Europe : le temps des incertitudes

Céline Antonin, Christophe Blot, Paul Hubert, Catherine Mathieu

▶ **To cite this version:**

Céline Antonin, Christophe Blot, Paul Hubert, Catherine Mathieu. Europe : le temps des incertitudes. OFCE Policy Brief, 2018, 41, pp.1 - 15. hal-03471561

HAL Id: hal-03471561

https://sciencespo.hal.science/hal-03471561

Submitted on 8 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.

ofce

policy brief

41 | 12 novembre 2018

EUROPE : LE TEMPS DES INCERTITUDES

Céline Antonin, Christophe Blot, Paul Hubert, Catherine Mathieu
Sciences Po, OFCE

Ces textes utilisent les analyses menées par le Département analyse et prévision de l'OFCE. Ils 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 et Christine Rifflart et de l'équipe France animée par Mathieu Plane composée de Bruno Ducoudré, Pierre Madec, Hervé Péléraux, Raul Sampognaro et Nicolas Yol. Éric Heyer et Xavier Timbeau ont assuré la direction du travail de prévision.

L'Europe se rétablit de la crise mais la dynamique de sortie de crise s'essouffle et la croissance converge progressivement de 2018 à 2020 vers des niveaux plus faibles. Dans la zone euro, la politique budgétaire est légèrement expansionniste en 2018 (à hauteur de +0,3 point de PIB) et en 2019 (+0,2 point). La normalisation de la politique monétaire est attendue à l'été 2019. De fait le soutien à la croissance sera plus faible.

La croissance allemande est attendue en légère baisse passant de 1,7 % en 2018 à 1,5% en 2020. La croissance italienne resterait comprise entre 1,0 % et 1,1 % de 2018 à 2020. Quant à la croissance espagnole, elle perdrait deux points entre 2018 (3,6 % du PIB) et 2020 (1,5 % du PIB). Pour l'ensemble de la zone euro la croissance passerait de 1,9 % en 2018 à 1,6 % en 2020.

Ces éléments sont soumis à de nombreux aléas. Dans ce texte, nous étudions plus particulièrement le risque de bulle sur les marchés financiers, la situation de l'Italie et celle du Royaume-Uni.

Notre analyse des bulles financières, fondée sur plusieurs modèles de valorisation d'actifs, permet de dégager deux enseignements :

1) Les marchés actions sont fortement corrélés dans la zone euro et n'indiquent pas de survalorisation importante. La politique monétaire accommodante de la BCE n'a donc pas eu d'effet de survalorisation sur ces marchés ;
2) Le marché immobilier européen montre des signes modérés de survalorisation avec, cependant, des dynamiques nationales différentes. Une survalorisation se développe au sein du marché immobilier allemand. Au contraire, le marché immobilier français possède des marges de hausse avant une normalisation de la politique monétaire.

Notre analyse de l'Italie conduit à une croissance faible à 1,1 % en 2019, et un déficit qui s'élève à 2,7 % du PIB. La dette publique semble sur une trajectoire soutenable à court terme. Cependant, la Banque d'Italie a multiplié sa détention de dette par 3 depuis 2015 pour compenser la baisse relative de la part des autres agents. Dans ce contexte une hausse des taux fragiliserait d'abord le système bancaire italien qui détient de l'ordre de 7,5 % de créances douteuses en juin 2018, et par le canal du crédit, pourrait affecter l'économie réelle, annihilant les effets de la politique budgétaire expansionniste.

Pour le Royaume-Uni, les prévisions macroéconomiques à l'horizon 2020 dépendent fortement du scénario retenu sur le Brexit. Notre prévision retient le scénario d'un « soft Brexit », selon lequel un accord serait trouvé entre l'UE-27 et le Royaume-Uni d'ici la fin 2018 et où une période de transition s'ouvrirait après la sortie du Royaume-Uni le 29 mars 2019, ce jusqu'à la fin 2020. La croissance britannique, de 1,3 % en 2018, serait alors de 1,5 % en 2019 comme en 2020. Mais en l'absence d'accord, une évaluation récente du NIESR* suggèrent un effet négatif de 1,6 point de PIB en 2019 et de 2,9 points de PIB en 2020. Le scénario noir d'absence d'accord nous semble cependant peu probable.

* Hantzche A., Kara A. et G. Young, « Prospects for the UK economy », *National Institute Economic Review*, n° 246, novembre 2018.

