2019q2	0,66
	IPI	-0,05 ^a	0,07	2008m8 - 2019m8	0,06
Italie	PIB	-0,18 [-0,35 ; 0]	0,08	2011q4 - 2019q2	0,26
	IPI	-0,11 ^a	0,04	2012m1 - 2019m8	0,00
Zone Euro	PIB	0,14 [0,05; 0,23]	0,1	2007q1-1091Q2	0,72
	IPI	-0,11 ^a	0,1	2007m4 - 2019m7	0,21
Royaume-Uni	PIB	0,05 ^a	0,11	2008q1 - 2019q2	0,64
	IPI	-0,19 ^a	0,04 ^a	2008m1 - 2019m8	0,02
Japon	PIB	0,15 ^a	0,17	2008q1 - 2019q2	0,39
	IPI	-0,13 ^a	0,27	2008m2 - 2019m8	0,20
États-Unis	PIB	0,32 [0,21 ; 0,44]	0,06	2000Q4 - 2019Q2	0,37
	IPI	-0,09 [-0,17 ; 0]	0,06	2000m2 - 2019m8	0,24

^a indique que le coefficient est non significativement différent de 0 au seuil de 5 %. Les intervalles de confiance au seuil de 95 % sont indiqués entre crochets.

Sources: Markit pour les six premiers PMI, ISM pour les États-Unis. Les données de PIB sont fournies par les instituts statistiques (supra-)nationaux.

Par ailleurs, les enquêtes sur l'activité dans les services ou auprès des consommateurs offrent des perspectives généralement moins négatives. Du côté des services, la dégradation est moins nette même si les indicateurs sont inférieurs à leur moyenne de long terme au Royaume-Uni, en Allemagne ou en Italie. Ils sont cependant mieux orientés en France ou en Espagne. Du côté des ménages, la confiance est au plus haut depuis la fin des années 1990 aux États-Unis. Elle a baissé en zone euro en 2018 mais se stabilise depuis à un niveau supérieur à sa moyenne de long terme. Après avoir plongé en France en fin d'année 2018 du fait de la crise des « Gilets jaunes », la confiance a rebondi (graphique 4). Les ménages britanniques et italiens restent moroses contrairement aux espagnols et aux allemands qui semblent plus optimistes quant à leurs perspectives.

Graphique 4. Confiance des ménages européens



Un ralentissement certain

La récession n'est donc pas inéluctable. Il n'en demeure pas moins que les indicateurs coïncident avec des tensions politiques et des facteurs structurels qui conduiront à un ralentissement certain de l'activité.

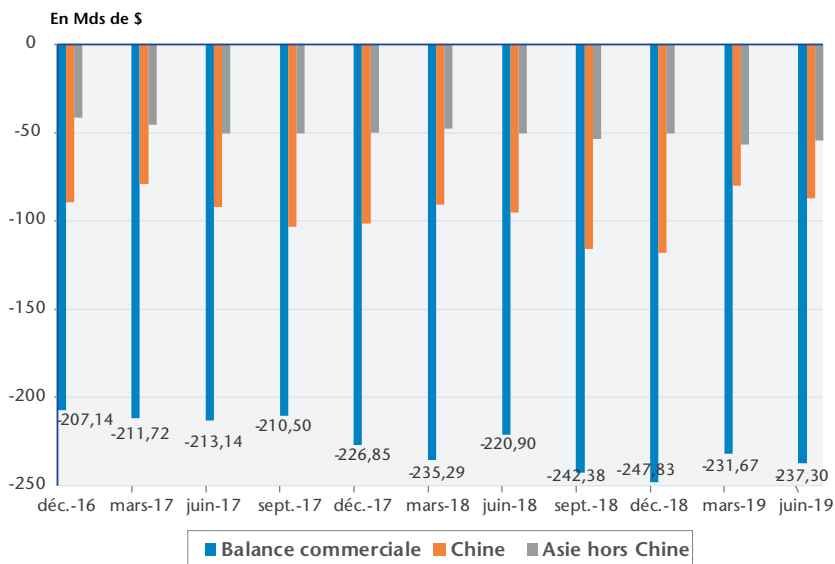
Des tensions politiques

Depuis son arrivée à la tête des États-Unis, Donald Trump a rompu avec la politique commerciale de ses prédécesseurs et a engagé une stratégie de conflits avec ses partenaires ouvrant de multiples fronts. C'est surtout avec la Chine que les tensions sont les plus importantes puisque les États-Unis ont frappé de droits de douanes supplémentaires les importations chinoises à plusieurs reprises, la dernière mesure datant du 1^{er} août 2019 avec une taxation à hauteur de 10 % sur 300 milliards d'importations⁹. Ainsi, l'intégralité des importations chinoises fait aujourd'hui l'objet de droits supplémentaires. Donald Trump espère ainsi forcer la Chine à ouvrir son marché et réduire le déficit commercial des États-Unis. Même si des négociations ont été ouvertes, elles n'ont pour l'instant pas abouti. La Chine a de son côté pris des mesures de rétorsions imposant à son tour les importations en provenance des

9. Voir la partie « Commerce mondial : hautes tensions » pour plus de détails.

États-Unis, ce qui s'est traduit par une contraction des échanges commerciaux entre les deux pays. Un an après le déclenchement des hostilités, les importations américaines en provenance de Chine ont chuté de 12 % et les exportations américaines baissaient de 14 %. À terme, il n'est pas certain que cette stratégie soit couronnée de succès. Le déficit commercial bilatéral des États-Unis vis-à-vis de la Chine a bien été réduit mais le déficit total a légèrement augmenté (graphique 5). En cumul sur quatre trimestres, il s'élevait à 4,5 % du PIB en août 2019, soit un niveau légèrement supérieur à celui atteint fin 2016 avant l'entrée en fonction de Donald Trump. Une étude récente indique en effet que l'augmentation des droits a conduit les importateurs américains à se tourner vers d'autres fournisseurs hors Chine¹⁰. Plus généralement, le déficit commercial des États-Unis reflète surtout un déséquilibre entre l'épargne et l'investissement si bien que même si la stratégie menée par Donald Trump permet d'obtenir une plus grande ouverture du marché chinois, le déficit devrait perdurer.

Graphique 5. Commerce extérieur des États-Unis



Source : US Census Bureau.

10. Voir les perspectives économiques de septembre 2019 de l'Asian Development Bank (<https://www.adb.org/sites/default/files/publication/524596/ado2019-update.pdf>)

La stratégie commerciale américaine a également visé le Canada et le Mexique qui ont été contraints de négocier un nouvel accord. Un front est également ouvert contre l'Europe à propos des subventions dont a bénéficié Airbus ou des importations automobiles, notamment en provenance d'Allemagne.

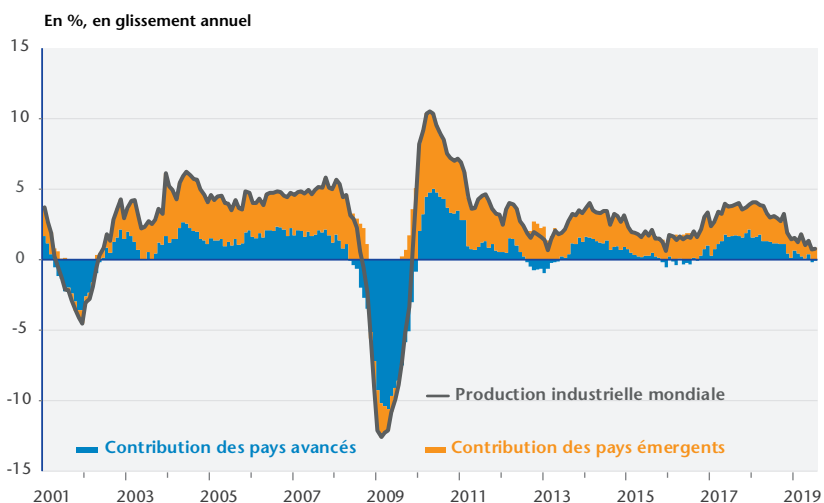
En Europe, les tensions portent également sur les modalités du *Brexit*, qui modifieront à terme les relations commerciales entre le Royaume-Uni et le reste de l'Union. Outre une augmentation des droits, une sortie sans accord pourrait de plus se traduire par des barrières non tarifaires qui auraient des répercussions sur le commerce de biens mais aussi de services. La sortie n'étant pas actée, c'est surtout par l'incertitude que sont affectés les échanges entre les deux parties.

Enfin, la situation politique en Italie et en Espagne reflète une forte instabilité aux répercussions idiosyncratiques. L'arrivée au pouvoir d'une coalition formée de deux partis critiques à l'égard des institutions et des politiques européennes s'est traduite par la volonté du gouvernement italien de mener une politique de relance budgétaire enfreignant les règles en vigueur et les engagements pris par le gouvernement précédent. Il en a résulté un conflit avec la Commission européenne. De plus, la perspective d'un accroissement de la dette, qui dépasse 130 % du PIB, a réveillé les craintes des marchés sur la soutenabilité des finances publiques italiennes. Les taux d'intérêt sur la dette ont grimpé de 1,8 % début 2018 à 3,6 % en octobre. Le plan s'est cependant avéré moins ambitieux qu'annoncé initialement et les tensions avec la Commission se sont apaisées. Les taux ont depuis fortement baissé passant sous 0,9 % en septembre. Il y a cependant toujours une prime de risque sur le rendement italien, de l'ordre de 1,4 point relativement aux taux allemands. L'Espagne est également caractérisée par une crise politique qui se traduit par l'impossibilité de dégager une majorité claire au Parlement depuis près de 4 ans. Cette situation n'a cependant pas entravé le processus de reprise mais s'est traduit par une politique budgétaire qui est restée expansionniste.

Une crise dans le secteur automobile/industrie

Le ralentissement observé à partir de 2018 a été particulièrement visible dans l'industrie où la production ralentit dans les pays industrialisés et dans les pays émergents (graphique 6), ce qui pourrait s'expliquer par la guerre commerciale qui réduit les échanges de biens mais aussi par la situation dans le secteur automobile.

Graphique 6. Production industrielle mondiale



Source : CPB (World trade monitor), calculs OFCE octobre 2019.

L'entrée en vigueur de nouvelles normes en Europe et d'un nouveau processus d'homologation en septembre 2018 avait été à l'origine de fluctuations sur les immatriculations et sur la production plus ou moins importantes selon le degré de préparation des constructeurs. Pour autant, la crise pourrait être plus structurelle. Le scandale du *dieselgate* a fragilisé le secteur contribuant à une défiance à l'égard des moteurs diesels. Plus généralement, c'est la question de la place de l'automobile dans les sociétés qui est aujourd'hui posée ; de nombreuses villes projetant d'interdire la circulation de véhicules à moteur thermique à un horizon plus ou moins long. Face à ces annonces, les consommateurs pourraient être tentés de ne pas remplacer leur véhicule attendant la mise sur le marché de véhicules électriques plus performants et moins chers. Il en résulterait une baisse durable de la demande d'automobiles le temps que les constructeurs s'adaptent aux mutations de la demande. De fait, les ventes à l'échelle mondiale se sont contractées¹¹, principalement du fait de la diminution de la demande chinoise qui pénalise en particulier les producteurs et exportateurs allemands. En effet, les constructeurs allemands sont non seulement plus sensibles à la demande mondiale mais, de surcroît, la part du secteur automobile dans l'économie est bien plus importante (tableau 4), ce qui contribue dès lors plus significativement qu'ailleurs à l'ajustement plus brutal de l'activité observé fin 2018-début 2019.

11. Voir la partie « Automobile : après une décennie dorée, la crise menace à nouveau ».

Tableau 4. Part de l'automobile dans l'industrie et le PIB en 2018

En %	DEU	FRA	ITA	ESP	GBR	UE28	USA
Dans l'industrie	18,4	4,8	4,7	7,1	6,4	9,3	9,6
Dans la VA totale	4,7	0,7	0,9	1,1	0,9	1,8	2,8

Sources : Eurostat, BEA.

Une fin de cycle

La baisse de la demande chinoise d'automobiles est en lien avec le ralentissement de l'activité et la lente et difficile mutation du modèle de développement vers une croissance moins tirée par les exportations. Le processus de convergence se poursuit à un rythme maintenant plus lent avec une croissance qui est passée de plus de 10 % en moyenne dans les 1990 et 2000 à moins de 6,5 % en 2019. Cette transition est en apparence progressive et sous contrôle du gouvernement. Mais les statistiques de PIB chinois pourraient masquer un ralentissement plus franc. Par ailleurs, le changement de cap nécessite l'appui de la politique budgétaire et de plans d'investissements publics qui accroissent l'endettement et pourraient faire émerger de nouveaux risques financiers.

Dans certains pays industrialisés, et notamment en Allemagne et aux États-Unis, c'est le cycle d'expansion post-Grande Récession qui s'achève et devrait se traduire par la convergence de l'activité vers le potentiel¹². Dans ces deux économies, l'écart de croissance est positif. Le ralentissement serait probablement intervenu plus tôt aux États-Unis si l'économie n'avait pas été stimulée par une politique budgétaire expansionniste en 2018 et 2019. En Allemagne, malgré des mesures de soutien, la baisse de croissance est plus soudaine du fait d'une plus forte dépendance de l'économie au commerce mondial. Cette situation pose de fait la question de la soutenabilité du modèle de croissance allemand dont la fragilité était rapidement apparue en 2008-2009 lorsque la récession mondiale avait fait plonger le PIB plus fortement que celui des autres pays européens : -5,6 % en 2009 contre -4 % pour la zone euro hors Allemagne. La reprise mondiale avait, dans la foulée, contribué à un rebond plus dynamique : +4 % en 2010 contre 1,3 % pour le reste de la zone euro. Mais la croissance allemande pourrait être durablement affaiblie dans un contexte de

12. Voir la partie « Un sentier de croissance en ralentissement ».

moins demande de biens d'équipement en lien avec le ralentissement de l'activité dans les pays émergents et un commerce mondial moins porteur que par le passé. L'Allemagne devrait chercher du côté de la demande intérieure le moteur d'une croissance renouvelée.

Croissance conditionnelle

Notre scénario de croissance s'appuie sur l'hypothèse de tensions qui s'apaisent. Le débat politique interne au Royaume-Uni indique que les députés sont hostiles à une sortie sans accord. Si la perspective d'un accord est très compromise à court terme, il est probable qu'un nouveau report soit obtenu. Les discussions devraient cependant rester tendues notamment parce que le nouveau Premier ministre anglais semble prêt à accepter l'absence d'accord contre l'avis des parlementaires britanniques. Dans cette configuration plus favorable, l'activité ralentirait au Royaume-Uni passant ainsi de 1,5 % en 2018 à 0,8 % en 2019 puis 0,9 % en 2019. Mais une sortie sans accord entraînerait une récession avec une contraction du PIB de -1,1 % en 2020. Les répercussions sur les partenaires européens seraient cependant limitées (encadré 2).

Encadré 2. Les effets à court terme d'une sortie sans accord du Royaume-Uni

Dans cet encadré, nous simulons à l'aide du modèle NiGEM l'impact d'une sortie sans accord du Royaume-Uni, sur le PIB de ce dernier, de la France et de l'Union européenne. Une sortie sans-accord le 31 octobre prochain engendrerait des coûts liés au retrait du marché commun comprenant un retour aux règles de l'OMC et à court terme, davantage liés à une hausse de l'incertitude. Les différents canaux de transmission d'une sortie sans accord et la manière dont ils sont calibrés dans le modèle sont résumés dans le tableau 5.

Les résultats à l'horizon de notre prévision sont présentés dans le graphique 7. Le Royaume-Uni connaîtrait une récession en 2020 (-1,1 %) mais pas en 2021 où la croissance du PIB serait de nouveau positive. Les effets les plus importants à notre horizon de prévision sont le fait de l'incertitude, l'entrave au commerce causée par le retour aux règles de l'OMC et enfin un solde migratoire net plus bas. L'effet sur la croissance du PIB français et de la zone euro serait quant à lui modéré au sens où l'absence d'accord impliquerait une baisse d'environ 0,2 point sur nos prévisions de croissance. Dans le modèle, le principal canal de transmission est celui du commerce et des flux migratoires.

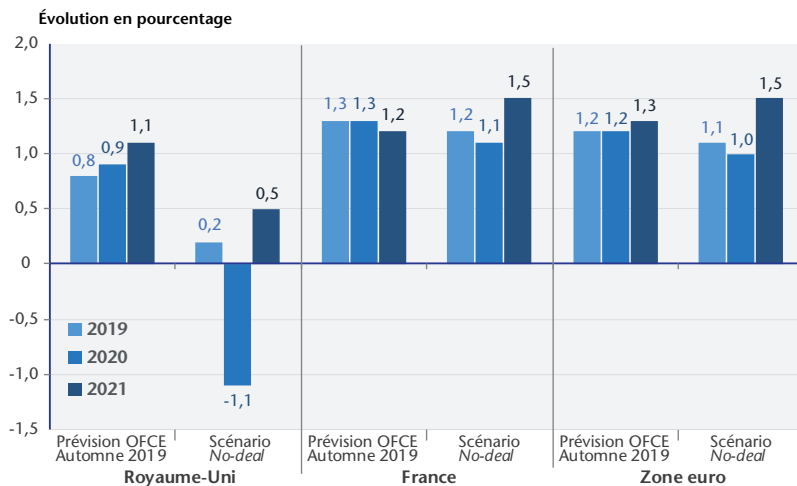
Tableau 5. Hypothèses de modélisation d'une sortie sans accord le 31 octobre 2019

Canaux de transmission		Calibration dans NiGEM (en écart au compte central)
À court terme		
Prime de risque	sur le marché des titres privés ^a	Augmentation de 50 points de base entre 2019T4 et 2020T1 et baisse graduelle jusqu'en 2021
	sur les obligations d'État ^a	Augmentation de 100 points de base les trois premiers trimestres et baisse graduelle jusqu'en 2021
Incertitude		Augmentation de l'indice d'incertitude à son plus haut niveau des trois dernières années en 2019T4
Dépréciation de la livre		10 % de dépréciation vis-à-vis du dollar au premier trimestre (soit 7 % en termes effectifs) et 5 % de dépréciation par la suite
À long terme		
Commerce ^a		Réduction d'environ 56 % du commerce avec les pays de l'Union Européenne
Investissements directs à l'étranger ^a		Baisse de 24 % des IDE (balance des paiements) correspondant à une baisse de 3,5 % dans l'investissement marchand
Productivité		Réduction de la productivité du travail de 1,6 % à l'horizon de 2033
Solde migratoire ^a		Réduction du solde migratoire net d'environ 85 000 personnes (variante basse de l'Office des Statistiques Nationales) (il augmente donc chez les partenaires commerciaux du Royaume-Uni)
Contribution au budget Européen ^a		Environ 5 milliards de livres par an de moins à payer, recyclés en consommation publique

Note : ^a Chocs déjà intégrés dans le modèle et non modifiés

Sources : NIESR et OFCE.

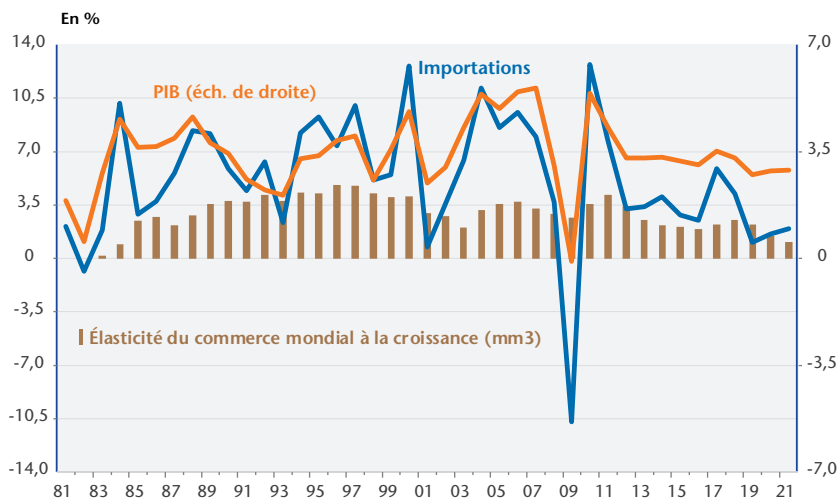
Graphique 7. Impact d'une sortie sans accord sur la croissance



Sources : NiGEM, NIESR, calculs OFCE, prévisions OFCE octobre 2019.

De même, la guerre commerciale resterait contenue. Les annonces de nouveaux tarifs seraient appliquées mais à terme, un accord serait trouvé entre les États-Unis et la Chine. Vis-à-vis de l'Europe, le verdict rendu par l'OMC concernant la plainte déposée par les États-Unis à l'encontre des subventions dont a bénéficié Airbus se traduira par des droits de douanes supplémentaires. Une mesure équivalente pourrait être prise par l'Europe en raison du même conflit. Mais ces tensions ne dégèneraient pas. Il n'y aurait pas de guerre commerciale totale même si Donald Trump devait continuer à faire usage de menaces contre ses partenaires au moins jusqu'aux prochaines élections présidentielles de 2020. Le commerce mondial sera donc impacté avec un ralentissement des échanges de biens et services. La contraction des échanges de marchandises sera amortie par les services. La croissance passerait néanmoins de 5,9 % en 2017 à 1 % en 2019 avant de remonter à 1,6 % puis 2 % en 2019 et 2020 (graphique 8). Quant à la croissance du PIB mondial, elle passerait sous 3 % au cours des trois prochaines années. En moyenne sur 2019-2021, l'élasticité du commerce mondial à la croissance atteindrait 0,5, soit un niveau plus bas que dans les années 1990 et 2000.

Graphique 8. Croissance du PIB et du commerce mondial



Sources : CPB (World trade monitor), FMI, Comptabilités nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2019.

En zone euro, la croissance passerait de 2,7 % en 2017 à 1,2 % en 2019 tirée vers le bas par les performances de l'Allemagne (0,5 % en 2019) et de l'Italie (0,1). L'Espagne ainsi que des économies moyennes de la zone euro comme les Pays-Bas ou le Portugal deviendraient les

principaux moteurs de la croissance en zone euro. Le ralentissement serait moins marqué en France dont les performances seraient légèrement supérieures à celle de la zone euro dans son ensemble en 2019 et 2020.

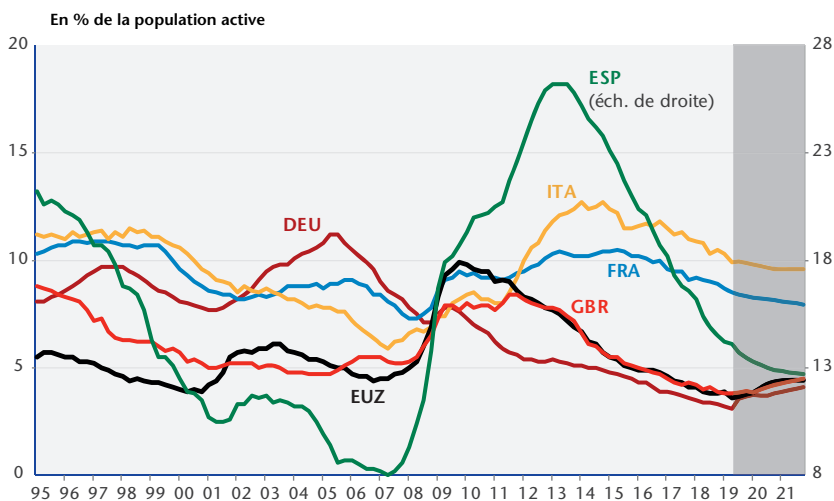
L'exception américaine prendrait fin et les États-Unis ralentiraient d'abord modérément en 2019 : 2,2 % contre 2,9 % un an plus tôt. L'ajustement serait plus marqué en 2020 avec une croissance qui perdrait encore 0,9 point en 2020 avant de remonter légèrement en 2021. Si la guerre commerciale devrait impacter négativement l'économie, le ralentissement serait surtout imputable à l'arrêt du stimulus budgétaire. De fait, l'économie américaine est peu ouverte relativement aux pays de la zone euro. L'effet de la guerre commerciale serait surtout indirect *via* la hausse des prix sur les importations qui rognerait « toutes choses égales par ailleurs » le pouvoir d'achat des ménages ou les marges des entreprises. Les exportations vers la Chine ne représentent que 3,4 % des exportations totales de biens et services, ce qui limiterait les effets en termes de parts de marché. En 2020, les États-Unis enregistreraient néanmoins la plus mauvaise performance économique depuis 2009 mais il n'y aurait pas de contraction du PIB, ni même de récession au sens du NBER comme cela avait été le cas en 2001 où le PIB avait néanmoins augmenté de 1 %. La situation serait plutôt proche de celle observée en début d'année 2016 où le glissement annuel du PIB était retombé à 1,3 % après un pic à 4 % début 2015. Le ralentissement serait cependant cette fois-ci plus durable, reflétant la fin du cycle d'expansion et, sous l'hypothèse d'absences de chocs, la convergence vers un sentier de croissance de long terme plus faible.

Pour autant, ce scénario pourrait être plus noir pour les États-Unis comme pour l'ensemble des pays industrialisés en cas d'accroissement des tensions commerciales ou d'une diffusion du creux industriel à l'ensemble de l'économie. Les ménages pourraient se montrer prudents et désireux d'accroître leur épargne de précaution, ce qui ralentirait la consommation et entraînerait un ajustement plus marqué de la demande intérieure. De plus, les risques financiers demeurent. Si l'endettement privé a globalement reculé depuis la fin de la Grande Récession, il reste des agents ou des segments de marché à risque¹³. Sous ces hypothèses favorables, le ralentissement serait contenu, ce qui se traduira également par une résilience des marchés du travail. La

13. Voir la partie « Endettement des entreprises américaines : où en est-on ? ».

hausse du chômage serait modérée aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Allemagne tandis que la baisse se poursuivrait en France, Espagne et en Italie (graphique 9).

Graphique 9. Taux de chômage



Sources : comptabilités nationales, prévisions OFCE octobre 2019.

Du côté des pays émergents, la croissance passerait de 4,4 % en 2017 à 3,6 % en 2019 avant de rebondir à 4,2 %. En Chine, le ralentissement semblerait toujours sous contrôle et la croissance glisserait progressivement sous la barre de 6 % en 2021 entraînant dans son sillage Singapour et Hong-Kong. La croissance en Asie hors Chine baisserait de 0,2 point en 2019 par rapport en 2018 et serait notamment soutenue par l'Inde (7 % en 2019). La dégradation se poursuivrait pour les pays d'Amérique latine avec une croissance plate au Brésil à 0,9 % en 2019 après 1,1 % en 2018. Enfin, la situation macroéconomique resterait bien orientée parmi les nouveaux pays membres de l'Union même si l'activité serait moins dynamique que celle observée en 2018 et 2019. La zone pâtirait notamment de la faible croissance de la zone euro.

Politiques économiques : le fusil est-il rechargé ?

Dans l'éventualité où le ralentissement s'avérerait plus important se pose la question de la capacité des autorités monétaires et budgétaires à réagir pour amortir un choc et empêcher une éventuelle récession. L'augmentation des dettes publiques consécutive à la Grande Réces-

sion limite-t-elle les marges de manœuvre budgétaires ? Du côté monétaire, si la Réserve fédérale a la possibilité de baisser le taux court, la BCE devrait recourir à de nouvelles mesures non conventionnelles.

Quelles marges de manœuvre pour les politiques budgétaires ?

L'existence de marges de manœuvre budgétaire doit permettre à un gouvernement de modifier ses dépenses ou ses recettes budgétaires sans réduire la soutenabilité des finances publiques. En théorie, une dette publique est soutenable lorsque les soldes budgétaires futurs permettent de rembourser la dette actuelle. Cette définition est cependant peu informative en pratique. Aussi, Ghosh *et al.* (2013) considèrent qu'un gouvernement dispose de marge de manœuvre s'il parvient à financer son déficit sans pression excessive sur le taux d'intérêt. L'évolution récente des taux d'intérêt montre qu'il y a un appétit des investisseurs pour les dettes publiques, ce qui suggère qu'une politique budgétaire plus expansionniste ne se traduirait pas nécessairement par une remontée des tensions telle que le financement de mesures serait compromis. L'Italie pourrait cependant apparaître comme une exception puisqu'on a vu au printemps 2018 que les mesures annoncées par la coalition avaient provoqué une hausse des taux.

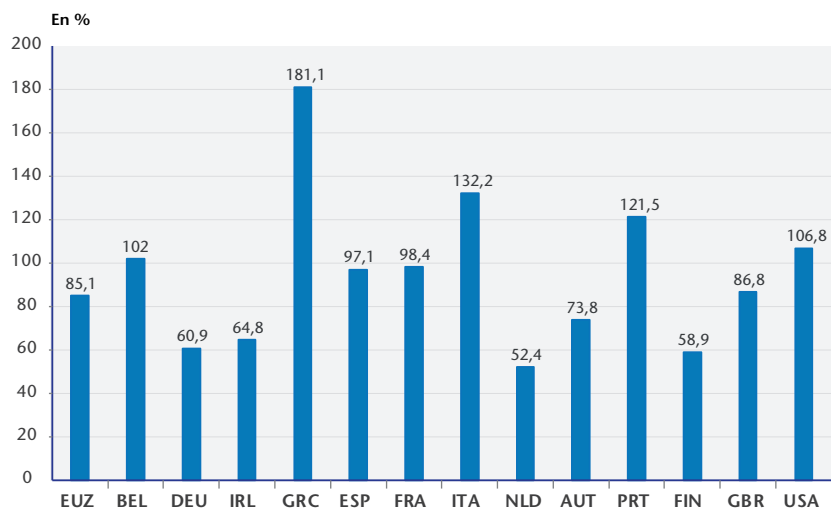
Dans le cas européen, il faut néanmoins tenir compte des règles budgétaires en vigueur. Les pays s'engagent effectivement non seulement à avoir un déficit inférieur à 3 % du PIB mais aussi à réduire le déficit structurel et faire converger leur dette vers 60 % du PIB en 20 ans, ce qui suppose des efforts pour de nombreux pays (graphique 10). La France, l'Italie et l'Espagne ont déjà réduit les efforts relativement à leurs engagements initiaux¹⁴. La baisse des taux donnerait cependant des marges de manœuvre en 2020 sans nécessairement compromettre le respect des règles en vigueur.

Dans le cas américain, c'est le plafond de dette voté par le Congrès qui peut contraindre la politique du gouvernement. Donald Trump a laissé entendre qu'il pourrait décider de nouvelles mesures de soutien à l'économie surtout que 2020 sera une année électorale. Le Président sortant souhaitera présenter un bilan favorable. Il lui faudra cependant obtenir l'accord du Congrès dont la majorité est détenue par les Démocrates. Le Président n'aura donc pas les mains libres surtout que

14. Voir la partie « Politiques budgétaires : la fin de la consolidation pour faire face aux incertitudes ».

certaines représentations du Congrès s'inquiètent de l'augmentation de la dette fédérale, qui dépasserait 110 % du PIB en 2020 contre 106,7 % en 2016.

Graphique 10. Dette publique brute en 2018



Sources : Eurostat, NIPA.

Politiques monétaires : à la recherche d'une nouvelle arme

Côté monétaire, les banques centrales ont été très actives depuis 2009 en baissant les taux puis en ayant recours à des politiques d'achats d'actifs. Depuis 2014, la Réserve fédérale a normalisé progressivement sa politique monétaire en remontant son taux directeur puis en amorçant une réduction de la taille du bilan¹⁵. Elle a donc à la fois la possibilité de baisser les taux, ce qu'elle a déjà fait à deux reprises en juillet et septembre 2019 afin de tenter de faire remonter l'inflation et en anticipation d'un ralentissement économique. Avec un taux à 1,75 % en octobre, la Réserve fédérale dispose donc de plusieurs cartouches du côté des taux courts avant d'annoncer une reprise des achats d'actifs.

Dans la zone euro, la reprise plus tardive et plus timide a conduit la BCE à maintenir son taux à 0 %. Après une pause dans sa politique d'achats d'actifs, constatant une inflation qui ne converge toujours pas vers 2 %, Mario Draghi a annoncé une reprise de l'assouplissement

15. Voir la partie « Politiques monétaires : L'inflation pour seul objectif ? ».

quantitatif à partir de novembre 2019 et a conditionné la future hausse des taux au retour de l'inflation vers la valeur ciblée par la BCE.

Selon Swanson (2018), les politiques monétaires seraient peu contraintes et disposeraient dorénavant des outils – guidage des anticipations et achats d'actifs – et de l'expérience pour faire face à un nouveau ralentissement. De fait, leur contrainte d'expansion du bilan sont relativement limitées, ce qui permettrait donc d'avoir le stimulus voulu selon la situation macroéconomique.

Néanmoins, l'existence de marges de manœuvre ne va pas forcément de pair avec l'efficacité des mesures prises. Même si on ne sait pas quel aurait été le niveau de l'inflation en l'absence d'une politique d'assouplissement quantitatif, force est de constater que les mesures prises ne sont pas parvenues à ramener l'inflation vers la valeur ciblée par les banques centrales. Des politiques monétaire et budgétaire coordonnées ainsi que des réformes visant à renforcer le pouvoir d'achat des salariés ou réduire la précarité de l'emploi pourraient sans doute être une réponse à la faible inflation. En maintenant des conditions de financement extrêmement favorables, les banques centrales pourraient déjà avoir fait leur part du travail.

Références

- Blot C. et É. Heyer, 2019, « L'inversion de la courbe des taux est-elle toujours suivie d'un ralentissement économique ? », *Revue de l'OFCE*, n° 162, pp. 247-273.
- Ghosh A. R., Kim J. I., Mendoza E. G., Ostry J. D. et Qureshi M. S., 2013, « Fiscal fatigue, fiscal space and debt sustainability in advanced economies », *The Economic Journal*, 123(566), F4-F30.
- Swanson E. T., 2018, « The federal reserve is not very constrained by the lower bound on nominal interest rates », National Bureau of Economic Research, *NBER* n° w25123.

2. Tour du monde de la situation conjoncturelle

États-Unis : beaucoup de bruit pour rien ?

Les derniers chiffres de comptabilité nationale témoignent du maintien de la dynamique de croissance au premier semestre 2019, le PIB ayant respectivement progressé de 0,8 % et 0,5 % aux premier et deuxième trimestres 2019. Sur le marché du travail, le taux de chômage a atteint 3,6 % en avril 2019, soit le plus bas niveau enregistré depuis la fin des années 1960. Pourtant, les inquiétudes sur l'économie américaine se sont récemment intensifiées. La production industrielle a baissé depuis décembre 2018, l'indicateur avancé du *Conference Board* suggère un fléchissement à venir de l'activité et l'inversion de la courbe des taux¹, observée depuis juin 2019, est généralement interprétée comme le signal d'une récession à un horizon de 12 mois ; elle se profilerait donc en 2020. Ces anticipations traduisent la dégradation de l'environnement international, l'arrêt prévu du stimulus budgétaire ainsi que l'épuisement progressif de la reprise. De fait, l'économie américaine devrait effectivement ralentir en 2019 et plus encore en 2020 mais les États-Unis éviteraient la récession puisque la croissance passerait de 2,9 % en 2018 à 1,3 % en 2020 et 1,5 % en 2021.

Jusqu'ici tout va bien

Selon le NBER (National Bureau of Economic Research), les États-Unis connaissent actuellement la plus longue phase d'expansion de leur histoire². Le cycle en cours a débuté au deuxième trimestre 2009 et

1. L'inversion de la courbe des taux correspond à une situation où le taux court, par exemple le taux à trois mois, est inférieur au taux long (à 10 ans).

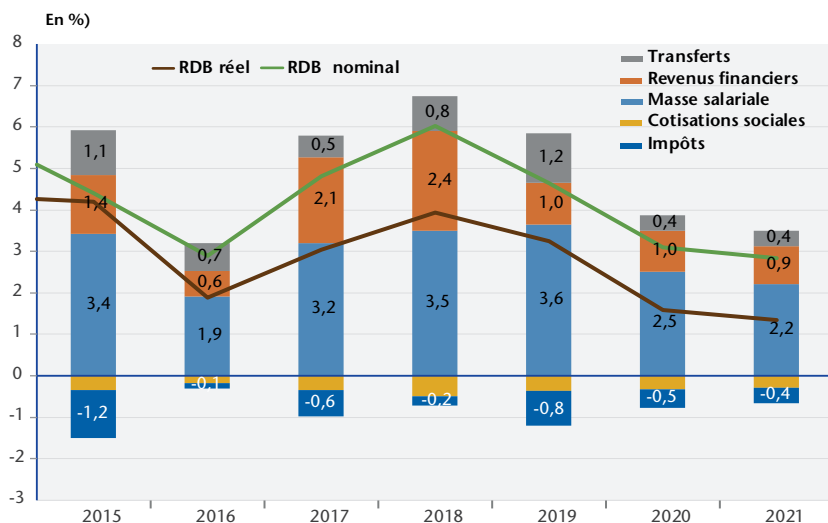
2. Le NBER établit une chronologie des récessions et des phases d'expansion depuis 1855. La méthodologie utilisée ne s'appuie pas uniquement sur le PIB mais tient également compte du revenu réel, de l'emploi, de la production industrielle et des indicateurs de ventes. Ainsi, même s'il y a eu des contractions du PIB aux premiers trimestres 2011 et 2014, celles-ci furent ponctuelles et ne se reflétèrent pas dans les autres variables macroéconomiques.

devrait dépasser le précédent record de 120 mois observé entre avril 1991 et mars 2001. Loin de s'épuiser, l'activité a accéléré en 2018 avec une progression du PIB de 2,9 % soutenue par la politique budgétaire expansionniste de l'administration Trump. La réforme fiscale votée par le Congrès en décembre 2017 s'est effectivement traduite par une réduction d'impôts pour les ménages – en particulier les plus aisés – et les entreprises. En cumul, la baisse des impôts sur les revenus et les bénéfices atteindrait 270 Mds de dollars : soit 1,4 point de PIB (0,8 point pour l'année 2018 et 0,6 pour 2019). Il en a résulté une amélioration du revenu disponible des ménages et de la profitabilité des entreprises, ce qui a poussé la consommation et l'investissement à la hausse. Le stimulus a également porté sur les dépenses avec une impulsion positive de 0,6 point de PIB en 2018 et 0,3 point en 2019. En pratique, cela s'est traduit par une hausse des transferts aux ménages et par une augmentation des dépenses publiques d'investissement et de consommation.

Avec une contribution de 3,2 points, la demande intérieure fut le principal moteur de la croissance en 2018. Cette logique s'est maintenue au cours des deux premiers trimestres 2019 ; la contribution cumulée de la demande intérieure ayant atteint 1,4 point pour une croissance de 0,8 % et 0,5 % aux premier et deuxième trimestres respectivement. La consommation des ménages a progressé de 3 % en 2018 et encore de 0,3 % et 1,1 % aux deux premiers trimestres 2019. Elle a largement été stimulée par l'évolution du revenu disponible dont la hausse fut aussi alimentée par les créations d'emploi et l'évolution de la masse salariale (graphique 11). Les ménages ont néanmoins épargné partiellement le supplément de revenu. Au deuxième trimestre 2019, leur taux d'épargne s'élevait à 8 % contre 7 % en 2017. Du côté des entreprises, l'investissement productif a progressé de 1,5 % en moyenne par trimestre depuis la fin 2017. Et malgré un recul au deuxième trimestre 2019, le taux d'investissement a atteint un point historiquement haut à 14,5 % du PIB.

Le dynamisme de la croissance a bénéficié au marché du travail puisque le taux de chômage au sens du BIT (Bureau international du travail) a atteint 3,6 % en avril, soit un niveau qui n'avait pas été observé depuis la fin des années 1960 et qui traduit les nombreuses créations d'emplois depuis la fin 2010. Les indicateurs élargis du chômage, qui permettent de tenir compte des chômeurs découragés ou de des personnes en emploi mais déclarant souhaiter travailler plus, reflètent également cette amélioration même si tous ne sont pas

Graphique 11. Décomposition du revenu disponible des ménages américains



Sources : BLS, calculs et prévision OFCE octobre 2019.

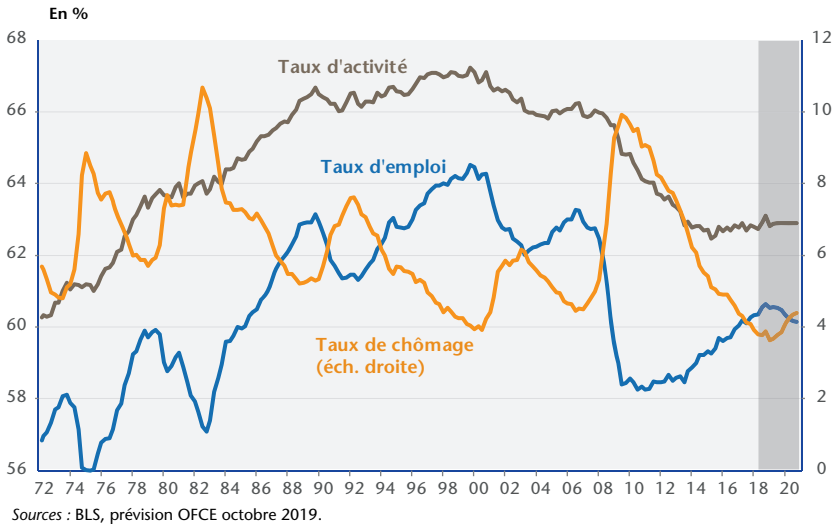
repassés sous leur niveau observé à la fin des années 1990. Quant au taux d'emploi, il s'est redressé à 60,5 % mi-2019 contre 58,3 % fin 2010. Il reste néanmoins de 4 points inférieur au niveau du deuxième trimestre 2000, ce qui pourrait suggérer qu'il reste des marges d'amélioration sur le marché du travail en dépit des enquêtes signalant des difficultés croissantes de recrutement. Le niveau actuel du taux d'emploi résulte toutefois d'une baisse tendancielle du taux d'activité qui a perdu plus de 4 points en près de 20 ans en lien avec des effets de structure de la population et la crise des opioïdes³ (graphique 12). La baisse est donc en partie structurelle et à court terme, les marges d'amélioration du taux d'emploi sont sans doute limitées.

Une croissance source de déséquilibres

La stratégie de croissance alimentée par la politique budgétaire expansionniste se traduit par des déséquilibres croissants qui pourraient à moyen terme fragiliser l'activité économique et porter les germes du futur ralentissement. En effet, l'impulsion budgétaire positive a pour conséquence un déficit fédéral accru qui dépassait 5 % du

3. Voir Krueger, 2017, « Where have all the workers gone ? An inquiry into the decline of the U.S. labor force participation rate », *Brookings Paper on Economic Activity*, pour une analyse des tendances de taux d'activité et du rôle de l'utilisation de médicaments antidouleurs à base d'opioïdes sur l'offre de travail.

Graphique 12. Taux de chômage, taux d'emploi et taux d'activité aux États-Unis



PIB en 2018 et atteindrait 5,6 % en 2019. Le stimulus soutiendrait la demande interne et, dans une moindre mesure, indirectement les exportations par le biais de la baisse de l'impôt sur les sociétés. L'effet sur la demande serait cependant plus important, ce qui pousse les importations à la hausse et contribue donc au déficit courant américain. En 2018, la contribution positive de la demande interne fut partiellement compensée par celle négative du commerce extérieur de -0,4 point. En fin d'année, le déficit de la balance des biens et services atteignait 3,3 % du PIB, soit 0,4 point de plus que fin 2016 avant l'élection de Donald Trump. Il y a de fait une contradiction entre la politique commerciale agressive de l'administration Trump dont l'un des objectifs est de réduire le déficit commercial, notamment vis-à-vis de la Chine, et une politique économique qui soutient largement la demande et accentue le déséquilibre épargne/investissement.

Malgré le faible taux de chômage, l'inflation est maîtrisée et reste inférieure à l'objectif de 2 % fixée par la Réserve fédérale. Au premier semestre 2019, le déflateur de la consommation augmentait de 1,4 % ce qui a notamment motivé la décision de la banque centrale de baisser son taux directeur. L'évolution de l'inflation pourrait suggérer que les tensions sur le marché du travail sont contenues. L'évolution des salaires nominaux en témoigne également même si on note une hausse plus forte en 2018 (+3,3 %) et au premier semestre 2019. Force

est de constater que cette accélération ne s'est pas répercutée sur les prix. Les entreprises ont plutôt fait le choix de réduire leurs marges qui avaient fortement augmenté depuis le début des années 1990.

Fin de cycle budgétaire et de reprise

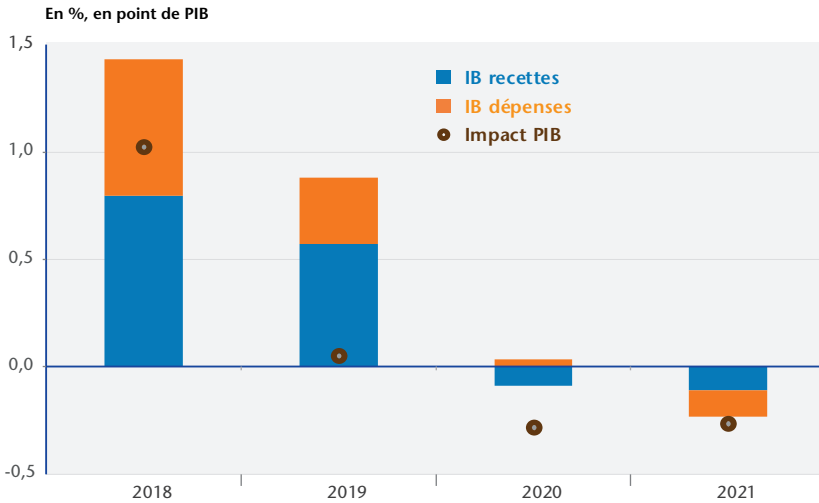
La fin du stimulus budgétaire dans un contexte d'écart de production positif depuis le début de l'année 2018 selon le CBO (Congressional budget office) devrait induire un ralentissement de l'activité en 2019 et plus encore en 2020. En effet, dès 2019, le soutien budgétaire à la croissance se réduit à la fois parce que l'impulsion est moins importante (0,9 point en 2019 contre 1,4 point en 2018) mais aussi parce que l'effet de retour de l'impulsion passée exerce un impact négatif⁴ (graphique 13). Par ailleurs, les multiplicateurs étant plus faibles du fait de l'écart de production positif, l'impact sur la croissance est atténué en 2019. Pour l'année 2020, l'impulsion serait quasi-neutre (-0,1 point) et son impact sur la croissance serait de -0,3 point. À cette dynamique propre à l'économie américaine, s'ajouterait également l'incidence du ralentissement économique mondial dans un contexte de guerre commerciale. Le commerce mondial de biens s'est contracté en début d'année 2019 et le choc devrait se poursuivre à court terme à la fois parce que les tensions commerciales ne diminuent pas mais aussi parce que le ralentissement économique de la Chine et de la zone euro réduisent la demande mondiale. Nous anticipons que le taux de croissance de la demande adressée passerait de 4 % en 2018 à 0,8 % en 2019 avant de remonter légèrement à 1,7 et 2,1 % en 2020 et 2021.

Le ralentissement du commerce mondial pèserait sur la demande adressée et donc sur les exportations. La baisse des parts de marché observée depuis fin 2014 se poursuivrait. Les importations seraient également freinées en lien avec le contexte mondial mais aussi avec le ralentissement de la demande intérieure. Elles progresseraient de 0,9 % en 2020 contre une stabilité des exportations. La contribution extérieure serait toujours négative.

Après avoir progressé de 3 % en 2018, la consommation des ménages ralentirait progressivement pour croître de 2,6 % en 2019 puis de 2 % et 1,7 % en 2020 et 2021. Le ralentissement des créations d'emploi pèserait sur la masse salariale tandis que leurs revenus seraient moins soutenus par les transferts.

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

Graphique 13. Impulsion budgétaire (IB) et impact sur le PIB américain



Sources : CBO, calculs et prévision OFCE octobre 2019.

Dans un contexte marqué par l'incertitude sur la crise commerciale mondiale et la baisse de la demande tant domestique qu'étrangère, l'investissement productif baisserait jusqu'au milieu de l'année 2020. En rythme annuel, le recul serait de 0,4 % en 2020 après une progression de plus de 6 % en 2018. Le taux d'investissement perdrait alors un peu plus de 0,5 point. Cette dynamique résulterait principalement de la fin du cycle d'investissement mais la baisse serait également accentuée par le contexte international, *via* un effet d'accélérateur.

Un ralentissement plutôt qu'une récession

Sur le marché du travail, le taux de chômage augmenterait de 0,8 point entre mi-2019 et la fin 2020, année au cours de laquelle l'emploi stagnerait. La fermeture du cycle de productivité se traduirait par un ralentissement de la productivité horaire (+0,2 % de croissance trimestrielle moyenne de mi-2019 à fin 2020 contre 0,4 % depuis le début 2018), ce qui permettrait d'amortir l'effet de la baisse de l'activité sur l'emploi.

Le taux de croissance baisserait significativement passant de 2,9 % en 2018 à 2,2 % en 2019 puis à 1,3 % en 2020 et +1,5 % en 2021. La situation conjoncturelle serait plus proche de celle observée en 2016 plutôt que de celle des deux précédentes récessions de 2008-2009 ou 2001. Entre 2015 et 2016, le taux de croissance avait perdu 1,3 point

de PIB, passant de 2,9 % à 1,6 %. Cette fois-ci la baisse serait de 1,6 point en deux ans. Les craintes d'une nouvelle crise alimentée par des indicateurs moins bien orientés pourraient donc avoir été exagérées. Elles témoignent sans doute de l'incertitude grandissante concernant la croissance mondiale dans un contexte de fin de cycle aux États-Unis. L'économie américaine étant relativement fermée, l'impact du ralentissement de l'activité économique mondiale serait modéré. Par ailleurs, le niveau du taux d'épargne plus élevé que ce qui a été observé dans les années 2000 permettrait aux ménages d'absorber un ralentissement plus important du revenu. Fin 2021, le taux d'épargne s'élèverait à 7 % contre 8 % mi-2019, et 4,6 % en moyenne sur la période 2000-2007.

La fin du mandat de Donald Trump sera donc marquée par un coup de frein sur la croissance et des déséquilibres importants. Fin 2020, le taux de chômage sera certes 0,4 point inférieur à son niveau de fin 2016 mais la dynamique sera moins favorable que lorsque Donald Trump a pris ses fonctions. Il pourrait alors être tenté d'adopter de nouvelles mesures budgétaires de soutien à l'activité mais une telle décision devra être âprement négociée avec le Congrès où les Démocrates ont la majorité. Ils devraient faire valoir que la dette publique a progressé de 4 points, dépassant 110 % du PIB en 2020 et que les inégalités se sont accrues, arguant plutôt pour une réforme axée sur la justice fiscale plutôt que sur le creusement du déficit budgétaire. En outre, le déficit commercial des États-Unis ne devrait pas diminuer, ce qui ne manquera pas de susciter des débats sur l'efficacité de la stratégie économique et commerciale de Donald Trump dans la perspective des élections présidentielles de fin 2020.

Italie : pas de croissance à l'horizon

Même si l'Italie est techniquement sortie de récession au premier trimestre 2019, avec une timide croissance de 0,1 %, son niveau de production en volume est toujours inférieur de 5 % à son niveau d'avant-crise. Plus de 10 ans après la crise de 2008, l'Italie reste engluée dans une trappe à faible croissance, avec une dette publique élevée et une compétitivité dégradée.

Au cours du premier semestre 2019, la demande privée est néanmoins restée dynamique. Quant à la demande extérieure, elle a contribué positivement à la croissance au premier semestre 2019, avec la conjonction de deux effets : 1) la hausse des exportations de biens grâce à l'augmentation des stocks de marchandises importées des États-Unis et du Royaume-Uni pour faire respectivement face à l'augmentation des droits de douane et au Brexit, 2) la baisse des importations – liée à la faiblesse de la demande intérieure et au processus de déstockage massif. Ce déstockage massif, depuis le deuxième semestre 2018, trouve son origine dans la forte contraction de la production automobile au cours de l'été 2018 : cette dernière avait en effet provoqué une forte accumulation des stocks. Avec la détérioration progressive des perspectives dans l'industrie, le processus de déstockage s'est alors enclenché. Par ailleurs, le cycle de productivité ne cesse de se dégrader depuis 2015 sous l'effet d'un marché du travail dynamique. Le corollaire est l'effet négatif sur la compétitivité, très partiellement compensé par la diminution du coin socio-fiscal pour les salariés. Du côté politique, deux partis auparavant adversaires, le parti démocrate (PD) et le mouvement 5 Étoiles (M5S), ont réussi à trouver un terrain d'entente pour constituer un nouveau gouvernement le 5 septembre 2019 ; reste à savoir quelle sera la pérennité de cette formation, d'emblée affaiblie par le départ de Matteo Renzi du PD.

Au deuxième semestre 2019, la croissance serait exclusivement tirée par la consommation des ménages, qui bénéficie des politiques de soutien à la demande interne (revenu de citoyenneté, réforme des retraites, « paix fiscale »). En revanche, l'investissement reculerait, et la contribution des exportations nettes à la croissance serait nulle, sous l'effet de la contraction du commerce mondial.

En 2020, la croissance du PIB serait plus dynamique (0,4 %) que celle de son potentiel, notamment sous l'effet des nouvelles mesures expansionnistes. Nous anticipons en effet des mesures de soutien au revenu disponible, avec l'annulation de la hausse de TVA et la diminu-

tion du coin socialo-fiscal pour les salariés. Par ailleurs, l'investissement public devrait augmenter de 0,2 %. En revanche, en 2021, avec une politique budgétaire neutre, la croissance du PIB ne devrait pas dépasser 0,2 %.

Du côté des finances publiques, à la suite de la publication du document économique et financier (DEF) par l'Italie en avril 2019, indiquant un déficit public de 2,4 % du PIB pour 2019 (au lieu de l'engagement initial de 2,04 % du PIB), la Commission européenne a menacé l'Italie d'ouvrir une procédure pour déficit excessif. Finalement, d'après la note de mise à jour du DEF, publiée le 30 septembre 2019, l'Italie prévoit un déficit public de 2,2 % du PIB pour 2019 et une dégradation du solde structurel de 0,3 point.

Pour 2020, nous anticipons une désactivation de la clause de sauvegarde de TVA, qui ne serait pas entièrement compensée par de nouvelles mesures, et conduirait à une nouvelle dégradation du solde structurel à hauteur de 0,3 point. En 2021, nous retenons l'hypothèse d'une stabilisation du solde structurel, ce qui conduirait à un solde public de -2,3 %. Ce scénario est néanmoins fortement dépendant des choix politiques de la nouvelle majorité et de l'aval de la Commission européenne ; en effet, le niveau actuel de la dette italienne nécessiterait, selon Bruxelles, un ajustement structurel annuel de 0,6 point (hors clauses de flexibilité).

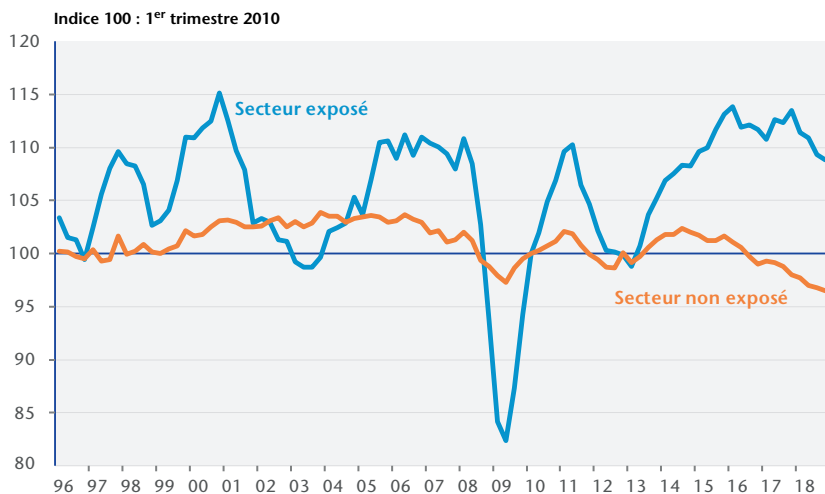
L'énigme de la productivité italienne

Après avoir stagné pendant près de 20 ans, la productivité italienne baisse depuis 2015. Autant certaines explications ont été avancées dans la littérature⁵ pour comprendre cette productivité nulle sur le long terme, autant la baisse récente reste très difficile à appréhender. Tout au plus peut-on avancer quelques explications. La première est la réforme du marché du travail de 2015, le Jobs Act mis en œuvre par Matteo Renzi, ainsi que les dispositifs successifs d'allègement des cotisations sociales employeurs qui ont contribué à un enrichissement de la croissance en emplois, sans que les coûts salariaux unitaires n'exploient. Ainsi, malgré la faiblesse de la productivité, les coûts salariaux unitaires sont restés contenus (+1,1 % d'augmentation entre 2015 et 2019) et les taux de marge – qui s'étaient fortement dégradés entre 2000 et 2015 –, se sont améliorés depuis, sans que cela ne

5. Pour une synthèse de ces explications, on pourra se reporter à Antonin *et al.*, 2019, « Italie : sortir du double piège de l'endettement élevé et de la faible croissance », *OFCE Policy brief*, n° 55.

dégrade la compétitivité italienne. Autre facteur explicatif, la productivité a davantage baissé dans le secteur non exposé que dans le secteur exposé (graphique 14), ce qui explique également l'absence de pertes de parts de marché à l'exportation sur la période récente. Sur la période de prévision, nous intégrons en impulsion de nouveaux dispositifs de baisse du coin socialo-fiscal pour les salariés, représentant 0,15 point de PIB en 2020 et 0,15 point de PIB supplémentaires en 2021⁶ ; par conséquent le cycle de productivité devrait rester durablement creusé.

Graphique 14. Productivité horaire réelle dans le secteur exposé et dans le secteur non exposé en Italie



Note technique : On calcule, pour chaque secteur industriel au niveau NACE rev 2, le ratio exports/valeur ajoutée brute. On considère qu'un secteur est exposé si le ratio est supérieur à 10% (voir Mano et Castillo, 2015). On regroupe ensuite ces secteurs en deux catégories : secteurs exposés et non exposés, et on calcule l'évolution de la productivité (valeur ajoutée brute à prix chaînés rapportée au nombre d'heures travaillées chez les salariés).

Sources : Istat, calculs OFCE, octobre 2019.

Politique budgétaire : pas de rigueur en vue

Alors que l'Italie s'était engagée à limiter son déficit budgétaire à 2 % en 2019, le DEF d'avril 2019 a affiché un déficit de 2,4 % du PIB en raison d'une révision à la baisse de la croissance du PIB et de dépenses plus importantes qu'anticipé. La Commission a alors demandé au pays

6. Cette baisse, dont on ne sait pas encore si elle passera par une baisse de fiscalité ou un allègement de cotisations sociales, devrait ainsi toucher 11 millions de salariés ayant un revenu annuel brut inférieur à 26 000 euros. Dans le cadre de la prévision, nous intégrons cette baisse comme une baisse de cotisations sociales. La baisse serait d'environ 250 euros par an en 2020, et atteindrait 500 euros par an en 2021.

de revoir sa trajectoire budgétaire, ce qui constitue la première étape de la procédure pour déficit excessif (5 juin 2019). Le gouvernement Conte a alors proposé d'adopter une loi d'ajustement budgétaire, prévoyant une amélioration de 0,5 point de PIB du ratio d'endettement public grâce à de meilleures recettes budgétaires (+6,2 milliards d'euros) et de plus faibles dépenses (-1 milliard d'euros) pour 2019 – avec la révision à la baisse des dépenses engagées au titre de la réforme des retraites et du revenu de citoyenneté. Le déficit pour 2019 devait donc atteindre 2 % du PIB. La Commission a approuvé ce nouvel engagement budgétaire. Le 30 septembre 2019, l'Italie a revu son effort budgétaire à la baisse, dans la note de mise à jour du DEF. Le déficit public pour 2018 ayant été revu à la hausse, à 2,2 % du PIB, le gouvernement italien prévoit un déficit public de 2,2 % du PIB en 2019.

Pour 2020, les éléments budgétaires sont encore peu connus : à l'issue de sa formation, le 5 septembre 2019, le nouveau gouvernement (M5S et PD) a publié un contrat de gouvernement, qui prévoit notamment la création d'un salaire minimum, la protection accrue des travailleurs, et la réduction du coin fiscal-social. Dans le DEF d'avril 2019, les prévisions budgétaires se fondaient sur l'hypothèse de l'activation d'une clause d'augmentation de la TVA, qui représenterait 23 milliards d'euros (1,3 point de PIB). Le nouveau gouvernement ayant d'ores et déjà annoncé sa volonté de ne pas augmenter la TVA, il doit donc compenser ce manque à gagner. Nous faisons l'hypothèse d'une compensation partielle grâce à quelques mesures, notamment les économies sur le revenu de citoyenneté et la réforme des retraites (4 milliards d'euros), la hausse des recettes fiscales liées à la collecte électronique (2 milliards d'euros), la baisse des paiements d'intérêts (2 milliards d'euros), la baisse des dépenses et des mesures fiscales (5 milliards d'euros). Par ailleurs, nous inscrivons dans le compte une impulsion budgétaire de 0,3 point, dont 0,15 point en recettes (baisse du coin fiscal-social) et 0,15 point en dépenses (hausse de l'investissement public). Pour 2020, n'ayant aucune certitude quant à l'introduction du salaire minimum et de ses potentielles modalités d'application, nous l'excluons de notre scénario budgétaire. Malgré une croissance de 0,4 point de PIB, le déficit public continuerait de se creuser pour atteindre 2,4 % du PIB en 2020⁷.

7. Étant donné un déficit tendanciel de 1,7 point du PIB, la non compensation de la clause TVA (0,3 point de PIB) et l'impulsion budgétaire (0,3 point de PIB).

Pour 2021, nous faisons l'hypothèse d'une politique budgétaire neutre qui conduit à un déficit public en fin d'année de 2,3 %.

Sous les hypothèses supra, le ratio d'endettement public⁸ continuerait de croître, passant de 135,8 % en 2018 à 138,7 % en 2021 en prenant en compte l'ajustement stock-flux⁹. En effet, ce dernier dépend non seulement du solde primaire, mais également de la croissance nominale et du déflateur du PIB. Or, les prix resteraient contenus entre 2019 et 2021, avec un déflateur inférieur à 1 %.

Consommation privée, seul moteur de la croissance

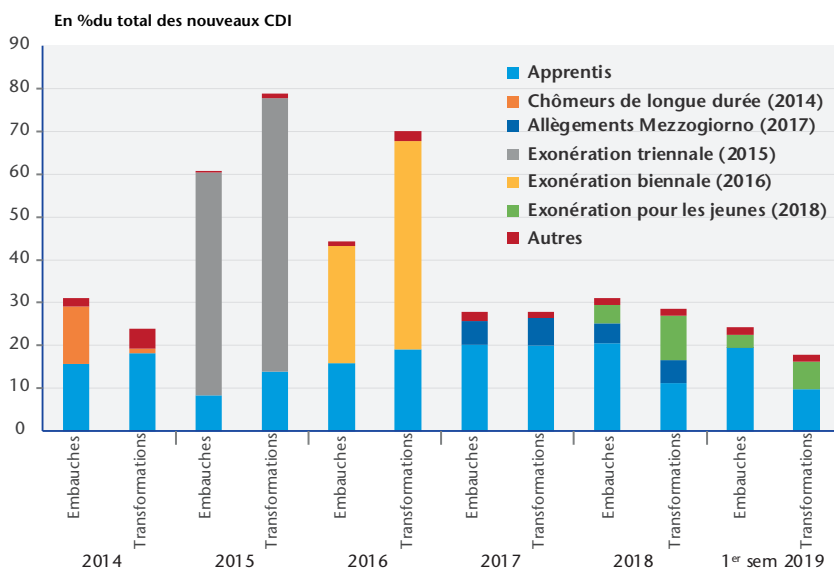
La consommation des ménages devrait soutenir la croissance au deuxième semestre 2019 et en 2020. En 2019, la croissance du revenu disponible sera surtout soutenue par la baisse des prix du pétrole, l'amélioration des conditions de crédit bancaire, l'introduction du revenu de citoyenneté qui cible les ménages (actifs et retraités) les plus pauvres, et par la possibilité de départ en retraite anticipé (réforme « quota 100 ») permettant aux travailleurs âgés et pour la plupart sans emploi de bénéficier d'une pension de retraite à partir de 62 ans. L'emploi continue de progresser, mais à un rythme de plus en plus lent, car les mesures en vigueur ciblant les apprentis et les jeunes ont un impact beaucoup plus limité que les mesures passées (mesures pour chômeurs de longue durée, exonérations partielles de charges, exonérations Mezzogiorno, exonérations jeunes) jusqu'en 2017 (graphique 15). Les mesures en vigueur se poursuivraient en 2020, et se doubleraient d'une baisse des cotisations sociales, contribuant à des créations d'emplois. Étant donnée la stagnation de la population active, cette progression de l'emploi se traduirait par la baisse du chômage en 2019 et 2020. Ainsi, les salaires nominaux devraient progresser plus vite que l'inflation, ce qui pourrait occasionner une perte de compétitivité italienne par rapport à ses voisins – même si les dispositifs de baisse du coïncidence fiscal-social modèrent la progression des coûts salariaux. Au total, le revenu disponible réel croîtrait de 0,8 % en 2019, puis de 0,4 % en 2020. En faisant l'hypothèse d'une légère baisse du taux d'épargne liée à la baisse du taux de chômage, la

8. Le ratio d'endettement public a été révisé à la hausse dans la note de mise à jour du DEF de septembre 2019. Ainsi, pour 2018, il passe de 132,2 % du PIB à 134,8 % du PIB.

9. L'ajustement stock-flux prend en compte les autres opérations pouvant modifier le ratio d'endettement, comme les acquisitions/cessions d'actifs financiers. Nous reprenons les prévisions d'ajustement stock-flux de la Commission européenne, qui figurent dans « [Stock-flow adjustment \(SFA\) for the Member States, the euro area \(FA-19\) and the EU-28 for the period 2015-2018, as reported in the April 2019 EDP notification](#) ».

consommation des ménages serait globalement dynamique en 2019 et 2020 (+0,4 % et +0,5 % respectivement). L'inflation devrait rester modérée, inférieure à 1 % jusqu'en 2021..

Graphique 15. Part des CDI avec allègements de charges rapportés aux nouveaux CDI (flux bruts) en Italie



Sources : INPS, calculs OFCE octobre 2019.

Du côté de l'investissement, le décret-loi « croissance », converti en loi par le Parlement le 28 juin 2019, compte près de 130 mesures dont une part conséquente cible les entreprises. Parmi les mesures principales, citons le rétablissement du suramortissement de 130 % (supprimé en loi de finances initiale pour 2019), la réduction du taux d'imposition sur les bénéfices réinvestis, la réduction de la taxe foncière pour l'immobilier d'entreprise pour le financement des PME, la reconduction du dispositif de prêts à taux zéro pour les microentreprises, l'élargissement du dispositif de soutien de l'innovation (« Nuova Sabatini ») aux microentreprises, ou encore des mesures fiscales de détaxation pour relancer le secteur de la construction. Malgré tout, l'impact de ces mesures devrait être très limité : le coût total pour l'État est estimé à 1,6 milliard d'euros sur la période 2019-2021, dont 0,4 milliard en 2019. En conséquence, la FBCF resterait atone à l'horizon de la prévision, en raison de la dégradation des marges des entreprises et de la faiblesse de la valeur ajoutée dans le secteur marchand. Au troisième trimestre 2019, nous anticipons même un

repli de l'investissement selon un effet accélérateur : elles anticipent en effet un ralentissement de la demande tant domestique qu'étrangère, ce qui les conduit à peu investir, et ce qui se reflète dans les enquêtes dégradées entre juin et septembre 2019 (carnets de commande dégarnis, baisse de la production attendue, etc.).

Au niveau du commerce extérieur, la contribution à la croissance serait nulle à partir du troisième trimestre de 2019. Nous faisons l'hypothèse d'un taux de pénétration stable en raison des tensions commerciales mondiales. Par ailleurs, l'Italie continuerait à perdre des parts de marché en raison de l'appréciation de l'euro, mais également de la dégradation de ses coûts salariaux unitaires dans le secteur exposé, nuisant à la compétitivité.

Espagne : reculer pour mieux sauter

Engagée depuis le début de l'année 2018, la baisse de la croissance espagnole se poursuit en cette première moitié d'année 2019 mais l'activité demeure toujours solidement ancrée : 2 % sur un an au deuxième trimestre 2019 après 2,3 % sur la même période un an plus tôt. L'écart de production reste toutefois encore très négatif (3 points de PIB potentiel en 2018 selon nos propres estimations). Des marges pour une croissance sans tensions existent donc à l'horizon de la fin de notre exercice de prévisions. D'autres facteurs vont contribuer positivement à soutenir la croissance tout au moins jusqu'en 2020 : la baisse des prix du pétrole en euros, le maintien d'un environnement monétaire toujours accommodant et le soutien budgétaire en 2019 et qui potentiellement se poursuivrait en 2020. L'année suivante, par contre, ces facteurs de soutien ne joueront plus, les premiers seront neutres sur la croissance, et la politique budgétaire pourrait devenir nettement plus restrictive. La croissance devrait donc fléchir significativement mais resterait supérieure à la croissance potentielle. Elle pourrait avoisiner 1,4 % en 2021, après 2 % en 2019 et 1,8 % en 2020.

Le taux de chômage continuerait de baisser sur l'ensemble de la période et passerait de 14 % à la mi-2019 à 12,7 % fin 2021. L'inflation, mesurée à partir du déflateur de la consommation resterait modérée autour de 1 % sur chacune des années, bénéficiant notamment de l'appréciation de l'euro en 2021 face au dollar. Le déficit public de 2,6 % du PIB en 2018 pourrait atteindre 1,9 % en 2021, loin de l'objectif de 0,4 % inscrit dans le Programme de stabilité et de croissance.

La relance budgétaire captée par l'épargne au tournant 2018-2019

La révision statistique opérée en 2019 et la deuxième version des comptes nationaux trimestriels publiée le 30 septembre donnent une vision un peu plus terne de l'économie espagnole que ce que montrait la précédente version du SEC 2010 (encadré 3). La croissance a été révisée de 2,6 % à 2,4 % en 2018 et les profils trimestriels des deux premiers trimestres 2019, de 0,7 % et 0,5 % à respectivement 0,5 et 0,4 %. Pour autant, la croissance continue de faire preuve d'une grande régularité tout au long des 6 derniers trimestres.

Encadré 3. La révision statistique 2019 et la deuxième version des comptes nationaux trimestriels

Tous les 5 ans, les comptes nationaux se doivent de réaliser une nouvelle estimation des principaux agrégats annuels sur la base des sources statistiques et des méthodes d'estimation actualisées, en lien avec les recommandations internationales et européennes du SEC 2010 (adopté pour rappel le 1^{er} septembre 2014 par les pays de l'UE). La nouvelle version des comptes annuels espagnols a été publiée le 16 septembre dernier (Révision statistique 2019) et porte sur l'ensemble de la période 1995-2018 (tableau 6). L'information statistique n'ayant pas été totalement recensée sur la fin de période, les années 2017 et 2018 restent provisoires. Ces révisions sont combinées à la publication le 30 septembre de la deuxième version des comptes nationaux trimestriels et des comptes non financiers des secteurs institutionnels.

Comparé à la version antérieure (base 2010), le PIB a été révisé à la baisse en moyenne de 0,4 % en valeur et de 0,1 % en volume à prix chaînés sur l'ensemble de la période 1995-2018 (-0,2 % en 2018) (tableau 6). Mais surtout la répartition des dépenses a été modifiée, comme le montre le tableau 6 sur la fin de période. La demande intérieure a au final davantage soutenu la croissance en 2017 et moins en 2018 et au premier semestre 2019. Cela reflète le comportement de consommation des ménages qui progresse en 2017 (+0,5 point de pourcentage) et ralentit en 2018 (-0,4 point). Le profil de l'investissement logement est aussi beaucoup plus dynamique en 2017 (+2,5 points). Par contre, la croissance de l'investissement des entreprises a été nettement plus faible, surtout en 2018. À l'opposé, le commerce extérieur qui contribuait positivement à la croissance en 2017, l'a au final freinée de 0,3 point de PIB, et en 2018, il a pesé plus fortement sur la croissance (-0,3 contre -0,2 point initialement). Au premier semestre 2019, la croissance est là encore plus faible qu'initialement annoncée, reflet de la forte révision des dépenses des ménages en biens de consommation et en achats de logement.

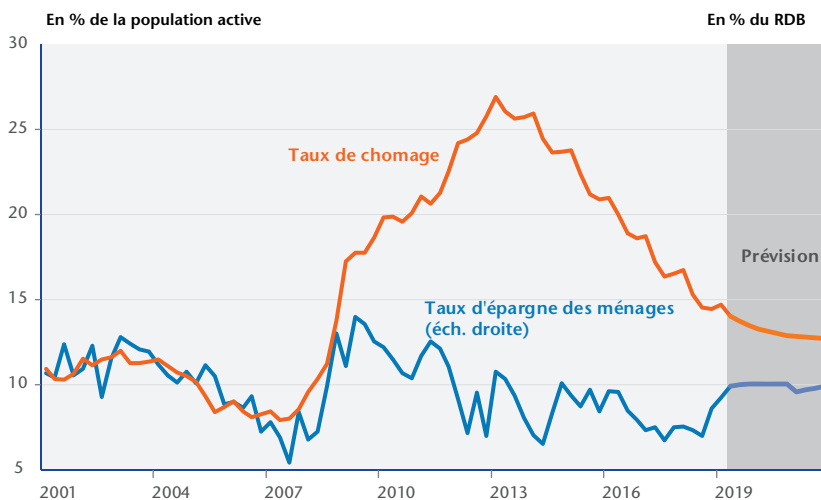
Tableau 6. Comparaison des comptes nationaux espagnols sur la période 2017 – T2 2019

	Révision statistique 2019				Base 2010				Différence			
	2017	2018	2019		2017	2018	2019		2017	2018	2019	
			T1	T2			T1	T2			T1	T2
PIB	2,9	2,4	0,5	0,4	3,0	2,6	0,7	0,5	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1
Consommation des ménages	3,0	1,8	0,2	0,0	2,5	2,3	0,4	0,3	0,5	-0,4	-0,2	-0,2
Consommation publique	1,0	1,9	0,5	0,4	1,9	2,1	0,4	0,2	-0,9	-0,3	0,1	0,2
FBCF totale dont	5,9	5,3	1,4	-0,2	4,8	5,3	1,4	-0,2	1,1	0,0	0,0	0,0
Productive	3,3	4,1	1,6	-1,0	3,4	4,6	1,3	-1,1	-0,1	-0,6	0,3	0,1
Logement	11,5	7,7	1,1	1,3	9,0	6,9	1,9	2,3	2,5	0,8	-0,8	-0,9
Exportations de B&S	5,6	2,2	0,6	1,7	5,2	2,3	0,0	1,8	0,4	-0,1	0,6	-0,1
Importations de B&S	6,6	3,3	0,1	0,9	5,6	3,5	-0,3	1,0	1,1	-0,2	0,4	-0,1
Contributions :												
Demande intérieure hors stocks	3,2	2,6	0,5	0,1	2,8	2,8	0,6	0,2	0,4	-0,2	-0,1	-0,1
Variations de stocks	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,1
Commerce extérieur	-0,3	-0,3	0,1	0,2	0,1	-0,2	0,1	0,3	-0,4	-0,1	0,0	-0,1

Source : INE.

Surtout, la dynamique n'est plus tout à fait la même que celle qui prévalait dans l'ancienne version, la consommation des ménages apparaît nettement plus atone sur les quatre derniers trimestres : sur un an, elle a progressé de seulement 0,6 % au deuxième trimestre contre 1,7 % initialement. Le pouvoir d'achat des ménages n'a pourtant pas cessé de s'accélérer depuis la fin 2018 (3,5 % sur un an au deuxième trimestre) sous l'effet de la revalorisation des revenus nominaux, et d'une inflation très modérée. Les revenus du travail se sont fortement raffermis, soutenus par des créations d'emploi dynamiques, notamment sous la forme de contrats à durée indéterminée et des salaires qui augmentent. Cette amélioration a été complétée début 2019 par le coup de pouce donné aux retraites et aux ménages aux plus bas revenus *via* les avantages fiscaux votés fin 2018. La hausse des transferts et la baisse des impôts n'ont été que partiellement compensées par le relèvement des cotisations sociales au premier trimestre. Pourtant, malgré un taux de chômage en baisse, les ménages n'ont pas utilisé cette manne à des fins de consommation. Ils ont reconstitué leur épargne (graphique 16). En trois trimestres, le taux d'épargne a augmenté de 3 points de RDB et après être descendu à des niveaux très bas, proches de ceux de 2007, au moment du boom immobilier, ou de 2012-2013, lorsque le chômage était supérieur à 25 %, il est revenu à sa moyenne de long terme.

Graphique 16. Taux d'épargne des ménages espagnols et taux de chômage



Sources : INE, calculs et prévisions OFCE octobre 2019.

Cette reconstitution de l'épargne des ménages s'articule à un comportement moins timoré face aux crédits. Après 8 ans de baisse, les flux nets de crédits ont recommencé à augmenter avec l'emballlement des crédits à la consommation. L'endettement continue malgré tout de peser sur le crédit immobilier. Mais la solvabilité des ménages s'est améliorée et le reflux des crédits hypothécaires a ralenti au cours des derniers trimestres. L'investissement logement après avoir ralenti en 2018, est reparti au premier semestre 2019 à un rythme rapide, les ménages bénéficiant des conditions de financement favorables et de prix de l'immobilier encore accessibles.

Côté entreprises, la situation financière, analysée à partir des comptes nationaux, reste confortable. La productivité du travail est dans l'ensemble du secteur marchand sur sa tendance de long terme (0,6 % depuis 2013), le cycle de productivité est refermé à la mi- 2019. Même si le taux de chômage reste élevé (14 %) et supérieur à sa moyenne d'avant-crise, sa décline se traduit néanmoins depuis plusieurs trimestres par un changement progressif des rapports salariaux. Le salaire par tête a augmenté de 2,7 % sur un an au deuxième trimestre après 1,1 % un an plus tôt. Le salaire horaire lui progresse de 3,4 % après 0,1 % sur les mêmes périodes. Ces hausses intègrent les revalorisations prévues dans le cadre des accords négociés à hauteur de 2,2 % après 1,8 % un an plus tôt. Dans ces conditions, les coûts salariaux unitaires ne baissent plus depuis un an et sont à un niveau élevé (3,1 % sur un an au deuxième trimestre 2019 après 0,5 % un an plus tôt) - mais ils ne devraient pas accélérer davantage - et le taux de marge des entreprises reste à un niveau très élevé au regard du passé. Cette situation diffère néanmoins selon les secteurs. Dans l'industrie, l'activité (mesurée à partir de la valeur ajoutée) stagne depuis début 2017, accusant même une récession sur toute l'année 2018, compensée par la légère hausse du premier semestre 2019. L'emploi s'est ajusté, mais insuffisamment pour empêcher une dégradation de la productivité sur toute la période. Le taux de marge se dégrade depuis 2015 mais se situe néanmoins à un niveau très élevé au regard du passé. Les services par contre, qui continuent de tirer la croissance, sont restés le principal contributeur aux créations d'emplois et ont bien résisté à la récession industrielle. La productivité a progressé à un rythme lent et régulier, en lien avec les salaires. Le taux de marge reste sur un plateau depuis début 2017. Enfin, les activités liées à la construction restent dynamiques (croissance toujours à supérieure à 6 % l'an au deuxième trimestre 2019). L'ajustement à la crise immobilière a permis aux entreprises de retrouver un taux de marge élevé, stable depuis plusieurs trimestres.

Une étude présentée par la Banque d'Espagne sur données annuelles de la CBI (Central de Balances Integrada) disponibles jusqu'en 2017, et prolongées jusqu'à la mi 2019 par les données trimestrielles de la CBT (Central de Balances Trimestrial) vient compléter l'analyse en regardant l'évolution de la rentabilité financière des SNF (EBE/ressources propres). Selon ces données, la rentabilité financière était en 2017 inférieure à son niveau d'avant-crise (9,7 % en 2017, après 14,5 % entre 2003 et 2007). Mais tous les secteurs ne sont pas à la même enseigne. La rentabilité financière dans l'industrie (et les activités de commerce et d'hôtellerie) est élevée (15 %) et identique à celle d'avant-crise, à l'inverse de certaines activités des services et tout particulièrement de la construction où elle est inférieure. Par contre, la situation se dégrade très légèrement dans l'industrie et le commerce sur la première moitié de 2019.

Hormis les entreprises du secteur lié au bâtiment où le désendettement se poursuit, les flux de crédits sont stables dans les autres secteurs. Cette atonie des prêts aux entreprises reflète bien des besoins de financement peu élevés. Malgré des taux d'utilisation élevés dans l'industrie, les perspectives de nouveaux débouchés s'érodent et les entreprises ont réduit leurs investissements. Sur un an, les dépenses stagnent à -0,3 % au deuxième trimestre (après un point haut à 7,6 % un an plus tôt). Le taux d'investissement a atteint un plateau, inférieur de 3 points de PIB au point haut du précédent pic de 2007, reflétant surtout l'ajustement des capacités en bâtiment. Hors bâtiment, le taux d'investissement productif se situe à un niveau supérieur de plus d'un point à celui de 2007 et 2 points à celui de 2000.

La politique budgétaire continuera de soutenir la demande jusqu'en 2020

À l'horizon 2021, la croissance espagnole restera supérieure à son potentiel mais affichera une baisse plus franche en fin de période. La tendance spontanée de l'économie à utiliser les marges de fermeture de l'écart de production s'atténuera au fur et mesure que celles-ci seront moindres. En fin de période, l'écart de production resterait négatif mais proche de 0. Le taux de chômage serait supérieur à 10 % (12,7 %), évalué comme le taux de chômage d'équilibre. Mais d'autres facteurs viendront affecter ce profil de ralentissement. En 2020, la politique budgétaire devrait continuer de stimuler la croissance. En 2021, par contre, la consolidation budgétaire devrait s'imposer et la compétitivité des entreprises se dégrader encore davantage. La croissance atteindrait 1,8 % en 2020 et 1,4 % en 2021.

Selon nos hypothèses, la croissance potentielle reste autour de 1,1 % entre 2019 et 2021. La croissance de la productivité horaire tendancielle, mesurée à partir d'un filtre de Kalman, a été révisée à la baisse à 0,6 % l'an par rapport à nos anciennes estimations, et la tendance de population active, à la hausse à 0,4 %. Cette hausse s'explique par la remontée de la population espagnole au 1^{er} janvier dernier publiée par l'INE (Cifras de Poblacion) légèrement plus marquée que celle inscrite dans les projections d'octobre 2018. Elle est liée à la hausse de la population étrangère (surtout en provenance d'Amérique latine – Colombie et Venezuela) dont la part dans la population totale s'accélère à plus de 10 %. Ce sont ainsi presque 80 000 personnes en plus (davantage d'entrée et moins de sorties) que prévu en octobre 2018. Ce dynamisme se poursuit en 2019 selon les enquêtes de population active du deuxième trimestre. Parmi eux, 30 % ont un niveau d'éducation élevé (contre 13 % en 2008) et 17 % un niveau faible (après 32 % en 2008). Le taux de chômage d'équilibre peut baisser de 0,1 point chaque année. Sur cette base et partant d'un écart de production de 3 points de PIB potentiel en 2018, la croissance espagnole peut donc progresser à un rythme très supérieur à 1,1 % dans les deux prochaines années, sans rencontrer de tensions inflationnistes.

Pour autant, la crise politique qui s'est installée en Espagne depuis plusieurs années bloque toute tentative de politique économique. Les élections législatives anticipées du 28 avril dernier qui avaient donné la victoire au parti socialiste (PSOE) mais pas la majorité au Congrès (123 sur 350 députés) empêchent le bon fonctionnement des institutions. Le Premier ministre P. Sanchez ne parvient pas à constituer une coalition et obtenir la confiance du parlement pour former un gouvernement. Face au blocage, le Roi Felipe IV a annoncé la dissolution du Parlement le 23 septembre et appelé à de nouvelles élections le 10 novembre prochain, les quatrièmes en 4 ans. Actuellement, les finances publiques fonctionnent sur la base du budget 2018 prorogé à l'année 2019 et auquel s'appliquent les mesures d'urgence à vocation sociale, votées par décret royal fin 2018 et celles adoptées par le précédent Congrès.

Nos hypothèses d'impulsion budgétaire retenues sur l'année 2020 s'appuient sur les données de la Commission européenne, calculées à politique inchangée, et sur la base d'une croissance potentielle plus forte que celle que nous retenons. Corrigées de cet écart, nous retenons des dépenses publiques plus fortes que la Commission et une impulsion budgétaire de 0,4 point de PIB en 2020. Cette hypothèse est

assez conservatrice puisque l'on utilise les mesures déjà votées, sans faire de prévisions sur une issue à la crise politique qui sortirait des urnes et qui rendrait alors possible un accord budgétaire. À l'inverse, en 2021, on suppose que la consolidation budgétaire sera inévitable et que l'impulsion budgétaire sera négative de 0,4 point de PIB. Malgré ces efforts, les engagements de déficits inscrits dans le Pacte de Stabilité et de Croissance ne seront pas respectés. Nous prévoyons que le déficit atteindra respectivement 2,6 %, 2,5 % et 1,9 % du PIB en 2019, 2020 et 2021, loin des objectifs de 2 %, 1,1 % et 0,4 % sur chacune des années.

Comme on l'a vu, les mesures budgétaires passées en direction des ménages ont été utilisées pour ramener le taux d'épargne vers le niveau moyen qui prévalait dans la première moitié des années 2000, avant le boom immobilier et la crise. On suppose que le redressement du taux d'épargne est achevé et que la consommation se raffermira dès l'été 2019 en lien avec la fermeté des revenus. Le partage de la valeur ajoutée se fait depuis près d'un an en faveur du travail et le mouvement devrait se poursuivre dans les prochains trimestres. L'emploi continuera d'augmenter en lien avec l'activité, la productivité devant rester sur sa tendance. Mais l'accélération des salaires liée à la baisse du taux de chômage pourrait se poursuivre au rythme de 2,8 % sur un an pendant toute la période (1,8 % en termes réels). Pour autant, l'inflation resterait très modérée (autour de 1 % en 2020 et 2021) en raison de la baisse des prix du pétrole en 2020 et de l'appréciation de l'euro en 2021 auxquelles les entreprises espagnoles sont particulièrement sensibles. Les entreprises devraient continuer d'ajuster leurs capacités à la demande mais le taux d'investissement ne devrait pas augmenter davantage. Par contre, la dégradation du taux de marge notamment dans l'industrie finirait par pénaliser les entreprises espagnoles face à leurs concurrentes étrangères. Si jusqu'alors, elles sont parvenues à préserver leurs parts de marché à l'exportation, l'avantage de compétitivité dont elles bénéficiaient est définitivement entamé. La contribution du commerce extérieur qui a été au final assez négative en 2017 et 2018 devrait peser plus que par le passé sur la croissance.

Royaume-Uni : la croissance ne tient qu'à un fil

Élu cet été par les membres du parti conservateur, le Premier ministre Boris Johnson a fait une arrivée fracassante ! Après avoir affirmé que le Royaume-Uni sortirait le 31 octobre 2019 de l'Union européenne – avec ou sans accord – et suspendu le parlement britannique, décision jugée illégale par la Cour suprême fin septembre, le Royaume-Uni fait face à une crise politique majeure. Sans avancée du côté d'un nouvel accord de retrait, Boris Johnson devrait demander à l'UE un nouveau report du Brexit lors du Sommet européen des 17-19 octobre prochain comme l'exige le Benn Act¹⁰. L'hypothèse que nous avons retenue dans notre scénario central est une sortie ordonnée du Royaume-Uni, compatible aussi bien avec un accord trouvé avant le 31 octobre quoique peu probable, qu'avec un report octroyé par l'UE. Ne pouvant écarter la possibilité d'une sortie sans accord, l'encadré 3 propose une évaluation de ce scénario. Alors que nous n'inscrivons pas de contraction du PIB à l'horizon de notre prévision, un *no deal* entraînerait le Royaume-Uni dans une récession en 2020.

À l'heure actuelle, l'économie britannique résiste tant bien que mal, malgré les incertitudes autour du *Brexit* et une dégradation de l'environnement international. Elle est principalement soutenue par la demande intérieure. Mais pour combien de temps encore ? Outre les dépenses publiques allant bon train, les ménages ont consommé plus que prévu au premier semestre 2019 au prix d'une épargne plus faible. L'attentisme des entreprises pèse sur l'investissement et au ralentissement marqué de la demande adressée s'ajoute la perte continue de parts de marché à l'export. À l'horizon de notre prévision, la politique budgétaire est le principal soutien à la croissance grâce à une consommation publique prévue en augmentation. Le chômage, exceptionnellement bas cette année, remonte à 4,5 % de la population active. La croissance britannique s'oriente vers son potentiel (1,4 %) au cours des prochaines années sans toutefois y parvenir, +0,9 % en 2020 et + 1,1 % en 2021.

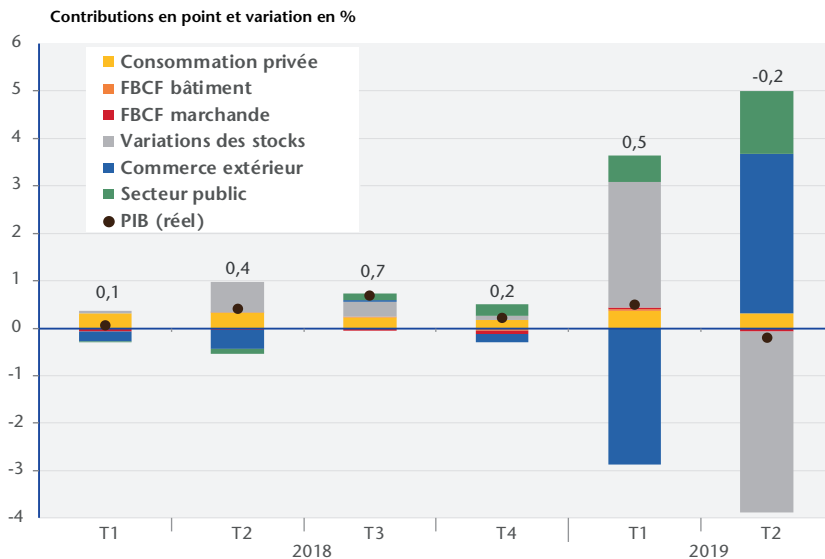
Effet-ciseaux au premier semestre

Le premier semestre a été ponctué par une grande volatilité dans les composantes du PIB (graphique 17). En cause, l'absence d'accord de

10. Le *Benn Act* oblige le Premier ministre Boris Johnson à demander un report de l'Article 50 au Sommet européen des 17-19 octobre si aucun accord n'est trouvé ni approuvé à la Chambre des Communes avant cette date.

sortie trouvé dans les derniers mois avant la date butoir du 31 mars 2019 et une activité tirée par la crainte d'une sortie abrupte. Le PIB a progressé de + 0,4 % sur les six premiers mois de l'année contre + 0,5 % prévu au printemps.

Graphique 17. Évolution et contribution trimestrielles des composantes du PIB au Royaume-Uni



Sources : ONS et Calculs OFCE.