1. Europe : menaces sur la reprise

Après la double récession de 2008-2009 et 2011-2013, la croissance de la zone euro a connu une phase d'embellie qui s'est traduite par une croissance du PIB de 2,5 % en 2017. Cette dynamique de reprise a permis de résorber partiellement les déséquilibres issus de la crise. Le taux de chômage a ainsi baissé de près de 4 points entre 2013 et 2017 et les déficits budgétaires ont été réduits, passant de 6,2 % en 2010 à 1 % en 2017, ce qui a permis de réduire la dette publique dans la plupart des pays de la zone euro. Les informations conjoncturelles pour les trois premiers trimestres de 2018 indiquent cependant des signes d'essoufflement qui coïncident avec les nombreuses tensions politiques et financières. Les difficiles négociations du Brexit, la guerre commerciale lancée par les États-Unis, principalement vis-à-vis de la Chine, le bras de fer engagé par l'Italie sur le budget 2019 ainsi que les turbulences dans certains pays émergents assombrissent le climat économique et font ressortir un ensemble de risques à venir. Ces différents nuages ne remettraient pas en cause à ce stade la trajectoire de croissance, soit parce que leurs effets négatifs devraient être modérés, soit parce que ces tensions devraient se résorber sans créer de chocs supplémentaires. Il y aurait malgré tout un ralentissement du PIB de l'Union européenne entre 2018 et 2020 qui résulterait en grande partie du tarissement progressif de la dynamique de reprise post Grande Récession et de la convergence des taux de croissance vers un sentier potentiel plus faible qu'avant la crise dans chacun des pays.

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

La croissance observée dans les principales économies européennes ces dernières années a permis de réduire les écarts de production qui étaient devenus négatifs depuis 2008. Néanmoins, au fur et à mesure que ces écarts vont se refermer, le moteur de la reprise s'essoufflera. Ces arguments indiquent que la croissance hors choc convergerait vers son rythme potentiel. Or les estimations des tendances de la productivité du travail et de la population active suggèrent une croissance potentielle plus faible dans la plupart des pays à l'horizon 2018-2020 qu'avant l'éclatement de la crise financière en 2008. Cette dynamique renforcerait alors le ralentissement de l'activité au fur et à mesure que les pays ferment leur écart de production.

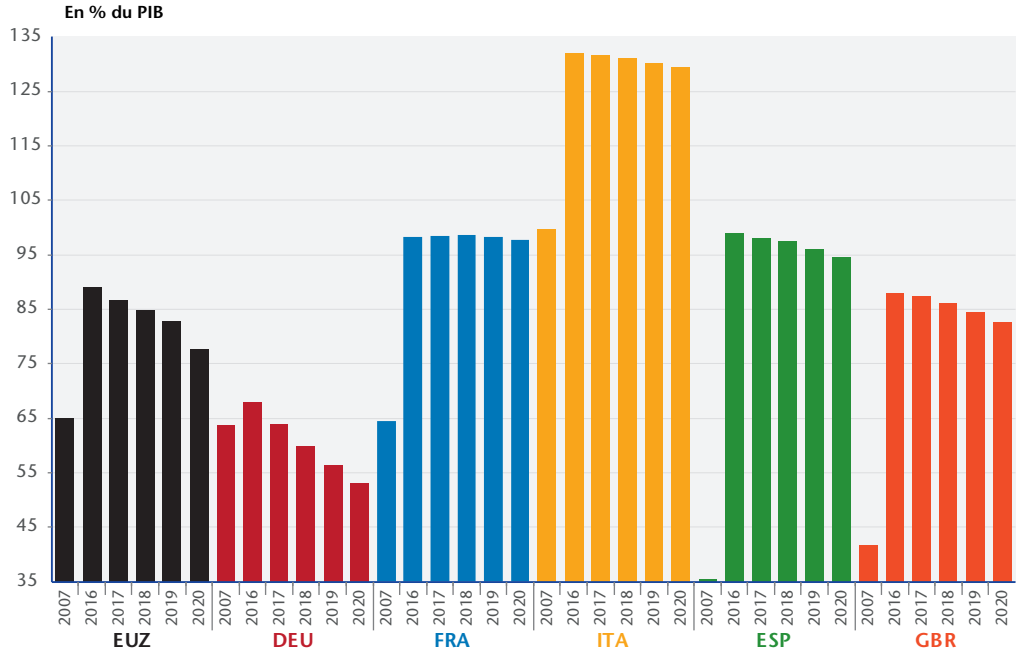
À l'horizon de la prévision, la trajectoire de croissance dépend également des chocs qui affectent les économies et de l'orientation de la politique économique. Ainsi, à court terme, les pays européens seront d'abord pénalisés par la hausse du prix du Brent de 44 dollars en 2016 à 54 dollars le baril en 2017 puis à 75 dollars en 2018. Cette augmentation des prix de l'énergie rognera directement le pouvoir d'achat des ménages dans les pays européens et également indirectement par les coûts de production des entreprises. Notre prévision de prix du pétrole pour 2019 indique une stabilisation à 75 dollars. Le choc négatif lié à l'augmentation du prix entre 2017 et 2018 affecterait la croissance en 2018 avec un impact de -0,3 point de PIB en Allemagne, en France et au Royaume-Uni et de -0,4 point en Espagne.