La consommation de capital fixe et le commerce extérieur sont les composantes ayant généré de la volatilité dans les données de comptabilité nationale. Les craintes d'une sortie abrupte se sont traduites par une accumulation de stocks au premier trimestre 2019 et celle-ci a contribué positivement à la croissance du PIB à hauteur de 2,8 points. L'écoulement des stocks ainsi que des arrêts annuels précoces dans les usines automobiles en avril 2019, alors qu'elles ont généralement lieu plus tard dans l'été, ont contribué au repli de 1,4 % de l'activité industrielle au deuxième trimestre. Principale concernée, l'industrie manufacturière s'est fortement repliée (-2,8 % en rythme trimestriel). L'investissement à la hausse dans la branche marchande a surpris en progressant de 0,8 % au premier trimestre contre une baisse de 1,6 % indiquée dans la prévision du printemps 2019¹¹ avant de baisser de

11. Prévisions OFCE du printemps 2019 : <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/3-162/OFCE.pdf>.

0,5 % au cours du deuxième trimestre. Il demeure ainsi en baisse de 1,4 % en glissement annuel à l'issue du mois de juin. La volatilité des chiffres du commerce extérieur – entraînée par de fortes importations de métaux précieux au premier trimestre – pourrait être expliquée par un effet « valeur refuge » ou bien par une volonté de se couvrir d'un risque de change dû au Brexit, mais elles n'ont pas eu d'effet sur le PIB¹².

Comme prévu, la demande intérieure est restée largement soutenue par la consommation et l'investissement publics sans pour autant augmenter le déficit en baisse à 1,2 % du PIB à fin mars et l'investissement des ménages au prix d'un ajustement important du taux d'épargne de ces derniers au premier trimestre : en juin, il reste inférieur à son niveau pré-référendum et se situe à 6,8 points du revenu disponible¹³.

Alors que l'incertitude autour du Brexit a eu un effet indéniable sur l'investissement des entreprises¹⁴, le diagnostic sur la demande de travail est tout autre et positif. Les dernières données disponibles en juin 2019 font état d'une hausse de l'emploi salarié de 0,7 % sur un an et d'une contribution importante du secteur non marchand public. C'est notamment l'administration centrale et le service de santé public (le NHS) qui ont absorbé le plus de salariés (+ 4,2 % par rapport à juin 2018). À la fin du mois de juillet, en s'établissant à 3,8 % de la population active, le taux de chômage est descendu à son plus bas historique. Le taux d'emploi et le taux d'activité évoluent de concert, le premier est à son plus haut à 76,1% de la population active et le second à 79,2 % de la population en âge de travailler. Bien qu'inférieur à son niveau en décembre 2018, le nombre d'emplois vacants est bien au-dessus de sa moyenne de long-terme et représente 2,5 % de la population active. Dans ces conditions, les salaires poursuivent leur tendance haussière et progressent de 3,3 % sur un an.

Depuis le printemps, les marchés ont indiqué que la probabilité perçue d'un *no deal* avait augmenté (et en conséquence celle d'une

12. Les mouvements ont été compensés intégralement par le poste « Acquisitions nettes des cessions d'objet de valeur ». Si l'on corrige les importations de ce mouvement abrupte celles-ci n'augmentent plus que de 0,5 %.

13. Les données sur taux d'épargne ont été largement révisées à la hausse le 30 septembre, à hauteur de 2 points du revenu disponible pour la période 2018-2019. Cela est principalement le fait d'une révision du poste B3g (*Revenus mixtes*) et D7 (*Autres transferts*) dans les comptes d'utilisation du revenu des ménages.

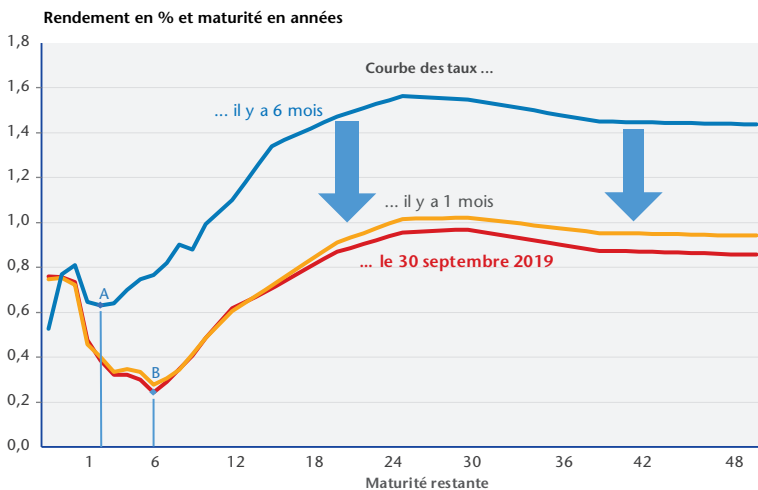
14. Voir le post de blog datant du 13 mars 2019 (<https://www.ofce.sciences-po.fr/blog/investissement-entreprises-penalise-brexit/>)

récession également). Visible sur les taux (encadré 4), cela s'est également reflété dans la valeur de la livre en baisse de 5,5 % vis-à-vis de l'euro (soit une baisse de 6,5 % en termes effectifs). Pourtant, l'inflation est à son niveau le plus faible depuis novembre 2016. La baisse de sa composante « transports » explique la progression de l'inflation de 1,7 % sur l'année à fin août, en repli par rapport aux 2 % enregistrés en juillet.

Encadré 4. Les marchés financiers de plus en plus inquiets

Le graphique 18 illustre les courbes de taux des obligations d'État du Royaume-Uni à différentes échéances (abscisse) et à trois moments distincts (mars, août et septembre 2019). La courbe des taux était inversée pour certaines maturités à court terme il y a six mois alors qu'au 30 septembre, l'inversion des courbes se vérifie pour des maturités jusqu'à 6 ans. Ensuite, le point le plus bas de la courbe des taux s'est déplacé en termes de maturité (passage du point A sur l'axe des abscisses au point B). Enfin, la courbe des taux s'est aplatie sur les obligations d'État britanniques dont l'échéance est plus lointaine.

Graphique 18. Courbe des taux des obligations anglaises



Source : Datastream.

Au regard du rendement des obligations dont la maturité est de court terme, la situation n'a pas été drastiquement modifiée entre les mois d'août et septembre 2019. En revanche, comme indiqué plus haut, l'aplatissement de la courbe s'est toutefois intensifié en un mois. Une inversion de la courbe des taux peut être utilisée comme un indicateur avancé de récession,

comme cela a été montré pour les États-Unis (voir Blot et Heyer, 2019 dans cette revue). Ce n'est pas encore le cas au Royaume-Uni puisque le taux d'intérêt demandé à long terme reste supérieur à celui à court terme (le premier point à gauche du graphique correspond à une échéance d'un mois). Une vision davantage pessimiste de l'économie britannique future verrait la courbe noire continuer à se déplacer vers le bas.

La dépense publique en renfort pour les années à suivre

La fin de l'année 2019 va être déterminante pour la trajectoire de l'économie britannique à l'horizon de notre prévision. Dans notre scénario, celui d'une sortie ordonnée, la demande intérieure reste le moteur principal de la croissance, soutenue à bout de bras par les ménages et l'État. Le ralentissement de l'activité en zone euro et plus globalement du commerce mondial pèse sur la demande adressée aux entreprises britanniques. Prévues en net ralentissement en 2019 par rapport à 2018 (évolution passée de + 3,6 % à + 0,7 %), elle progresserait à un niveau historiquement bas (+ 1,6 % et + 1,8 % respectivement en 2020 et 2021). Le commerce extérieur contribuerait négativement à la croissance, les entreprises peinant à maintenir leur part de marché à l'export. Ce climat inscrit dans notre scénario central empêcherait la hausse du taux d'investissement, figé à 8,9 % du PIB jusqu'en 2021 et en-deçà de sa moyenne de longue période (9,2 % du PIB). Le manque d'investissement des derniers trimestres et de débouchés extérieurs conduirait à un ralentissement de la valeur ajoutée marchande d'ici à la fin de l'année 2019. Les entreprises sont contraintes d'ajuster leurs effectifs pour ne pas réduire davantage leur taux de marge (20,6 % de la VA). Compte tenu du délai d'ajustement moyen du cycle de productivité à l'activité estimé à 4,3 trimestres au Royaume-Uni (Ducoudré et Heyer, 2017), le rééquilibrage ne se ferait qu'à partir de la mi-2020 et tout au long de l'année 2021. Le secteur marchand devrait faire face à un plus grand ajustement de sa main-d'œuvre que l'emploi dans le secteur public. Le taux de chômage finirait à 3,8 % de la population active en 2019 avant de remonter jusqu'à 4,5 % à l'horizon de notre prévision. Dans ce contexte, le faible pouvoir de négociation des salariés ralentit la progression des salaires et le dynamisme de la consommation privée perd de sa vigueur, empêchant l'effet entraînant de la consommation sur la demande intérieure, à taux d'épargne supposé constant.

Le Chancelier Sajid Javid a annoncé début septembre des dépenses supplémentaires pour l'année fiscale 2020-2021. D'après le document

présenté, le budget des ministères serait augmenté de 13,8 milliards de livres (soit 0,7 point de PIB) par rapport aux dépenses de 2019/2020. Cela représente une augmentation de 4,1 % en volume (ventilées en consommation et investissement). Ne sachant pas encore comment ces dépenses seraient financées, nous faisons l'hypothèse d'une augmentation du déficit public et jusqu'à atteindre 2,3 points du PIB en 2021. L'analyse des multiplicateurs dynamiques indiquent un impact positif de 0,3 point sur le PIB en 2020 tandis que l'effet s'éteindra à l'horizon 2021¹⁵. Même si les taux venaient à rester bas, la dette publique augmenterait. Par ailleurs, une nouvelle méthode de prise en compte de la dette étudiante dans les comptes nationaux vient augmenter de 10,6 milliards de livres la dette publique, soit 0,5 % du PIB. Finalement, celle-ci augmenterait de 2 points environ jusqu'à 85 % du PIB britannique au sens de Maastricht.

Encadré 5. Impact d'une sortie sans accord sur la croissance britannique

Dans cet encadré, nous utilisons le modèle NiGEM¹⁶ pour évaluer la réponse de l'économie britannique à un *hard Brexit*. Trois types d'effets sont alors en jeu : i) le coût d'opportunité causé par le retrait du marché commun, ii) celui du retour aux règles de l'OMC, et enfin iii) celui lié à l'incertitude. Il est à noter que l'incidence du Brexit sur le PIB britannique évaluée ici est soumise à une forte variance compte tenu du caractère tout à fait inédit du choc et ce pour au moins deux raisons. À court terme, il est difficile d'évaluer l'impact des délais ou des ruptures d'approvisionnement causés par un contrôle aux frontières plus important. De la même façon, la réaction des agents sur les marchés financiers peut générer beaucoup plus de volatilité que celle modélisée. Ensuite, la réaction des politiques économiques ne sont pas prises en compte (on pourrait s'attendre à une augmentation des dépenses publiques de la part du gouvernement britannique comme cela a été évoqué récemment (+ 30 milliards, soit 1,4 point de PIB) ou bien que la Banque d'Angleterre soutienne l'économie en mettant en place un programme massif de rachats d'actifs (*quantitative easing*, QE après).

Nous avons gardé les effets à long terme tels qu'ils sont intégrés par le NIESR en ce qui concerne le commerce, les IDE, les flux migratoires et la contribution au budget européen¹⁷. Contrairement à la calibration du choc de productivité implantée dans NiGEM, nous avons aussi gardé une baisse

15. Voir « La fin de la consolidation budgétaire pour faire face aux incertitudes » pour plus de détails.

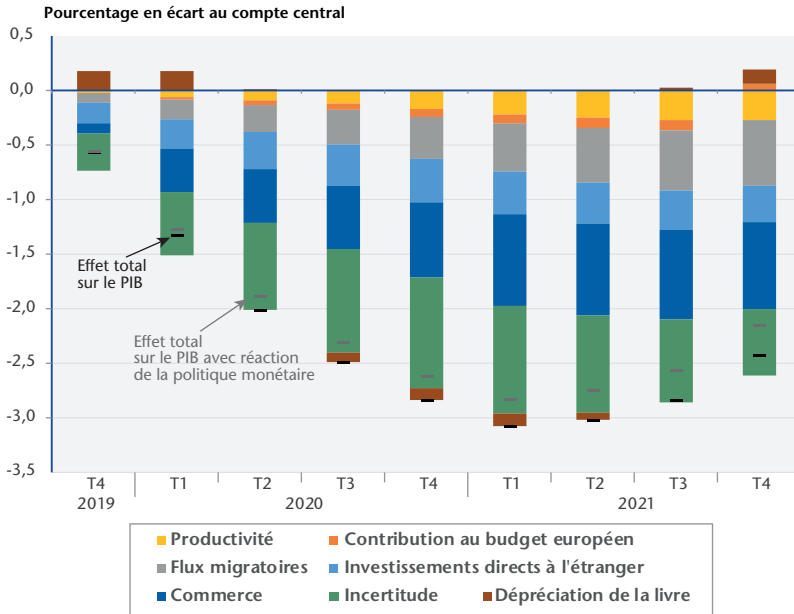
16. Pour une description plus détaillée du modèle NiGEM, voir <https://nimodel.niesr.ac.uk/>. Nous remercions le NIESR d'avoir mis à notre disposition la maquette. Il est à noter que les simulations effectuées sont fortement dépendantes de notre scénario, déterminé lui en dehors du modèle NiGEM.

Tableau 7. Impact d'un *Hard Brexit* sur le PIB britannique le 31 octobre 2019

Pourcentage en écart au compte central			
2019	2020	2021	2033
-0,6	-2,2	-2,8	- 4,5

Sources : NIESR, NiGEM et Calculs OFCE.

de 1,6 % de la productivité à long-terme mais celle-ci est lissée au court de temps. Nous nous distinguons principalement par les hypothèses relatives à l'augmentation de l'incertitude à court terme¹⁸ en ajoutant aux hypothèses existantes une dépréciation de la livre sterling de 10 % vis-à-vis du dollar au moment de l'annonce du *Brexit* sans accord (soit 7 % en termes effectifs), et en considérant une augmentation soudaine mais transitoire de l'indice d'incertitude au dernier trimestre 2019. Les résultats à l'horizon de notre prévision sont présentés dans le graphique 19 et résumés dans le tableau 7.

Graphique 19. Effets des différents chocs liés au *Hard Brexit* au 31 octobre 2019

LECTURE : Une sortie sans accord impliquerait un PIB de 1,3 point inférieur à ce qu'il aurait été au premier trimestre 2020 dans le cas d'une sortie ordonnée. La décomposition est la suivante : 0,6 point serait à imputer à la hausse de l'incertitude ; 0,4 point à la réduction des échanges commerciaux, 0,3 point à la baisse des IDE, 0,2 à la dégradation du solde migratoire, - 0,2 point aux flux migratoire et enfin - 0,1 point à une baisse de la productivité. Quant à la dépréciation du taux de change, elle viendrait amortir l'écart au compte central à hauteur de 0,2 point.

Source : NIESR, NiGEM et Calculs OFCE.

17. Pour une description plus détaillée du modèle NiGEM, voir <https://nimodel.niesr.ac.uk/>. Nous remercions le NIESR d'avoir mis à notre disposition la maquette. Il est à noter que les simulations effectuées sont fortement dépendantes de notre scénario, déterminé lui en dehors du modèle NiGEM.

18. Le lecteur peut se référer à Baker *et al.* (2016), Erken *et al.* (2018), Hantzsche *et al.* (2018).

Dans le cas d'un Brexit sans accord, le PIB britannique serait inférieur de 0,6 point, 2,2 points, et 4,5 points pour les années 2019, 2020 et à long terme respectivement, par rapport à ce qu'il aurait été dans le cas d'une sortie ordonnée. Les effets les plus importants à notre horizon de prévision sont le fait de l'incertitude, l'entrave au commerce causée par le retour aux règles de l'OMC et enfin un solde migratoire net plus bas. L'évaluation effectuée par l'OCDE dans sa dernière prévision (automne 2019) fait état d'un impact similaire, quoiqu'inférieur à court terme du fait d'hypothèses différentes concernant l'incertitude.

La dépréciation de la livre vis-à-vis de ses partenaires commerciaux renchérit les prix des importations mais son impact se trouve amorti par un taux d'épargne plus faible des consommateurs, qui tomberait en-deçà des niveaux historiques, légèrement au-dessus de 4 % du revenu disponible. De la même manière, les entreprises rogneraient leurs marges. L'augmentation du niveau de l'incertitude pèse d'autant plus sur l'attentisme des entreprises retardant leur projets d'investissement. Finalement, l'effet de l'incertitude sur la perte du produit intérieur brut est présent jusqu'en 2021 au moins mais il tend à diminuer.

Comme évoqué plus haut, notre évaluation ne prend pas en compte les possibles réponses de politique économique. Dans la situation où la Banque d'Angleterre venait à intervenir, que nous indique le modèle ? Environ deux mois après le résultat du référendum de juin 2016, la Banque d'Angleterre a augmenté son bilan de 60 milliards, le faisant passer ainsi à 435 milliards de livres. Si l'on suppose un programme d'achat d'actifs de 100 milliards de livres, nous le calibrons comme une baisse de la prime à terme sur les obligations d'État de 25 points de base, en nous appuyant sur les travaux de Joyce *et al.* (2011)¹⁹. Les effets d'une telle politique viendraient amortir le choc sans toutefois avoir un effet très important en début de période (représenté par un bâton gris dans le graphique 19). À la fin de l'année 2021, le PIB serait inférieur de 2,1 % par rapport à une situation de sortie ordonnée contre presque 2,5 % dans le cas où la banque centrale n'interviendrait pas en augmentant son bilan.

19. L'augmentation de la prime de risque sur la détention d'actifs britanniques, qu'il s'agisse des actions ou bien d'obligations d'État est identique à celle déjà présente dans la variante « Brexit » du NiGEM.

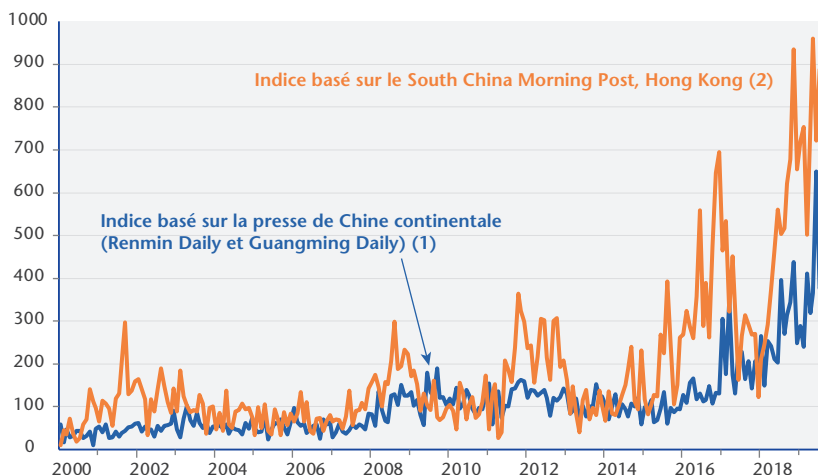
Chine : vent d'Est

Alors que la République populaire de Chine a fêté ses 70 ans le 1^{er} octobre 2019, l'économie chinoise semble entrer dans une nouvelle ère, dans des conditions moins idylliques que souhaité par Xi Jinping dans son discours au 19^e congrès du Parti communiste chinois en octobre 2017 sur la « Nouvelle ère du socialisme aux couleurs de la Chine ».

Après s'être hissée au rang de deuxième puissance économique mondiale au début de la décennie 2010, l'économie chinoise est entrée dans une phase de normalisation. La croissance du PIB a baissé de 10,5 % dans les années 1992-2011, à 7,2 % de 2012 à 2017, pour s'approcher de 6,5 % en 2018. Sur fond de montée des tensions commerciales avec les États-Unis et de ralentissement du commerce mondial, le gouvernement chinois a révisé à la baisse son objectif de croissance pour 2019, le fixant entre 6 et 6,5 %. Cet objectif devrait être atteint, la croissance du PIB chinois étant de 6,2 % sur un an au deuxième trimestre 2019. Cela permettrait sans doute d'atteindre l'objectif de doubler la taille de l'économie chinoise entre 2010 et 2020, pris par les autorités chinoises lors du plan quinquennal en octobre 2015.

À l'automne 2019, les indicateurs conjoncturels suggèrent la poursuite d'un ralentissement modéré de l'économie chinoise. Cela resterait le cas à l'horizon de la fin 2021, les politiques budgétaire et monétaire devant pouvoir limiter les effets négatifs sur la croissance d'un environnement international s'améliorant mais demeurant peu porteur pour les exportations chinoises. La croissance serait de 6 % en 2020 et de 5,8 % en 2021. Mais le climat conjoncturel est devenu de plus en plus incertain au fil des derniers mois. Les indices d'incertitude souvent cités par les prévisionnistes et basés sur les références dans la presse aux termes d'incertitude politique, économique, ont atteint des niveaux record à l'été 2019 (graphique 20) qui pourraient annoncer de l'attentisme de la part des entreprises et des ménages, ce qui freinerait l'investissement et la consommation.

Graphique 20. Indices d'incertitude en Chine



Source : (1) EPU, Steven J. Davis, Dingqian Liu and Xuguang S. Sheng, "Economic Policy Uncertainty in China Since 1949: The View from Mainland Newspapers." (2) China News-Based EPU, Scott Baker, Nicholas Bloom and Steven J. Davis "Measuring Economic Policy Uncertainty", www.PolicyUncertainty.com.

Le grand freinage des exportations

Depuis 2018, la croissance des exportations chinoises a été fortement freinée par deux éléments principaux : l'augmentation des droits de douane des États-Unis et le ralentissement de la demande mondiale. Alors qu'en 2017, les droits de douane moyens sur les importations de produits chinois aux États-Unis n'étaient que de 3,1 % (selon les termes de la clause de la nation la plus favorisée, NPF), l'administration de Donald Trump les a progressivement relevés à partir de mars 2018, d'abord à 12 %, sur un montant de 250 milliards de dollars (50 % des importations de produits chinois aux États-Unis), puis progressivement jusqu'à 21 % au 1^{er} septembre 2019, sur un montant de 300 milliards de dollars, soit 68 % des importations de produits chinois (pour une présentation détaillée, voir Bown, 2019).

20 % des exportations chinoises sont à destination des États-Unis, premier marché à l'exportation des producteurs chinois. Derrière l'augmentation des droits de douane justifiée par Donald Trump par la volonté de protéger les travailleurs américains se joue un combat pour maintenir le leadership technologique et affirmer les droits de propriété intellectuelle. Le gouvernement chinois a riposté en augmentant les droits de douane sur 75 milliards de dollars d'importations de produits des États-Unis. De 8 % avant mars 2018 (lorsqu'était appliquée la clause NPF), les droits de douane appliqués par la Chine ont

été portés à 21,8 % en moyenne sur les importations des États-Unis au 1^{er} septembre 2019.

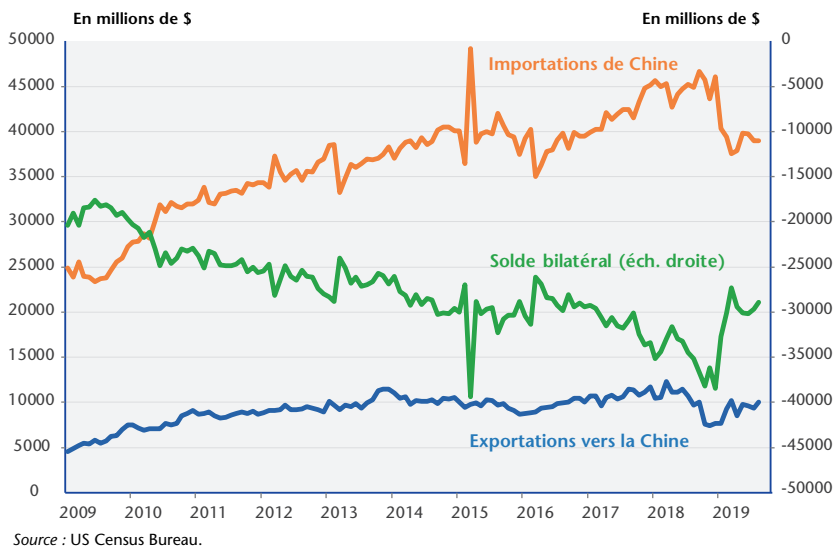
Selon les annonces faites en août dernier par l'administration américaine, la hausse aurait dû se poursuivre au 1^{er} octobre (portant les droits de douane à 23,8 %) et s'intensifier plus encore à partir du 15 décembre 2019, où les droits de douane moyens seraient de 26,6 %, et affecteraient la quasi-totalité des produits chinois.

Mais l'augmentation des droits de douane initialement prévue par les États-Unis pour le 1^{er} octobre a été suspendue, en attendant la reprise de négociations dans la première quinzaine d'octobre. Les États-Unis ont envoyé un signal d'apaisement en n'augmentant pas les droits de douane le jour des 70 ans de la République populaire de Chine. Le 11 octobre, Donald Trump et Liu He, le vice-président chinois, trouvaient un terrain d'entente à l'issue de deux jours de négociation à Washington : les États-Unis n'augmenteront pas les droits de douane le 15 octobre et la Chine importera davantage de produits agricoles (dont le soja et le porc), pour des montants de 40 à 50 milliards de dollars. Il ne s'agit toutefois que d'une trêve et l'on est loin de l'accord global souhaité par Donald Trump. Donald Trump s'était en effet déclaré prêt, fin septembre, à ce qu'il n'y ait pas d'accord plutôt qu'un accord partiel avec la Chine d'ici les élections présidentielles américaines de 2020. Les discussions devraient reprendre entre Donald Trump et Xi Jinping lors de la réunion annuelle de la Coopération économique pour l'Asie-Pacifique qui aura lieu les 15-16 novembre à Santiago du Chili. Donald Trump poursuivra sans nul doute l'objectif d'une ouverture plus grande de la Chine aux produits américains (notamment agricoles) et aux entrées de capitaux étrangers dans les entreprises chinoises.

Force est de constater que la stratégie américaine a été suivie d'une réduction du déficit bilatéral avec la Chine depuis le début de 2019, du fait d'une forte baisse des importations américaines, ramenant le déficit mensuel de 35 milliards en 2018 à 30 milliards de dollars sur les 8 premiers mois de 2019 (graphique 21).

Les exportations chinoises ont par ailleurs été freinées par le ralentissement du commerce mondial : la croissance de la demande adressée en biens et services à la Chine est passée d'un rythme annuel de 6 % en volume en 2017, à 0 au début de 2019, du fait du ralentissement de l'activité à l'échelle mondiale, notamment dans les pays émergents d'Asie et en Europe, ainsi que d'un retournement du cycle des produits électroniques et des semi-conducteurs (les pays de la zone

Graphique 21. Évolution des échanges de marchandises États-Unis - Chine



Asie-pacifique contribuant aux trois-quarts des ventes mondiales de semi-conducteurs, voir Banque asiatique de développement, 2019). L'économie chinoise est cependant de moins en moins exposée à l'évolution du commerce d'assemblage (moins de 20 % de ses exportations totales de marchandises, contre 40 % dans les années 1990, voir Riffart et Schwenninger, 2018).

Les hausses de droits de douane américains sur les importations de produits chinois pourraient aussi conduire à des relocalisations d'achats et, à plus long terme, d'investissements américains : une partie des importateurs américains s'adresseraient désormais à des pays voisins, dont le Vietnam ou Taiwan, plutôt qu'à la Chine. L'impact est jusqu'à présent peu visible, bien que les exportations vietnamiennes à destination des États-Unis aient effectivement accéléré en juillet et août 2019 (d'un milliard de dollars par mois, ce qui reste faible au regard de la baisse des importations chinoises, voir partie commerce), mais il est encore tôt pour percevoir tous les effets de la guerre commerciale.

Par ailleurs, le taux de change du yuan par rapport au dollar tend à se déprécier depuis mars 2018 ; il avait perdu au total près de 13 % au début octobre, ce qui amortit en partie l'effet de la hausse des droits de douane sur les prix des importations de produits chinois. Le taux de change effectif nominal du yuan s'est déprécié de près de 3 % sur cette période.

Dans notre scénario, les tensions commerciales sino-américaines ne se durciraient pas au-delà de ce qui est déjà annoncé. Après une quasi-stabilisation au premier semestre 2019, les exportations de biens et services chinois progresseraient à un rythme de 2,7 % par an en volume (tableau 8), ce qui refléterait le maintien de légers gains de parts de marché dans une reprise modérée du commerce mondial.

Tableau 8. Résumé des prévisions pour la Chine

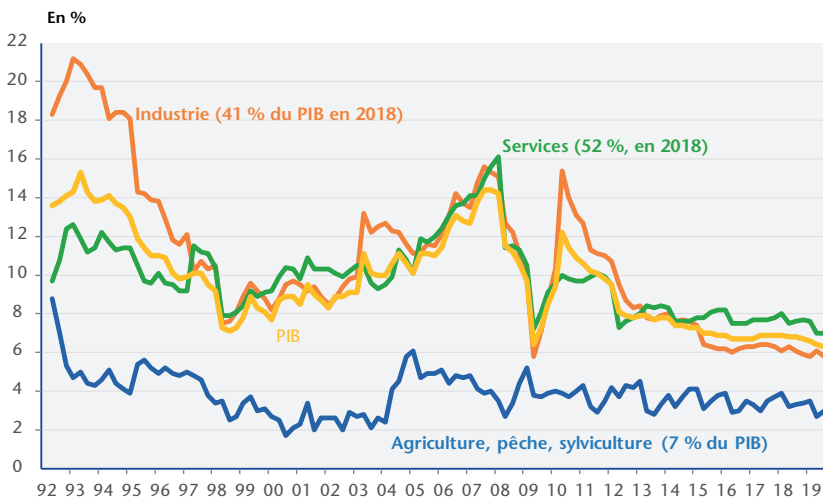
En %	2017	2018	2019	2020	2021
PIB	6,8	6,6	6,2	6,0	5,8
Importations	6,9	7,8	2,0	2,8	2,8
Exportations	11,0	3,9	1,4	2,7	2,8
Demande adressée	6,2	4,3	0,7	1,7	2,0

Sources : National Bureau of Statistics, OCDE, FMI, prévisions OFCE.

Production et demande intérieure : un ralentissement modéré

La hausse du PIB chinois a ralenti de 6,7 % sur un an au deuxième trimestre 2018 à 6,2 % au deuxième trimestre 2019 (graphique 22), soit un ralentissement 6,1 % à 5,8 % pour l'industrie (dont la part dans le PIB était de 41 % en 2018), de 7,7 % à 7 % pour les services (52 % du PIB en 2018), et un maintien à environ 3 % pour l'agriculture (7 % du PIB).

Graphique 22. Évolution du PIB chinois



Source : National Bureau of Statistics.

L'appareil statistique chinois ne permet guère de se faire une idée précise des fluctuations de la croissance. Le ralentissement en cours est-il correctement estimé ? Cette question s'était déjà posée récemment en 2014-2015 lorsque de nombreux observateurs s'étaient interrogés sur l'absence de ralentissement du PIB chinois qui continuait à croître à près de 8 % par an dans les statistiques officielles, alors que la prise en compte de données « dures », tels que la production de ciment ou le volume de fret suggérait un ralentissement de la croissance de l'ordre de 2 points (voir Heyer, 2015). La croissance du PIB chinois sur cette période a d'ailleurs depuis été révisée à la baisse, autour de 7 %. Mais, dans la période récente, les données dures ne signalent pas un ralentissement de même ampleur qu'en 2014. Ainsi, après avoir chuté de près de 10 % en glissement sur un an à la fin de 2017, la production de ciment est repartie à la hausse (+5 % sur un an à l'été 2019). Les indicateurs de fret continuent de progresser à des rythmes annuels compris entre 5 % et 10 % sans montrer de signes de ralentissement contrairement à 2014-2015. La production d'électricité, autre indicateur utilisé pour évaluer l'ampleur du ralentissement de l'activité en 2014-2015, était passée d'une croissance annuelle de 10 % en 2013 à 0 en 2015. Dans la période récente, la production d'électricité a nettement moins ralenti, passant d'une hausse de 6,5 % en rythme annuel en 2018 à 4,5 % sur les huit premiers mois de 2019.

Globalement, le ralentissement de la production industrielle est modéré : l'indice de production industrielle était en hausse de 4,5 % sur un an en août 2019, contre 6 % un an plus tôt, bien que certains secteurs aient connu une baisse de production, dont le secteur automobile²⁰. L'indice PMI des directeurs d'achat indique un ralentissement de l'activité dans l'industrie depuis plusieurs mois, mais toujours une production en hausse (la composante de la production dans l'indice demeurant au-dessus de 50), tandis que les composantes des nouvelles commandes et de l'emploi sont passées sous la barre de 50. Cependant, en septembre, les composantes du PMI étaient un peu plus favorablement orientées, faisant remonter l'indice de 49,5 à 49,8. L'investissement manufacturier, qui avait accéléré en 2018 à 7,5 % au premier semestre 2018, a ralenti à 2,6 % au premier semestre 2019, conduisant le gouvernement à prendre des mesures de soutien aux

20. Ce qui n'est pas une spécificité chinoise (voir encadré automobile). La production automobile chinoise semble s'être stabilisée pendant l'été. On notera aussi que la production de véhicules hybrides et électriques a continué d'augmenter, l'objectif des autorités chinoises de porter à 10 % la part de la production automobile hybride et électrique serait désormais atteint.

entreprises (dont des baisses de cotisations sociales et des baisses des TVA) à partir du printemps.

Du côté des ménages, les signaux d'un ralentissement de la consommation sont aussi présents : la hausse des ventes de détail, après avoir accéléré de près de 10 % sur un an en juin 2019, n'était plus que de 7,5 % sur un an en août 2019, en deçà du rythme moyen de 2018 (9 %). L'indice de confiance des ménages, après avoir atteint un pic en juin, a baissé en juillet et août. Le revenu réel des ménages aurait à peine ralenti, restant en hausse de 6,5 % sur un an au premier semestre de 2019, le taux de chômage restant stable à un peu plus de 5 %.

Le gouvernement chinois a pris des mesures budgétaires au printemps 2019 pour contrer le ralentissement de l'activité : baisse des taux de TVA le 1^{er} avril 2019 et baisse de cotisations retraites employeurs. La banque centrale a assoupli la politique monétaire (abaissement des taux de réserves obligatoires).

Le gouvernement doit par ailleurs faire face à l'épidémie de fièvre porcine africaine, qui s'est déclarée en août 2018. Cette fièvre, sans danger pour l'homme mais mortelle pour les animaux, a conduit à une hausse de près de 40 % du prix de la viande porcine à l'été 2019. À l'approche de la date anniversaire des 70 ans de la RPC, le gouvernement a mis sur le marché une partie des stocks stratégiques de viande de porc, mais cela ne pourra pas suffire à enrayer la hausse des prix. Les prix à la consommation ont accéléré, de moins de 2 % au début d'année à 2,8 % sur un an en août, tandis que l'indice des prix sous-jacent décélérerait légèrement sur cette période de 1,8 % à 1,5 %. Mais en dehors de l'effet spécifique de la fièvre porcine sur l'inflation, aucune tension inflationniste n'est visible.

Notre scénario est celui de la poursuite d'une « normalisation » de la croissance chinoise, désormais moins portée par les exportations, et d'un ralentissement modéré de la demande intérieure permettant la poursuite d'un lent rééquilibrage de la croissance chinoise. En 2018, le solde courant chinois était à l'équilibre. Les risques associés à notre prévision sont principalement orientés à la baisse, avant tout en ce qui concerne les tensions commerciales avec les États-Unis, si Donald Trump fait de la poursuite de la guerre commerciale un axe majeur de sa campagne en vue d'une réélection à l'automne 2020. L'évolution des prix du pétrole est un autre risque à court terme, à la hausse comme à la baisse, l'économie chinoise étant fortement dépendante du pétrole.

À plus long terme, si les États-Unis maintenaient une forte pression en termes de politique commerciale, via les droits de douane et les conditions d'accès au marché américain des entreprises chinoises, la relocalisation de production actuellement en Chine vers d'autres pays émergents d'Asie pourrait prendre de l'ampleur. Cela ne semble pas le plus probable, à la mi-octobre 2019, mais constitue un risque. De façon plus structurelle, le système bancaire et l'endettement restent des points de fragilité de l'économie chinoise, qui devra par ailleurs s'adapter au vieillissement de la population.

Asie : comment tirer parti de la guerre commerciale sino-américaine ?

En Asie émergente la croissance en 2018 s'est maintenue à +5,3 % baissant un peu par rapport à 2017 (+5,5 %). Derrière cette stabilité, certains pays ont connu un ralentissement plus marqué comme la Chine passant de +6,9 % à +6,5 % en raison d'un affaiblissement du commerce extérieur et de la demande interne. Les autres pays d'Asie connaissent eux aussi une légère décélération, l'Inde étant toujours en tête, avec + 6,8 % en 2017 % et +7,0 % en 2018. En 2019, le ralentissement en Asie émergente devrait se poursuivre avec un taux de croissance moyen de 5,6 %.

Pour la période 2019-2020, la croissance en Inde devrait se maintenir autour de +7,0 %, boostant l'ensemble de la région. Mais les derniers chiffres de la croissance indienne ont déçu. Celle-ci a ralenti au cours des derniers trimestres, atteignant 6,8 % pour l'année budgétaire achevée au 31 mars 2019, son taux le plus bas depuis cinq ans. La forte chute des investissements (-5,1 % au premier trimestre 2019) a pesé sur la croissance. La consommation des ménages (+0,3 % au premier trimestre) continue à subir les effets de la démonétisation (retrait des billets de 500 et 1000 roupies) et de l'introduction d'une taxe harmonisée sur les produits et les services. En dépit d'un ralentissement modeste des exportations de biens et services (+10,6 % en g.a.), la contribution des exportations nettes à la croissance est restée négative. L'activité est demeurée dynamique dans les services, mais a ralenti sensiblement dans les secteurs manufacturiers et de la construction, et s'est contractée dans l'agriculture.

Au cours de l'année 2018, la politique monétaire indienne a été durcie, comme dans la majorité des pays de la région. Le récent ralentissement de l'inflation et la nouvelle appréciation de la monnaie pourraient permettre une pause dans le resserrement, ce qui soutiendrait la demande interne.

Narendra Modi a remporté une large victoire aux élections générales dans un contexte économique plus difficile.

Après l'adoption d'un collectif budgétaire, et à seulement quatre mois de la présentation de la prochaine loi de finances pour l'année 2020-2021, le gouvernement Modi a décidé de baisser l'impôt sur les sociétés pour relancer l'économie, le réduisant à 22 % contre 30 % auparavant.

En Corée du Sud, le PIB a progressé de + 2,7 % en 2018 grâce aux mesures de soutien mises en place par le gouvernement. En 2019, la croissance devrait légèrement fléchir mais rester robuste (+2,0 %). La guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine pèse sur la demande chinoise de produits sud-coréens, mais ses effets seront limités car la proportion de biens destinés aux États-Unis exportés *via* la Chine est faible.

À Hong Kong, la croissance a marqué le pas en 2018 à +3%. En 2019 une croissance de l'ordre de 1,1 % est prévue. Cette décélération s'explique à la fois par les manifestations antigouvernementales plongeant le pays dans la crise la plus profonde depuis des décennies, les tensions commerciales sino-américaines qui ont affecté la confiance des entreprises et des particuliers et le ralentissement de la croissance en Chine. Les manifestations quasi-quotidiennes et le durcissement de Pékin ont commencé à susciter des remous sur le marché des changes, faisant plonger le dollar de Hong Kong. Pour soutenir la monnaie, la banque centrale doit fréquemment intervenir, utilisant ses importantes réserves.

La croissance économique des Philippines est restée robuste à 6,2 % en 2018, après 6,7 % en 2017. L'investissement privé (+14,2 %) - principalement dans le domaine des infrastructures et de la construction - a été le principal moteur. La consommation des ménages, alimentée par les transferts de fonds des Philippins résidant à l'étranger (32,2 Mds USD en 2018), a progressé de 5,6 %, contre 5,9 % en 2017. La forte hausse des importations (+13,4 %) et la faiblesse des exportations (-1,8 %) ont occasionné un déficit record de la balance commerciale à - 41,4 Mds USD.

La croissance économique malaisienne devrait atteindre + 4,7 % en 2019. En 2018, malgré un léger ralentissement lié à la réduction des investissements publics (+1,3 % contre +6,1 % en 2017) et des exportations (+2,2 % contre +8,7 en 2017), la croissance économique est restée solide, soutenue par la consommation (+8,8 % contre +6,9 % en 2017) et les investissements privés.

L'Indonésie a vu sa croissance économique se stabiliser en 2018 et affiche une hausse de son PIB de +5,2 % sur l'année, portée notamment par la consommation des ménages. En 2019, la croissance devrait rester forte (+5,0 %) grâce notamment à la croissance urbaine et démographique qui fait émerger une classe moyenne indonésienne représentant 54 % du PIB.

À Singapour, l'activité a ralenti fortement au second trimestre 2019 : le PIB a à peine progressé en g.a. (+0,1 %) et diminué de 3,4 % t/t (contre +1,1 % et +3,8 %, respectivement, au T1). Le recul du PIB (le plus important observé depuis la crise de 2009) est lié à la mauvaise performance du secteur manufacturier, touché de plein fouet par les effets des tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis et l'affaiblissement du cycle électronique mondial. La cité-État, dont l'économie est très dépendante du commerce extérieur, a souffert du ralentissement de l'économie chinoise qui a enregistré au deuxième trimestre une croissance de 6,2 % sur un an, soit sa plus faible progression en vingt-sept ans.

La Thaïlande a enregistré une croissance de +2,3 % au deuxième trimestre par rapport à l'année précédente – la plus faible depuis 2014. Les exportations thaïlandaises (qui représentant deux tiers de l'économie et sont le principal moteur de la croissance) sont passées de - 4,1 % à 2,2 % au premier trimestre 2019. Si en 2018 la croissance des exportations était de 7,2 %, elle a chuté à 3,6 % au premier trimestre de cette année.

La chute du nombre de touristes chinois (en partie dû au naufrage qui a tué 47 Chinois à Phuket en juillet 2018), une monnaie trop forte (un taux de change oscillant entre 34 et 35 bahts pour un euro, les visiteurs voient leur pouvoir d'achat réduit dans le pays), une attractivité accrue des pays voisins, l'année 2019 s'annonce relativement mauvaise pour la Thaïlande, avec des effets qui pourraient perdurer si l'industrie ne parvient pas à se renouveler dans le futur.

Toutefois, entre janvier et juin 2019, les statistiques officielles ont enregistré 19,9 millions d'arrivées internationales, une croissance de

2 % comparée à la même période de 2018. Ces touristes internationaux ont généré un revenu estimé à 1,04 milliard de bahts (+3 %).

Les exportations de l'Indonésie, plus grande économie d'Asie du Sud-Est, ont ainsi chuté de 8,9 % en juin et celles de la Corée du Sud ont plongé de 10,7 % en mai. Cette décélération des échanges commerciaux va avoir un impact sur la croissance de la région qui devrait passer de + 5,9 % en 2018 à + 5,6 % en 2019 et en 2020, selon nos prévisions.

La guerre commerciale sino-américaine, qui s'est traduite au cours des derniers mois par une hausse des droits de douane punitifs croisés sur près de 360 milliards de dollars d'échanges (322 milliards d'euros), est aussi une aubaine pour certains pays d'Asie du Sud-Est qui espèrent capter une partie des exportations chinoises vers les États-Unis.

Le Vietnam fait partie des grands « gagnants » de cette hausse des tarifs douaniers américains infligée à la Chine. Le « tigre asiatique » a enregistré une hausse de ses exportations de 6,7 % sur les cinq premiers mois de l'année 2019, et de 28 % à destination des États-Unis.

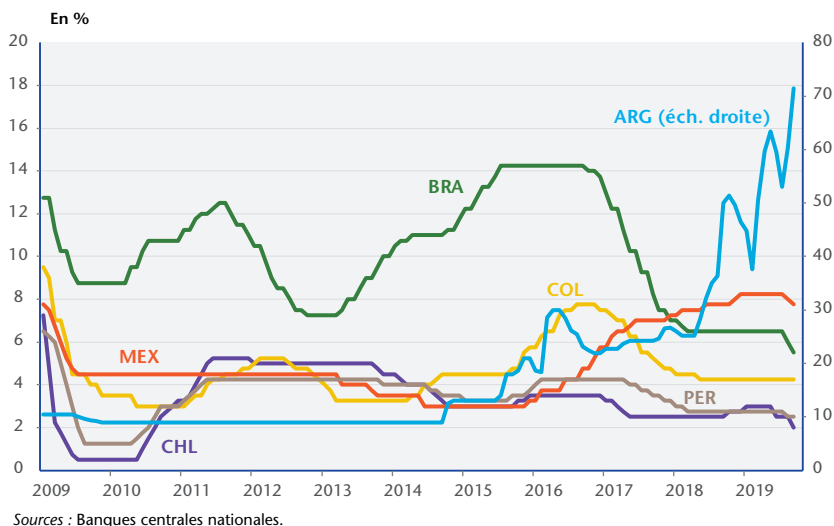
Les pays asiatiques émergents devraient connaître une croissance de 5,6 % en 2019 et 2020, principalement du fait de l'impact des droits de douane sur le commerce et l'investissement. L'escalade des droits de douane et de l'affaiblissement de la demande extérieure ont accentué le ralentissement en Chine. Des mesures de relance devraient soutenir l'activité face aux chocs extérieurs, et la croissance devrait atteindre 6,0 % en 2019 et 2020.

Amérique latine : 2019 année noire

Si depuis plusieurs années la situation en Amérique latine ne cesse de se dégrader, les mauvaises performances de la région devraient marquer à l'encre noire l'année 2019. Les perspectives devraient se dégager en 2020 et 2021 mais la croissance resterait fragile et les risques toujours latents. Depuis la chute des prix du pétrole et plus largement des matières premières agricoles et industrielles en 2014, liée notamment à la baisse de la croissance chinoise, la croissance de cette région, largement dépendante des exportations de produits primaires, est dans un état de léthargie chronique. Cette atonie rend plus difficiles les ajustements et révèle, de façon exacerbée dans

certaines pays, les déséquilibres sous-jacents. Mais surtout la montée du protectionnisme depuis l'année dernière alimente un climat d'incertitudes néfaste à la confiance et à l'entrée des capitaux étrangers nécessaires à cette région en insuffisance structurelle d'épargne. Le ralentissement de l'activité aux États-Unis se conjugue à celui de la Chine et la récession industrielle que l'on observe dans la plupart des grands pays développés depuis quelques trimestres, réduit encore davantage la demande de matières premières. Cet environnement international particulièrement dégradé et auquel s'ajoute parfois un climat de politique intérieure tendu, pèse sur l'Amérique latine. En l'absence de marges de manœuvre budgétaires, c'est à la politique monétaire qu'il revient de soutenir la croissance. Favorisé par le relâchement de la politique monétaire aux États-Unis et en zone euro et permis par l'absence de tensions inflationnistes, un nouveau round de baisse des taux d'intérêt a été lancé dans plusieurs pays (graphique 23).