Politiques économiques : retour à la neutralité

Après une phase de consolidation entre 2010 et 2014, la politique budgétaire dans la zone euro est globalement plus neutre, voire légèrement expansionniste. Ce choix de politique économique a certes permis de réduire les déficits qui s'étaient fortement creusés en 2008-2009 mais a contribué à la double récession et à l'augmentation du

chômage. La dette publique s'est alors stabilisée (graphique 1) à un niveau bien plus élevé qu'avant-crise et certains pays ont atténué les mesures de consolidation, voire pris des mesures plus expansionnistes, pour soutenir la croissance. De fait, la reprise dans la zone euro ne s'est vraiment engagée qu'à l'issue de ce processus de consolidation et lorsque la BCE a décidé d'amplifier le caractère expansionniste de la politique monétaire par la mise en œuvre d'un programme d'assouplissement quantitatif à partir de 2015.

Graphique 1. **Évolution de la dette publique**

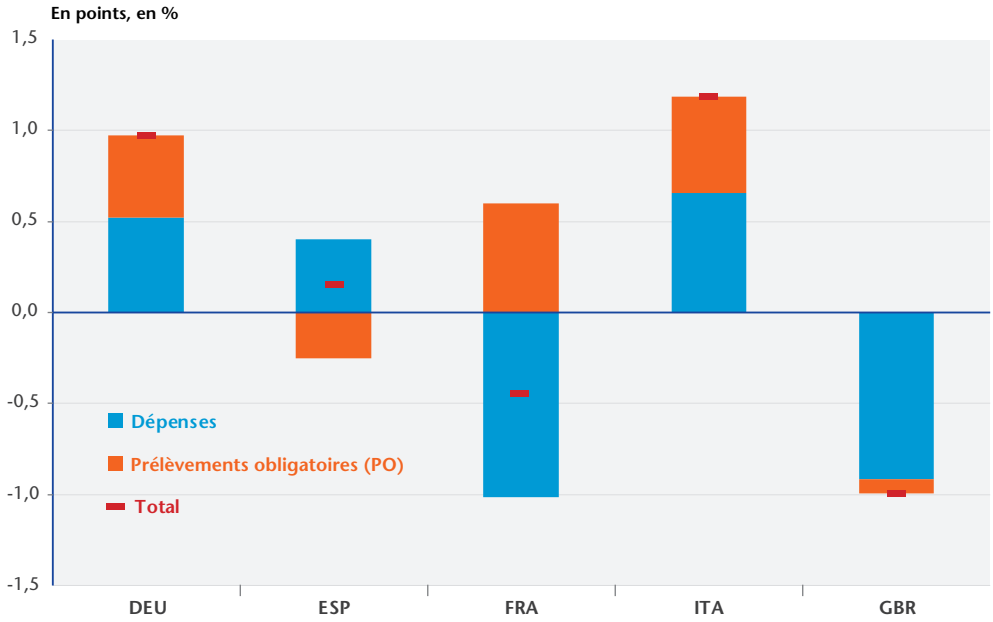


Sources : Eurostat, prévision OFCE novembre 2018.

La politique budgétaire sera très légèrement expansionniste dans la zone euro en 2018 (+0,3 point) et en 2019 (+0,2 point) puis, elle deviendrait neutre à horizon 2020. Au Royaume-Uni la politique budgétaire restera restrictive (-0,3 point par an entre 2018 et 2020). Ainsi, la politique budgétaire aura des orientations hétérogènes au sein des grandes économies avancées au cours des prochaines années (graphique 2).