Graphique 23. Taux directeurs en Amérique latine



Si le Venezuela reste le pays ancré dans une crise économique, politique et humanitaire majeure (chute de plus de 60 % du PIB depuis 2014 et hyperinflation à 937 000 % en 2018) sans équivalent dans la région et dont l'issue reste encore incertaine, les autres pays connaissent une situation difficile en 2019. L'Argentine est en récession depuis le début 2018 (baisse de 6,6 % du PIB entre la fin 2017 et le deuxième trimestre 2019) et l'amélioration visible au printemps dernier

ne tient qu'au dynamisme des exportations et à la chute des importations, reflet du mauvais état de santé de l'économie domestique (baisse de la consommation privée et de l'investissement). La cure d'austérité imposée par le FMI pour redresser les finances publiques et stabiliser l'économie, en contrepartie d'un prêt de 57 milliards de dollars accordé l'été 2018 pour faire face à la crise de la balance des paiements n'a pas ramené durablement la confiance des investisseurs ni freiné l'inflation. Mais surtout la population a sanctionné la politique libérale lors des élections primaires du 11 août dernier. Avec la large victoire du candidat Alberto Fernandes (et de sa colistière Cristina Kirchner), la possibilité du retour au pouvoir, après les élections générales du 27 octobre prochain, d'un gouvernement péroniste de gauche, prônant le contrôle des capitaux et le blocage des prix, marquerait une rupture totale avec les mesures adoptées depuis près d'un an par le gouvernement de Macri. Confrontée à la défiance des marchés depuis le début de l'année (baisse de 35 % du peso depuis le début de l'année) et à l'accélération des anticipations d'inflation, la banque centrale avait déjà dû abandonner en juin sa cible de gel de la base monétaire au profit d'un objectif de croissance mensuelle de 2,5 % pour les prochains mois. Mais le revers politique a fait plonger le peso tout au long du mois d'août et augmenter les *spreads* sur les titres de dette souveraine. Le 28 août, face aux difficultés de couvrir les besoins de financement à court terme, le gouvernement a demandé un rééchelonnement de sa dette de 100 milliards de dollars (90 % du PIB, dont 80 % en devises). Face à une nouvelle chute du peso et à l'accélération de l'inflation (55 % prévue en 2019), la Banque centrale est intervenue massivement mais n'a pu empêcher de réinstaurer le retour sur le contrôle des capitaux. Sans retour de la confiance, la situation du contrôle reste tendue et la sortie de crise encore incertaine.

Au Brésil, la situation, là aussi tendue, semble néanmoins être en passe d'amélioration. Après deux années de récession (2015-2016) suivies de deux années d'une croissance à 1,1 % chacune, la fin 2018 et le début 2019 ont été marqués à nouveau par deux trimestres de recul du PIB (-3 % en cumulé entre l'été 2018 et l'hiver 2019). Toutefois, l'activité est repartie à 1,8 % au deuxième trimestre par rapport au précédent, soutenue par la reprise de la consommation et de l'investissement. Une nouvelle récession a été évitée mais la croissance reste fragile. Aussi alors que les taux d'intérêt étaient à un niveau déjà historiquement bas depuis plus d'un an, la banque centrale a baissé par deux fois son taux directeur à 5,5 % au cours de l'été. Le caractère accom-

modant de la politique monétaire est permis par l'absence de tensions inflationnistes (3,4 % d'inflation en août) et la baisse des taux de la Réserve fédérale des États-Unis. Surtout, elle vient se substituer à une politique budgétaire qui n'a jusqu'à maintenant pas de marge de manœuvre. Pour autant cette situation est en train d'évoluer puisque ce qui apparaît comme la clé de voûte de la politique économique du gouvernement, à savoir la réforme des retraites, pourrait bien trouver solution. Déposé au Congrès en début d'année, le projet de loi a été adopté par la commission spéciale de la Chambre des députés en juin et pourrait être définitivement voté d'ici à la fin de l'année. En 2018, le déficit du système des retraites était de 4,3 % du PIB. Selon le rapporteur du projet de loi, cette réforme permettrait d'économiser quelques 280 milliards de dollars sur 10 ans (15 % du PIB) et de rendre soutenable la trajectoire de la dette (qui a augmenté de 25 points en 4 ans à 90 % du PIB). C'est en tout cas la condition nécessaire à l'assainissement des finances publiques et à la baisse des primes de risque sur les marchés financiers. Si l'environnement extérieur reste peu porteur pour le pays, la levée attendue d'une partie des incertitudes devrait favoriser la consolidation de la croissance à l'horizon 2021.

Préserver jusqu'alors des grandes turbulences internationales du fait de ses liens privilégiés avec son voisin nord-américain, le Mexique connaît depuis l'arrivée de Trump à la Maison Blanche des difficultés croissantes. La croissance du PIB, d'une moyenne supérieure à 3 % entre 2010 et 2017, a fléchi à 2 % en 2018 et a atteint 0,6 % sur un an en milieu d'année. Plusieurs facteurs pèsent sur les performances économiques, au premier chef le ralentissement de l'activité aux États-Unis où se dirigent 80 % des exportations mexicaines, mais également la montée des tensions commerciales bilatérales visible depuis plusieurs mois. En effet, la conclusion du nouvel ALENA le 30 septembre 2018 entre le Mexique et les États-Unis n'a pas suffi à apaiser les tensions entre les deux partenaires. Tout d'abord, le Traité n'est ratifié ni par le Congrès des États-Unis, ni par celui du Mexique mais les surenchères se poursuivent. Ainsi, le 6 juin dernier, les États-Unis ont menacé le pays d'augmenter les droits de douanes de 5 % tous les mois jusqu'à octobre 2019 (25 % au total) sur 350 milliards d'importations si le gouvernement d'AMLO ne prenait les mesures nécessaires pour enrayer les flux migratoires à destination des États-Unis. Face au chantage, un accord a été trouvé rapidement (les flux auraient baissé de moitié entre juin et septembre) et ces surtaxes, plus élevées que celles en vigueur sur la Chine et venant s'ajouter à celles déjà en vigueur sur

les importations d'acier et d'aluminium n'ont pas été appliquées. Mais cette menace continue d'alimenter les inquiétudes. Simultanément, l'incertitude des investisseurs se poursuit vis-à-vis des choix de politique intérieure, notamment depuis l'annulation du chantier du nouvel aéroport à Mexico ou l'annonce du plan de sauvetage, jugé peu crédible, de la compagnie pétrolière PEMEX, structurellement déficitaire. L'orthodoxie budgétaire prônée par le gouvernement pour atteindre l'objectif d'un excédent primaire de 1 % en 2019 s'est faite au prix de coupes drastiques dans les dépenses, contreparties de la mise en place des mesures sociales en faveur des populations les plus pauvres. Pour soutenir l'activité, la banque centrale a baissé par deux fois pendant l'été les taux directeurs à 7,75 %. Néanmoins, face à la confusion ambiante, le ministre des Finances a démissionné en juillet dernier et deux agences de notation (Fitch et Moody's) ont dégradé la note souveraine du pays. Si le pays parvient à retrouver la confiance des investisseurs et calmer ses relations avec son voisin, la croissance devrait repartir l'année prochaine.

Pétrole : plus de peur que de mal

Depuis avril 2019, où il avoisinait les 71 dollars, le cours du baril de Brent a connu une trajectoire baissière : en août 2019, il atteignait 59 dollars. Au cours de la deuxième quinzaine de septembre, il a renoué avec une certaine volatilité, en raison de l'attaque contre les installations pétrolières saoudiennes, mais la hausse a été limitée, avec un pic à 68 dollars au lendemain des attaques. Début octobre, le baril de Brent évolue de nouveau autour de 60 dollars.

Avant les attaques, nous anticipions un marché pétrolier bien alimenté du côté de l'offre, grâce à la progression toujours soutenue de la production américaine ; côté demande, nous anticipions une croissance stable entre 2020 et 2021, modérée du fait des tensions commerciales entre Etats-Unis et Chine et de l'atonie du commerce mondial. Étant données les informations dont nous disposons, il semble que la production saoudienne puisse être rétablie rapidement ; nous faisons l'hypothèse d'un rétablissement total début novembre 2019 : la baisse de production devrait donc être très limitée dans le temps, et compensée par les stocks commerciaux. Par conséquent, les

prix devraient rester stables autour de 60 dollars à partir du début 2020, et à l'horizon de la prévision (tableau en annexe A2).

Les risques haussiers sont liés à une rupture de production plus forte que prévue en Arabie saoudite. D'autres zones d'instabilité pourraient également amputer la production (Libye, Nigeria). Concernant les aléas baissiers, le risque est plutôt du côté de la demande moins forte qu'anticipé.

Avril-août 2019 : abondance de l'offre

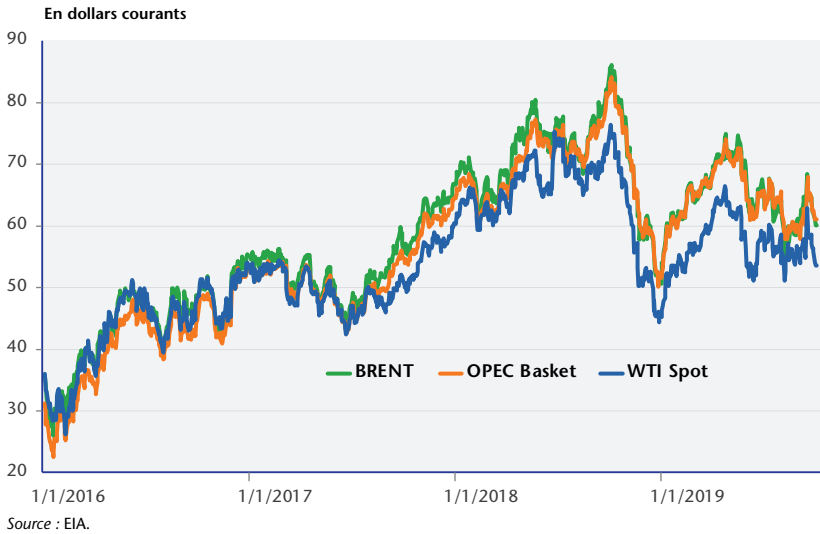
Après une phase de hausse du prix du Brent, qui a culminé en avril 2019 à 71 dollars le baril, le Brent a amorcé une lente décrue et a perdu 17 % de sa valeur entre avril et août 2019 (graphique 24). L'explication de cette baisse est à chercher du côté de l'offre non OPEP. Ainsi, la production américaine n'a pas faibli : elle a augmenté de 2 millions de barils par jour (Mbj) entre le deuxième trimestre 2018 et le deuxième trimestre 2019, sachant que les États-Unis représentent 90 % de l'augmentation de l'offre non OPEP. Cette hausse contrebalance la baisse de l'offre OPEP, qui atteint 1,7 Mbj sur la même période, essentiellement à cause de la baisse de production iranienne (1,2 Mbj) et vénézuélienne (0,7 Mbj). Par ailleurs, rappelons que lors de la conférence de l'OPEP de décembre 2018, au vu des fondamentaux et pour prévenir un déséquilibre offre/demande, il avait été décidé de réduire la production globale de l'OPEP de 0,8 Mbj, à compter de janvier 2019 et pour une période initiale de 6 mois²¹. Or les pays de l'OPEP sont allés au-delà de l'engagement initial : de 90 % en janvier 2019, le taux de respect des engagements est passé à 138 % en juillet 2019. Cette limitation de l'offre OPEP est néanmoins allée de pair avec l'affaiblissement de la croissance mondiale, notamment incarnée par la guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis.

L'Arabie saoudite au cœur des attentions

La situation de stabilité qui régnait sur le marché du pétrole a été troublée par les attaques contre les installations pétrolières d'Arabie saoudite le 14 septembre 2019. En effet, plusieurs installations pétrolières ont été ciblées par des drones, engendrant des dégâts au sein du

21. Chaque pays de l'OPEP s'était engagé à réduire sa production de 2,5 % par rapport au niveau d'octobre 2018, avec des exemptions pour trois pays : l'Iran, le Venezuela et la Libye. D'autres pays non membres de l'OPEP, comme la Russie, étaient également partie prenante de l'accord, et avaient consenti une baisse de production de 0,4 Mbj.

Graphique 24. Évolution du prix du baril



champ pétrolier Hijra Khuras – qui produit 1,5 Mbj – et au sein de l’usine de retraitement de pétrole d’Abqaiq, par laquelle transitent 7 Mbj. Ainsi, la production de 5,7 Mbj a été interrompue, soit près de la moitié de la production saoudienne, et 5,7 % de la production mondiale. Sachant que les capacités excédentaires de pétrole de l’OPEP se trouvent essentiellement en Arabie saoudite, la situation était d’autant plus préoccupante. Le pays a d’emblée multiplié les annonces rassurantes, annonçant que Aramco puiserait dans ses réserves et pomperait dans d’autres champs pétroliers pour honorer ses engagements. En outre, il a été annoncé que la capacité de production serait restaurée fin septembre 2019. Ces annonces ont fonctionné, et l’impact de ces attaques sur les prix du Brent est resté limité par rapport à l’ampleur de l’attaque : de 61,3 dollars le 13 septembre 2019, le baril de Brent est passé à 68,4 dollars le 16 septembre 2019.

Les avis divergent sur la question de savoir si les capacités de production saoudiennes pourront être restaurées aussi rapidement. Nous faisons pour notre part l’hypothèse que la production sera effectivement restaurée au 1^{er} novembre 2019, en deux temps. Les autorités ont en effet annoncé que le tiers de la production avait été restauré entre le 14 et le 18 septembre 2019 ; nous inscrivons ensuite un retour graduel aux capacités de production initiales entre le 18 septembre et le 1^{er} novembre 2019, soit 0,1 Mb par jour. Ce scénario se traduirait par une baisse de la production mondiale de 0,7 Mbj au troisième

trimestre et de 0,4 Mbj au dernier trimestre 2019. L'impact sur le cours du Brent serait limité, avec une moyenne autour de 62 dollars au dernier trimestre.

2020-2021 : un marché équilibré

À partir de 2019, nous anticipons un ralentissement de la croissance mondiale (autour de 2,8-2,9 % par an entre 2019 et 2021, après 3,3 % en 2018), et poursuivons le mouvement de baisse continue de l'intensité pétrolière (-1,8 % par an). Ces deux mécanismes auront pour effet une progression plus modérée de la demande mondiale de pétrole. L'essentiel de la demande supplémentaire proviendrait de la croissance des pays émergents (+0,8-0,9 Mbj chaque année entre 2019 et 2021), dont la moitié de la Chine (0,45 Mbj), alors que la demande des pays de l'OCDE devrait à peine progresser.

Au niveau de l'offre, la production hors OPEP continuera d'être très dynamique, grâce aux États-Unis, alors que la production de l'OPEP baisserait de 1,9 Mbj en 2019, puis de 0,5 Mbj en 2020 et 0,4 Mbj en 2021. L'OPEP a en effet annoncé, au cours de sa réunion de juillet 2019, sa volonté d'étendre la baisse de production jusqu'en mars 2020. À partir de cette date, nous anticipons même un durcissement de la position de l'OPEP, qui baisserait le plafond global de production étant donnée la faiblesse de la demande et l'offre abondante hors OPEP.

Ce scénario s'appuie également sur l'hypothèse d'une stabilité de la production iranienne, qui aurait atteint un point bas. En effet, depuis l'annonce des sanctions américaines, la production iranienne a baissé de 1,7 Mbj entre le premier semestre 2018 et août 2019²². Depuis notre dernière prévision, la production a encore baissé car les sanctions ont été durcies en mai 2019 : les exemptions accordées à huit pays par l'accord de novembre 2018²³ ont été supprimées. Ainsi, avant les sanctions, 2,1 Mbj de pétrole brut étaient exportés et 1,7 Mbj consommés. Après les sanctions, des estimations secondaires font état de 0,4 Mbj seulement qui seraient exportés vers la Chine, la Syrie et la Turquie. Nous faisons donc l'hypothèse que le niveau actuel de production, soit 2,1 Mbj en août 2019 est un niveau plancher, et que la production iranienne ne baissera pas davantage.

22. Les premières sanctions américaines sont intervenues en novembre 2018, mais la baisse de production a commencé dès le mois de mai 2018.

23. Les États-Unis avaient initialement consenti une exemption pour huit pays (Chine, Inde, Italie, Grèce, Japon, Corée du Sud, Taiwan et Turquie) en raison de leur dépendance massive au pétrole.

Autre pays à risque, le Venezuela est également visé via sa compagnie pétrolière nationale PdVSA, depuis janvier 2019, par des sanctions américaines (voir fiche). Ces sanctions se sont progressivement intensifiées : d'abord un embargo touchant les exportations vénézuéliennes vers les États-Unis, puis l'interdiction pour les compagnies non américaines de commercer avec PdVSA ou d'avoir des partenariats avec elle sous peine de sanctions. La conséquence de cette politique a été la baisse de la production vénézuélienne qui s'est poursuivie depuis 2016, au rythme moyen de 0,12 Mbj par trimestre. Nous faisons l'hypothèse d'un maintien de la production vénézuélienne au niveau actuel (0,7 Mbj en août 2019).

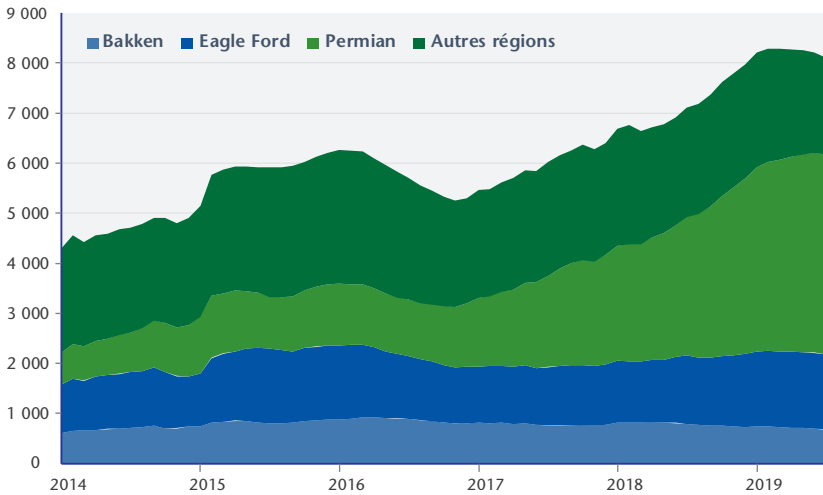
Les États-Unis, chef d'orchestre du marché pétrolier

Nous anticipons globalement une augmentation de l'offre non OPEP de 1,8 Mbj en 2019 et 2020 et de 1,6 Mbj en 2021. En 2019, la hausse de production viendrait des États-Unis (+1,7 Mbj), du Brésil (+0,2 Mbj), du Canada (+0,1 Mbj) et de l'Australie. En 2020, le scénario serait similaire : outre les États-Unis (+1,3 Mbj), le Brésil (+0,3 Mbj), la Norvège (0,2 Mbj) et le Canada (+0,2 Mbj) contribueraient à la progression de l'offre.

À l'instar de ces dernières années, la forte croissance de l'offre hors OPEP, États-Unis en tête, va continuer à enrayer la hausse des cours. Le bassin Permian serait le principal moteur de la production américaine, alors que les bassins Bakken et Eagle Ford sont moins dynamiques²⁴. Par ailleurs, même si l'on observe une baisse du nombre de foreuses pétrolières en activité, cela ne présage pas d'une baisse de production américaine. En effet, l'extraction du pétrole de schiste nécessite deux étapes : d'abord le forage des nouveaux puits, puis la fracturation hydraulique. Or, le nombre de puits déjà forés mais non fracturés a quasiment doublé entre début 2014 et début 2019 (graphique 25). Par conséquent, les producteurs américains ont largement les moyens d'augmenter leur production. Enfin, les dépenses d'investissement ont augmenté de 6 % en 2019, même si elles restent encore inférieures au niveau de 2014.

24. Voir EIA, Drilling Productivity Report, septembre 2019.

Graphique 25. Nombre de puits forés mais non fracturés



Source : EIA.

Par ailleurs, les stocks OCDE ont légèrement progressé depuis le début de l'année 2019 : ils représentent 61 jours de demande en août 2019 (soit 94 jours de demande si l'on inclut les stocks stratégiques). Nous faisons l'hypothèse d'un déstockage au troisième et quatrième trimestres 2019 pour compenser la baisse de production saoudienne, puis un léger restockage début 2020, avant de stabiliser le niveau des stocks sur leur moyenne 2013-2018. Nous inscrivons une légère baisse des stocks OCDE en 2019 de 50 millions de barils, jusqu'au niveau de la moyenne 2010-2017 fin 2019. Avec ce scénario, les prix du baril de Brent se stabiliseraient autour de 64 dollars en 2019 puis 60 dollars en 2020-2021.

Références

- Baker, J., O. Carreras, M. Ebell, I. Hurst, S. Kirby, J. Meaning, R. Piggott et J. Warren, 2016, « The Short-term economic impact of leaving the EU », *National Institute Economic Review*, vol. 236, pp.108-120.
- Banque asiatique de développement, 2019, *Asian development Outlook 2019, Update – Fostering growth and inclusion in Asia’s cities*, septembre.
- Bown C., 2019, « US-China Trade War: The Guns of August », *Trade and investment policy watch*, PIIIE, 20 septembre.
- Ducoudré, B. et É. Heyer, 2017, « Quel nouveau sentier de croissance de la productivité du travail ? Une analyse pour 6 grands pays développés », *Revue de l’OFCE*, Vol. 152.
- Erken H., R. Hayat, C. Prins, M. Heijmerikx, et I. D. Vreede, 2018, « Measuring The permanent costs of Brexit », *National Institute Economic Review*, vol. 244(1), pp. 46–55.
- Hantzsche, A., A. Ksara, et G. Young, 2019, « The Economic effects of the UK government's proposed Brexit deal », *The World Economy*, vol. 42(1), pp. 5-20.
- Heyer É., 2015, « L’ampleur du ralentissement chinois et son impact sur les grands pays développés », *Revue de l’OFCE*, n° 144.
- Joyce, M. A. S., A. Lasasa, I. Stevens et M. Tong, 2011, « The Financial Market Impact of Quantitative Easing in the United Kingdom », *International Journal of Central Banking*, vol. 7(3), pp. 113-161.
- Riffart C. et A. Schwenninger, 2018, « La Chine se normalise et son commerce devient ordinaire », *OFCE Le Blog*, 12 juillet.

3. Automobile : après une décennie dorée, la crise menace à nouveau¹

Le secteur automobile sort d'une folle décennie à l'échelle planétaire : plus de 1 milliard de véhicules ont été mis en circulation depuis 2007, malgré la grande crise qui a frappé l'Europe et les États-Unis. Un record historique a été atteint avec 95,6 millions de véhicules vendus en 2017, 40 % de plus que dix ans auparavant.

Après un début 2018 en fanfare, un ralentissement des ventes de véhicules neufs a commencé à se faire sentir en Chine, puis les immatriculations ont brutalement plongé en Europe à la rentrée de septembre. Cette évolution a fait craindre un nouveau retournement cyclique de l'industrie automobile, et par contrecoup un ralentissement de l'économie allemande entraînant une récession européenne.

La dynamique de 2018 est désormais plus claire et rassurante s'agissant du marché européen, mais dans le monde le ralentissement s'est intensifié depuis le début de l'année 2019. La contraction reste, pour le moment, circonscrite aux marchés émergents, mais elle est de grande ampleur et ses répercussions n'épargnent aucun des acteurs où qu'ils opèrent, mais tout particulièrement en Allemagne. Ce coup d'arrêt à la croissance des ventes sonne certainement l'heure de la consolidation du secteur automobile à l'échelle mondiale, avec le risque de précipiter les constructeurs européens dans de fortes turbulences à un moment où ils sont vulnérables car fragilisés par le *dieselgate* et confrontés au défi de normes environnementales durcies.

Le ralentissement mondial s'est confirmé et creusé

Après une fin d'année 2018 difficile en Europe et un ralentissement en cours en Chine, le début 2019 fut marqué par une forte incertitude. Cette situation confuse s'est décantée :

1. Cette partie a été rédigée par Bruno Coquet, chercheur associé à l'OFCE.

— En Europe, les difficultés de production signalées à l'automne 2018 se sont avérées marginales et sans lendemain. La conjugaison de nouvelles normes antipollution et d'un nouveau protocole d'homologation des véhicules n'a pas durablement impacté la production. On peut même penser que les mouvements des immatriculations observés en 2018 illustrent que les constructeurs ont bien maîtrisé les effets des changements réglementaires en ajustant immatriculations, production et stocks au mieux de leurs intérêts. Le marché européen a globalement retrouvé son rythme de croisière début 2019.

— Le ralentissement du marché chinois s'est mué en retournement au début de l'été 2018, la baisse atteignant -2,8 % sur l'année. Depuis, le marché s'est encore contracté de -11,3 % en cumulant les huit premiers mois de 2019 par rapport à l'année précédente. À ce rythme les ventes pourraient baisser de plus de 3 millions de véhicules sur l'année.

Au fur et à mesure que l'on avance dans l'année 2019, la dynamique baissière s'étend à beaucoup de pays émergents avec la même ampleur qu'en Chine, soit environ -12 % sur l'ensemble de la zone. L'Inde chute de -13,7 %², la Turquie et l'Argentine sont en chute libre à -45,7 % en cumul des huit premiers mois de 2019. Le Brésil, qui progresse de +8,4 %, est une exception notable dans ce paysage³.

Finalement, avec un marché américain stable (+0,2 %, VP + VU), un marché japonais en hausse de +0,9 %⁴, et une Europe en légère baisse (-3,1 %), les ventes d'automobiles baissent « seulement » de -6,5 % dans le monde sur les 8 premiers mois de 2019. Au rythme actuel, le marché mondial reculerait de plus 6 millions d'unités sur l'ensemble de l'année.

Le secteur est donc confronté à une crise intense, car les volumes perdus surpassent les pertes consécutives à la grande crise de 2008-2009, qui avait été cataclysmique pour le secteur automobile à l'échelle de la planète. Toutefois, à la différence de ce qui s'était alors passé, toutes les régions ne sont pas affectées de manière homogène : pour

2. En Inde, les principales marques font état d'une chute très importante de leurs ventes en septembre, qui vont au minimum de -14,8 % pour Hyundai jusqu'à à -56 % pour Tata Motor.

3. Le marché Turc qui flirtait avec le million de véhicules vendus en 2016 avait déjà baissé de -35 % en 2018. Le marché argentin avait quant à lui déjà baissé de -10 % en 2018. Le Brésil reste cependant environ -20 % en dessous de son niveau moyen des années 2010 à 2015.

4. Les premières indications concernant les ventes de septembre montrent une forte chute aux États-Unis (-12 %, -1,6 % sur 9 mois), une forte hausse au Japon (+12,8 %, +1,8 % sur 9 mois) probablement transitoire car dopée par un effet d'anticipation de hausse de la TVA au 1er octobre.

l'heure, les problèmes se concentrent largement sur la Chine qui encaisse la moitié de la baisse des volumes, un quart de la contraction venant de trois autres pays émergents, Argentine, Inde, et Turquie, le solde se répartissant en fonction de circonstances plus locales.

Le marché européen tient bon dans l'ensemble mais la fébrilité règne

Le marché européen amortit la baisse mondiale. Mais sous ces dehors relativement stables, il se caractérise par une hétérogénéité inhabituelle. Dans le détail, les cinq gros pays (Allemagne, France, Royaume-Uni, Italie, Espagne, 70 % du marché) reculent de -2,6 % (VP) sur les huit premiers mois de l'année par rapport à la même période de 2018 qui avait été exceptionnellement faste. À noter qu'à elle seule l'Espagne (-9,2 %) explique 43 % de la baisse des ventes dans les cinq grands pays. Le recul est un peu plus important sur les marchés de taille intermédiaire (-4,3 % VP) notamment les Pays-Bas (-10,7 %), la République tchèque (-9,3 %), l'Autriche (-8,3 %), l'Irlande (-7,9 %) ou l'Europe du Nord (-15,9 % en Suède et -12,8 % en Finlande). Les marchés significatifs qui progressent fortement sont la Roumanie (+13,7 %), la Hongrie, (+10,1 %) et la Grèce (+8,7 %).

Le marché allemand est en hausse de +0,9 % dans un climat économique morose, il bénéficiera sans doute encore d'un petit effet d'offre lié au salon (bisannuel) de Francfort qui se tenait en septembre. La bonne tenue des ventes est probablement en partie une conséquence de la réaction des constructeurs nationaux aux difficultés qu'ils ont rencontrées sur les autres marchés. Sur l'ensemble européen les groupes allemands enregistrent des performances contrastées sur les huit premiers mois de l'année : les volumes de vente de Daimler progressent de +4 %, BMW est stable, et VW chute de -4,5 %.

En France, les immatriculations augmentent légèrement (+0,6 % VP + VU) restant ainsi au voisinage du niveau élevé des neuf premiers mois de 2018. Les commandes sont stables depuis le début de l'année (+0,5 % VP + VU). Ces résultats sont d'autant plus satisfaisants que la baisse de la demande de Diesel (-18,1 %) impose des ajustements très forts au niveau de la production et des approvisionnements qui contraignent probablement les ventes, comme d'ailleurs dans tous les marchés fortement diésélisés.

Sous le vernis de la stabilité européenne, la structure du marché qui se modifie profondément peut contribuer à expliquer cette l'hétérogé-

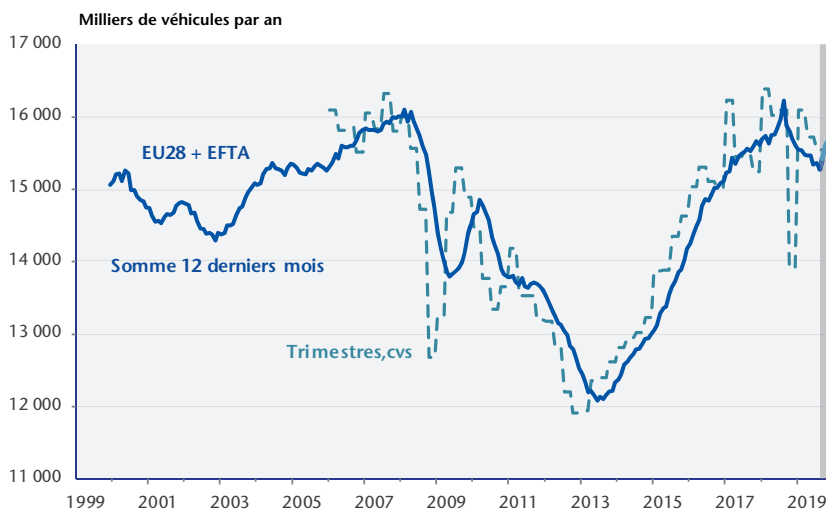
néité entre pays. La part de marché du Diesel dépassait 50 % de 2005 à 2015 en Europe, 55 % en 2011 et plus de 70 % dans des pays comme l'Espagne ou la France. Elle est aujourd'hui pratiquement divisée par deux pour s'établir à environ 30 % des ventes européennes sur les six premiers mois de 2019, soit une baisse de -17,1 % par rapport à l'année précédente. Ce qui interroge c'est l'évolution en Allemagne, seul marché européen où le diesel progresse depuis le début de l'année (+3,0 %). Les ventes de véhicules électriques représentent encore des petits volumes mais des progressions à deux chiffres (+57 % en France en septembre 2019).

La bonne tenue du marché européen peut s'expliquer par des circonstances conjoncturelles, faiblesse des taux d'intérêt, subventions publiques à l'acquisition de véhicules moins polluants et nécessité de compenser ici les volumes de ventes perdus ailleurs dans le monde. Il serait logique que les constructeurs aient profité de ce contexte pour développer des offres commerciales destinées à soutenir les ventes et à faire face à la chute des motorisations Diesel. Il faut souligner que les constructeurs sont aussi devant la nécessité de stabiliser la demande, les clients pouvant être attentistes, car perturbés par les nombreuses annonces, changements de réglementation (normes CO₂, restrictions de circulation dans les villes, etc.) et incitations financières publiques, qui engendrent incertitudes et attentisme.

La situation est donc très contrastée et fondamentalement incertaine sur le Vieux continent. Mais le marché européen a néanmoins toutes les chances de signer une très belle année : en effet, bien qu'en recul, les ventes sont florissantes puisqu'elles se comparent au niveau dopé des huit premiers mois de 2018. Ce résultat force à l'optimisme car l'effondrement technique de fin 2018 ne se reproduira pas à l'identique (graphique 26 et 27)⁵. Le principal risque tient à l'éventualité d'un Brexit dur qui impacterait les deux derniers mois de l'année 2019, dans un contexte fébrile.

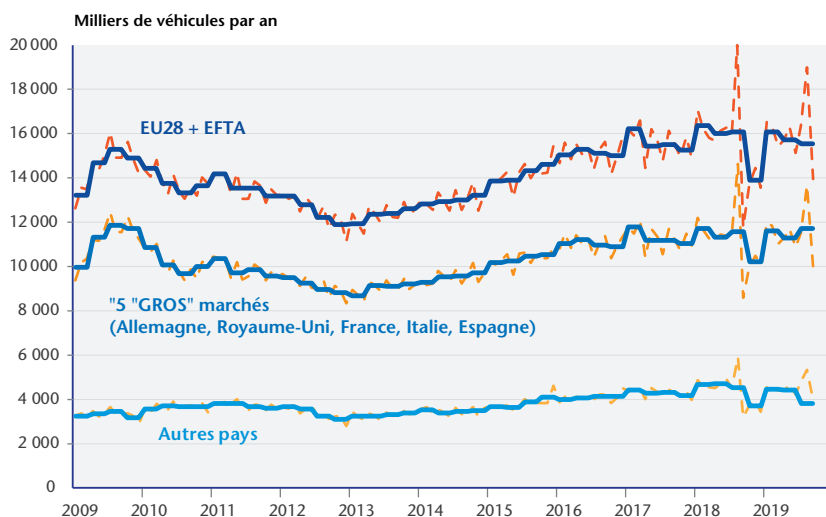
5. Les premiers résultats de septembre montrent un fort rebond des ventes de +11,7% par rapport au même mois de 2018, sans surprise (septembre 2018 extrêmement bas pour des raisons techniques). À noter que le Royaume-Uni reste stable à bas niveau vs. 2018. Si l'on ajoute les données préliminaires des quelques autres pays, la baisse du marché européen ne serait plus que de -1,1% sur le 9 premiers mois de l'année.

Graphique 26. Ventas de véhicules particuliers en Europe (UE28 + EFTA) – 2009-2019



Sources : données ACEA, calculs B. Coquet. Les 4 derniers mois de 2019 sont simulés avec l'hypothèse technique suivante : maintien du glissement annuel observé pour les 8 premiers mois de 2019 par rapport aux 8 premiers mois de 2017, et ce afin d'éviter la référence à l'année 2018, notamment le dernier quadrimestre fortement chahuté.

Graphique 27. Ventas mensuelles de véhicules particuliers dans l'UE28 – 2009-2019



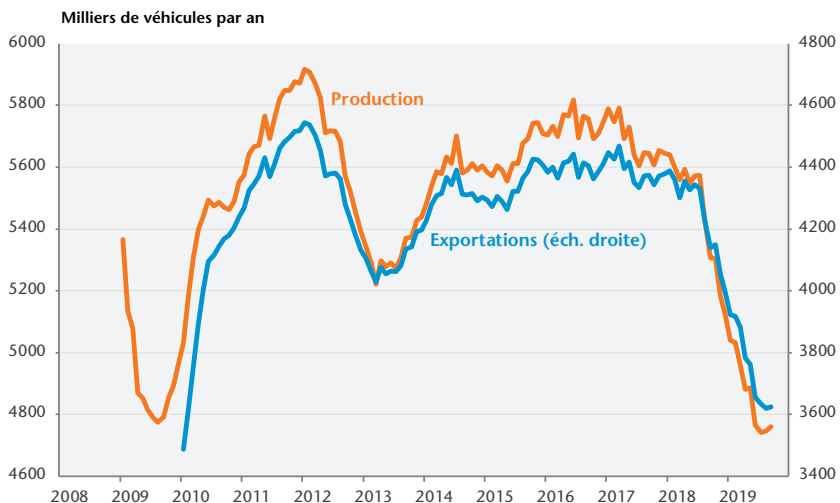
Sources : données ACEA, calculs B. Coquet (cvs non cjo). Immatriculations mensuelles cvs (trait pointillé) et immatriculations mensuelles cvs moyennes par trimestres, en rythme annuel (trait plein). Le 3ème trimestre est calculé sur la base des résultats préliminaires (source CCFA) de pays représentant 76 % du marché (dont les 5 gros pays).

La production recule et les incertitudes s'accumulent

Nous avons souligné lors de la dernière prévision que les conséquences européennes du ralentissement automobile mondial passaient d'abord par l'Allemagne, où les exportations et la production (graphique 28, 29 et 30) ont été fortement affectées : ce ralentissement a pesé d'environ -0,4 % sur le PIB allemand entre début 2018 et début 2019. Si dans l'ensemble les constructeurs allemands annoncent avoir stabilisé leurs ventes mondiales sur les neuf premiers mois de l'année et si la production a semblé se stabiliser au cours du premier semestre 2019, les exportations sont restées sur un palier autour de 400 000 véhicules par mois, niveau 15 % à 20 % en-deçà de son niveau des années précédentes. La situation demeure donc fragile, car des suppressions de postes (VW, Ford) et fermetures d'usines (Continental) sont annoncées et des mesures de chômage partiel ont été annoncées – certes encore très rares et limitées aux sous-traitants.

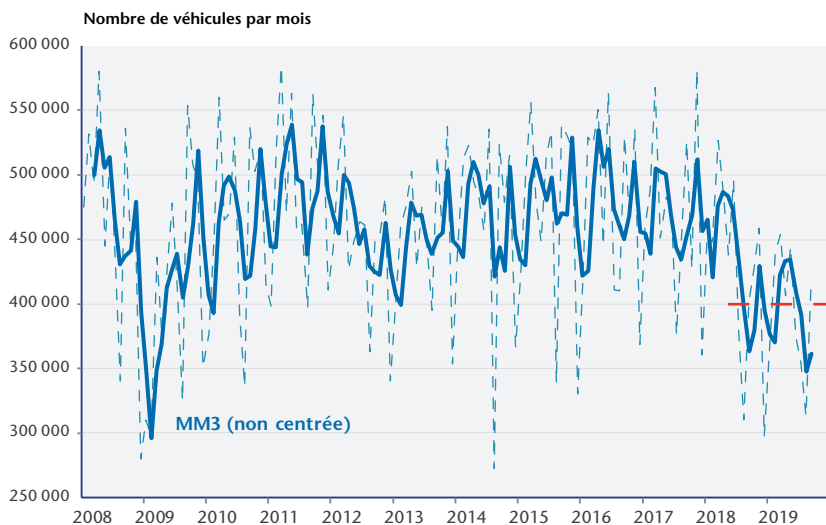
Tant que le creusement du marché chinois ne sera pas enrayeré, les inquiétudes persisteront, en Allemagne mais aussi dans les autres pays, notamment en Espagne désormais deuxième pays producteur en Europe (2,8 millions de véhicules produits en 2018, pour 2,2 en France désormais au troisième rang) mais aussi dans les pays d'Europe centrale dont la production agrégée (6,1 millions) dépasse désormais celle de l'Allemagne (5,1 millions en 2018).

Graphique 28. **Allemagne : production et exportations de véhicules particuliers 2009-2019 (somme des 12 derniers mois)**



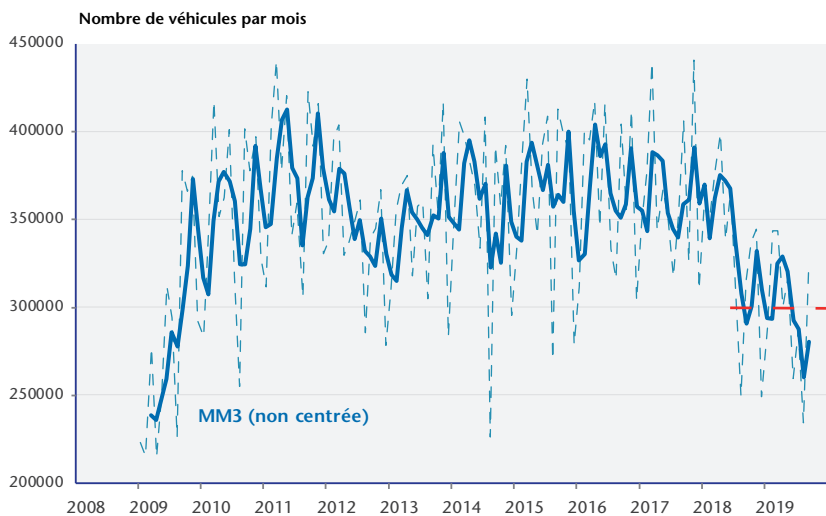
Sources : données VDA (brutes), calculs B. Coquet.

Graphique 29. Allemagne : Production de véhicules particuliers 2009-2019



Sources : données VDA (brutes, à jour jusqu'en septembre 2019), calculs B. Coquet. Production mensuelle brutes (trait pointillé).

Graphique 30. Allemagne : Exportations de véhicules particuliers 2009-2019



Sources : données VDA (brutes, à jour jusqu'en septembre 2019), calculs B. Coquet. Exportations mensuelles brutes (trait pointillé).

La question est de savoir si le secteur automobile peut résister à une baisse des volumes comparable à celle qui avait mis à genoux de nombreux constructeurs à la fin des années 2000, et nécessite l'intervention massive des gouvernements en Europe et aux États-Unis, y compris par des investissements en capital.

La décennie de croissance qui a suivi la crise de 2008 a permis à la plupart des constructeurs survivants de renouer avec d'importants profits et à de nouveaux acteurs chinois de se forger une place majeure, tant sur leur marché national qu'en entrant au capital de constructeurs européens tels Volvo ou PSA. Cette expansion du secteur automobile, inédite par son ampleur, a certainement eu pour effet de masquer les faiblesses et de pardonner les erreurs stratégiques de certains acteurs.

La contraction du marché mondial sonne la fin de la croissance facile et présage immanquablement de difficultés pour les plus fragiles ou les plus exposés aux difficultés d'aujourd'hui ou aux contraintes de demain. Même si les marchés se stabilisaient, une vague de restructurations s'engagera très probablement dans le secteur dont on voit mal comment elle pourrait épargner l'Europe.

L'Allemagne, avec ses magnifiques fleurons automobiles, a été l'une des grandes gagnantes de la décennie écoulée. Malgré un coût du travail élevé, ce pays exporte près de 80 % de sa production automobile, pour l'essentiel des produits à forte valeur ajoutée. Elle se trouve donc fortement exposée au ralentissement du marché automobile mondial, d'autant que depuis 2015 les champions allemands ont accumulé des problèmes. Dans ce contexte, le reflux des marchés émergents sonne donc l'alarme pour les constructeurs et le gouvernement allemands, d'autant que jusqu'à présent la chute de la demande s'est principalement répercutée sur la charge des usines situées en Allemagne⁶.

Les conséquences du *dieseldgate* ne cessent de s'aggraver : depuis 2015 il a déjà coûté plus de 30 Md€ à VW, et de nouvelles demandes continuent surgir tant de la part des clients trompés que des actionnaires s'estimant floués, alors que les procès des dirigeants du groupe et de ses filiales doivent se tenir prochainement. Par ailleurs BMW a été sanctionné d'une amende de 535 Mo€, Daimler, de 870Mo€ en 2019.

6. Même si les données ne sont pas disponibles, on ne peut pas exclure qu'une partie de la baisse conjointe de la production et des exportations puisse résulter d'un changement de localisation vers les usines américaines des groupes allemands pour prévenir d'éventuelles barrières douanières.

Au-delà de l'Allemagne le *dieselgate* a fragilisé l'ensemble des constructeurs européens.

À cela s'ajoute la dénonciation par les autorités européennes d'un cartel des constructeurs allemands ayant eu pour but de restreindre le développement des technologies permettant d'abaisser les émissions polluantes, ce qui a conduit BMW et Daimler à provisionner respectivement 1,4 Md€ et 1,2 Md€ cette année.

Le Brexit sans accord est une réelle menace. À la fois parce qu'il s'agit du premier marché d'exportation allemand (750 000 véhicules exportés en 2017), et que les constructeurs allemands possèdent des usines au Royaume-Uni (BMW avec Mini, Ford, VW avec Bentley). Si d'un côté la baisse de la livre sterling a certainement stimulé la rentabilité de ces usines à l'avenir incertain, de l'autre côté la rentabilité des ventes outre-Manche s'est certainement effritée pour les constructeurs continentaux.

Ces difficultés ont des conséquences concrètes. L'indice Stoxx des valeurs du secteur automobile a perdu environ 20 % de sa valeur par rapport à 2015, tiré à la baisse par les groupes allemands dont les cours se sont effondrés de 30 % à 50 % depuis le début du *dieselgate*. Cet affaiblissement a offert des opportunités, par exemple aux deux constructeurs chinois qui ont au total acquis une participation 15 % dans le groupe Daimler. Dans ce contexte la démission du Président du VDA, annoncée durant le Salon de Francfort, suggère l'existence de tensions au sein de la puissante association des industriels allemands qui regroupe 600 membres.

Les constructeurs français ne sont pas exempts de difficultés. Passés entre les gouttes du *dieselgate*, ils en subissent eux aussi les conséquences. Fortement internationalisés dans un marché en recul, leurs volumes de ventes s'étiolent, d'autant qu'ils affrontent des problèmes spécifiques dans certains de leurs bastions historiques : après la fermeture du marché iranien et la baisse des volumes de ventes en Turquie et en Argentine (pays où nos deux constructeurs sont très présents en tant que producteurs)⁷, PSA est surexposé aux problèmes britanniques, puisque ce marché représente un tiers de ses ventes européennes depuis l'acquisition d'Opel, tandis que Renault est affecté par les difficultés de Nissan. Pour l'heure, PSA maintient ses volumes en Europe

7. Au début de l'année l'industrie automobile fonctionnait à 15 % de sa capacité en Argentine, PSA a été conduit à stopper une de ses usines (2 000 salariés, 57 000 véhicules produits en 2015) durant les mois de mars et avril.

(-0,4 %), alors que les ventes du groupe Renault se contractent plus rapidement que le marché (-4,7 %, hors Mitsubishi, +8,3 %, et hors Nissan qui perd -27,3 % par rapport aux 8 premiers mois de 2018).

En Italie, Fiat-Chrysler est aussi en grande difficulté : ayant consacré d'immenses ressources à la fusion des deux groupes, sa gamme est très éloignée des standards antipollution actuels et à venir. Il lui faut trouver les moyens de moderniser ses produits, en urgence car ses ventes européennes sont déjà en fort recul (-12,1 % depuis le début de l'année). La bonne santé de la production dans les autres pays européens est aussi fragile car dans un marché mondial en consolidation les constructeurs (européens et autres) seront certainement amenés à arbitrer entre leurs implantations. Les bonnes performances des constructeurs allemands, leur avaient jusqu'à présent permis de développer simultanément leur production en Allemagne et dans des sites délocalisés ; ils pourraient cette fois devoir faire des choix comme les autres avant eux.

Pour ajouter à ce contexte très incertain d'un secteur chauffé à blanc, la production automobile américaine est à très haut niveau, près de 18 millions d'unités produites par an depuis plusieurs années. Pourtant, au cours des derniers mois GM a annoncé la fermeture de 7 de sites de production, dont 4 aux États-Unis, entraînant la suppression de 14 000 emplois directs ; par ailleurs la firme subit actuellement sa plus longue grève depuis un demi-siècle, dont l'objet est le partage des fruits des efforts de restructurations et de la croissance passées (salaires, sécurité de l'emploi), et qui impacte désormais les fournisseurs du groupe aux États-Unis comme au Canada. De son côté, Ford a annoncé 30 000 suppressions de postes d'ici à 2023, dont près de la moitié en Europe.

4. Commerce mondial : hautes tensions

Le ralentissement du commerce mondial, qui s'était amorcé au second semestre 2017, s'est poursuivi jusqu'à l'été 2019. En juillet, les importations mondiales de marchandises en volume étaient en baisse de 1,2 % sur un an (contre une hausse de près de 6 % à la fin de 2017). Pour l'ensemble des biens et services, sur la base des données disponibles encore partielles, le ralentissement des importations aurait été un peu moindre, passant d'un rythme de 3,6 % à la fin de 2017 à 1,3 % à la mi-2019.

Compte tenu de la baisse des échanges de marchandises observée jusqu'à l'été 2019 et des données partielles disponibles sur les échanges de services, le commerce mondial de biens et services serait en hausse de seulement 1 % en moyenne annuelle en 2019, pour une croissance du PIB mondial de 2,8 %. La croissance du commerce mondial resterait inférieure à celle du PIB mondial à l'horizon de 2021 (1,6 % en 2020 et 2 % en 2021, pour une croissance du PIB mondial de 2,8 % par an).

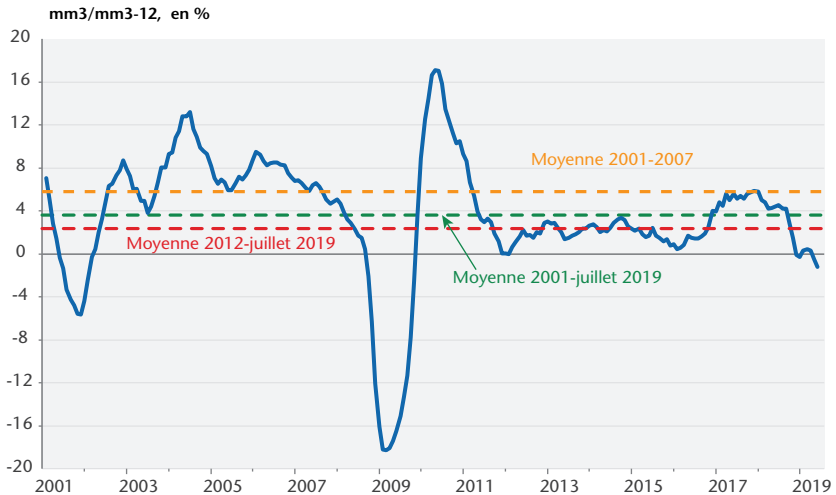
En 2019, la révision à la baisse de la croissance du commerce mondial résulte d'échanges plus faibles que prévu en début d'année et intègre une montée des tensions commerciales, avant tout entre les États-Unis et la Chine. À l'horizon de 2021, les incertitudes qui pèsent sur le commerce mondial depuis de nombreux mois – guerre commerciale États-Unis/Chine et extensions possibles à l'Europe, modalités de sortie du Royaume-Uni de l'UE et ralentissement de l'économie chinoise – représentent un risque à la baisse du commerce mondial.

Le commerce mondial a continué à ralentir

Le ralentissement du commerce mondial, amorcé au second semestre de 2017, s'est poursuivi depuis, se traduisant par une chute des importations de marchandises de 1,2 % en juillet 2019, contre une hausse de près de 6 % à la fin de 2017 (graphique 31). Le ralentisse-

ment en cours est nettement plus prononcé que le ralentissement précédent de 2015 et semble, dans la période récente, se diffuser progressivement à l'ensemble des zones de l'économie mondiale, principalement en Asie émergente¹.

Graphique 31. Évolution des importations mondiales de marchandises, en volume



Source : CPB World Trade Monitor, calculs OFCE.

Importations de marchandises : ralentissement généralisé

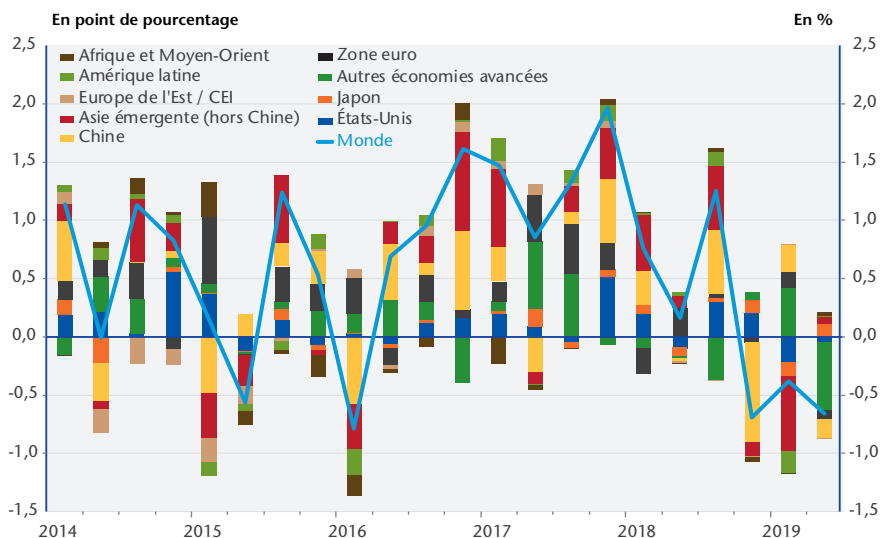
Parmi les économies avancées (dont le poids est de 61 % des importations mondiales dans l'indicateur du CPB), c'est dans la zone euro que le ralentissement des importations avait débuté, la croissance marquant le pas. Dès le début de 2018, la croissance des importations de la zone euro (27 % des importations mondiales) commençait à ralentir, chutant de 5 % en glissement sur un an au début de 2018 à 0 % en fin d'année et est restée depuis lors quasiment stable. Aux États-Unis (13 % des importations mondiales), les importations ont continué d'accélérer jusqu'en septembre 2018 (+7,2 % en glissement sur un an) avant de ralentir à 0 % en mars 2019, mais elles ont recommencé à croître ensuite (+ 2% à l'été 2019). Au Japon (5 % des importations mondiales), le taux de croissance des importations a aussi commencé à ralentir à l'automne 2018, passant de 5 % à 0 % au printemps 2019, pour revenir à 3 % à l'été 2019 (sa moyenne de long terme).

1. Nous utilisons dans cette partie les données mensuelles du *World Trade Monitor*, publiées par le CPB, le 25 septembre 2019.

Dans les économies émergentes d'Asie (27 % des importations mondiales, dont 10 % pour la Chine), la croissance des importations a accéléré jusqu'à l'automne 2018 (+10 % en glissement sur un an, nettement au-dessus de leur rythme moyen de 6,7 %) et a ensuite chuté jusqu'à près de 6 % sur un an à l'été 2019 pour la Chine. La chute des importations chinoises est cependant intervenue après une forte accélération au début de 2018, résultant d'achats anticipés avant la hausse des droits de douane américains. Dans les autres grandes zones émergentes (Amérique latine, Afrique et Moyen-Orient), la croissance des importations est aussi en repli depuis l'automne 2018, tandis que dans la zone CEI/Europe de l'Est, le ralentissement qui avait débuté dès l'été 2017, s'est poursuivi. Dans ces quatre grandes zones la baisse des importations était d'environ 1 % sur un an à l'été 2019.

Toutes les grandes zones de l'économie mondiale ont donc contribué au ralentissement des importations mondiales de marchandises à partir de 2017 (graphique 32). Ce sont les importations des pays d'Asie émergente qui ont le plus contribué à ce ralentissement, les importations chinoises se stabilisant cependant au premier semestre de 2019.

Graphique 32. Contributions à la croissance trimestrielle des importations mondiales de marchandises (en volume)

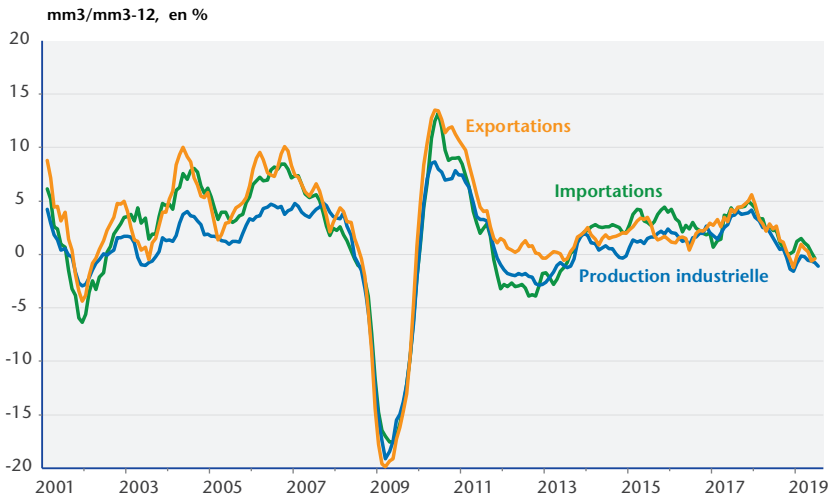


Les raisons du ralentissement

Parmi les raisons du ralentissement du commerce mondial depuis la fin 2017 se trouvent la montée des incertitudes créées par les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine et, dans une moindre mesure, celles liées à la perspective du Brexit. L'indicateur d'incertitude du commerce mondial construit par Ahir *et al.* (2019), portant sur 143 pays, montre la très forte hausse de l'incertitude sur le commerce mondial depuis 2018, après une stabilité à un faible niveau pendant vingt ans. Le commerce des pays émergents d'Asie a aussi chuté sous l'effet d'un retournement du cycle des produits électroniques et des semi-conducteurs (les pays de la zone Asie-Pacifique contribuant aux trois-quarts des ventes mondiales de semi-conducteurs, voir Banque asiatique de développement, 2019). Par ailleurs, des difficultés spécifiques ont affecté en 2018 le secteur de l'automobile, notamment en Allemagne (mise aux normes WTPL)².

Dans la zone euro prise dans son ensemble, les importations et les exportations de marchandises ont ralenti dès le début de 2018, de façon particulièrement synchronisée avec la production industrielle (graphique 33). Ceci reflète pour partie l'évolution de la production automobile, qui a commencé à ralentir en Allemagne dès le début de

Graphique 33. Évolutions du commerce extérieur de marchandises et de la production industrielle dans la zone euro



Source : CPB World trade monitor, calculs OFCE.

2. Voir « Automobile : après une décennie dorée, la crise menace à nouveau ».

2018. De plus, les exportations de la zone euro auront été davantage affectées que d'autres zones par le ralentissement des importations de la zone CEI-autres pays en développement d'Europe de l'Est, notamment de la Turquie. Alors que les importations de cette zone étaient en hausse de 10 % en glissement sur un an au début de 2018, elles affichaient une baisse de 3,2 % sur un an en fin d'année.

Tensions commerciales : les États-Unis soufflent le chaud et le froid

Donald Trump souhaite remplacer le multilatéralisme par des accords bilatéraux, dans lesquels les États-Unis imposent à leurs partenaires de s'ouvrir aux produits américains et de limiter leurs exportations vers les États-Unis. Donald Trump a engagé une guerre commerciale contre les pays avec lesquels les États-Unis ont un fort déficit commercial bilatéral : la Chine, l'UE et le Mexique. Il pense être en situation de force puisque, pour de nombreux pays, les exportations vers les États-Unis (qu'il peut frapper de taxes) représentent des montants beaucoup plus importants que les importations en provenance des États-Unis (qui peuvent faire l'objet de mesures de riposte). Une hausse des taxes frappant les importations d'un secteur déterminé peut certes permettre à la production américaine de ce secteur de gagner en compétitivité, donc d'augmenter l'emploi aux États-Unis. En sens inverse, cette hausse a des effets dommageables sur les autres secteurs (s'ils doivent payer plus cher leurs biens intermédiaires, ce qui nuit à leur compétitivité) ou sur les consommateurs (qui subissent des hausses de prix). Les entreprises américaines peuvent aussi être pénalisées directement par les mesures de rétorsions prises par la Chine.

Depuis 2018, Donald Trump s'est lancé dans une guerre commerciale avec la Chine, et, pour certains produits, avec l'UE, dont nous rappelons les différents épisodes (voir encadré 6). En septembre 2019, la hausse des tarifs douaniers des États-Unis sur les importations en provenance de Chine est de 30 % sur 250 milliards de dollars de produits, et de 15 % sur 300 milliards d'autres produits, soit une hausse potentielle de 120 milliards, représentant une hausse moyenne de droits de 21,8 % sur les produits chinois. La hausse des tarifs douaniers chinois sur les importations en provenance des États-Unis est de 30 % sur 75 milliards de produits, soit une hausse potentielle de 25 milliards, une hausse moyenne de droits de douane de 20,8 % sur les produits américains.

Par ailleurs, les États-Unis se sont lancés depuis l'élection de Donald Trump dans la renégociation d'accords de libre-échange. Lors de la campagne présidentielle de 2016, Donald Trump s'était en effet engagé à renégocier l'accord de libre-échange avec le Canada et le Mexique (ALENA), pour obtenir un accord plus favorable aux entreprises américaines (notamment un meilleur accès au marché canadien pour les produits agricoles et un contenu plus important en emplois américains pour les véhicules automobiles importés du Mexique), ce qu'il a obtenu avec la conclusion du nouvel accord Canada–États-Unis–Mexique (ACEUM). Par ailleurs, les États-Unis sont sortis de l'accord trans-pacifique. Mais, le 27 septembre 2019, ils ont signé un accord commercial avec le Japon³. Comme le souligne Schott (2019), après avoir quitté le partenariat trans-pacifique en juillet 2017, c'est la première fois que Donald Trump négocie une baisse réciproque des barrières douanières. L'accord porte cependant sur un nombre limité de produits, principalement des produits agricoles et culturels (vidéos, ...).

Encadré 6. Guerre commerciale : principales mesures prises depuis 2018

Janvier 2018. Donald Trump met en place, à titre de mesures de sauvegarde, des taxes de 20 % à 40 % sur les machines à laver et de 30 % sur les panneaux solaires. Cela frappe surtout la Corée, la Chine et le Mexique.

Mars. Donald Trump, évoquant des arguments de sécurité nationale, instaure des droits de douane de 25 % sur les importations d'aluminium et de 10 % sur celles de acier. De façon temporaire, plusieurs pays sont exemptés : Argentine, Brésil, Canada, Mexique, UE, Corée du Sud. Cette exemption sera levée en juin. En mars, la Chine riposte en instaurant des droits de douane de 20 ou 25 % sur 128 produits américains.

Juin. L'UE instaure une taxe de 25 % sur des produits américains : l'acier, l'aluminium et des produits symboliques comme les Harley-Davidson ou le whiskey. Les États-Unis menacent d'instaurer des droits de douane de 25 % sur les importations européennes d'automobiles et de leurs composants.

Juillet. Les États-Unis dénoncent les pratiques chinoises en matière de non-respect des droits de propriété intellectuelle (DPI) et d'obligations de transferts de technologies. Ils instaurent des taxes douanières de 25 % sur 50 milliards de dollars d'importations de produits chinois, en ciblant des produits de haute technologie (semi-conducteurs, pièces électroniques, voitures). À la suite de cette annonce, la Chine annonce des sanctions simi-

3. *Joint Statement of the United States and Japan, 27 septembre 2019.*

lares sur un volume de 50 milliards de dollars d'importations venant des États-Unis (voitures, aéronautique, produits de la mer, soja).

Septembre. Les États-Unis mettent en place une série de taxes douanières de 10 % sur 200 milliards d'importations chinoises, taxes douanières qui doivent passer à 25 % au 1^{er} janvier 2019. La Chine met alors en place des taxes douanières de 5 à 10 % sur un volume de 60 milliards d'importations américaines. Les États-Unis ciblent des produits électroniques ou des produits innovants. La Chine cible l'automobile, l'aéronautique, ainsi que des productions des régions ayant voté pour Donald Trump.

Janvier 2019. La hausse de 10 à 25 % est reportée. Les États-Unis entrent dans une phase de négociations avec l'UE et avec la Chine. L'UE pourrait accepter une baisse à zéro des droits de douane sur les produits industriels (hors automobiles), mais ceux-ci sont actuellement très bas (3 % en moyenne). Par contre, il semble difficile qu'elle accepte d'alléger ses normes sanitaires ou réglementaires, de négocier sur les produits agricoles ou culturels. La Chine a déjà réorienté sa croissance vers sa demande intérieure ; elle s'est lancée dans deux ambitieux programmes : « Made in China 2025 » et « les nouvelles routes de la soie », auxquels elle ne renoncera pas. Les États-Unis lui demandent d'importer des quantités importantes de produits agricoles, industriels et énergétiques américains, ainsi que des services, de renforcer ses règles de protection de la propriété intellectuelle et d'assouplir celles sur les transferts de technologie.

Mai. Pour peser sur les négociations, Donald Trump met en application la hausse des droits de douane de 10 à 25 % ; il menace d'étendre la taxation à 325 milliards d'autres exportations chinoises. Donald Trump met Huawei sur la liste des entreprises à risque, ce qui oblige les entreprises américaines à ne plus lui fournir de composants. Il espère ainsi freiner son développement technologique, gagner du temps pour permettre aux entreprises américaines de rattraper leur retard. À court terme, il peut réussir. À plus long terme, cela peut renforcer la stratégie chinoise de devenir autonome sur l'ensemble de la chaîne de production et même inciter les autorités européennes à prendre des mesures (développement du rôle international de l'euro, investissement dans les secteurs d'avenir) pour échapper à la dépendance vis-à-vis des États-Unis.

Septembre. La hausse des tarifs douaniers des États-Unis sur les importations en provenance de Chine est de 30 % sur 250 milliards de dollars de produits, et de 15 % sur 300 milliards d'autres produits, soit une hausse potentielle de 120 milliards, représentant une hausse moyenne de droits de 21,8 % sur les produits chinois. La hausse des tarifs douaniers chinois sur les importations en provenance des États-Unis est de 30 % sur 75 milliards de produits, soit une hausse potentielle de 25 milliards, une hausse moyenne de droits de douane de 20,8 % sur les produits américains.

Octobre. Selon les annonces faites en août par l'administration américaine, la hausse des droits de douane aurait dû se poursuivre au 1^{er} octobre, portant ceux-ci à 23,8 % et s'intensifier plus encore à partir du 15 décembre

2019, où les droits de douane moyens seraient de 26,6 %, et affecteraient la quasi-totalité des produits chinois.

La hausse initialement prévue le 1^{er} octobre a d'abord été suspendue, en attendant la reprise de négociations à la mi-octobre, après les cérémonies d'anniversaire des 70 ans de la République populaire de Chine. Elles ont repris à Washington le 10 octobre : « Nous avons eu une très très bonne négociation avec la Chine » a déclaré Donald Trump à la fin de la première journée. Le 11 octobre, Donald Trump et Liu He, le vice-président chinois, trouvaient effectivement un terrain d'entente : les États-Unis n'augmenteront pas les droits de douane le 15 octobre et la Chine importera davantage de produits agricoles (dont le soja et le porc), pour des montants de 40 à 50 milliards de dollars. Il ne s'agit toutefois que d'une trêve et l'on est loin de l'accord global souhaité par Donald Trump. Les discussions reprendront entre Donald Trump et Xi Jinping lors de la réunion annuelle de la Coopération économique pour l'Asie-Pacifique qui aura lieu les 15-16 novembre à Santiago du Chili.

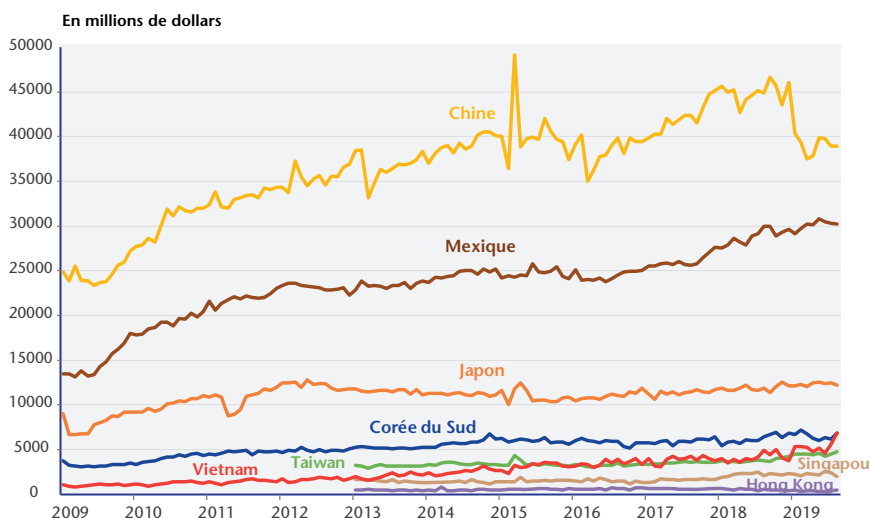
2 octobre. L'OMC autorise les États-Unis à prendre des contre-mesures contre l'UE et certains de ses États membres, à la suite de la plainte déposée par les États-Unis contre les subventions européennes apportées à Airbus, pour un montant maximal de 7,5 milliards d'euros par an. L'administration américaine publie immédiatement une liste de produits européens (français, allemands, espagnols, italiens, britanniques, ...), sur lesquels les droits de douane sont augmentés. L'UE a fait remarquer que dans six mois elle pourrait aussi mettre en place des mesures de riposte face aux subventions faites à Boeing par les États-Unis. L'UE avait d'ailleurs proposé aux États-Unis de trouver un accord sur les subventions au secteur aéronautique pour éviter les recours successifs aux contre-mesures commerciales, ce que les États-Unis ont jusqu'à présent refusé de discuter.

Quels impacts économiques ?

À l'été 2019, l'effet de la hausse des droits de douane était visible sur les exportations chinoises à destination des États-Unis (graphique 34). Celles-ci étaient en net recul, ramenant le déficit bilatéral à 232 milliards de dollars sur les 8 premiers mois de 2019, contre 261 milliards sur les huit premiers mois de 2019. Mais malgré cette réduction de près de 30 milliards, le solde commercial américain a continué de se creuser sur cette période (9 milliards) du fait des échanges avec le Mexique (16 milliards), l'Europe (12 milliards) et le Japon (3 milliards). Sur les huit premiers mois de 2019, le déficit commercial des États-Unis a été de 67 milliards vis-à-vis du Mexique, de 132 milliards vis-à-vis de

l'Europe dont 46 milliards vis-à-vis de l'Allemagne, de 49 milliards vis-à-vis du Japon, et au total de 575 milliards de dollars.

Graphique 34. Importations de marchandises aux États-Unis en provenance de...



Source : U.S. Census Bureau.

Selon Amiti *et al.* (2019), qui utilisent un modèle de commerce conventionnel, les hausses de droits de douane ont été répercutées dans les prix payés par les consommateurs et les entreprises américains. La perte de bien-être induite par les effets de distorsion est de 17 milliards de dollars par an (0,09 % du PIB). Cette perte n'a guère été perçue compte tenu du dynamisme de l'économie américaine.

L'analyse des effets du protectionnisme à l'aide de modèles d'équilibre général donne aussi généralement des effets négatifs, faibles pour les pays qui prennent des mesures de restriction des échanges. Ces modèles font l'hypothèse d'une économie au plein-emploi, où les transferts de travail et de capital se font facilement d'un secteur à un autre. Les mesures protectionnistes aboutissent alors essentiellement à transférer les facteurs de production dans des secteurs où ils sont moins efficaces. Notons que les effets inflationnistes de la hausse des droits de douane et leurs effets négatifs sur le pouvoir d'achat des ménages sont atténués si le gain en recettes publiques est redistribué d'une façon ou d'une autre au secteur privé. Le pays dont les exportations sont spécifiquement frappées subit certes un choc négatif mais ce choc est atténué dans la mesure où le pays peut développer ses ventes dans des marchés

tiers. Enfin, les pays tiers sont faiblement gagnants puisqu'ils peuvent concurrencer le pays frappé sur le marché du pays qui a pris l'initiative de dresser des barrières contre lui. Au total, les effets négatifs sont forts sur le commerce bilatéral mais faibles sur les PIB. Pour augmenter ces effets négatifs, certains modélisateurs introduisent des effets d'incertitude sur l'investissement ou font l'hypothèse que la fermeture des frontières a un effet négatif durable sur la croissance de la productivité du travail.

L'augmentation des droits de douane qui a eu lieu depuis 2018 aurait des effets négatifs, mais faibles, sur la croissance, estimés, selon les études, de l'ordre de 0,15 à 0,3 point de PIB pour les effets directs.

Aux seuls effets directs de baisse du commerce, certaines analyses ajoutent des effets d'incertitude. Ainsi, selon le FMI (2019), la hausse des droits de douane aurait représenté une perte de PIB de 150 milliards de dollars en 2018, mais en tenant compte des effets indirects, l'effet aurait été double. En 2020, l'effet direct négatif des droits de douane sur le PIB mondial serait de 300 milliards (par rapport à un scénario sans hausse de droits de douane et en prenant en compte l'ensemble des mesures annoncées jusqu'en août 2019), la prise en compte de l'incertitude porterait l'effet total à 800 milliards, soit près de 0,8 point de PIB mondial. En 2020, les effets directs dus au commerce seraient de -0,2 point de PIB à l'échelle mondiale, l'économie chinoise étant la plus frappée avec une perte de 1,2 point de PIB, les États-Unis perdant 0,3 point de PIB et l'effet étant légèrement positif, de +0,1 point de PIB pour la zone euro et le Japon. Ces effets proviennent de simulations réalisées avec le modèle GIMF (*Global Integrated and Fiscal model*) du FMI. Hors modèle, sont ajoutés des effets négatifs, *via* des pertes de confiance réduisant l'investissement des entreprises et *via* une hausse des primes de risques sur les taux des obligations des entreprises. Ces effets de pertes de confiance et de réaction des marchés seraient au total de l'ordre de -0,3 point pour les États-Unis, de -0,8 point pour la Chine, -0,5 pour la zone euro et le Japon, -0,6 pour le monde. Ils semblent forts. Ahir *et al.* (2019) considèrent par ailleurs, au vu de la forte hausse de leur indice d'incertitude sur le commerce mondial au premier trimestre 2019, que la montée de l'incertitude pourrait à elle seule coûter 0,75 point de PIB mondial en 2019.

Rappelons qu'il s'agit d'une évaluation *ex ante*. D'autres éléments peuvent jouer, dont l'évolution des taux de change. Depuis 2018, le yuan s'est ainsi déprécié d'environ 10 % par rapport au dollar américain, ce qui atténue partiellement les effets de la hausse des droits de

douane sur les exportations chinoises, mais nuit aux exportations des autres pays vers la Chine.

Selon la Banque mondiale (Freund *et al.*, 2018), une hausse de 25 points des tarifs douaniers entre les États-Unis et la Chine induirait à long terme une baisse de 0,4 % du PIB américain et de 2,5 % du PIB chinois, avec des effets négligeables sur le PIB de l'UE. Il faut ajouter un effet d'incertitude (une baisse de 0,5 point de PIB de l'investissement dans tous les pays) pour avoir une baisse du PIB de 1,6 % aux États-Unis, 3,5 % en Chine et 1,7 % dans l'UE.

Selon Jean *et al.* (2018) et Vicard (2018), une guerre commerciale mondiale, conduisant à une augmentation de 60 points de tous les tarifs douaniers (lesquels sont actuellement de l'ordre de 3 % pour l'UE et les États-Unis) sur les produits industriels, hors commerce intra-UE, induirait une baisse de 4 % du PIB de l'UE, de 3 % pour la Chine et les États-Unis. Le PIB de la France baisserait de plus de 3 %, avec une baisse du commerce hors UE de 42 %. En fait, on peut remarquer la faiblesse des effets : une hausse de 25 points des tarifs douaniers n'induisant qu'une baisse de 1,2 % du PIB français.

Felbermayr et Steininger (2019) analysent l'impact des mesures de guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis, telles qu'en place en février 2019. Ces mesures entraîneraient une baisse de 5,1 milliards de dollars du PIB chinois (-0,4 %), de 2,3 milliards de dollars du PIB des États-Unis (-0,15 %) et une hausse de 310 millions du PIB de l'UE28. Le déficit des États-Unis vis-à-vis de la Chine serait réduit de 13,4 milliards ; celui vis-à-vis de l'UE 28 augmenté de 2,7 milliards.

Par ailleurs, un Brexit sans accord pourrait se traduire par l'instauration de barrières tarifaires et non tarifaires susceptibles de réduire fortement le commerce entre le Royaume-Uni et l'UE27, à partir de novembre 2019, mais cette perspective peu probable ne figure pas dans notre scénario central.

Pour conclure, le commerce mondial connaît une période de ralentissement mais aucun des pays ayant un rôle important dans le commerce mondial ne souhaite véritablement remettre en cause la mondialisation commerciale. Les contraintes écologiques ne sont guère prises en compte, comme le discours de Kristalina Georgieva, lors de son entrée en fonction à la tête du FMI le 8 octobre 2019 en donne une illustration récente. Si l'arrivée à maturité de l'économie chinoise entraîne une baisse du ratio commerce mondial/PIB pour ce pays, d'autres pays émergents prennent la relève, notamment en Asie.

L'UE continue à négocier des accords bilatéraux de libre-échange ; au Royaume-Uni, les partisans du Brexit souhaitent faire du Royaume-Uni un champion de la globalisation, s'affranchir des réglementations de l'UE et signer des traités de libre-échange avec les pays hors UE ; enfin, Donald Trump souhaite bousculer les règles du commerce international qu'il juge nuisibles aux États-Unis, mais surtout pour ouvrir des marchés aux entreprises américaines, notamment en Chine, mais aussi dans l'UE, pour certains produits américains, principalement agricoles, aujourd'hui encore soumis à des droits de douane et à des réglementations. À l'approche des élections présidentielles de 2020, Donald Trump restera particulièrement vigilant sur les performances de l'économie américaine en matière de croissance et d'emploi, et continuera sans nul doute à souffler le chaud et le froid en termes de politique protectionniste, dans le seul intérêt des États-Unis.

5. Un sentier de croissance en ralentissement

Si les symptômes d'un ralentissement économique sont visibles dans les grandes zones développées, notamment en zone euro, et s'expliquent pour une grande part par la fin du rattrapage conjoncturel, la faiblesse des rythmes de croissance associés à cette période de fin de cycle peut surprendre.

Cette interruption apparente du sentier de croissance sur un horizon qui n'est plus de court terme a fait surgir des questions de fond sur l'épuisement possible du potentiel de croissance des économies développées. Le débat peut s'inscrire dans les considérations plus générales sur le devenir des économies industrialisées, et en particulier de l'économie américaine sur laquelle il s'est focalisé. Les tenants de l'entrée dans une phase de « stagnation séculaire », par la voix de Larry Summers, voient dans l'incapacité des économies à renouer avec un niveau d'activité conforme à la trajectoire d'avant la récession l'effet d'un mécanisme de déflation par les bilans, conséquence d'un excès d'endettement des agents privés avant la récession, et publics depuis 2010. Face au gonflement des passifs, les agents sont contraints de réduire leurs dépenses pour dégager des marges de désendettement et assainir leur situation patrimoniale. Le processus peut s'installer dans la durée, d'abord parce que l'apurement des dettes privées accumulées au cours de la bulle immobilière des années 2000 et la réduction des déficits publics issus de la récession appellent un effort symétrique. Ensuite, parce que les pressions déflationnistes exercées par l'ajustement freinent le désendettement en s'opposant à la dévalorisation spontanée des dettes en termes réels et à la flexibilité des taux d'intérêt réels.

En plus de ces questionnements sur la trajectoire de la demande, l'affaïssement du sentier d'expansion a nourri le débat à propos des répercussions de la récession de 2008-2009 sur l'offre potentielle des économies développées. Certaines études tentent d'éclairer les liens entre crises financières et pertes de potentiel pour conclure à des pertes définitives de production potentielle plutôt qu'à une inflexion de la

croissance après la crise¹. Mais les preuves empiriques apportées sont loin d'être consensuelles et les canaux de transmission des crises financières au potentiel mal décrits².

Dans une vision de la question très élargie au-delà du seul impact de la récession sur le potentiel de production, Robert Gordon³ voit dans l'épuisement de l'effet des nouvelles technologies de l'informatique sur la croissance de la productivité depuis quelques années la fin du sentier de croissance tel que les économies l'ont connu avant 2008. Sans exclure que de telles considérations puissent effectivement en rendre compte, une approche plus centrée de l'impact de la récession sur les déterminants du potentiel peut aussi être mise en avant.

Une faiblesse de la croissance potentielle...

L'évaluation de cet impact anime les débats, avec deux visions, l'une accréditant l'idée qu'une partie des pertes de production héritées de la récession sont irrécupérables, ce qui se traduirait par une marche d'escalier du potentiel vers le bas, l'autre que seul le taux de croissance du potentiel a été touché, ce qui se traduirait par une inflexion du sentier d'expansion de moyen terme de l'économie. Ces deux visions ne sont naturellement pas exclusives l'une de l'autre, avec dans le cas le plus défavorable à la fois des pertes irrécupérables de production et un infléchissement du sentier.

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 ne s'est pas ressentie de 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 et de la bonne allocation de ces facteurs de production dans les unités de production. 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

1. Voir Furcieri D. et Zdzienicka A (2012) et Furcieri D. et Mourougane A. (2012) ainsi que Reinhart C. M. et Rogoff K. S. (2009).

2. Par exemple, dans une phase de bulle euphorique, la croissance de la productivité agrégée est gonflée par un vecteur de prix relatifs erroné issu de cette bulle. Après l'éclatement de la bulle, le nouveau vecteur de prix conduit à réévaluer les gains de productivité à la baisse et surtout révèle une mauvaise allocation du capital qui renforce la baisse de la productivité.

3. Gordon, Robert (2012).

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, à court terme, le niveau du PIB potentiel lui-même a pu subir un choc à la baisse, les faillites et les destructions de capacités lors de la récession ayant certainement amputé le volume de capital disponible.

... lié 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.

Sans remonter aussi loin que les analyses de Gordon illustrant la « grande vague⁴ » correspondant à la seconde révolution industrielle du début du XX^e siècle aux États-Unis (Gordon, 1999) suivie du rattrapage des niveaux de productivité américains par les économies européennes après la Seconde Guerre mondiale (Gordon, 2004), de nombreuses études ont analysé l'arrêt de ce rattrapage dans les années 1990⁵. Comme l'illustre le graphique 35, à partir de cette date, les taux de croissance de la productivité du travail, par tête comme horaire, ont continué à accélérer aux États-Unis⁶ tandis qu'ils décéléraient régulièrement dans les autres grands pays développés, notamment européens.

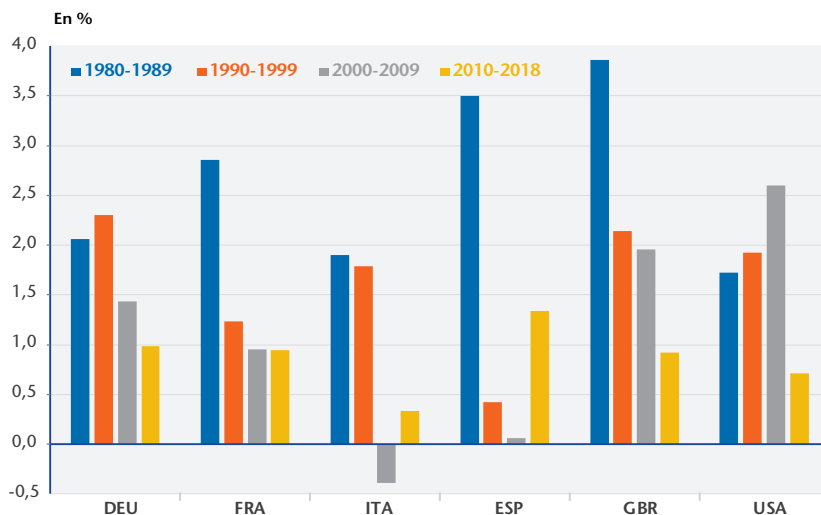
Depuis le début de la crise, les gains de productivité horaire continuent de ralentir globalement dans l'ensemble des pays excepté en Espagne où ils accélèrent. Le ralentissement est plus prononcé les

4. Pour Gordon, « The one big wave » est associée à l'utilisation croissante par les secteurs manufacturiers et du transport américains des « inventions majeures » de la fin du XIX^e siècle (électricité, moteur électrique et moteur à combustion interne) mais aussi au développement de la chimie et des antibiotiques. Par ailleurs, toujours selon Gordon, au cours de cette période qui est aussi celle du New Deal, les syndicats, dont le pouvoir a été renforcé, ont obtenu une réduction de la durée du travail et une hausse des salaires : la première a engendré une augmentation de la productivité horaire tandis que la seconde, en accroissant le coût du travail, a incité les entreprises à substituer du capital au travail, stimulant la productivité par tête.

5. Voir par exemple Basu, Fernald et Shapiro (2001), Bergeaud, Cette et Lecat (2016), Crafts et O'Rourke (2013) et Lecat (2004).

6. Le découpage par décennie masque en fait une période exceptionnelle (troisième révolution industrielle) allant de 1996 à 2004, période durant laquelle la productivité s'est fortement accrue aux États-Unis avec la diffusion des nouvelles technologies d'information et de communication.

Graphique 35. Taux de croissance annuelle de la productivité horaire des salariés



Source : OCDE.

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).

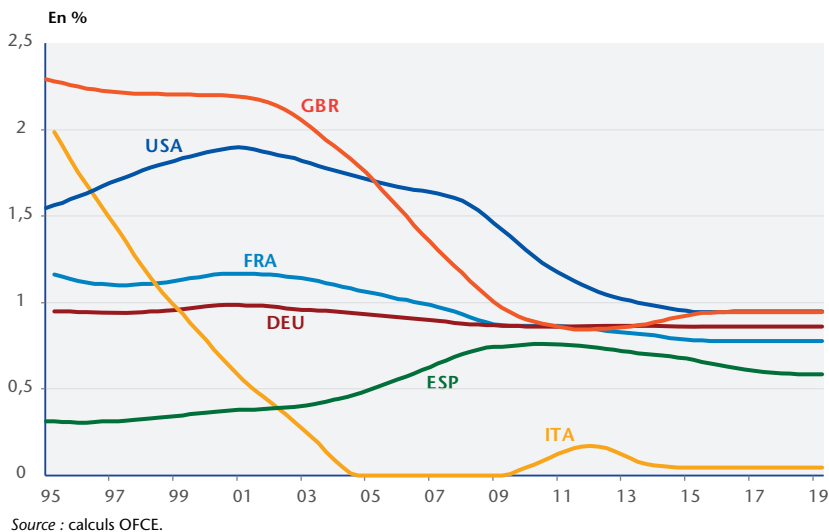
Enfin, depuis 2010, le taux de croissance de la productivité du travail semble quelque peu s'homogénéiser entre les différents grands pays (à l'exception de l'Italie toutefois). Le taux de croissance de la productivité du travail se situerait aujourd'hui aux alentours de 1 %, rythme bien inférieur à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

Cependant, ces évolutions ne permettent pas de renseigner précisément de 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'emploi⁷ suggèrent également une réduction progressive de celle-ci qui, toutes choses égales par ailleurs, implique une baisse de la croissance potentielle.

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

Selon nos estimations, à l'exception de l'Espagne, le taux de croissance de la productivité horaire tendancielle présente pour cinq pays (France, Allemagne, Italie, États-Unis et Royaume-Uni) une lente baisse depuis les années 1990 (graphique 36). 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 ralentissement 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 36. Gains tendanciels de productivité horaire en rythme annuel

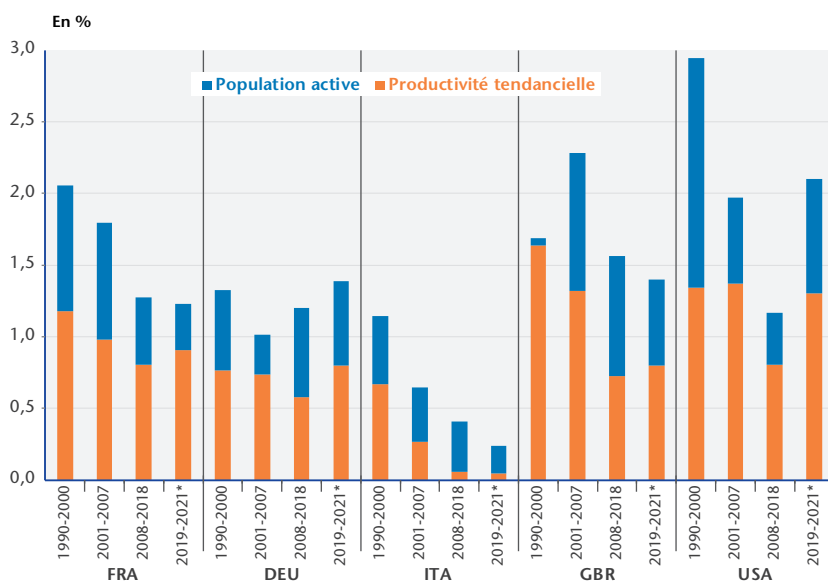


... et de celui de la population active

Par ailleurs, l'évolution de la population active indique également un ralentissement de sa croissance entre 2000 et 2016 dans les pays développés et tout particulièrement en Espagne⁸ (graphique 37). Les raisons structurelles de ce ralentissement sont à chercher du côté de la baisse du taux de fécondité dans ces pays, de la fin de la montée de la

participation des femmes au marché du travail et du recours accru au travail à temps partiel. 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 chômeurs qui deviennent alors inactifs, surtout en Espagne et aux États-Unis.

Graphique 37. Décomposition et évolution de la croissance potentielle



Note : La population active est égale à la somme du nombre d'emplois total au sens de la comptabilité nationale et du nombre de chômeurs au sens du BIT. La productivité tendancielle est estimée par le filtre de Kalman.
Source : calculs OFCE.

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 0,6 % entre 2007 et 2018. Sur l'ensemble de la période, la population en âge de travailler est quasiment stable en moyenne, alors que le taux d'activité

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

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, sous l'effet de l'immigration, en provenance principalement de l'Europe de l'Est⁹.

Sommes-nous en fin de cycle ?

Nos estimations pour les grands pays industrialisés montrent un ralentissement de la croissance potentielle depuis 1990, principalement dû à la baisse des gains de productivité alors que l'impact des évolutions de population active est plus hétérogène, comme en Allemagne et au Royaume-Uni. Ces estimations suggèrent que la référence pour juger de la normalisation du niveau d'activité ne serait plus la trajectoire d'avant-crise, mais une trajectoire plus basse, qui donnerait une image moins dégradée du retard de l'activité par rapport au potentiel. Mais même si l'on accrédite cette thèse, la question se pose toujours de la persistance d'un écart de production (l'*output gap*) négatif.

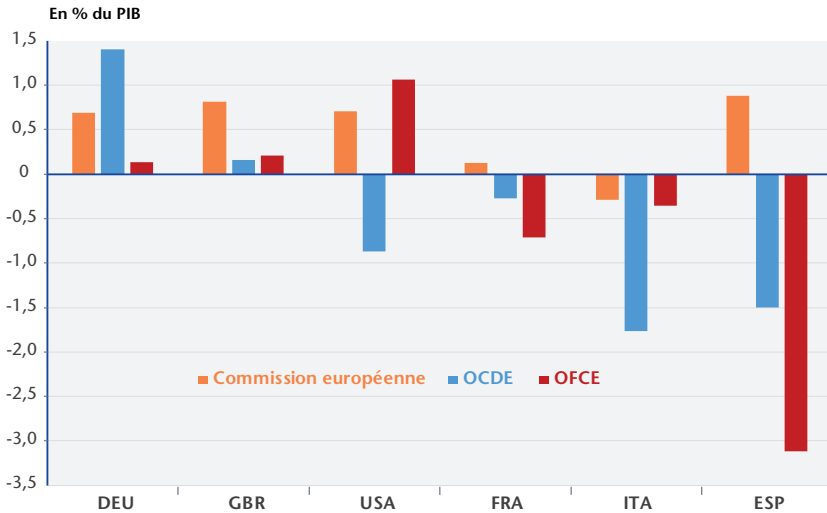
L'estimation des *output gap* est plus problématique encore dans la mesure où à l'incertitude sur la croissance potentielle mentionnée précédemment se rajoute celle associée à l'incidence de la Grande récession sur le niveau de production potentielle et sur une éventuelle baisse définitive de celle-ci. Dans les faits, les économistes semblent s'accorder sur le fait que la crise économique traversée par les économies développées depuis 2007 a pu impacter à la fois le niveau et le taux de croissance de la production potentielle. Le chômage de masse et la dégradation durable de certaines capacités industrielles auraient en partie détruit l'appareil productif qui garderait ainsi à moyen terme les stigmates de la crise au travers des capacités de croissance réduites.