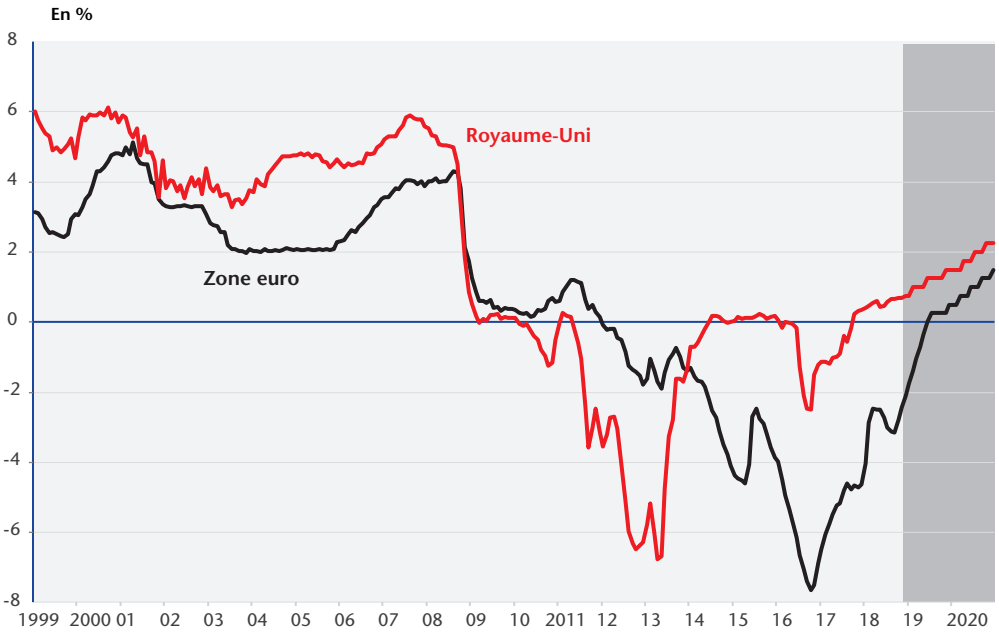
Du côté de la politique monétaire, Mario Draghi a confirmé la fin du programme d'assouplissement quantitatif de la BCE en fin d'année 2018. Le resserrement monétaire serait ensuite graduel à partir de l'été 2019 (graphique 3). Quant à la Banque d'Angleterre, ses décisions dépendront fortement de l'issue des négociations concernant le Brexit. Nous supposons néanmoins que les deux parties parviendront à un accord qui permettra d'ouvrir une période de transition au cours de laquelle seront discutées et négociées les futures relations avec l'Union européenne (*cf. infra*). Dans ces conditions, le Brexit affecterait encore négativement la croissance en 2018 mais n'aurait plus d'effets significatifs en 2019 et 2020, ce qui plaiderait donc pour une remontée des taux de politique monétaire au Royaume-Uni.

Graphique 2. **Impulsion budgétaire cumulée (2018-2020)**



Sources : Comptes nationaux, documents budgétaires nationaux, calculs et prévision OFCE novembre 2018.

Graphique 3. **Taux d'intérêt implicite de la politique monétaire**



Note : le taux implicite de politique monétaire est une mesure du taux d'intérêt qui tient compte des mesures non conventionnelles mises en œuvre par les banques centrales.
Sources : Krippner (Banque centrale de Nouvelle-Zélande), prévision OFCE novembre 2018.

Le spectre d'une nouvelle crise en zone euro ?

Le projet de budget déposé fin septembre par le gouvernement italien expose le gouvernement à un bras de fer avec la Commission. Au-delà de la question du respect des règles, la perspective d'un déficit budgétaire plus élevé pour 2019 (2,4 % selon le Projet de loi de finances 2019 contre un engagement initial de 0,8 %) a aussi provoqué l'inquiétude des marchés et fait resurgir les craintes d'une nouvelle crise de la zone euro. Le taux d'intérêt à 10 ans sur la dette italienne a effectivement bondi de 0,8 point

dans les jours qui ont suivi l'annonce du budget. Il avait déjà augmenté de 1,3 point en mai. L'écart avec le taux allemand s'est accru. Il est passé de 1,5 point en moyenne en janvier 2018 à 2,9 points début novembre. Le gouvernement italien joue une partie serrée ce qui pourrait compromettre la trajectoire de réduction de la dette publique. Cependant, les tensions actuelles sur le rendement souverain italien n'atteignent pas les sommets observés au pire de la crise des dettes souveraines en 2011-2012. Notre analyse de la situation des finances publiques italiennes suggère que la dette n'augmenterait pas tant que la hausse des taux sera modérée et transitoire (cf. infra). En outre, le risque de contagion de la hausse des taux italiens vers les autres pays de la zone euro et notamment l'Espagne est pour l'instant limité. Une nouvelle crise des dettes souveraines en zone euro serait évitée.