Si un consensus existe autour du fait que la crise économique ait 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 2018 est quant à lui plus flou. En 2018, 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

9. Pour plus de détails, voir le chapitre sur le marché du travail et la démographie du *Repères sur l'économie européenne 2017*, Éditions La Découverte.

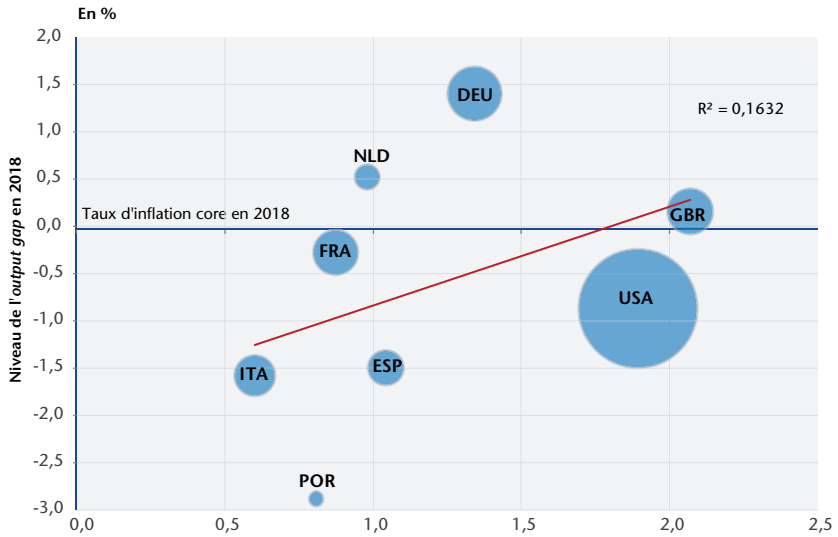
déjà comblées. Ainsi, deux catégories de pays semblent émerger : la première – constituée notamment de l’Allemagne, des États-Unis et du Royaume-Uni – est celle des pays ayant rattrapé leur niveau de production potentielle et se situant en haut de cycle; la seconde – dans laquelle figure la France, l’Italie et l’Espagne par exemple – est celle des pays connaissant encore un retard de production qui se situerait, selon les instituts de conjoncture économique, proche en dessous de 1 point de PIB pour la France et l’Italie et au-dessus de 1 point de PIB pour l’Espagne (graphique 38).

Graphique 38. *Output gap* en 2018 selon différents instituts



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 2018 : comme l’illustre le graphique 39, le lien entre le niveau de l’*output gap* 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’*output gap* : aux incertitudes mentionnées précédemment se rajoute celle associée au niveau de cet écart dans le passé, en 2007 par exemple.

Face à cette forte incertitude, il semble opportun d’établir un diagnostic sur la base de la variation de cet *output gap* 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

Graphique 39. Niveau de l'*output gap* et taux d'inflation sous-jacent en 2018

Source : OCDE.

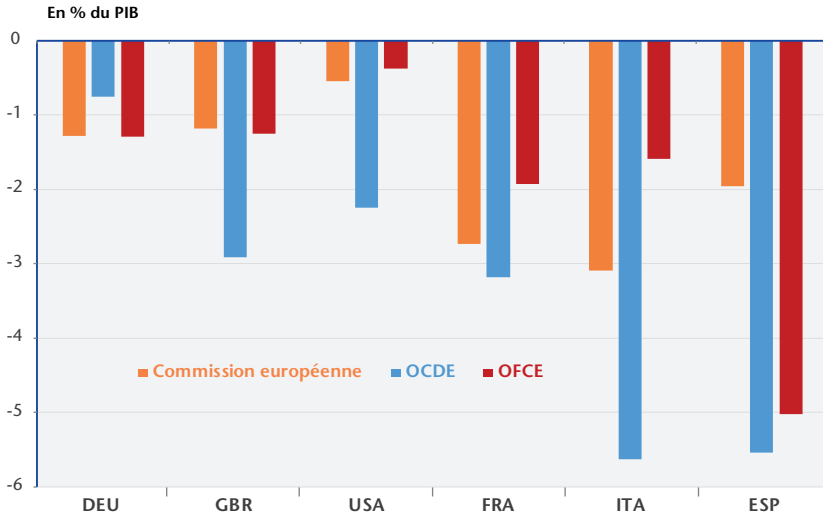
n'ayant plus de marge de croissance supplémentaire au-delà de leur seule croissance potentielle. En effet, selon eux, aucun des 6 grands pays développés n'aurait retrouvé en 2018 son niveau d'*output gap* de 2007 y compris l'Allemagne. Cet écart se situerait autour de 1 point de PIB pour l'Allemagne, le Royaume-Uni et les États-Unis, et proche de 3 points de PIB pour la France et pouvant s'établir au-delà de 5 points de PIB pour l'Italie et l'Espagne (graphique 40).

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 2018 leur niveau cyclique de 2007 justifient des taux d'inflation inférieurs à ceux observés au cours de la période pré-crise (graphique 41).

Une analyse alternative consiste à compléter l'écart de production réelle par une évaluation de l'écart de prix par rapport à son niveau potentiel, souhaité par les banques centrales notamment. En retenant l'hypothèse d'une cible d'inflation à 2 % pour les pays de la zone euro et de 2,25 % pour les pays anglo-saxons et en cumulant sur une fenêtre glissante de 3 années les écarts à la cible d'inflation sur les prix (c'est-à-dire en supposant que les prix s'ajustent en niveau au bout de 3 années¹⁰), nous calculons un écart de production nominale reproduit

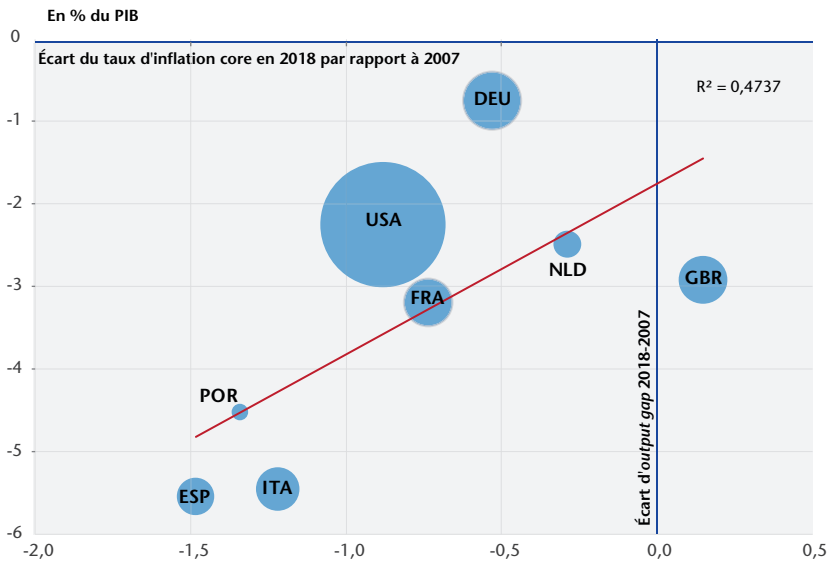
10. Une fenêtre glissante de 2 années ou 4 années donne des résultats proches.

Graphique 40. Écart de l'output gap en 2018 par rapport à 2007 selon les différents instituts



Sources : Commission européenne, OCDE, OFCE.

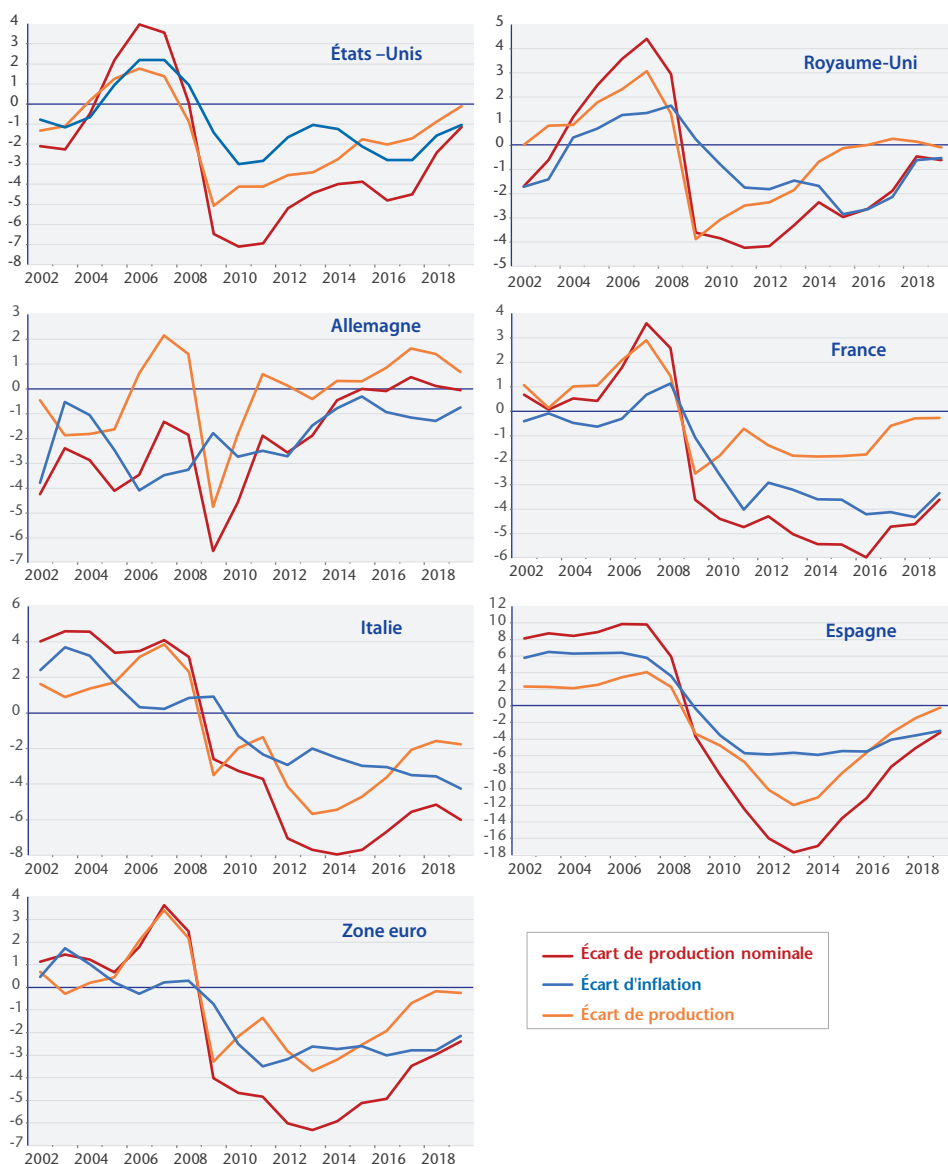
Graphique 41. Écart d'output gap et de taux d'inflation sous-jacente entre 2018 et 2007



Source : OCDE.

dans les graphiques ci-dessous (graphique 42). Notons qu'au moment de la crise économique de 2008, à l'exception notable de l'Allemagne, la plupart des pays étudiés enregistraient un écart de prix positif.

Graphique 42. Écart de production réelle et nominale (en % du PIB)

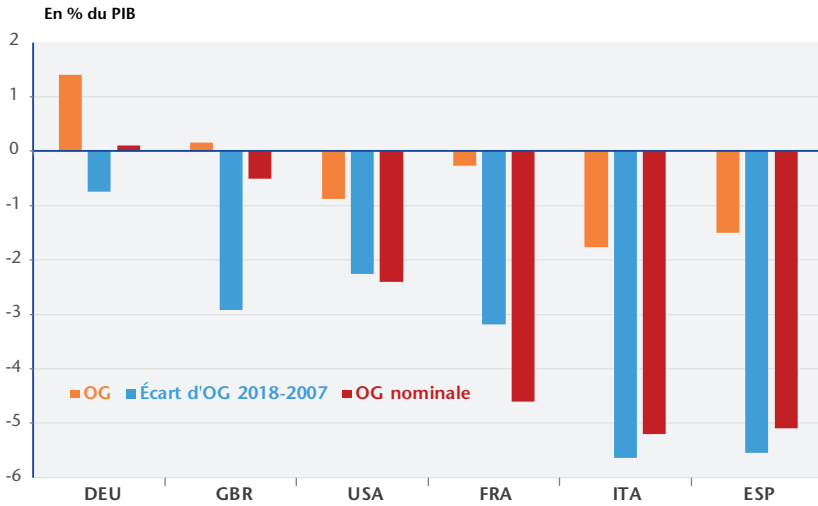


Source : OCDE.

Depuis 2008 en revanche, cet écart est devenu négatif dans l'ensemble de ces pays. Si cet écart tend à se résorber dans la période récente aux États-Unis, au Royaume-Uni et surtout en Allemagne, il reste important en France et en Espagne et continue de se creuser en Italie.

En 2018, l'écart de production nominale est négatif dans l'ensemble des pays étudiés et se situe à un niveau proche de l'écart d'*output gap* 2018-2007 calculé antérieurement (graphique 43), renforçant le diagnostic précédent.

Graphique 43. Différentes mesures de l'*output gap* en 2018



6. Emploi : baisse des créations en perspective

Notre analyse de l'emploi marchand en France, en Allemagne, en Italie, en Espagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis repose sur celle du cycle de productivité. De fait, les évolutions de l'emploi dépendent de l'activité économique, du coût du travail et de sa durée. À court terme toutefois, l'emploi peut augmenter plus (ou moins) vite relativement à l'activité 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 de productivité¹.

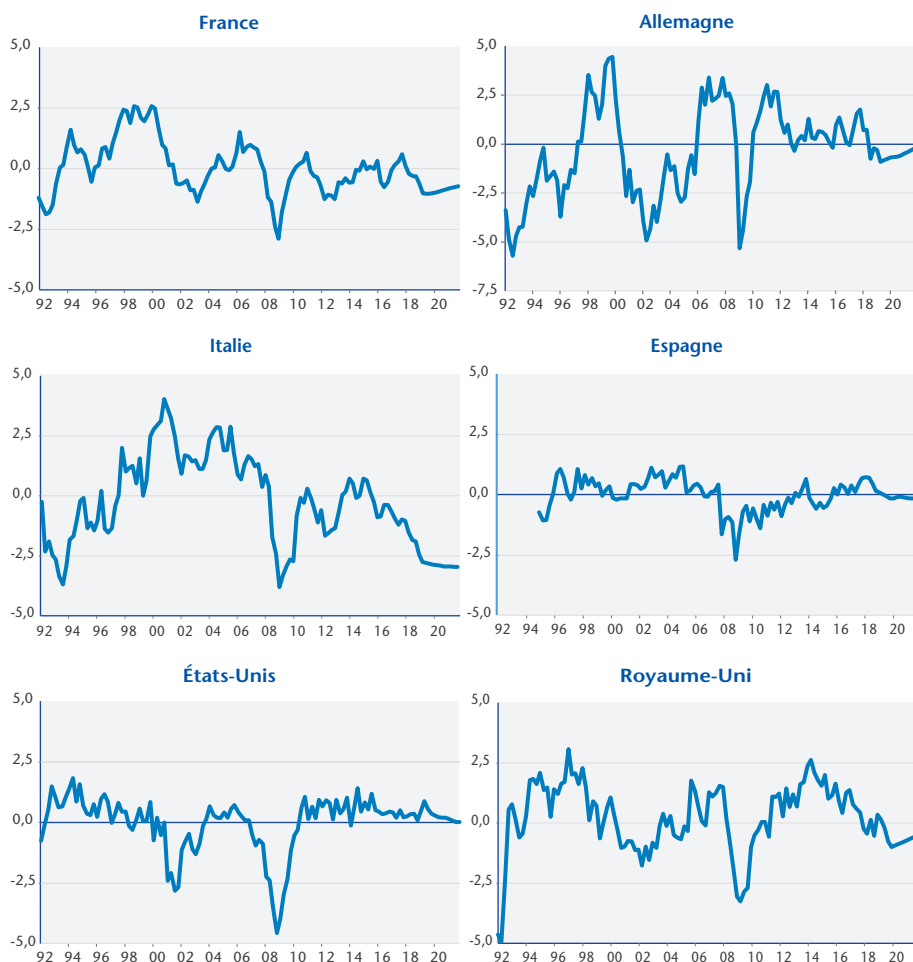
Plus précisément, en période de ralentissement conjoncturel (et symétriquement en période de reprise), les entreprises attendent généralement la confirmation de la baisse de l'activité (et symétriquement le redressement) avant de procéder à des réductions d'effectifs (et symétriquement des embauches), 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 (c.à.d. un sureffectif transitoire dans les entreprises), 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 croissance de l'activité donnée.

Nous avons estimé le cycle de productivité horaire pour la France, l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne, le Royaume-Uni et les États-Unis (graphique 44). 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

1. Voir Ducoudré et Heyer (2017).

ensuite refermé au bout de 6 à 8 trimestres. L'ajustement s'est fait principalement par l'emploi aux États-Unis et en Espagne, tandis que l'Allemagne et l'Italie ont privilégié les ajustements internes (baisse de la durée du travail). En France, l'ajustement a consisté en une baisse combinée de l'emploi et de la durée du travail. 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. La croissance a baissé en France, et l'activité s'est contractée

Graphique 44. Cycles de productivité (en %)



Sources : Calculs et prévision OFCE 2019-2021, octobre 2019.

en Italie et en Espagne. En revanche, l'Allemagne – dont la croissance a baissé dans une moindre mesure au moment de la crise de la zone euro –, les États-Unis et le Royaume-Uni ont connu un cycle de productivité légèrement positif en moyenne à partir de 2011, les entreprises ajustant rapidement la main-d'œuvre à la progression de l'activité économique.

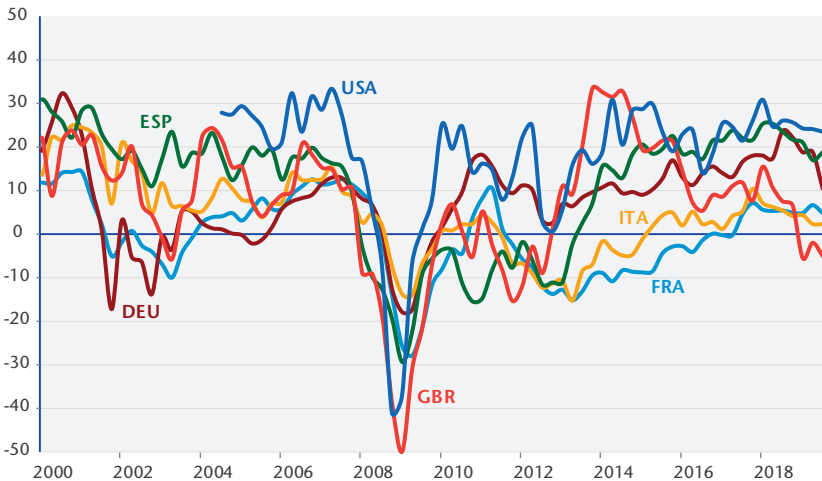
Au premier semestre 2019, les cycles de productivité se sont encore creusés en zone euro, poursuivant un mouvement initié au cours de l'année 2018. En France, après une année 2017 marquée par une croissance de la productivité plus forte que celle de la productivité tendancielle, le cycle de productivité est repassé en territoire négatif au deuxième trimestre 2018, pour atteindre -0,9 % au deuxième trimestre 2019. Le ralentissement de l'activité s'est accompagné dans une moindre mesure d'un nombre plus faible de créations d'emplois. La transformation du CICE en baisse de cotisations sociales patronales au premier trimestre 2019 a pu également soutenir les créations d'emplois salariés dans les branches marchandes. Le cycle de productivité s'est également creusé en Allemagne, et de manière plus marquée en Italie (resp. -0,9 % et -2,6 % au deuxième trimestre 2019). Concernant ce dernier pays, les mesures de baisses du coût du travail qui ont accompagnées 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 de pourcentage par trimestre entre 2015 et 2016). Le cycle de productivité se serait toutefois creusé depuis 2016. Ce creusement prolongé du cycle de productivité, bien que la tendance de productivité soit nulle (graphique 36, de la partie 5), pose question et renvoie aux problèmes structurels de l'économie italienne² (structure et formation de la main-d'œuvre, investissements plus faibles en R&D et dans les technologies de l'information et de la communication, faible productivité et faible internationalisation des entreprises de petite taille, ...). En Espagne, le cycle de productivité, positif en 2018, s'est progressivement refermé avec le ralentissement de l'activité économique. En revanche, le cycle de productivité est resté fermé au Royaume-Uni début 2019 et il reste positif aux États-Unis (+0,9 % au deuxième trimestre 2019, légèrement supérieur à la moyenne observée du cycle depuis 2011, +0,5 %).

2. Voir Mrabet (2016), Bugamelli *et al.* (2018) et Antonin *et al.* (2019).

À l'horizon 2021, la productivité horaire croîtrait globalement au même rythme que celui de la productivité tendancielle en Espagne. Le cycle de productivité se refermerait partiellement en France et au Royaume-Uni, et intégralement en Allemagne et aux États-Unis à l'horizon 2021, contrairement à l'Italie, qui ne refermerait pas son cycle de productivité.

Compte tenu des évolutions de l'activité et de la productivité, l'emploi total progresserait en 2019-2021 à des rythmes plus faibles que ceux enregistrés en 2017-2018. Cela s'explique principalement par des taux de croissance prévus de l'activité économique plus faibles en moyenne sur la période 2019-2021 par rapport aux deux années précédentes. Les intentions d'embauches marquent ainsi le pas depuis 2018 par rapport aux plus hauts enregistrés fin 2017-début 2018 dans la plupart des pays (graphique 45).

Graphique 45. Perspectives d'embauches à court terme



Champ : Industrie, construction et services marchands, pondérés par leurs parts respectives dans l'emploi salarié marchand non agricole pour les pays appartenant à l'UE.

Sources : DG ECFIN, Eurostat, Manpower, calculs OFCE.

7. L'inflation piétine

Depuis son dernier sommet au troisième trimestre 2018, l'inflation, mesurée ici par le déflateur de la consommation des ménages calculé par les comptes nationaux, s'est repliée dans l'ensemble des grands pays industrialisés. Culminant à 2,3 % aux États-Unis, à 2,6 % au Royaume-Uni et à 1,7 % en zone euro, la progression des prix en glissement annuel est revenue dans un intervalle compris entre 0,8 % (Italie) et 1,6 % (Royaume-Uni). Ces mouvements sont principalement dus à la baisse du prix du pétrole, d'environ 85 dollars par baril début octobre 2018 à 50 dollars fin décembre de la même année, soit un repli significatif de 40 % entre ces deux dates et de 25 % sur un an.

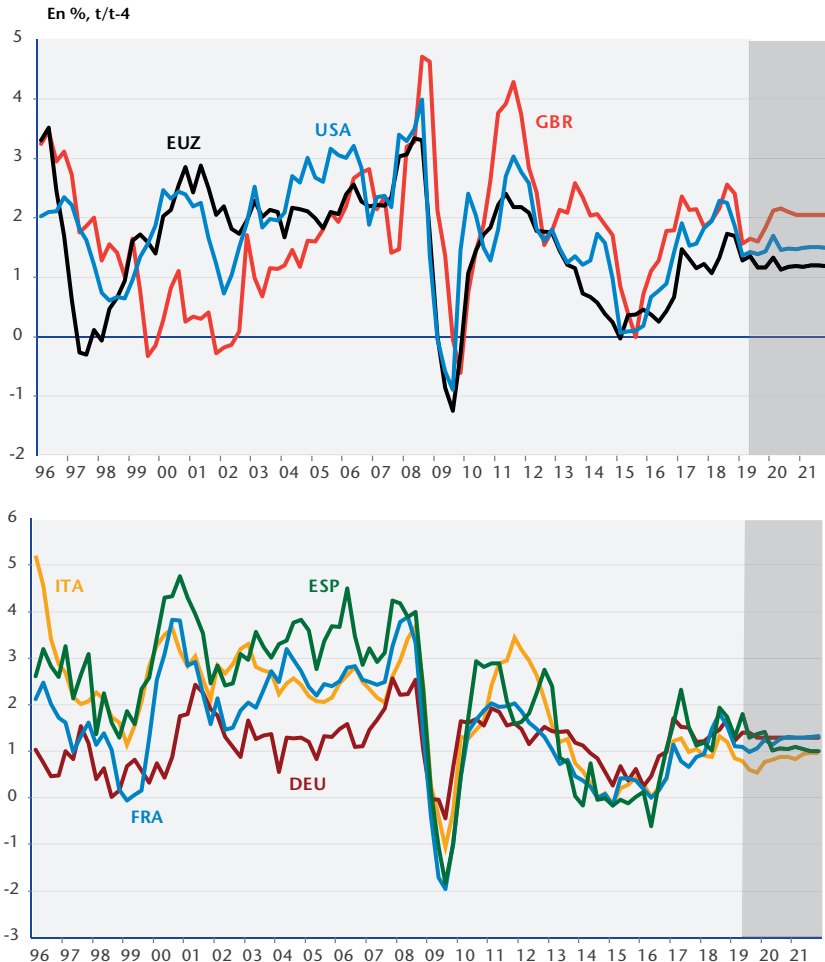
En tant que composante du panier de consommation des ménages, ces fluctuations du poste « énergie » ont mécaniquement imprimé un effet désinflationniste et redonné du pouvoir d'achat aux ménages. Pour la zone euro, l'effritement continu de la monnaie commune de 1,17 dollar pour 1 euro en juin 2018 à 1,12 dollar en juin 2019, soit un recul de 4 % sur la période a un peu rogné les gains de pouvoir d'achat liés à la baisse du *brent*. Le mouvement désinflationniste y a donc été plus amorti qu'aux États-Unis.

L'inflation s'est donc repliée en partant de points hauts sur la période 2017/2018 largement inférieurs à leurs précédents historiques. En prenant comme référence les points hauts de l'inflation atteints entre 2000 et 2007, associés aux phases antérieures de forte croissance et de bas niveau du chômage, les écarts étaient compris entre -1,2 point pour les États-Unis, -1,3 point pour la zone euro et -0,3 point pour le Royaume-Uni (graphique 46).

Cette relative convergence des taux d'inflation entre les pays européens et les États-Unis entre en contradiction avec les décalages conjoncturels entre les différentes zones, marquées dans les pays anglo-saxons par un niveau de chômage sous ses plus bas historiques, soit 3,7 % de la population active en août 2019 aux États-Unis et 3,8 % en juin au Royaume-Uni. En regard, le chômage dans la zone euro a

certaines baissé de 4,7 points depuis son pic de 2013, pour s'établir à 7,4 % en août 2019, mais a à peine rejoint son niveau d'avant-crise et reste deux fois plus élevé que celui des États-Unis. Au sein de la zone euro, l'Allemagne se distingue des autres grands pays, avec un taux de chômage qui a baissé continûment depuis 2010 en dessous de tous ses niveaux précédents, à 3,1 % en août 2019. Pourtant, l'inflation n'y est guère plus élevée qu'en France ou en Espagne où le taux de chômage est considérablement plus élevé.

Graphique 46. Inflation dans les pays développés



La classification des pays en deux groupes, ceux où le chômage est bas et ceux où le chômage reste élevé, mais où la modération de l'inflation est commune à tous, questionne sur son facteur déclenchant, certains pays ayant atteint un seuil de chômage qui aurait dû provoquer une inflation plus forte, les autres ne l'ayant pas encore rejoint. 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 accélération 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 de l'accroissement des salaires au taux de chômage¹.

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. 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.

1. Voir Blot, Péléraux, Sampognaro et Villemot (2015).

Un autre mécanisme peut aussi expliquer la perte de sensibilité apparente des salaires au chômage. La polarisation du marché du travail entraîne une modification de la composition de l'emploi et du chômage : les emplois détruits sont des emplois intermédiaires tandis que ceux créés sont peu qualifiés et donc à salaire moindre, ce qui entraîne, à chômage donné, un freinage du salaire moyen. Dans une étude, Verdugo (2016) montre qu'une fois cet effet corrigé, les salaires continueraient à réagir significativement au taux de chômage et que la courbe de Phillips resterait donc valide².

Les craintes d'une fin de cycle liée à l'épuisement des ressources en main-d'œuvre sur le marché du travail et à un emballement inflationniste ne doivent donc pas être exagérées. Les ressources en facteur travail, même si elles peuvent être difficilement mesurables, 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. Dans ce contexte, le ralentissement de l'activité attendu à l'horizon 2021 dans l'ensemble des pays industrialisés ne tient pas à un blocage de la production par insuffisance de capacité, mais à des chocs communs affectant de manière conjointe la trajectoire de l'économie mondiale.

Les ressorts inflationnistes, déjà peu tendus, détermineront donc toujours une trajectoire infléchie des prix. Sous l'effet du creux conjoncturel, le chômage devrait remonter dans les économies où il est le plus bas, les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Allemagne, et freiner sa baisse là où il est encore élevé, en Espagne et en Italie. En France, moins touchée que les autres pays par le ralentissement conjoncturel, le chômage poursuivrait sa baisse, favorisant la convergence des taux d'inflation allemand et français.

L'écart d'inflation entre les économies anglo-saxonnes et la zone euro dans son ensemble subsistera, avec une inflation plus dynamique aux États-Unis, 1,5 % en glissement annuel fin 2021 et au Royaume-Uni, 2,1 % durant les trois prochaines années. À l'horizon 2021, l'inflation aux États-Unis et au Royaume-Uni serait ainsi supérieure de 0,3 et 0,9 point respectivement à celle de l'ensemble de la zone euro où elle ne dépasserait pas 1,2 %.

2. G. Verdugo, 2016, « Real wage cyclicality in the Euro zone before and during the Great Recession: Evidence from micro data », *European Economic Review*, vol. 82, pp. 46-69.

Le reflux de l'inflation, prolongé par le ralentissement de l'activité, sera en outre accentué en zone euro par l'appréciation de 10 % du taux de change de la monnaie unique contre le dollar entre la fin 2019 et la fin 2021 qui imprimera un recul des prix d'importation. Le même mécanisme jouera au Royaume-Uni avec l'appréciation de 10 % de la livre contre le dollar sur la même période³. Pour les États-Unis, l'action des taux de change aura un effet inflationniste symétrique de renchérissement du prix des importations.

En revanche, la stabilité du prix du pétrole à 60 dollars à partir du 1^{er} trimestre 2020 n'aura pas d'incidence propre sur l'inflation. Mais en euros, le prix du pétrole devrait refluer, ce qui profitera aux pays de la zone de gains de pouvoir d'achat par ce canal.

3. Le taux de change de la livre contre l'euro devrait rester stable à 1,10 livre pour 1 euro à l'horizon de la prévision, ce qui n'aura pas d'effet sur l'inflation de part et d'autre de la Manche par ce canal.

8. Politiques monétaires : l'inflation pour seul objectif ?

Quelques mois à peine après la première étape devant conduire progressivement à la normalisation de la politique monétaire en zone euro, la Banque centrale européenne (BCE) a annoncé le 12 septembre une série de nouvelles mesures d'assouplissement visant à ramener l'inflation vers la cible de 2 %. Cette décision a précédé de quelques jours l'annonce d'une baisse des taux aux États-Unis. Il s'agit de la deuxième après celle décidée fin juillet. Ces décisions récentes suggèrent l'entrée des politiques monétaires dans une nouvelle phase d'assouplissement, notamment du côté de la Réserve fédérale puisque la BCE n'avait pas encore remonté ses taux ou amorcé une réduction de la taille de son bilan. Quant à la Banque d'Angleterre (BoE) et à celle du Japon (BoJ), c'est le statu quo qui est privilégié. L'incertitude relative au Brexit place la BoE dans une position d'attente qui pourrait l'amener soit à assouplir sa politique monétaire si l'issue des discussions devait se traduire par une sortie sans accord, soit à normaliser très graduellement en cas d'accord et de phase de transition. Au Japon, la faiblesse de l'inflation pousse la banque centrale à poursuivre sa politique très expansionniste, ce qui se traduit par un bilan dont la taille dépasse désormais 100 % du PIB. Toutes les décisions récentes et la communication mise en œuvre par les banques centrales indiquent qu'elles sont fortement préoccupées par l'absence d'inflation alors que les situations sur le marché du travail se sont améliorées. Pour autant, le consensus sur l'action à entreprendre et le rôle que doit jouer la politique monétaire afin de promouvoir la stabilité des prix semble se fissurer notamment au sein de la BCE.

À la recherche de l'inflation

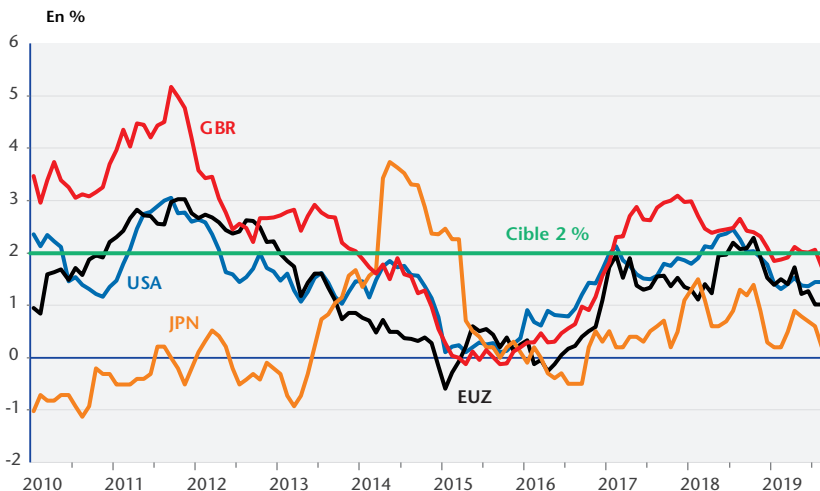
Malgré le ralentissement de l'activité observé au cours des derniers trimestres dans la zone euro, le taux de chômage a poursuivi sa décroissance atteignant 7,4 % en août 2019. Même s'il reste une importante hétéro-

généité au sein des pays de l'Union monétaire, le taux de chômage a presque retrouvé son niveau de fin 2007 qui était de 7,3 %. Aux États-Unis, c'est un record datant de la fin des années 1960 qui est tombé en avril avec un taux de chômage de 3,6 %. La situation sur le marché de l'emploi au Japon et au Royaume-Uni semble tout aussi favorable avec des taux de chômage de 2,2 et 3,8 % respectivement. Aux États-Unis, l'évolution des taux d'emploi conduit à nuancer ce constat d'un marché du travail tournant à plein régime puisqu'il reste inférieur de 3 points à son niveau de 2007. Il reste que le cycle d'expansion qui a débuté mi-2009 s'est accompagné d'une amélioration constante de la situation sur le marché du travail. La baisse du taux d'emploi reflète au moins en partie une baisse structurelle du taux d'activité.

Dans ces conditions, on aurait pu s'attendre à une accélération des prix, qui ne s'est pourtant jusqu'ici pas matérialisée. Partout, l'inflation est inférieure à 2 % (graphique 47) et a même globalement baissé au cours des derniers mois. Dans la zone euro, l'indice des prix à la consommation progressait de 1 % en août 2019 contre 2,3 % en octobre 2018. Aux États-Unis et au Japon, on est redescendu à 1,4 et 0,2 % respectivement. Finalement, le Royaume-Uni se distingue par une inflation qui a été en moyenne plus élevée depuis 2017, en lien avec la dévaluation de la livre sterling consécutive au vote en faveur du *Brexit*. La hausse de l'inflation a cependant été transitoire et elle s'élevait à 1,7 % pendant l'été 2018 contre un peu plus de 3 % fin 2017.

L'évolution des indices de prix à la consommation ou du déflateur de la consommation aux États-Unis reflète la volatilité du prix du pétrole et la désinflation observée depuis la fin de l'année 2018 est en lien avec la baisse du prix du baril. Néanmoins, une fois que l'on corrige des composantes les plus volatiles de l'indice – énergie et biens alimentaires – il reste que l'inflation dite sous-jacente ne donne aucun signe d'accélération. Dans la zone euro, l'indice progresse en moyenne de 1 % en glissement annuel depuis 2013. Aux États-Unis, il y a une légère hausse avec une inflation sous-jacente qui est passée de 1 % en juillet 2017 à 1,7 % 2 ans plus tard. On observe cependant un mouvement opposé au Royaume-Uni avec un sous-jacent qui ne progresse plus que de 1,5 % en juillet 2019 contre 2,7 % en juillet 2017. L'accélération des prix observée fin 2016 début 2017 était en partie la conséquence de la dépréciation de la livre sterling consécutive au vote en faveur du *Brexit*.

Graphique 47. Taux d'inflation



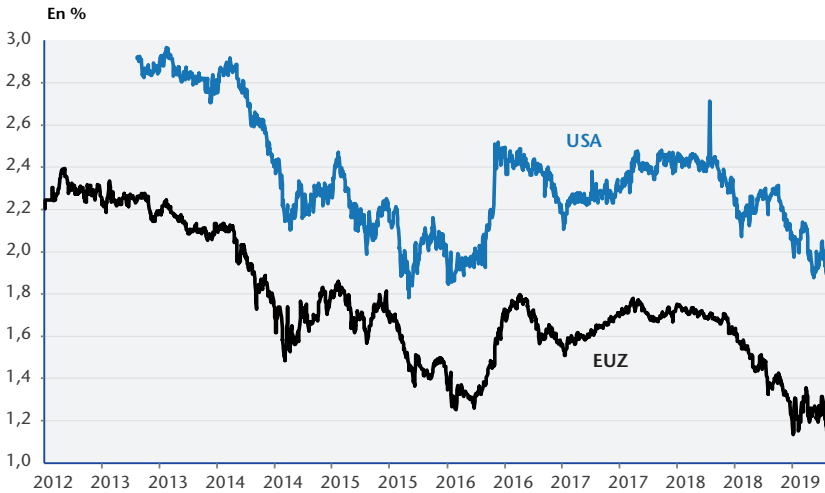
Note : pour les États-Unis, l'inflation est mesurée par le déflateur de la consommation (PCE) qui est l'indicateur suivi par la Réserve fédérale.

Sources : Eurostat, ONS, BLS, Statistics Bureau of Japan.

Dans tous les cas, il ressort que l'inflation est inférieure à 2 %, valeur qui constitue la cible adoptée par la Réserve fédérale, la BCE, la BoE et la BoJ afin de satisfaire leur objectif de stabilité des prix. La dynamique récente indique que l'inflation ne converge pas vers cette cible. Par ailleurs, les banques centrales se sont aussi inquiétées du décrochage des anticipations d'inflation de long terme (graphique 48), qui sont des indicateurs mesurant l'ancrage des anticipations et la crédibilité des actions des banques centrales pour atteindre leur objectif. Dans la zone euro, cet indicateur a perdu 0,6 point depuis le début de l'année 2018 et s'élève actuellement à 1,2 %. Les anticipations d'inflation de la BCE à l'horizon 2020 (1,2 %) et 2021 (1,4 %) qui ont été annoncées lors de la réunion du 12 septembre suggèrent une inflation durablement inférieure à la cible.

Le constat semble moins préoccupant en termes de niveau pour les États-Unis puisque le niveau de l'inflation anticipée reste proche de 2 % mais la baisse de l'inflation anticipée est significative : -0,4 point. Les membres du *Board* de la Réserve fédérale anticipent une inflation – mesurée par le déflateur de la consommation – qui atteindrait 1,9 et 2 % respectivement en 2020 et 2021.

Graphique 48. Anticipations d'inflation à 5 ans dans 5 ans



Source : Thomson Reuters.

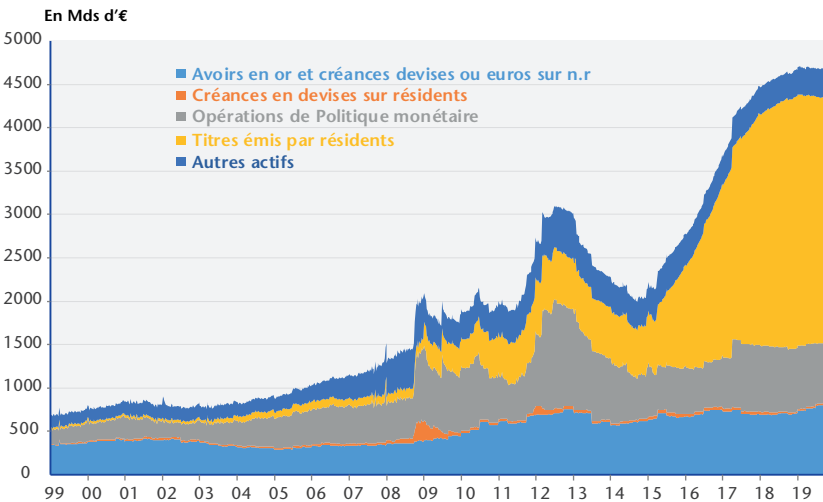
Le rétropédalage de la BCE et de la Réserve fédérale

Les dernières réunions de la BCE, de la Réserve fédérale et de la Banque du Japon ont largement focalisé sur cette évolution récente de l'inflation. Lors de la conférence de presse ayant suivi la réunion du Conseil des gouverneurs du 12 septembre, Mario Draghi a explicitement indiqué que le taux directeur – taux des opérations principales de refinancement actuellement à 0 % – de la BCE resterait à ce niveau tant que l'inflation n'aura pas significativement convergé vers 2 %. À cette annonce suggérant que la politique monétaire continuera à être expansionniste, se sont ajoutées plusieurs mesures conduisant à un nouvel assouplissement de la politique monétaire. D'une part, le taux sur les facilités de dépôts a été réduit de 0,1 point passant ainsi à -0,5 %. Ce taux négatif revient à taxer les réserves excédentaires que les banques commerciales détiennent auprès de la BCE¹. Pour répondre aux inquiétudes des banques sur l'incidence de ce taux négatif sur leur rentabilité, la BCE a décidé d'introduire un système à palier permettant de réduire l'impact du taux négatif sur une partie des réserves.

1. Une étude récente de Boungou (2019) suggère que les taux négatifs réduiraient bien la marge d'intérêt des banques mais que cet effet serait compensé par les autres revenus (revenus fixes liés aux commissions d'activité par exemple) si bien qu'il n'y aurait pas d'impact significativement négatif sur leur rentabilité.

Par ailleurs, les achats nets d'actifs réalisés dans le cadre de l'APP (*Assets purchase programme*) qui avaient pris fin depuis décembre 2018 ont été réactivés à raison de 20 milliards d'euros par mois à partir du 1^{er} novembre 2019, ce qui va se traduire par une nouvelle augmentation du bilan de l'Eurosystème (graphique 49). La BCE a aussi indiqué que la politique de réinvestissement du principal et des intérêts des titres venant à échéance serait maintenue longtemps après que les taux soient remontés. En pratique, cela signifie que la taille du bilan en euros courants va ré-augmenter dans un premier temps. La réduction de la taille n'interviendrait pas une fois que les achats nets de titres auront cessé mais bien après la remontée des taux.

Graphique 49. Bilan simplifié de la BCE



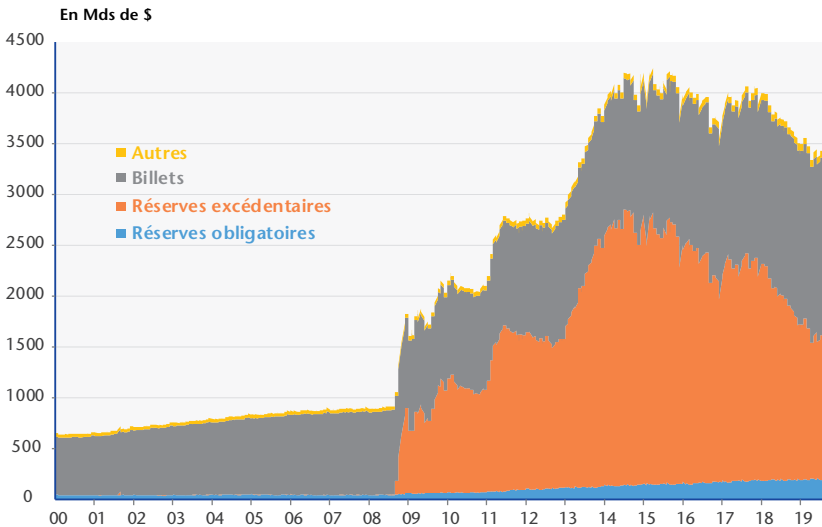
Source : BCE.

Enfin, les modalités des opérations de TLTRO (*Targeted longer-term refinancing operations*) permettant d'allouer des refinancements aux banques en contrepartie des crédits qu'elles octroient ont été modifiées afin de renforcer la transmission des taux bas vers les taux bancaires. À quelques semaines de la fin du mandat de Mario Draghi, la BCE se montre donc offensive espérant ainsi créer des conditions de financement favorables pour une durée prolongée et influencer les anticipations d'inflation, ce qui permettrait, en cas de succès, de faire baisser le taux réel stimulant ainsi la demande et *in fine* l'inflation.

Aux États-Unis, la normalisation de la politique monétaire avait déjà été amorcée, ce qui a redonné des marges de manœuvre à la banque

centrale pour baisser les taux. Ainsi, après les 9 hausses de taux décidées entre décembre 2015 et décembre 2018, la Réserve fédérale revient en arrière et assouplit sa politique monétaire arguant d'une inflation plus basse que la cible (1,4 %), d'anticipations d'inflation à la baisse et de la dégradation de l'environnement international qui devrait se traduire par un ralentissement de l'activité à court terme. Après une première baisse d'un quart de point du taux votée en juillet 2019, le taux objectif des fonds fédéraux a été de nouveau réduit en septembre et atteint désormais 2 %. Du côté du bilan, la Réserve a également mis un terme à la réduction progressive amorcée début 2018. Il n'est pour l'instant pas prévu que de nouveaux achats d'actifs soient mis en œuvre. Néanmoins, la banque centrale a dû injecter en urgence des liquidités pour combler un déséquilibre brutal entre l'offre et la demande sur le marché des REPO (*repurchase agreement*), marché qui permet à de nombreux acteurs – institutions financières et entreprises – de se refinancer à très court terme contre la mise en garantie de titres. Une rupture de liquidités s'est produite le 17 septembre, ce qui a porté le taux à près de 7 % et contraint la Réserve fédérale à injecter 75 milliards de dollars. Il semble que cette situation soit le fruit d'un décalage de trésorerie ayant conduit certains acteurs à retirer subitement leurs liquidités, ce qui a réduit l'offre. Bien que ce type d'intervention ne soit pas exceptionnel, l'ampleur des besoins de liquidités a été plus important et durable puisque la Réserve fédérale a dû

Graphique 50. Base monétaire américaine



Source : Réserve fédérale.

prolonger son soutien au marché. Cette situation pourrait aussi traduire un dysfonctionnement du marché monétaire et un besoin croissant de liquidités en dollars. Avec la baisse des réserves excédentaires (voir graphique 50) en lien avec le dégonflement du bilan de la banque centrale, les acteurs de marché semblent être à cours de liquidités. Dans ces conditions, un retrait ponctuel de fonds pour des raisons exogènes, comme celui observé fin septembre, provoque un assèchement rapide du marché et une forte remontée des taux. Au-delà des injections de court terme, la Réserve fédérale devra donc surveiller l'état des marchés monétaires afin d'éviter qu'une nouvelle crise de liquidité survienne et se propage à l'ensemble du système financier.

Statu quo pour la banque d'Angleterre et du Japon

Au Royaume-Uni, la banque centrale se prépare à l'éventualité d'un Brexit sans accord. Lors de la réunion du 19 septembre, elle fait le constat d'une économie en situation d'excès de demande. En l'absence de Brexit désordonné, l'économie retrouverait un rythme de croissance proche du potentiel et l'inflation convergerait vers la cible justifiant ainsi la normalisation de la politique monétaire, c'est-à-dire une remontée graduelle du taux directeur. Un scénario de sortie de l'Union sans accord réduirait l'activité mais pourrait accroître l'inflation par la dépréciation de la livre. Dans ces conditions, la Banque d'Angleterre serait placée face à un dilemme entre son objectif d'inflation et l'évolution de la croissance. Ces déclarations récentes indiquent qu'elle pourrait intervenir dans un sens ou dans un autre. Nous anticipons cependant que la politique monétaire deviendrait plus expansionniste au moins à court terme afin d'amortir le choc négatif sur l'activité et atténuer l'incertitude qui pèserait sur la demande.

Enfin, la Banque du Japon maintient sa stratégie très expansionniste qui s'appuie notamment sur une politique de contrôle de la pente des taux et des achats d'actifs. Du côté des taux, la BoJ cible un taux directeur négatif (-0,1 %) et un taux long – sur les obligations publiques à 10 ans – de 0 %. Cette politique s'accompagne d'achats d'actifs obligataires publics en cohérence avec sa cible de taux long mais aussi d'ETF (*Exchange-traded funds*), ce qui lui permet de soutenir le marché des actions, d'obligations privées et d'actifs investis sur le marché immobilier.

Des décisions contestées

La nouvelle phase d'assouplissement amorcée par la BCE et la Réserve fédérale a suscité des réserves au sein même des comités de politique monétaire. Ainsi, la relance du QE (*Quantitative easing*) et la nouvelle baisse des taux a été ouvertement critiquée par les présidents de la Bundesbank et de la banque centrale des Pays-Bas : Jens Weidmann et Klaas Knot. Ces membres du Conseil des gouverneurs considèrent en effet qu'il n'y a pas de risque de récession dans la zone euro et que la prolongation des mesures d'achats d'actif ou le maintien de taux bas sur longue période accroissent les risques en matière de stabilité financière. Sabine Lautenschläger, membre du directoire de la Banque centrale européenne, a quant à elle démissionné comme l'avait fait Jürgen Stark en décembre 2011. Si ces voix dissonantes sont peu surprenantes au regard des positions de ces personnalités qui avaient déjà émis des réserves sur l'orientation de la politique monétaire, les désaccords de Benoît Cœuré ou de François Villeroi de Galhau suggèrent que la décision récente n'a été obtenue qu'à une courte majorité. L'arrivée de Christine Lagarde à la tête de l'institut de Francfort le 1^{er} novembre 2019, en remplacement de Mario Draghi, pourrait modifier l'équilibre des forces au sein de la BCE. Avant d'avoir pris ses fonctions, Christine Lagarde a déclaré son soutien aux mesures d'achat d'actifs et à la politique de taux négatifs, ce qui pourrait suggérer qu'elle souhaiterait poursuivre sur la voie de son prédécesseur en cas de persistance d'une faible inflation.

Aux États-Unis, les votes sur les décisions du FOMC sont publiés et les deux baisses n'ont pas été votées à l'unanimité puisque Esther Georges et Éric Rosengren s'y sont opposés² préférant le statu quo. En dépit de ces deux baisses, la pression exercée par Donald Trump pour que les taux baissent plus fortement et rapidement s'accroît à chaque réunion du FOMC et en réaction aux décisions de la BCE. Le Président américain accuse la Réserve fédérale de ne pas soutenir sa politique et de baisser les armes face à la « guerre des monnaies » qui serait déclenchée par la BCE et la banque centrale chinoise. Dans un contexte économique qui reste favorable, on ne peut exclure que les décisions récentes aient été prises sous influence. En effet, même si l'inflation est inférieure à sa cible de 2 % et si la croissance faiblit, la situation reste favorable. Selon les anticipations des membres du

2. Concernant la décision du 19 septembre, James Bullard aurait souhaité une baisse d'un demi-point du taux.

FOMC publiées en septembre, la croissance atteindrait 2 % en 2020, soit un niveau proche du potentiel estimé par le CBO (*Congressional Budget Office*) et l'inflation – mesurée par le déflateur de la consommation – 1,9 %. De telles anticipations plaideraient plutôt pour la poursuite d'une stabilité, voire une hausse des taux.

Une expansion sans fin ?

Dans la mesure où les décisions récentes des banques centrales ont été principalement motivées par l'évolution de l'inflation, l'orientation future de la politique monétaire dépend donc de l'évolution des prix. Or les prévisions des banques centrales, hormis celles de la Réserve fédérale, n'anticipent pas de remontée de l'inflation d'ici 2021. Pour la zone euro, nous attendons comme la BCE une inflation inférieure à 1,5 % en 2020 et 2021. Les dernières déclarations de Mario Draghi visant à guider les anticipations suggèrent donc le maintien du taux des opérations principales de refinancement proche de 0 %. Reste à savoir si Christine Lagarde plaidera pour une amplification de la politique d'achats d'actifs si l'inflation ne converge pas vers la cible de 2 %. La BCE pourrait en effet se retrouver enfermée dans une logique d'assouplissement quantitatif permanent ou du moins de longue durée. Tant que l'objectif principal reste celui de la stabilité des prix, définie comme une inflation proche de 2 %, la banque centrale sera incitée à définir l'orientation de sa politique monétaire uniquement à l'aune de l'écart entre l'inflation observée et cette cible. Autrement, elle devra reconnaître son impuissance, ce qui nuira à sa crédibilité.

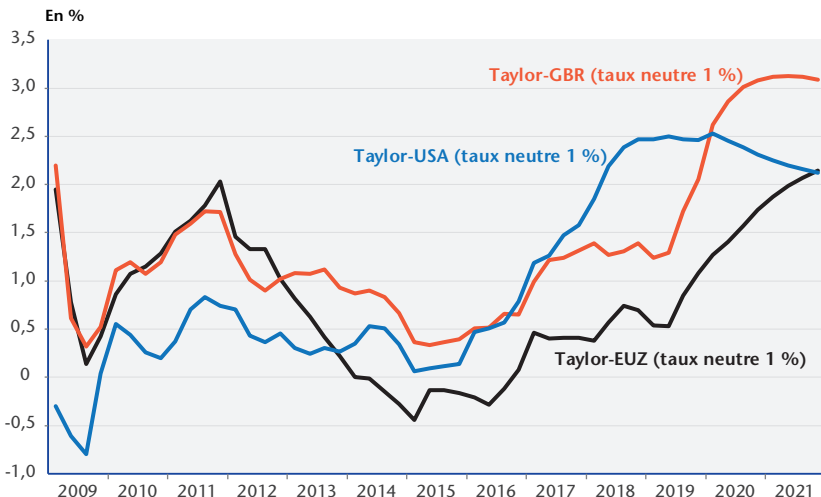
La situation de la BCE s'approche de plus en plus de celle de la Banque du Japon qui poursuit sa politique de gonflement du bilan tant que l'inflation reste basse, ce qui est le cas depuis le début des années 1990. Entre 1993 et juillet 2019, l'inflation moyenne au Japon s'est élevée à 0,2 % avec seulement 3 épisodes au cours desquels l'inflation a dépassé 2 % ; le dernier datant de 2014-2015 a été la conséquence de l'augmentation du taux de TVA. Si la littérature empirique montre que les politiques monétaires non conventionnelles ont eu des effets favorables, l'incapacité des banques centrales à reprendre le contrôle de l'inflation doit conduire à s'interroger sur le meilleur outil adéquat pour atteindre cet objectif. La politique monétaire serait d'autant plus efficace si elle était complétée par d'autres politiques économiques. La BCE a d'ailleurs indiqué que les politiques de demande devraient être plus actives sur l'ensemble de la zone euro. Malgré la baisse du

chômage, les mutations sur le marché du travail ainsi que les politiques de flexibilisation ont probablement accru la précarité et réduit le pouvoir de négociation d'une partie importante des salariés travaillant à temps partiel ou en tant qu'indépendants.

Une politique monétaire trop expansionniste ?

D'ailleurs, pour la zone euro, le taux implicite issu d'une règle de Taylor où la banque centrale accorde un poids identique à l'inflation et à l'écart de croissance indique que le taux dans la zone euro devrait remonter et dépasser 2 % fin 2021 (graphique 51). Avec une hypothèse de taux neutre de 1 % et une cible d'inflation à 2 %, le taux de politique monétaire convergerait vers 3 % lorsque l'écart de croissance est nul et que l'inflation est à sa cible. Malgré le ralentissement à venir de l'activité en zone euro, l'écart de croissance resterait positif³ atténuant ainsi l'effet lié à l'écart de l'inflation à sa cible.

Graphique 51. Taux issus d'une règle de Taylor monétaire américaine



Note : la règle de Taylor est telle que $i_t = \rho \cdot i_{t-1} + (1 - \rho) \cdot (\bar{r} + \pi_t + \lambda_\pi \cdot (\pi_t - \bar{\pi}) + \lambda_{og} \cdot og_t)$ où $\rho = 0,75$ % ; $\bar{r} = 1$ % ; $\bar{\pi} = 2$ % ; $\lambda_\pi = \lambda_{og} = 0,5$ %.

Sources : Banques centrales nationales, calculs et prévision OFCE, octobre 2019.

Au Royaume-Uni, la hausse serait plus forte étant donnée l'inflation plus élevée en prévision : 2,6 % en 2020 comme en 2021. Néanmoins, nous supposons que la Banque d'Angleterre sera bien plus prudente.

3. Le calcul de l'écart de croissance dépend de l'hypothèse de croissance potentielle. Ici, il s'agit de celle retenue par l'OCDE qui s'élève à 0,9 %.

Tant qu'il n'y aura pas d'issue au Brexit, elle maintiendra le taux à 0,75 %. Sous l'hypothèse d'un accord qui ne provoque pas de rupture brutale dans les relations entre l'Union et le Royaume-Uni, le taux remonterait très graduellement et pourrait atteindre 1 % à partir de 2021. Pour les États-Unis, l'évolution du taux de Taylor suggère une baisse du taux d'un demi-point entre début 2020 et fin 2021, justifiée par notre hypothèse de croissance qui redeviendrait inférieure au taux de croissance du potentiel et une inflation inférieure à la cible. Les deux baisses de taux décidées cet été par la Réserve fédérale auraient donc anticipé celles suggérées par la règle de Taylor. Notre scénario conjoncturel indique cependant une croissance plus faible en 2020 que celui de la Réserve fédérale, ce qui devrait amener le FOMC à baisser encore son taux d'un quart de point en début d'année 2020 puis à le stabiliser ensuite. Il faut cependant noter que les niveaux de taux issus de ces règles de Taylor sont très dépendants de l'hypothèse retenue sur le taux neutre de politique monétaire, qui est inobservé et censé refléter le niveau de taux auquel la politique monétaire n'est ni expansionniste, ni restrictive. Des évaluations récentes suggèrent un taux qui a fortement diminué depuis la fin des années 1990⁴. Mais ces estimations peuvent être assez sensibles à la dynamique récente des taux. Le taux neutre devrait notamment être déterminé par la tendance de croissance. Avec un taux neutre égal à la croissance potentielle réelle de 2 %, le niveau des taux aux États-Unis serait plus élevé et aurait même dû passer au-dessus de 3 % début 2020. L'analyse du caractère expansionniste ou restrictif de la politique monétaire américaine dépend crucialement du niveau de ce taux. Les décisions récentes de la Réserve fédérale suggèrent que les membres du FOMC supposent que le taux neutre est faible aux États-Unis. Sa baisse serait non seulement justifiée par la baisse de la croissance potentielle américaine mais aussi par la demande d'actifs sûrs et liquides qui poussent le rendement à la baisse⁵.

La zone euro en taux négatifs

La baisse des taux et le ralentissement anticipé de l'activité ont poussé les taux longs à la baisse (graphique 52). Dans la zone euro, ils sont même devenus négatifs depuis mi-août alimentant le parallèle de plus en plus étroit entre la zone euro et le Japon. Les taux étaient négatifs depuis le début de l'année en Allemagne et le sont désormais en

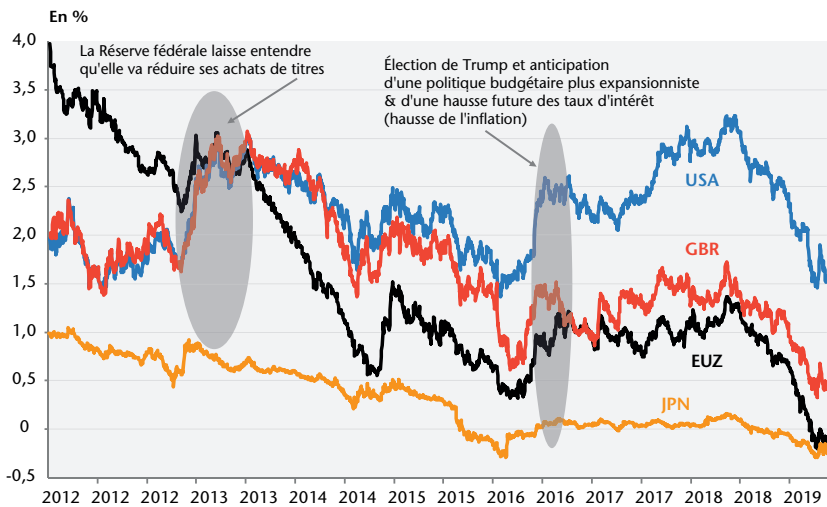
4. Voir Holston, Laubach et Williams (2017) par exemple.

5. Voir Del Negro, Giannoni, Giannone et Tambalotti (2017).

France, aux Pays-Bas, en Belgique, en Autriche, Finlande et en Irlande. L'élection de Donald Trump et son programme budgétaire ainsi que les anticipations de normalisation de la politique monétaire avaient poussé les taux fin 2016. Mais depuis 2018, les premières craintes sur un ralentissement à terme de la croissance et le retournement des anticipations sur l'évolution des taux directeurs ont poussé les taux de 3 % à 1,5 % début septembre, même s'ils ont ensuite remonté en fin de mois.

Du côté des taux de change, il y a eu peu de mouvements depuis le début de l'année 2019. Les marchés semblent intégrer le maintien d'une politique monétaire durablement plus expansionniste en zone euro qu'aux États-Unis. Nous supposons que l'euro baissera encore un peu à court terme. La relance du QE pousse l'euro à la baisse. À moyen terme, les déséquilibres de balance courante se traduiraient par une appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar qui s'établirait à 1,2 dollar pour un euro⁶.

Graphique 52. Évolution des taux longs



Source : Thomson Reuters.

6. Ducoudré, Timbeau et Villemot (2018) montrent que la stabilisation des soldes courants suppose un taux d'équilibre pour l'euro à 1,35 dollar.

9. Politiques budgétaires : la fin de la consolidation pour faire face aux incertitudes

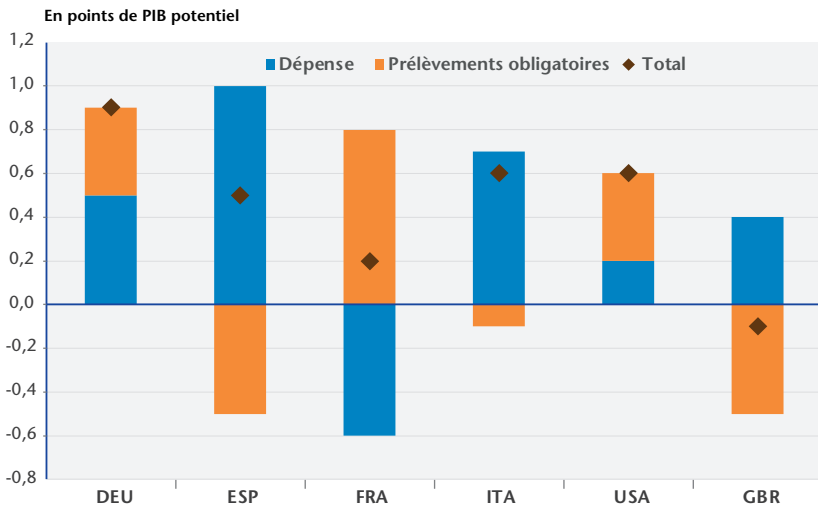
Les économies avancées s'orientent de plus en plus vers la fin de la consolidation structurelle de leurs comptes publics. Ce mouvement a démarré en 2018 outre-Atlantique. L'application du programme économique de D. Trump s'est traduite en 2018 par une impulsion budgétaire¹ conséquente de +1,4 point de PIB. Cette impulsion fait suite à 3 années de politique budgétaire globalement neutre (+0,1 point de PIB d'impulsion budgétaire moyenne pendant la période 2015-2017) et 4 années de contraction (impulsion budgétaire de -1,6 point de PIB par an entre 2011 et 2014) qui ont permis d'effacer la relance keynésienne décidée pour répondre à la Grande Récession. Au même moment, la politique budgétaire a eu une orientation neutre sur le Vieux continent, en contraste avec la consolidation budgétaire observée auparavant. Dans la zone euro, la politique budgétaire a eu une orientation légèrement expansionniste (+0,1 point de PIB) après une consolidation moyenne de 0,5 point par an entre 2011 et 2017. Sur fond de Brexit, le Royaume-Uni a eu une politique neutre après 7 ans consécutifs d'ajustement (le solde structurel primaire britannique se serait amélioré de 6 points de PIB depuis 2010).

Avec l'accentuation des incertitudes pesant sur la croissance mondiale, un scénario de taux d'intérêts souverains historiquement bas et la montée des revendications pour plus de pouvoir d'achat, les économies avancées vont majoritairement mettre en œuvre une politique budgétaire expansionniste dans les années à venir, notamment en 2019. Aux États-Unis, l'impulsion budgétaire restera forte en 2019 (+0,9 point) et ne serait que très faiblement compensée en 2020

1. Nous mesurerons l'impulsion budgétaire comme étant l'opposé de l'effort structurel. Cette mesure de l'orientation de la politique budgétaire tient compte d'un chiffrage *ex-ante* des recettes issues des nouvelles mesures fiscales et de la comparaison entre l'évolution des dépenses primaires en volume à la croissance potentielle en volume de l'économie totale.

(-0,1 point) et en 2021 (-0,2 point). En zone euro, la politique budgétaire agrégée serait expansionniste en 2019 (+0,4 point) et en 2020 (+0,3 point) et retrouverait une orientation légèrement négative en 2021 (-0,1 point). Enfin, au Royaume-Uni la politique budgétaire serait quasiment neutre au cours des années 2019-2021 avec une restriction budgétaire cumulée de 0,1 point de PIB (graphique 53). Si les risques économiques (récession industrielle) ou politiques (*hard* Brexit, guerre commerciale, instabilité gouvernementale en Espagne et en Italie) se matérialisaient, l'orientation de la politique budgétaire pourrait devenir plus expansionniste, notamment si les taux d'intérêts souverains restaient sensiblement inférieurs à la croissance nominale du PIB, ce qui permettrait de maintenir une même trajectoire de dette publique avec un déficit supérieur.

Graphique 53. Impulsion budgétaire cumulée (2019-2021)



Source : comptes nationaux, documents budgétaires nationaux, calculs OFCE.

États-Unis : la relance Trump se poursuit en 2019

En 2019, la politique budgétaire américaine gardera, pour la deuxième année consécutive, une orientation franchement expansionniste (+0,9 point de PIB après +1,4 point en 2018). Ce choc budgétaire est d'une ampleur historique dans un contexte où l'*output gap* est fermé. La grande réforme fiscale (Tax cuts and Jobs Act) induit une réduction des prélèvements obligatoires (PO) de 1,4 point de PIB (dont -0,6 point en 2019) tandis que la relance des dépenses, notamment

militaires, devrait générer une impulsion supplémentaire proche de 1 point de PIB (dont 0,3 point attendu en 2019).

Nous anticipons un changement d'orientation budgétaire pour 2020. La baisse de la fiscalité marquera une pause l'année prochaine (le taux de PO augmentera de +0,1 point) et la dépense primaire en volume évoluera de pair avec la croissance potentielle du PIB. Si les États-Unis ne réalisent pas d'impulsion budgétaire par la dépense, ceci masque une augmentation sensible des dépenses en infrastructures, plus que compensée par la maîtrise des dépenses non militaires, notamment celles liées à la santé. La légère consolidation budgétaire devrait se poursuivre en 2021 selon l'information disponible à ce jour. L'impulsion budgétaire devrait être de -0,2 point de PIB à cet horizon et serait réalisée exclusivement à travers la dépense publique.

La faible consolidation budgétaire attendue pour 2020 et 2021 (-0,3 point cumulé) ne suffira pas à effacer l'importante relance des deux années précédentes (+2,3 point de PIB). Dans ce contexte, le déficit public restera très élevé, à des niveaux inédits hors période de crise ou de guerre. Il s'établira à 5,6 % du PIB en 2019 (presque 700 milliards de dollar) et n'engagera qu'une lente décreue pour atteindre 5,8 % en 2021. La dette du gouvernement fédéral pourrait ainsi atteindre 113,4 % du PIB à la fin 2021. Compte tenu des échéances électorales de 2020, les prévisions pour 2020 et 2021 sont à prendre avec prudence. En particulier, le cycle électoral pourrait retarder l'ajustement budgétaire.

Zone euro : une politique légèrement accommodante au cours des trois prochaines années

La politique budgétaire dans la zone euro dans son ensemble sera expansionniste en 2019 (+0,4 point de PIB d'impulsion budgétaire). Toutes les grandes économies de l'union monétaire mettront en place une impulsion budgétaire positive. Elle est significative en Allemagne (+0,7 point), en France (+0,2 point), en Italie (+0,3 point) et en Espagne (+0,4 point). Ailleurs, des économies moyennes de l'union monétaire vont aussi contribuer au soutien budgétaire, comme les Pays-Bas (+0,3 point) ou la Belgique (+0,4 point).

En 2020, l'impulsion budgétaire de l'ensemble de la zone euro resterait positive (+0,3 point). L'Allemagne, la France, l'Espagne et l'Italie garderaient une impulsion budgétaire positive. Cette impulsion serait d'une ampleur comparable à celle de 2019 en France, en

Espagne et en Italie et serait un peu plus faible en Allemagne. En 2021, la politique budgétaire serait légèrement restrictive dans la zone euro (-0,1 point de PIB d'impulsion). Ce résultat d'ensemble masque le maintien d'une politique budgétaire expansionniste aux Pays-Bas (+1,0 point), le passage à une orientation plutôt neutre et en Italie et le retour de la consolidation budgétaire en Espagne (-0,4 point), en France et en Allemagne (dans chacun de ces pays-0,2 point). Toutefois, les prévisions pour 2021 sont à prendre avec prudence. Les gouvernements ont tendance à afficher des objectifs plus ambitieux dans leurs programmes de stabilité qu'au moment du vote des lois de finances. Par ailleurs, le maintien d'un scénario de taux d'intérêt souverain durablement bas, voire négatif pour certains pays à des échéances longues, peut donner des marges de manœuvre budgétaire pour augmenter l'impulsion budgétaire sans affecter les cibles de solde nominal.

Dans le détail, la politique budgétaire allemande restera expansionniste à horizon 2021, notamment en 2019 et en 2020 (+0,7 point de PIB en 2019 puis +0,4 point en 2020). Le soutien à la demande annoncé passerait par des mesures en soutien au pouvoir d'achat des ménages – par le biais des prestations sociales ou la fiscalité. Par ailleurs, le gouvernement allemand prévoit d'augmenter de 0,1 point de PIB la dépense militaire. Si le gouvernement allemand met en place une impulsion budgétaire positive cumulée de 0,9 point de PIB entre 2019 et 2021, l'orientation d'ensemble resterait relativement prudente au vu de la marge budgétaire disponible. Même en tenant compte du franc ralentissement de la croissance anticipée et de l'impulsion budgétaire, la dette publique reste sur une dynamique de baisse rapide, qui devrait la porter à 82 % du PIB à horizon 2021.

La politique budgétaire sera fortement expansionniste en Italie. En 2019, l'essentiel du soutien budgétaire provient de nouvelles mesures en dépenses publiques, chiffrées à 0,5 point de PIB. La baisse des prélèvements obligatoires liée à l'introduction progressive de la « flat tax » à 15 % pour les PME sera plus que compensée par d'autres mesures fiscales (abrogation de l'aide à la croissance économique (ACE) et du régime optionnel d'IRI). Dans ce contexte, le taux de PO pourrait augmenter de 0,2 point atténuant l'impulsion budgétaire qui serait au final de 0,3 point de PIB. Pour 2020, l'impulsion budgétaire resterait de +0,3 point de PIB. À nouveau, la dépense publique sera mobilisée (+0,2 point) avec essentiellement des mesures en faveur de l'investissement public. De même, la baisse des cotisations sociales devrait permettre de réduire le taux de PO de 0,1 point, s'ajoutant ainsi à

l'impulsion budgétaire. Enfin, la politique budgétaire serait quasiment neutre en 2021 avec une stabilité des PO et une dépense publique en volume qui progresse très légèrement au-dessus de la croissance potentielle du PIB. Dans ce contexte, le déficit public italien devrait se stabiliser à 2,2 % en 2019 du PIB et augmenter légèrement en 2020-2021 (2,4 % attendu en 2020 et 2,3 % en 2021). La dette publique augmenterait sensiblement et pourrait dépasser 138 % du PIB en 2021. Seule la Grèce affiche un niveau de dette publique supérieur, mais le financement de la dette transalpine est plus dépendant des marchés financiers, rendant la situation plus risquée.

En Espagne, l'impulsion budgétaire restera positive en 2019 (+0,4 point). Cette impulsion résulte du vote des mesures de soutien au pouvoir d'achat des ménages avec la hausse du salaire des fonctionnaires et la revalorisation des pensions. En revanche, l'ancien gouvernement minoritaire de P. Sanchez n'a pas réussi à faire voter les mesures de financement qui étaient initialement annoncées. Dans ce contexte, l'impulsion budgétaire pour 2019 sera positive dans l'attente des élections du 10 novembre 2019. Ayant peu de certitudes sur l'évolution politique, nous prévoyons la reproduction d'un scénario similaire pour 2020. La dépense publique resterait relativement dynamique, grâce aux mesures déjà votées et aux mécanismes d'indexation automatiques, tandis que les mesures de financement n'auraient pas une majorité à court terme. En 2020 nous attendons une impulsion budgétaire de 0,5 point de PIB. Pour 2021, nous prévoyons une consolidation budgétaire de 0,4 point de PIB, en ligne avec le Programme de stabilité. Toutefois, ce document présenté par le gouvernement minoritaire sortant reflète avant tout dans une perspective à moyen terme une volonté de respect des règles du volet préventif du Pacte de stabilité et de croissance. Avec la tenue de nouvelles élections, ces engagements peuvent évoluer, même s'il peut émerger à nouveau un gouvernement sans majorité parlementaire, empêchant des changements de cap budgétaire. Malgré l'absence d'ajustement budgétaire, le déficit devrait poursuivre sa décroissance pour s'établir à 1,9 % du PIB à l'horizon 2021, à la faveur d'une croissance du PIB qui resterait supérieure à celle du PIB potentiel.

En France, l'année 2019 sera marquée par l'impulsion budgétaire décidée au mois de décembre pour faire face au mouvement des Gilets jaunes. Au total, une impulsion budgétaire de 0,2 point de PIB sera mise en œuvre. Cette impulsion s'explique essentiellement par les nouvelles mesures de baisse des PO qui viendront soutenir le pouvoir

d'achat des ménages à hauteur de 0,4 point de PIB. Malgré la forte revalorisation de la prime d'activité décidée au mois de décembre, un effort d'économies sera fait sur la dépense primaire (de 0,1 point de PIB structurel). En 2020, les baisses structurelles de PO vont se poursuivre (de 0,3 point de PIB) avec notamment la baisse annoncée de l'impôt sur le revenu (5 milliards d'euros) et la dernière tranche d'exonération de taxe d'habitation pour 80 % des contribuables (3,7 milliards d'euros). L'effort annoncé sur la dépense publique primaire est d'une forte ampleur, de 0,3 point de PIB. Ainsi une impulsion budgétaire proche de 0,1 point de PIB est attendue pour 2020. En 2021, les mesures en PO prévues seraient moins importantes (-0,2 point de PIB), tandis qu'un fort ajustement de la dépense primaire serait maintenu. Dans ce contexte, la hausse du déficit public français de 2019 (à 3,1 % du PIB) s'explique exclusivement par l'effet ponctuel de la bascule CICE. À partir de 2020 le déficit diminuera fortement pour atteindre 2,0 % en 2021, son plus bas niveau en vingt ans. Dans ce contexte, la dette publique devrait entamer sa décroissance à partir de 2020.

Royaume-Uni : sur fond de *Brexit* le gouvernement annonce « la fin de l'austérité »

La politique budgétaire britannique sera neutre entre 2019 et 2021. Sur l'ensemble des trois années l'ajustement cumulé sera de seulement 0,1 point de PIB. Cette restriction sera de moindre ampleur qu'au cours des trois dernières années (où elle a représenté environ 1,9 point de PIB en cumulé de 2015 à 2018). Fin octobre, le gouvernement britannique a annoncé un plan de nouvelles dépenses, notamment dans le domaine de la santé et a revu à la baisse ses ambitions de réduction du déficit public. Le gouvernement retarde ainsi son objectif de réduction des déficits alors que les incertitudes associées au déroulement du *Brexit* sont un facteur de risque sur la croissance britannique. Sous nos hypothèses de croissance, le déficit public serait de 1,5 % de PIB en 2019 et augmenterait progressivement à 1,9 % en 2020 et 2,3 % en 2021. Dans ce contexte, la dette publique devrait augmenter à horizon 2021 pour s'établir à 84,8 % du PIB.

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

Alors que les incertitudes mondiales pèsent sur les perspectives de croissance, en 2019 la politique budgétaire affiche une orientation franchement expansionniste dans les économies avancées. Toutefois, le soutien à la croissance mondiale serait bien moindre. 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 passées².

Lorsque l'on tient compte de la totalité de ces éléments, on peut avoir des résultats contre-intuitifs. En particulier, en 2019, la politique budgétaire américaine aurait un impact négligeable sur le taux de croissance malgré une relance massive (tableau 9). En revanche, le soutien à la croissance serait non négligeable en Allemagne (+0,4 point), en France (+0,4 point) et en Italie (+0,3 point). En 2020, l'Espagne (+0,3 point) et la France (+0,1 point) garderaient une contribution positive de la politique budgétaire à la croissance, alors que l'impact serait légèrement négatif en Allemagne (-0,1 point dans ces pays) et un peu plus fort en Italie (-0,2 point) et aux États-Unis (-0,3 point) en lien avec l'épuisement des effets des relances mises en œuvre dernièrement et le début d'une phase d'ajustement modéré. En 2021, la politique budgétaire aurait des effets plus négligeables sur la croissance mais plutôt de signe négatif.

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. En absence de tensions sur l'appareil productif, ceci réduit les multiplicateurs budgétaires de demande, dépendants du cycle. Ceci est vrai tant aux États-Unis qu'en Allemagne. Par exemple, lorsque l'on tient compte de la composition de l'impulsion budgétaire américaine, une impulsion budgétaire de 2,3 points n'aura qu'un effet proche de 1 point sur le PIB à horizon 2020, suggérant un effet multiplicateur faible. Par ailleurs, avec un écart de production non creusé, les effets de court terme se dissipent rapidement. Un phénomène similaire est observé en Allemagne où une impulsion cumulée de 0,9 point augmentera le PIB de 0,1 point sur la période 2019-2021.

2. Sampognaro (2018).

Tableau 9. Impulsion budgétaire et comptes publics

	Impulsion budgétaire (en pts de PIB potentiel)			Solde public (en pts de PIB)			Dettes publiques (en pts de PIB)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
DEU	0,7	0,4	-0,2	1,2	0,7	0,3	59,7	58,1	56,0
ESP	0,4	0,5	-0,4	-2,6	-2,5	-1,9	97,6	96,5	95,3
FRA	0,2	0,1	-0,2	-3,1	-2,3	-2,0	98,9	98,9	98,5
ITA	0,3	0,3	0,0	-2,2	-2,4	-2,3	136,2	137,3	138,7
EUZ	0,4	0,3	-0,1	-0,9	-0,9	-0,8	84,1	83,2	82,0
USA	0,9	-0,1	-0,2	-6,3	-6,8	-5,9	108,9	112,6	115,3
GBR	-0,1	0,1	-0,1	-1,5	-1,9	-2,3	83,6	84,3	84,8

Sources : Commission européenne – Ameco, FMI, OCDE, et comptabilités nationales. Prévision OFCE.

En France, la politique budgétaire aura un impact franchement positif sur l'activité en 2019. Les mesures prises depuis le début du quinquennat augmenteraient la croissance sensiblement, sous l'effet principalement des seules mesures décidées à la suite du mouvement des Gilets jaunes qui amélioreraient à elles seules l'activité de 0,3 point en 2019. En intégrant l'effet des mesures passées, la politique budgétaire nationale contribuerait au PIB à hauteur de 0,5 point de PIB en 2019. En 2020, en soutenant le pouvoir d'achat des ménages la politique budgétaire gardera une contribution positive à la croissance (+0,1 point). En 2021, la politique budgétaire pèserait légèrement sur la croissance (-0,3 point). Les mesures passées n'apporteront plus de soutien à l'activité tandis que les mesures contemporaines pénaliseront sensiblement la demande, en lien avec un important effort sur la dépense publique primaire – notamment si le gouvernement maintient les économies sur les prestations sociales ayant un impact direct sur le pouvoir d'achat des ménages.

À certains égards, l'Espagne et l'Italie se situent dans des situations similaires. Les deux pays comptent avec des capacités de production disponibles et mettent en œuvre une impulsion budgétaire essentiellement à travers des mesures de soutien au pouvoir d'achat aux ménages. A priori, la contribution à la croissance devrait être non négligeable. Or, les effets des mesures budgétaires passées vont atténuer l'impact de la politique budgétaire discrétionnaire anticipée. Ainsi, les impulsions budgétaires transalpine et ibérique n'auraient qu'un impact

faible sur la croissance du PIB malgré la mobilisation de ressources non négligeables.

Enfin au Royaume-Uni, la politique budgétaire aura un impact légèrement positif sur la croissance en 2019 et en 2020 pour retrouver un effet neutre en 2021. En effet, si l'impulsion budgétaire cumulée fut très légèrement restrictive 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 se dissiperont rapidement tandis que les effets du choc d'austérité des trois dernières années s'effaceront et soutiendront la croissance du PIB.

10. Endettement des entreprises américaines : où en sommes-nous ?

Plus de dix ans après la crise dite des *subprime*, l'endettement du secteur privé non financier américain est à nouveau au centre des préoccupations de nombreux acteurs économiques. Les inquiétudes croissantes suscitées par l'endettement des agents privés aux États-Unis – en particulier les entreprises – s'accompagnent d'un ralentissement économique mondial, voire d'un risque de récession de l'économie américaine à l'horizon des prochains trimestres. Ce dernier scénario n'est pas celui que nous retenons dans notre prévision¹, mais le ralentissement de la croissance en cours outre-Atlantique s'ajoute au regain des tensions internationales, alimentées par la montée du protectionnisme. Ce climat multiplie les facteurs de risque pouvant affecter les marchés financiers par la hausse des primes de risque et *a fortiori* les agents privés non financiers, comme l'avaient été les ménages en 2008. Toutefois, un examen plus approfondi permet de mettre en évidence que si le développement de l'endettement privé est à nouveau problématique aux États-Unis, les facteurs de risque se sont déplacés des ménages vers les entreprises. Après une présentation rapide de l'endettement du secteur privé non financier et de son évolution depuis 2008, nous nous concentrerons donc plus spécifiquement sur la dette des entreprises non financières qui portent aujourd'hui le risque de crédit. Nous nous intéresserons notamment à l'évolution des prêts à effet de levier et aux obligations à haut rendement, puis nous exposons leurs liens avec la stabilité du secteur financier. Notre travail permet de retenir un certain nombre de facteurs pouvant favoriser ou au contraire limiter le risque lié à l'endettement des sociétés non financières américaines (tableau 10).

1. Voir la fiche : « États-Unis : beaucoup de bruit pour rien ? » dans la Partie : « Tour du monde de la situation conjoncturelle ».

Tableau 10. Facteurs favorisant ou limitant le risque lié à l'endettement des SNF

Facteurs de risque	Facteurs limitant le risque
Endettement des entreprises en hausse	Stock de dette très inférieur à celui des ménages en 2007
Part importante de la finance à effet de levier et <i>cov-lite</i>	Exposition directe des banques aux créances spéculatives limitée
Titrisation des créances	Collatéraux des entreprises plus diversifiés
Indices boursiers élevés	

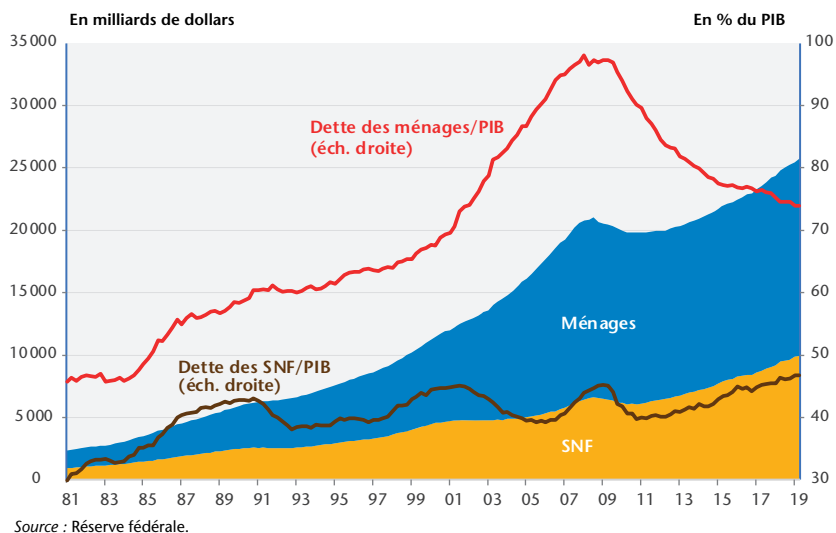
La dette privée n'est plus du côté des ménages mais du côté des sociétés non financières ...

Le graphique 54 présente en niveau et en pourcentage du PIB, la dette nominale des ménages et des entreprises non financières (SNF)². Entre 2010 et 2018, la dette des ménages a cru à un rythme annuel moyen de 1,2 % et s'élève actuellement à 15 800 milliards de dollars. La dette des SNF, plus faible sur toute la période, a progressé plus rapidement : 5,5 % en moyenne annuelle, pour atteindre aujourd'hui 10 000 milliards de dollars. Rapportée au PIB, la dette des ménages poursuit sa baisse (-23 points depuis 2008) même si le mouvement est de plus en plus lent, tandis que la dette des SNF, à 46,7 % du PIB mi 2019, ne cesse d'augmenter. Elle se situe désormais à 1,6 point au-dessus de son dernier point haut de 2008. En cumulé, le taux d'endettement global des agents privés non financiers rapporté au PIB est donc de 21,5 points inférieur à son niveau de 2008. Malgré tout, en revanche, la question du risque de crédit continue de se poser, cette fois du côté des SNF.

Pointé depuis plusieurs trimestres par les grands organismes de veille internationale (FMI, OCDE, BRI), l'endettement des sociétés non financières américaines soulève des inquiétudes car outre sa hausse, la qualité des emprunteurs et du crédit a fortement évolué depuis dix ans. La recherche de rentabilité du secteur financier a permis d'augmenter l'offre de crédit, au détriment de la qualité de l'encours de dette. La capacité du secteur financier à adapter son offre est bénéfique pour l'économie dans la mesure où elle permet aux entreprises de financer leurs investissements, mais elle peut aussi conduire à des émissions de

2. Nous définissons la dette des sociétés non financières comme la somme de leurs crédits et des obligations. Les données venant de la Réserve fédérale sont consolidées.

Graphique 54. Dette des ménages et des SNF américains



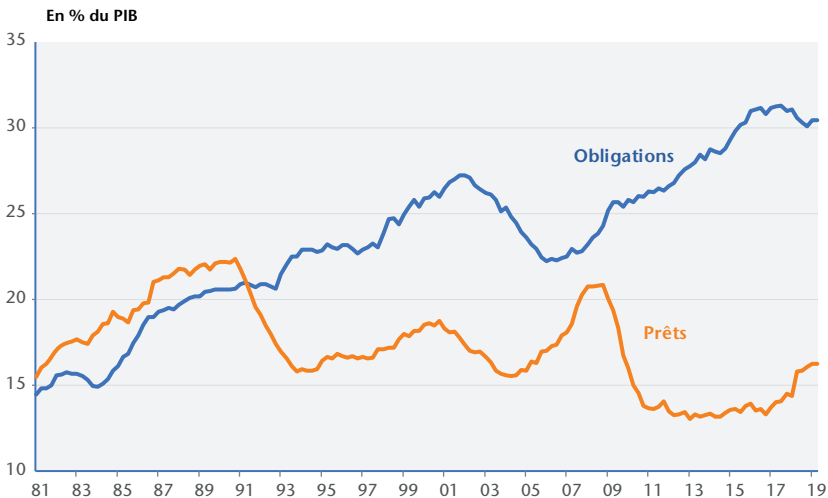
dette excessives. Ce risque lié aux innovations financières et documenté dès 2005 par Rajan³ touche aujourd'hui les entreprises américaines. À l'instar des précédentes phases d'expansion ayant précédé les retournements économiques, le développement de l'offre de crédit, et notamment de la finance à risque, est particulièrement procyclique. Les investisseurs sont davantage enclins à accroître leur exposition au risque en période de forte croissance, pour augmenter la distribution de crédits, y compris à des agents non financiers déjà très endettés. Une telle procyclicité est de nature à amplifier l'impact d'un choc négatif tel qu'un retournement d'activité, par des restrictions brutales de l'offre de crédit à des agents fragilisés, comme déjà observé lors de la précédente crise. Toutefois, le graphique 54 montre que la dette supportée par les entreprises est très largement inférieure au record atteint par les ménages en 2007 (près de 100 % du PIB américain). De plus, les crédits bancaires ne participent qu'au tiers du financement des entreprises, lesquelles se financent majoritairement sur les marchés financiers.

3. Rajan, Raghuram G., 2005, « Has financial development made the world riskier? », *NBER working paper*, n° 11728.

Un changement récent dans le financement des sociétés non-financières américaines

Si la dette des SNF dépasse aujourd'hui les niveaux atteints lors des précédents cycles financiers, sa composition a également fortement évolué (graphique 55). Depuis le début des années 1990, les titres obligataires ont pris une part croissante dans le financement des entreprises, au détriment du crédit bancaire. De moins de 50 % pendant les années 1980, la part de la finance de marché dans la dette totale des SNF est passée à environ 60 % à la fin des années 1990 pour culminer à 70 % début 2017. Après la crise de 2008 et surtout la reprise économique de 2010 et la baisse des taux d'intérêt, les entreprises ont massivement accru le recours au marché obligataire. Alors que la dette bancaire atteignait un niveau historiquement bas (13 % du PIB entre 2011 et 2016), la dette obligataire a progressé de 4 points de PIB sur la période, pour culminer à plus de 30 % du PIB fin 2016. La période récente a vu l'entrée des SNF dans un nouveau cycle d'endettement avec cette fois un recours croissant aux prêts malgré la hausse des taux d'intérêt américain. L'encours de prêts s'est accéléré de 2,9 points de PIB entre fin 2016 et mi 2019, pour s'établir à 16,3 % du PIB en fin de période (3 500 milliards de dollars) tandis que la dette obligataire, avec la reprise des taux longs, se réduisait de 0,4 point pour rester autour de 30 % du PIB (6 500 milliards de dollars).

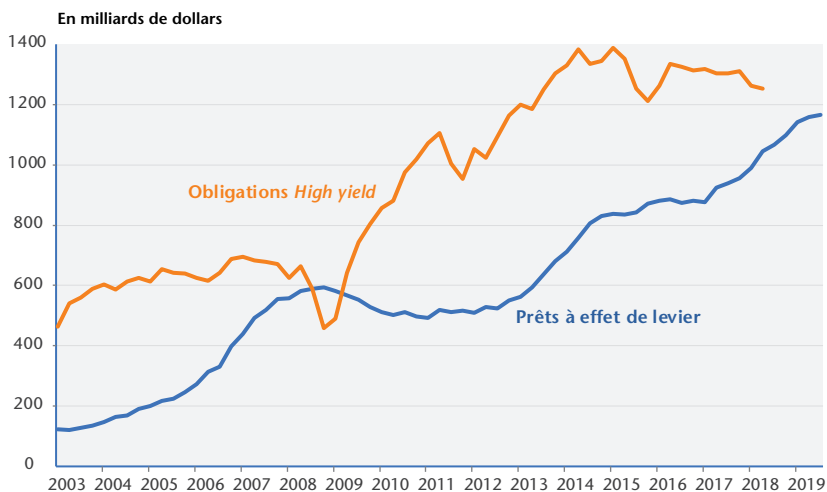
Graphique 55. Composition de la dette des SNF



Source : Réserve fédérale.

À partir de 2017, la hausse de l'endettement des SNF a été en grande partie portée par l'essor de la finance à effet de levier (FEL), technique destinée à accroître la rentabilité des capitaux propres à partir de l'endettement. Si le recours à cette stratégie a été largement encouragé par l'abondance de liquidités et des taux d'intérêt faibles, cette stratégie s'avère de plus en plus risquée dès lors qu'elle s'étend à des entreprises moins bien notées et déjà lourdement endettées. Selon la BRI (septembre 2018), la finance à effet de levier – au moyen d'obligations à haut rendement et de prêts à effet de levier – a vu sa taille doubler depuis 2008. Elle représentait 2 300 milliards de dollars à la mi 2018 aux États-Unis dont un peu plus de 1 044 milliards en prêts à effet de levier⁴ (soit un tiers de l'encours de prêts des SNF) et 1 252 milliards en obligations à haut rendement (*high-yield*) (19 % de la dette obligataire des SNF). Chacune des deux composantes représente entre 10 et 12 % de la dette totale des SNF et environ 5,5 % du PIB américain. Au troisième trimestre 2019, toujours selon la BRI, les prêts à effet de levier atteignent 1 166 milliards, soit un niveau comparable à celui de la dette obligataire à haut rendement (graphique 56).

Graphique 56. La finance à effet de levier aux États-Unis



Note : Seuls les prêts à effet de levier institutionnels sont comptabilisés.

Source : Banque des règlements internationaux, *Quarterly Review* septembre 2018 et septembre 2019.

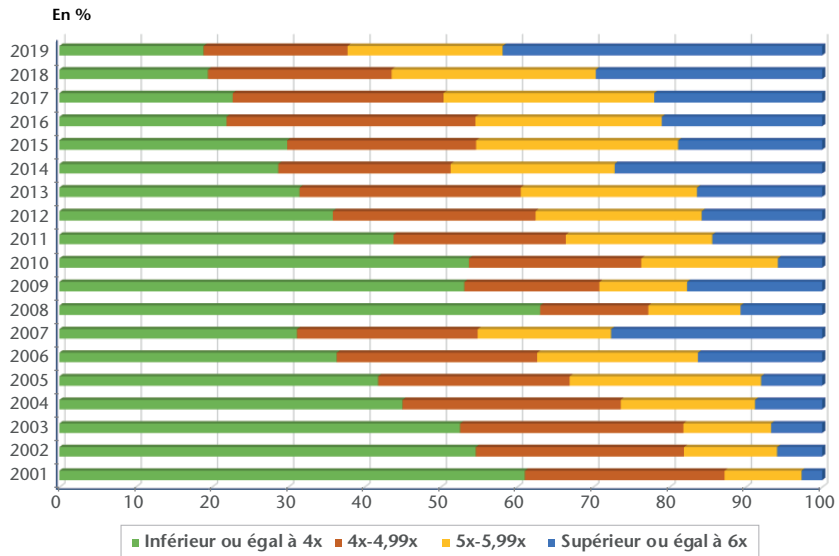
4. Les données publiées par les banques centrales et les institutions internationales, dont la BRI, ne retiennent dans les prêts à effet de levier que les prêts dits « institutionnels », c'est-à-dire issus de fonds des investisseurs non bancaires (fonds de pension, FCP, fonds spéculatifs, ...). Ils font l'objet d'un montage financier orchestré par les banques via des prêts syndiqués. Pour un exposé plus détaillé, voir Ivashina, V et Sun, Z (2011) « Institutional demand pressure and the cost of corporate loans », *Journal of Financial Economics*, 99, 500-522.

Au-delà de l'expansion rapide de l'endettement des SNF observé depuis une dizaine d'années, la montée du risque emprunteur tient de plus en plus à la solvabilité et à la vulnérabilité face à un choc (retournement macroéconomique, hausse des taux d'intérêt et difficultés de refinancement, ...).

L'essor des prêts à effet de levier...

Le changement le plus notable sur la période récente dans la composition de la dette est la montée en puissance très rapide des prêts dits « à effet de levier », dont les contours et la quantification demeurent très imprécis⁵. Il s'agit de prêts accordés à des entités présentant un niveau d'endettement important, dans le but de financer des fusions-acquisitions, des opérations de refinancement ou le versement de dividendes. Le graphique 57 montre qu'en 2019, 41,9 % des prêts à effet de levier sont accordés à des entreprises qui

Graphique 57. Prêts à effet de levier accordés aux SNF, ventilation par ratio dette/EBITDA



Source : S &P Global et Réserve fédérale.

5. Il n'existe pas de définition unique permettant d'identifier les prêts à effet de levier. Par conséquent, ces derniers font l'objet d'estimations pour le moins divergentes selon les sources. La Réserve fédérale offre une définition plus détaillée depuis 2013 (voir la *Supervisory letter* n° SR 13-3).

ont une dette supérieure à 6 fois leur EBITDA⁶ et que 20,3 % le sont à des entreprises qui ont une dette comprise entre 5 et 6 fois leur EBITDA. En 2007, le risque était moindre sur ce segment, les parts s'élevant alors respectivement à 27,7 % et 17,5 %.

L'octroi de prêts risqués par le secteur financier s'explique par plusieurs facteurs. Tout d'abord les politiques d'assouplissement monétaire menées par la Réserve fédérale ont eu un impact négatif sur le résultat des établissements de crédits qui se sont orientés vers des produits plus attractifs mais aussi plus risqués pour restaurer leur rentabilité. Ensuite, l'effort budgétaire du gouvernement américain a permis de soutenir la croissance et a créé un climat favorable aux investissements des entreprises. Enfin, le désendettement des ménages et la disparition de la majorité des CDO (*collateralised debt obligations*) ont incité les créanciers à se recentrer sur le marché des entreprises, moins affectées par la crise financière de 2008. La part croissante des entreprises fortement endettées dans le marché des prêts à effet de levier traduit donc une appétence des institutions financières pour le risque présentant des similarités avec les prêts immobiliers des années 2000. Dans un marché où la demande est peu extensible, ces institutions sont contraintes de déplacer progressivement leur offre vers des agents de moins en moins solvables afin de ne pas perdre de parts de marché. Pour autant, le taux de défaut sur les prêts à effet de levier demeure faible en 2019 (graphique 58), suggérant que les entreprises ne rencontraient pas de difficultés particulières jusqu'à présent, probablement en raison d'une conjoncture favorable et d'une politique monétaire plutôt accommodante.

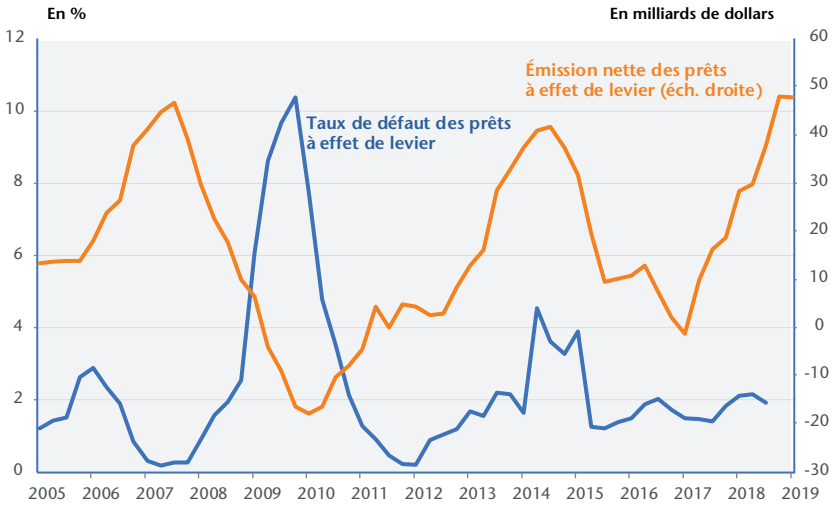
Outre les prêts à effet de levier, la BRI note l'essor des prêts « cov-lite » aux États-Unis, caractérisés par une faible exigence des banques vis-à-vis des indicateurs justifiant de la bonne santé financière du débiteur⁷. Alors qu'ils représentaient 20 % des émissions des crédits à effet de levier en 2010, les prêts *cov-lite* sont aujourd'hui très majoritaires (80 % des émissions)⁸ et sont susceptibles d'accroître les problèmes de confiance en raison du manque d'information des créditeurs sur leurs débiteurs. La superposition des vulnérabilités liées aux prêts à effet de levier et aux prêts *cov-lite* peut donc devenir

6. *Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*. Cette mesure est proche de l'excédent brut d'exploitation mais ne retrace pas les taxes et impôts.

7. Voir BIS, 2019, « International banking and financial market developments », *BIS Quarterly Review*, septembre.

8. *Ibid*, encadré B.

Graphique 58. Émission et taux de défaut des prêts à effet de levier



Note : Seuls les prêts à effet de levier institutionnels sont comptabilisés.

Sources : S&P Global et Réserve fédérale.

problématique en cas de ralentissement de la conjoncture et plus généralement dans le cas d'un choc négatif quelconque.

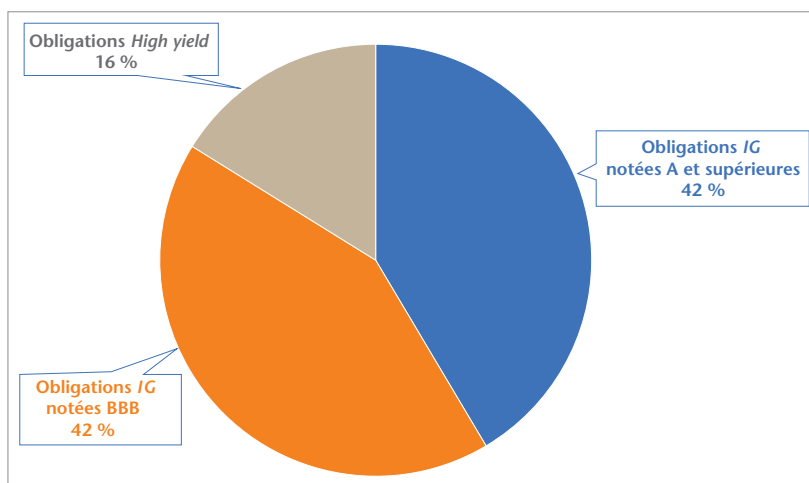
Deux éléments tempèrent toutefois le risque lié au crédit et la comparaison avec la précédente crise. En premier lieu, si le montant des prêts à effet de levier apparaît comparable à celui des *subprime* (1 166 milliards de dollars d'encours au troisième trimestre 2019 pour les premiers, 1 100 milliards pour les seconds en 2006), ils sont moindres une fois rapportés au PIB. Alors que les prêts à effet de levier représentent 5,5 % du PIB en 2019, les prêts *subprime* s'élevaient à 8 % du PIB américain en 2006.

De plus, les entreprises possèdent des collatéraux diversifiés qui sont susceptibles de mitiger le risque d'une défaillance d'un certain nombre d'entre elles. Contrairement aux ménages, dont la seule garantie n'était qu'un bien immobilier souvent surévalué lors de la précédente crise, les actifs des entreprises sont dispersés dans plusieurs secteurs et marchés limitant, en théorie, l'hypothèse d'un risque systémique. Il n'en demeure pas moins qu'un blocage du crédit aux SNF lié à une incertitude vis-à-vis de leur solvabilité aurait des conséquences importantes sur leur trésorerie et *a fortiori* sur l'économie américaine.

...et des titres à hauts rendements (*high yields bonds*) aussi importants mais plus stables

La dette obligataire détenue par les entreprises américaines avoisine désormais 6 400 milliards de dollars dont 5 100 milliards, soit 80 % du total, sont notés en *Investment grade* (IG, c'est-à-dire de qualité supérieure et moyenne, allant du rang AAA à BBB-) et 1 300 milliards en *Non Investment Grade* (NIG), plus risqués et donc à plus haut rendement (d'où leur autre appellation *high yield*). Ce dernier segment est aussi important que les prêts à effet de levier et demeure stable depuis 2015.

Graphique 59. Composition de la dette obligataire des entreprises, 2018



Source : IMF, *Global Financial Stability Report: Lower for Longer*, October 2019.

Si le segment des obligations *high yield* est le plus à risque en cas de choc extérieur, la qualité des portefeuilles de titres notés IG détenus par les investisseurs se dégrade du fait d'un changement de structure. Selon l'OCDE⁹, depuis la crise de 2008, l'encours des obligations BBB a plus que quadruplé aux États-Unis et leur part dans l'encours des obligations notées IG est passée de 34,6 % en 2007 à 49,3 % en 2018. En termes d'émissions, 54 % des nouvelles émissions IG sont en classe BBB en 2018 contre 30 % en 2008.

9. Voir Çelik, S. et al. (2019), www.oecd.org/corporate/Corporate-Bond-Markets-in-a-Time-of-Unconventional-Monetary-Policy.htm.

Par ailleurs, comme pour les prêts à effet de levier, les investisseurs ont réduit leurs exigences en matière de protection contre le risque en échange d'un plus haut rendement. En effet, si la bonne qualité de l'emprunteur dans les obligations les mieux notées peut expliquer le peu de clauses de protection couvertes parmi les 27 clauses standard (en moyenne de 4 à 6 sont inscrites), ce n'est pas le cas pour les obligations notées *NIG*. Or en 2018, seulement 34 % des clauses (soit 9 en moyenne) étaient inscrites dans les contrats alors qu'elles étaient de 47 % en 2000.

Un autre point de fragilité vient de l'attitude des détenteurs de titres obligataires en cas de choc. En 2018, les obligations *IG* sont détenues principalement par les investisseurs institutionnels (29 % par les assurances-vie, 18 % par les Fonds communs de placement (FCP), 17 % par les fonds de pension). Or, comme on l'a vu, ces investisseurs, contraints par un encadrement strict de leurs placements, se sont orientés de plus en plus vers les titres les plus rentables de la catégorie la plus sûre *IG*. En cas de choc et de retournement de la conjoncture, les obligations notées *BBB* pourraient être dégradées et entrer dans la catégorie *NIG* (les *fallen angels*), ce qui fut le cas pour 2,8 % des obligations *BBB* en 2017. Mais cette part pourrait augmenter : lorsque le taux de défaut a atteint son record en 2009, 11,4 % des obligations *BBB* avaient été concernées. En particulier, les FCP détiennent la moitié de leur portefeuille en obligations notées *BBB* (contre 20 % en 2010) et pourraient être contraints de se délester rapidement de grandes quantités d'obligations. Face à des ventes de détresse, les titres seraient déclassés et passeraient en *NIG*, un marché relativement étroit (moins d'investisseurs) et peu liquide. Une hausse des taux sur le marché obligataire n'est donc pas à exclure, avec notamment un problème de refinancement pour les SNF les plus exposées.

D'une manière générale, les risques liés à une dégradation des obligations concerne davantage les investisseurs que les banques. Toutefois, ces dernières peuvent détenir des créances sur des établissements investissant dans des produits peu sûrs, qui peuvent être des obligations à haut rendement mais également des prêts à effets de levier titrisés. C'est la raison pour laquelle les risques liés aux obligations risquées et aux crédits à effet de levier peuvent se superposer et amplifier l'impact d'un retournement macroéconomique.

Une titrisation modérée des prêts à effet de levier mais des indices boursiers élevés

À l'instar des créances immobilières à l'origine de la précédente crise financière, les prêts accordés aux entreprises sont en partie titrisés dans des CLO (*collateralised loan obligations*), mais l'estimation du volume de titrisation s'échelonne entre 30 % pour la BRI et 50 % selon la Banque de France¹⁰. Les estimations les plus hautes se situent donc largement en-dessous des niveaux atteints par les crédits *subprime*, lesquels étaient titrisés dans des CDO (*collateralised debt obligations*) à plus de 80 % selon la Banque de France. Le principe des CLO et des CDO est identique : les titres de dette sont agrégés dans des produits financiers afin d'être vendus à des investisseurs, après avoir été notés en fonction du risque qu'ils présentent.

En se référant aux statistiques fournies par les différentes institutions, qui estiment le volume des prêts à effet de levier à 1 200 milliards de dollars et leur titrisation comprise entre 33 % et 50 %, on obtient une approximation inférieure au volume des crédits *subprime* titrisés en 2007. Comme nous l'avons évoqué ci-dessus, les collatéraux sont davantage diversifiés dans le cadre des créances aux entreprises (limitant le risque) mais la concentration des CLO au sein de certaines banques demeure un facteur de vulnérabilité important pour l'économie réelle. Selon les données publiées par *S&P global*, la détention de CLO au premier trimestre 2019 dépassait le milliard de dollars pour une dizaine de banques et même les 10 milliards de dollars dans le cas de Wells Fargo, JPMorgan Chase et Citigroup. La Réserve fédérale note toutefois que les banques et les fonds de pension détiennent essentiellement des produits notés AAA, tout en admettant la difficulté d'identifier précisément les détenteurs des CLO¹¹.

Si ces montants apparaissent négligeables rapportés à la capitalisation ou au résultat des établissements concernés, leurs positions croisées sur d'autres sociétés financières plus fragiles sont de nature à amplifier les chocs auxquels ils sont susceptibles de faire face. Ce risque de contagion s'explique par le fait que les sociétés d'assurance investissent également dans les CLO, leur engagement atteignant 122 milliards de dollars début 2019 selon les données de *S&P global*.

10. Voir Banque de France, 2019 « Faut-il avoir peur des *leveraged loans* aux États-Unis ? », billet de blog du 4 juillet 2019 et BIS, 2019, « International banking and financial market developments », *BIS Quarterly Review*, septembre.

11. Liu E. et Schmidt-Eisenlohr T., « Who owns US CLO securities? », *FEDS notes*, juin 2019.

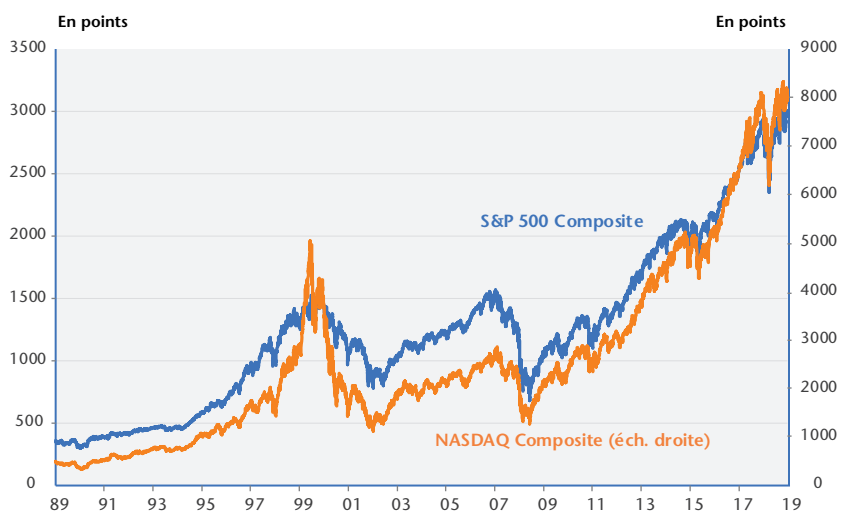
Dans la mesure où les interactions entre banques et sociétés d'assurance sont importantes (prêts syndiqués, couvertures de défaut), la fragilité de quelques entités peut se propager à d'autres établissements par le biais des créances croisées, puis par le canal de la confiance. Par ailleurs, la part des prêts à effet de levier de qualité douteuse (B- ou inférieur) dans les CLO tend à augmenter¹², ce qui expose les investisseurs à des risques de défaut croissants.

La difficulté d'évaluer le risque que représentent les créances accordées aux entreprises américaines s'explique par deux facteurs. Le premier facteur est l'opacité générée par la titrisation des créances dans le cadre des CLO, dont les notations (même les plus élevées) ne garantissent pas une absence de risque. Bien que la titrisation permette de « disperser » le risque entre plusieurs détenteurs, elle génère également une incertitude en raison du manque d'information sur les créances composant les produits et de la multiplication des positions croisées. Peu perceptible en période de croissance économique, cette opacité se manifeste par des blocages du crédit très soudains lors de chocs, comme observé lors de la dernière crise financière. En l'espèce, les CLO sont susceptibles de créer les mêmes effets que les CDO en termes de confiance, indépendamment de leur niveau de risque puisqu'il s'agit ici de comportements résultant du manque d'information. La seconde difficulté résulte du fait que contrairement à la précédente crise, les prêts accordés aux SNF n'alimentent pas de bulle sur le prix d'un bien spécifique (comme l'immobilier), limitant la visibilité du risque. En revanche, l'évolution particulièrement haussière des indices boursiers peut suggérer un phénomène de bulle, sans qu'il ne soit possible d'attribuer la causalité à la vigueur de l'endettement.

Les évolutions du S&P 500 et du NASDAQ (graphique 60) apparaissent d'autant plus importantes lorsqu'elles sont mises en perspective avec les performances d'autres places financières (tableau 11) depuis 2010. L'instabilité chronique des marchés financiers, associée au ralentissement de l'économie américaine représentent à ce jour les principales vulnérabilités pouvant fragiliser les sociétés non financières fortement endettées et *a fortiori* leurs créanciers. Toutefois et comme précisé au début de notre exposé, les volumes de crédits accordés aux entreprises demeurent très inférieurs à ceux contractés par les ménages lors de la bulle immobilière laissant entrevoir une plus forte résilience du secteur financier à un choc macroéconomique.

12. Voir BIS (2019).

Graphique 60. Évolution du S&P 500 et du NASDAQ



Source : Données S&P et NASDAQ stock market, obtenues via datastream.

Tableau 11. Évolution de l'indice de différentes places financières (en points)

Indice	Moyenne 2010	Moyenne 2019*	Progression (%)
S&P 500	1 139	2 854	+ 150
NASDAQ	2 349	7 762	+ 230
CAC 40	3 749	5 344	+ 42
FTSE 100	5 472	7 261	+ 33
DAX	6 195	11 839	+ 91

* Pour 2019, la moyenne est réalisée entre janvier et septembre.

Sources : S&P, NASDAQ stock market, Deutsche Boerse, Euronext et FTSE obtenues via datastream.

Références

- Ahir H., N. Bloom et D. Furceri, 2019, « New Index Tracks Trade Uncertainty Across the Globe », *IMF Blog*, 9 septembre.
- Amiti M., S. J. Redding et D. E. Weinstein, 2019, « The impact of the 2018 Trade War on U.S. Prices and Welfare », *CEPR Discussion Paper*, DP 13564, mars.
- Antonin C., Guerini M., Napoletano M. et F. Vona, 2019, « Italie : sortir du double piège de l'endettement élevé et de la faible croissance », *OFCE Policy brief*, 55, 14 mai.
- Banque asiatique de développement, 2019, *Asian development Outlook 2019, Update – Fostering growth and inclusion in Asia's cities*, septembre.
- BIS, 2019, « International banking and financial market developments », *BIS Quarterly Review*, septembre.
- 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.
- Boungou W., 2019, « Negative interest rates, bank profitability and risk-taking », *OFCE Working Paper*, n° 10.
- Bugamelli M. *et al.*, 2018, « Productivity growth in Italy: a tale of a slow-motion change », *Bank of Italy. Occasional Paper*, 422.
- Çelik S., G. Demirtaş et M. Isaksson, 2019, « Corporate Bond Markets in a Time of Unconventional Monetary Policy », *OECD Capital Market Series*, Paris.
- Del Negro M., Giannone D., Giannoni M. P. et Tambalotti A., 2017, « Safety, liquidity, and the natural rate of interest », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2017(1), 235-316.
- Ducoudré B. et É. Heyer, 2017, « Quel nouveau sentier de croissance de la productivité du travail ? Une analyse pour 6 grands pays développés », *Revue de l'OFCE*, n° 152, novembre.
- Felbermayr G. et M. Steininger, 2019, « Trump's trade attack on China - who laughs last? », *EconPol Policy Brief*, n° 13, février.
- FMI, 2019, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre.
- Freund C., M. Ferrantino, M. Maliszewska et M. Ruta, 2018, « Impacts on Global Trade and Income of Current Trade Disputes », World Bank, *MTI Practice Notes*, n° 2, juillet.
- Georgieva Kristalina, 2019, « Le ralentissement de la croissance exige une riposte accélérée », *Intervention* du 8 octobre, FMI.
- Holston K., Laubach T. et Williams, J. C., 2017, « Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants », *Journal of International Economics*, n° 108, S59-S75.

- Jean S., M. Philippe et S. André, 2018, « Avis de tempête sur le commerce international : quelle stratégie pour l'Europe ? », *Les Notes du CAE*, n° 46, juillet.
- Mrabet H., 2016, « Comment expliquer la faiblesse de la productivité en Italie ? », *Lettre Trésor-Éco*, n° 170, mai.
- Sampognaro R., 2018, « Les effets de la politique budgétaire depuis 2008 dans six économies avancées », *Revue de l'OFCE*, n° 155.
- Schott Jeffrey J., 2019, *Reinventing the Wheel: Phase One of the US-Japan Trade Pact*, PIIE, 27 septembre.
- Verdugo G., 2016, « Real wage cyclicality in the Euro zone before and during the Great Recession: Evidence from micro data », *European Economic Review*, vol. 82, pp. 46-69.
- Vicard V., 2018, Une estimation de l'impact des politiques commerciales sur le PIB par les nouveaux modèles quantitatifs de commerce », *Focus du CAE*, n° 22, juillet.

11. ANNEXE TABLEAUX

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

	2019				2020				2021				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
Taux de change ¹																	
1 €=...dollars	1,14	1,12	1,11	1,07	1,07	1,10	1,10	1,10	1,15	1,15	1,20	1,20	1,12	1,18	1,11	1,09	1,18
1 \$=...yens	110	110	108	105	105	105	105	105	105	105	105	105,0	113	111	108	105	105
1 £=...euros	1,14	1,10	1,15	1,12	1,12	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,15	1,13	1,13	1,10	1,10
Taux d'intérêt directeurs des banques centrales¹																	
USA	2,50	2,50	2,25	2,00	1,75	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,10	1,90	2,31	1,56	1,50
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	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
EUZ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,00	0,00	0,00	0,00	0,06
GBR	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	1,00	1,00	1,00	0,25	0,48	0,75	0,75	1,00
Taux d'intérêt à 10 ans¹																	
USA	2,65	2,34	1,70	1,6	1,6	1,8	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,3	2,91	2,07	1,85	2,00
JPN	-0,04	-0,10	-0,22	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,08	-0,13	-0,11	-0,10
EUZ	1,11	0,80	0,17	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	1,2	1,27	0,57	0,18	0,20
GBR	1,29	1,17	0,78	0,71	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,4	1,2	1,44	0,99	0,80	1,20
Matières premières																	
Prix du pétrole Brent, en \$ ¹	63,0	68,9	62,3	62,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	54,3	71,0	64,0	60,0	60,0
Prix du pétrole Brent, en € ¹	55,1	61,4	56,0	57,9	56,1	54,5	54,5	54,5	52,2	52,2	50,0	50,0	48,3	60,0	57,6	54,9	51,1

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. Prévision OFCE octobre 2019.

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

Millions de barils/jour sauf mention contraire, cvs

	2019				2020				2021				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
Demande mondiale	100,2	100,6	100,9	101,0	101,3	101,7	102,1	102,4	102,6	102,9	103,1	103,4	98,6	99,9	100,7	101,9	103,0
En taux de croissance ¹													1,7	1,4	0,8	1,2	1,1
PIB mondial ¹													3,5	3,3	2,8	2,8	2,9
Intensité pétrolière ¹													-1,8	-1,9	-1,8	-1,8	-1,8
Production mondiale	100,6	100,6	100,5	101,1	101,6	101,9	102,2	102,5	102,8	102,9	103,2	103,8	98,1	100,8	100,7	102,1	103,2
Dont OPEP	35,9	35,4	34,9	35,2	35,2	35,0	34,8	34,6	34,5	34,4	34,4	34,5	37,4	37,3	35,4	34,9	34,5
Non OPEP	64,7	65,2	65,6	65,9	66,4	66,9	67,4	67,9	68,2	68,5	68,8	69,3	60,7	63,5	65,3	67,1	68,7
Variation de Stock	0,3	0,0	-0,4	0,1	0,4	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	0,1	0,4	-0,5	0,8	0,0	0,2	0,2
Dont OCDE	0,2	0,3	-0,4	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,1	0,0	0,1	0,0
Prix du pétrole Brent en \$²	63,1	68,9	61,5	62,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	54,3	70,9	63,9	60,0	60,0
Prix des matières premières industrielles ²	-8,2	1,3	-8,8	-1,9	-1,8	-1,9	-1,4	-1,9	-1,5	0,0	0,0	0,0	20,5	23,5	-14,0	-9,8	-4,1
Taux de change 1 € = ...\$	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2	1,1	1,1	1,2
Prix du Brent en €	55,2	61,4	55,3	56,4	57,1	54,5	54,5	54,5	52,2	52,2	50,0	50,0	48,3	60,0	57,1	55,2	51,1

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 2019.

A3. États-Unis : résumé des prévisions

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

	2019				2020				2021				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,8	0,5	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	2,4	2,9	2,2	1,3	1,5
PIB par habitant	0,6	0,4	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	1,7	2,3	1,6	0,6	0,7
Consommation des ménages	0,3	1,1	0,7	0,7	0,5	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	2,6	3,0	2,6	2,0	1,7
Consommation publique	0,3	1,0	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,6	1,7	1,7	1,5	1,4
FBCF totale dont :	0,8	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	4,2	4,8	1,6	-0,4	0,7
Production privée	1,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	4,4	6,4	2,5	-0,3	0,6
Logement	-0,3	-0,7	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,3	0,5	0,6	0,6	3,5	-1,5	-2,6	-0,6	1,3
Administrations publiques	2,4	1,9	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,2	2,0	4,1	1,1	1,2
Exportations de biens et services	1,0	-1,4	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	3,5	3,0	-0,3	0,0	1,2
Importations de biens et services	-0,4	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	4,7	4,4	1,5	0,9	1,4
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,9	0,5	0,5	0,4	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	2,6	3,2	2,4	1,6	1,6
Variations de stocks	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,1	0,0
Commerce extérieur	0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1
Déflateur de la consommation*	1,4	1,4	1,4	1,4	1,7	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,8	2,1	1,4	1,5	1,5
Taux de chômage	3,9	3,6	3,7	3,8	3,9	4,1	4,2	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	3,9	3,7	4,1	4,4
Solde courant, en % du PIB													-2,3	-2,4	-2,4	-2,2	-2,0
Solde public, en % du PIB													-2,7	-5,2	-5,6	-5,7	-5,8
Dette publique, en % du PIB													105,0	106,8	108,3	110,9	113,4
Impulsion budgétaire, en points de PIB													0,5	1,4	0,9	-0,1	-0,2
PIB zone euro	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	2,7	1,9	1,2	1,2	1,3

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

Sources : Bureau of Economic Analysis (BEA), Bureau of Labor Statistics (BLS), prévision OFCE octobre 2019.

A4. Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2019				2020				2021				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	2,7	1,9	1,2	1,2	1,3
PIB par habitant	0,4	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	1,4	1,5	0,9	0,9	1,0
Consommation des ménages	0,4	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,0	0,7	0,6	0,7	0,7
Consommation publique	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3
FBCF totale dont :	0,2	0,6	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,8	0,5	0,6	0,3	0,3
Productive	-0,2	0,7	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	3,6	3,5	1,7	2,3	1,0
Logement	1,4	0,0	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	5,0	4,8	4,0	3,6	2,6
Exportations de biens et services	0,9	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	2,7	1,7	1,1	0,4	0,7
Importations de biens et services	0,4	0,3	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	2,2	1,2	1,0	0,5	0,7
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	2,1	1,4	1,5	1,3	1,2
Variations de stocks	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,0	0,0
Commerce extérieur	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	0,1	-0,1	0,0
Prix à la consommation (IPCH)*	1,4	1,4	1,2	1,2	1,2	1,1	1,3	1,4	1,3	1,4	1,3	1,3	1,5	1,8	1,3	1,2	1,3
Taux de chômage	7,8	7,6	7,6	7,5	7,5	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	9,1	8,2	7,6	7,4	7,4
Solde public, en % du PIB													-1,0	-0,5	-0,9	-0,9	-0,8
Dette publique, en % du PIB													87,1	85,1	84,1	83,2	82,0
Impulsion budgétaire, en points de PIB													0,0	0,1	0,4	0,3	-0,1
PIB États-Unis	0,8	0,5	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	2,4	2,9	2,2	1,3	1,5

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

Sources : Eurostat, prévision OFCE octobre 2019.

A5. Allemagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2019				2020				2021				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,4	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	2,8	1,5	0,5	0,7	1,3
PIB par habitant	0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	2,4	1,3	0,2	0,5	1,1
Consommation des ménages	0,8	0,1	0,2	0,2	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	1,6	1,2	1,4	1,1	1,3
Consommation publique	0,8	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	2,4	1,4	2,1	2,2	1,7
FBCF totale dont :	1,5	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	3,2	3,6	2,7	0,4	1,2
Productive privée	1,3	-0,6	-0,5	-0,5	-0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	3,9	3,6	1,7	-1,0	0,4
Logement	2,4	-0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	1,4	3,1	3,9	1,9	2,1
Administrations publiques	0,7	4,6	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	4,3	4,8	5,5	4,2	3,2
Exportations de biens et services	1,8	-1,3	-0,6	-0,2	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	5,5	2,3	0,5	-0,6	1,2
Importations de biens et services	0,9	-0,3	-0,2	0,0	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	5,7	3,8	2,1	0,5	1,3
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,9	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	2,0	1,7	1,7	1,1	1,3
Variations de stocks	-1,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,4	-0,5	0,1	0,0
Commerce extérieur	0,5	-0,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,5	-0,7	-0,5	0,0
Prix à la consommation (IPCH)*	1,6	1,6	1,0	1,1	1,2	1,2	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,7	1,9	1,3	1,4	1,5
Taux de chômage	3,2	3,1	3,2	3,4	3,6	3,7	3,7	3,7	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,4	3,2	3,7	3,8
Solde courant, en % du PIB													8,1	7,3	6,8	6,5	6,5
Solde public, en % du PIB													1,2	1,9	1,2	0,7	0,3
Dette publique, en % du PIB													65,3	61,9	59,7	58,1	56,0
Impulsion publique, en points de PIB													0,3	0,0	0,7	0,4	-0,2
PIB zone euro	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	2,7	1,9	1,2	1,2	1,3

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Sources : Bundesbank, Statistisches Bundesamt, prévision OFCE octobre 2019.

A6. France : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2019				2020				2021				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,3	0,3	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	2,4	1,7	1,3	1,3	1,2
PIB par habitant	0,2	0,2	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	1,9	1,3	0,9	0,9	0,8
Consommation des ménages	0,3	0,2	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,6	0,9	1,1	1,3	1,3
Consommation publique	0,0	0,4	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	1,5	0,8	0,8	0,7	0,7
FBCF totale dont :	0,5	0,9	0,5	0,6	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	5,0	2,8	2,7	1,8	1,4
<i>Entreprises non financières (SNFEI)</i>	0,6	0,9	0,4	0,6	0,5	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	5,0	3,9	3,3	1,8	1,3
<i>Ménages</i>	0,1	0,8	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	6,6	2,0	0,9	1,4	1,5
<i>Administrations publiques</i>	0,8	1,0	1,2	1,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	2,4	4,0	2,8	1,9
Exportations de biens et services	0,1	0,0	0,2	0,8	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	4,0	3,5	2,3	1,5	1,8
Importations de biens et services	1,1	-0,2	0,2	0,6	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	4,1	1,2	2,0	1,2	1,8
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,3	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	2,3	1,3	1,5	1,3	1,2
Variations de stocks	0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,0
Commerce extérieur	-0,3	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,7	0,0	0,1	0,0
Déflateur de la consommation	0,2	0,4	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,9	1,5	1,1	1,2	1,3
Revenu disponible brut	1,0	0,3	0,5	1,1	0,6	0,4	0,7	1,1	0,2	0,5	0,5	0,8	2,2	2,7	3,5	2,7	2,4
Taux d'épargne des ménages (en % du RDB)	15,3	14,9	14,9	15,3	15,2	15,0	15,0	15,4	15,0	14,9	14,8	15,0	13,8	14,2	15,1	15,1	14,9
Taux de chômage (en % de la pop. active)	8,7	8,5	8,4	8,3	8,3	8,2	8,2	8,2	8,2	8,1	8,1	8,0	9,4	9,1	8,5	8,2	8,1
Taux de marge des SNF (EBE / VA, en %)	32,6	33,1	33,0	33,2	31,5	31,9	31,8	31,7	31,7	31,7	31,7	31,7	31,8	31,2	33,0	31,7	31,7
Solde public, en % du PIB													-2,7	-2,5	-3,1	-2,3	-2,0
Dette publique, en % du PIB													98,4	98,4	98,9	98,9	98,5
Impulsion budgétaire, en points de PIB*													-0,3	-0,1	0,2	0,1	-0,2
PIB zone euro	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	2,7	1,9	1,2	1,2	1,3

* Mesurée comme l'effort budgétaire structurel.

Sources : INSEE, comptes trimestriels ; prévisions OFCE, e-mod.fr, 2019-2021, octobre 2019.

A7. Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2019				2020				2021				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8	0,7	0,1	0,4	0,2
PIB par habitant	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	1,1	0,9	0,1	0,4	0,2
Consommation des ménages	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1,5	0,6	0,4	0,5	0,3
Consommation publique	0,2	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	-0,4
FBCF totale dont :	0,7	1,9	-0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	4,5	3,2	2,2	0,6	0,2
productive	0,2	2,6	-0,5	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	4,9	3,1	1,8	0,7	0,2
logement	2,2	-0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	3,0	3,3	3,4	0,7	0,4
Exportations de biens et services	0,3	1,0	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	6,4	1,4	2,9	1,1	0,8
Importations de biens et services	-1,6	1,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	5,8	1,8	0,8	1,1	0,8
<i>Contributions :</i>																	
Demande intérieure hors stocks	0,2	0,4	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8	1,0	0,6	0,5	0,2
Variations de stocks	-0,7	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,1	-1,2	-0,1	0,0
Commerce extérieur	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,1	0,7	0,0	0,0
Prix à la consommation (IPCH) ¹	1,0	0,9	0,7	0,6	0,7	0,7	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	0,9	1,3	1,3	0,8	0,8	0,9
Taux de chômage	10,3	9,9	9,9	9,9	9,8	9,7	9,7	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	11,3	10,6	10,0	9,7	9,6
Solde courant, en % de PIB													2,6	2,5	2,7	2,5	2,4
Solde public, en % de PIB													-2,4	-2,2	-2,2	-2,4	-2,3
Dettes publiques, en % du PIB													134,1	134,8	136,2	137,3	138,7
Impulsion budgétaire, en points de PIB													0,3	0,4	0,3	0,3	0,0
PIB zone euro	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	2,7	1,9	1,2	1,2	1,3

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

Sources : ISTAT, calculs de l'auteur, prévision OFCE octobre 2019.

A8. Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2019				2020				2021				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,5	0,4	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	2,9	2,4	2,0	1,8	1,4
PIB par habitant	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	2,7	1,9	1,5	1,6	1,2
Consommation des ménages	0,2	0,0	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	3,0	1,8	1,0	1,8	1,4
Consommation publique	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,3	0,3	0,2	0,2	1,0	1,9	2,1	2,0	1,4
FBCF totale¹ dont :	1,4	-0,2	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	5,9	5,3	2,4	2,5	2,2
Productive	1,6	-1,0	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	3,3	4,1	1,6	1,2	0,8
Logement	1,1	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	11,5	7,7	4,1	4,9	4,5
Exportations de biens et services	0,6	1,7	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	5,6	2,2	2,1	1,5	1,4
Importations de biens et services	0,1	0,9	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	6,6	3,3	0,6	2,5	2,1
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,1	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	3,2	2,6	1,5	2,0	1,6
Variations de stocks	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Commerce extérieur	0,1	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,3	0,4	-0,3	-0,2
Prix à la consommation (IPCH)²	1,1	1,1	1,3	1,4	1,4	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	2,0	1,7	1,0	1,1	1,0
Taux de chômage	14,7	14,0	13,7	13,5	13,3	13,1	13,0	12,9	12,8	12,8	12,7	12,7	17,2	15,3	14,0	13,1	12,8
Solde courant, en % de PIB													2,7	1,9	2,2	2,0	1,8
Solde public, en % de PIB													-3,1	-2,6	-2,6	-2,5	-1,9
Dettes publiques, en % de PIB													99,8	98,7	97,6	96,5	95,3
Impulsion budgétaire, en points de PIB													0,0	-0,2	0,8	0,4	0,5
PIB zone euro	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	2,7	1,9	1,2	1,2	1,3

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 2019

A9. Royaume-Uni : résumé des prévisions

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

	2019				2020				2021				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,6	-0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	1,6	1,4	0,8	0,9	1,1
PIB par habitant	0,4	-0,4	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1	0,9	0,2	0,4	0,5
Consommation des ménages ¹	0,3	0,3	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	1,5	1,5	1,4	0,8	0,7
Consommation publique	0,8	1,1	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	1,8	2,4	1,6	2,2
FBCF totale ² dont :	0,9	-0,9	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	2,2	-1,0	0,7	1,1	1,4
Productive privée	0,8	-0,4	-0,2	-0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	3,9	-3,5	0,0	0,7	1,2
Logement	0,9	-0,3	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	8,0	0,3	1,4	0,6	0,9
Administrations publiques	1,3	-3,6	2,0	2,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	3,1	6,2	1,8	3,4	3,4
Exportations de biens et services	1,6	-6,6	1,5	-0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	2,4	0,6	-3,8	0,3	0,4
Importations de biens et services	10,3	-13,0	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	1,3	3,2	-2,4	0,5	0,6
Contributions :																	
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,2	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	1,4	1,1	1,4	1,0	1,1
Variations de stocks	2,8	-2,9	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,4	1,1	0,4	0,0	0,0
Commerce extérieur	-2,7	2,5	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	-0,5	-0,6	-0,1	-0,1
Prix à la consommation (IPCH) ³	1,9	2	1,9	1,9	2,3	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	3,0	2,3	1,9	2,1	1,9
Taux de chômage ⁴	3,8	3,9	3,8	3,9	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4	4,4	4,5	4,4	4,1	3,9	4,0	4,4
Solde courant, en % du PIB	-5,6	-4,4	-4,4	-4,4	-4,3	-4,3	-4,3	-4,2	-4,2	-4,2	-4,2	-4,1	-3,3	-3,9	-4,7	-4,3	-4,2
Solde public ⁵, en % du PIB													-1,9	-1,3	-1,5	-1,9	-2,3
Dettes publiques, en % du PIB													85,7	84,4	83,6	84,3	84,8
Impulsion budgétaire, en points de PIB													-0,2	-0,1	-0,1	0,1	-0,1
PIB zone euro	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	2,7	1,9	1,2	1,2	1,3

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 2019.

A10. Amérique latine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2017	2018	2019	2020	2021
PIB	1,7	1,5	0,7	1,5	1,8
Argentine	2,7	-2,5	-2,8	-1,1	-0,7
Brésil	1,1	1,1	0,9	1,7	2,0
Mexique	2,4	2,0	0,2	0,8	1,1
Chili	1,5	4,0	2,3	2,9	2,8

Sources : FMI, calculs et prévision OFCE octobre 2019.

A11. Asie : résumé des prévisions de PIB

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2017	2018	2019	2020	2021
Corée du Sud	6,8	3,2	2,7	2,0	2,2	2,2
Asie en développement rapide	20,3	4,6	4,3	3,8	3,9	3,9
Taïwan	3,9	3,1	2,6	2,0	1,9	2,0
Hong Kong	1,5	3,8	3,0	1,1	2,0	2,1
Singapour	0,9	3,7	3,1	0,8	1,7	1,9
Thaïlande	3,6	4,0	4,1	3,3	3,7	3,3
Indonésie	6,0	5,1	5,2	5,0	4,9	5,1
Malaisie	1,7	5,7	4,7	4,7	4,7	4,4
Philippines	2,6	6,7	6,2	6,1	6,5	6,5
Chine	48,5	6,9	6,5	6,2	6,0	5,8
Inde	24,4	6,9	6,8	7,0	7,3	7,2
Asie hors Chine	51,5	5,5	5,3	5,1	5,3	5,3
Total	100,0	6,2	5,9	5,6	5,6	5,5

Sources : CEIC, calculs et prévision OFCE octobre 2019.

A12. Nouveaux États membres de l'Union

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2017	2018	2019	2020	2021
Pologne	0,45	4,9	5,2	4,0	3,6	3,6
Roumanie	0,18	6,7	4,2	4,2	3,5	3,6
République Tchèque	0,15	4,5	2,9	2,7	2,6	2,8
Hongrie	0,12	4,4	5,0	4,7	2,7	2,4
Bulgarie	0,06	3,8	3,3	3,4	3,0	3,5
Croatie	0,04	2,9	2,6	3,0	2,5	2,6
NEM-6	1,00	5,0	4,4	3,9	3,3	3,3

Sources : Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE octobre 2019.