Tensions commerciales

Depuis son arrivée au pouvoir aux États-Unis, Donald Trump a engagé une politique commerciale agressive vis-à-vis de ses partenaires économiques conduisant à une hausse de certains droits de douane. Les principales menaces et sanctions sont certes dirigées contre la Chine, mais l'Europe est également sous le coup de menaces. Nous privilégions cependant le statu quo entre les États-Unis et l'Union européenne. Les tensions commerciales toucheront principalement les économies américaine et chinoise et les répercussions directes sur les pays européens seraient négligeables, voire positives. L'impact sur la croissance pourrait néanmoins être plus important si ces tensions devaient provoquer une hausse de l'incertitude globale et des turbulences financières affectant l'ensemble des marchés financiers.

La croissance résiste

La croissance des pays de la zone euro serait un peu plus faible en 2018 (tableau 1). Dans la zone euro, la somme des différents chocs affecterait peu la croissance de l'ensemble de la zone dont la trajectoire résulterait alors principalement de l'épuisement progressif de la dynamique de reprise. Ainsi, le potentiel de rebond serait tari en Allemagne ; les contraintes d'offre se feraient plus prégnantes et induiraient un ralentissement de l'activité - la croissance passant de 2,5 % en 2017 à 1,5 % en 2020. Dans les trois autres principales économies de la zone euro, la croissance resterait supérieure à son rythme potentiel mais serait néanmoins réduite après le pic observé en 2016 ou 2017. C'est notamment le cas en Espagne avec une croissance qui passerait de 3,1 % à 2,6 % entre 2017 et 2018. En Italie, le taux de croissance serait plus bas en 2018 qu'en 2017 (1 % après 1,6 %) puis remonterait légèrement en 2019 (+1,1 %) en lien avec une politique budgétaire expansionniste. La trajectoire de croissance de l'économie française serait également modelée par le calendrier fiscal, ce qui se traduirait par un ralentissement en 2018 avant un léger rebond en 2019. Enfin, au Royaume-Uni, la baisse de la croissance résulterait à la fois d'un ajustement de l'investissement et de la perte de pouvoir d'achat des ménages en lien avec une inflation plus élevée.

À l'exception du Royaume-Uni, la perspective d'un maintien de la croissance au-dessus de son rythme potentiel permettrait la poursuite de la baisse du taux de chômage en 2018 et 2019. Une légère remontée du chômage serait observée en Allemagne à partir de 2020 mais son taux resterait inférieur à 4 %. Inversement, la baisse se poursuivrait en France, en Italie et en Espagne permettant de converger lentement vers le niveau observé en 2007. L'écart serait encore important (respectivement 3,5 et

4,6 points) en Italie et en Espagne. Pour la France l'écart atteindrait près de 1,5 point en fin d'année 2020.

Tableau 1. **Scénario de croissance en Europe**

Taux de croissance en %

	Poids[1] dans le monde	PIB en volume			
		2017	2018	2019	2020
DEU	3,7	2,5	1,7	1,5	1,5
FRA	2,6	2,3	1,7	1,8	1,5
ITA	2,3	1,6	1,0	1,1	1,0
ESP	1,6	3,1	2,6	2,3	1,5
NLD	0,8	3,0	2,8	2,5	2,1
BEL	0,5	1,7	1,6	1,8	1,7
FIN	0,4	2,8	2,7	1,8	1,5
AUT	0,3	3,1	2,9	2,3	2,3
PRT	0,3	2,7	2,2	1,9	1,6
GRC	0,2	1,3	1,9	1,7	2,1
IRL	0,2	7,2	5,3	2,9	3,7
EUZ	**13,4**	2,5	1,9	1,7	1,6
GBR	2,4	1,7	1,3	1,5	1,5
SWE	0,4	2,4	2,5	2,1	2,1
DNK	0,3	2,3	1,3	1,8	1,7
Nouveaux pays membres[2]	2,4	4,8	4,1	3,4	3,3
UE à 28	**18,6**	2,6	2,1	1,9	1,8
Monde	**100**	3,5	3,4	3,2	3,1

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2014 estimés par le FMI.
2. Pologne, République tchèque, Hongrie, Bulgarie, Roumanie et Croatie.
Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE novembre 2018.

2. Le rôle de la BCE face aux bulles de prix d'actifs

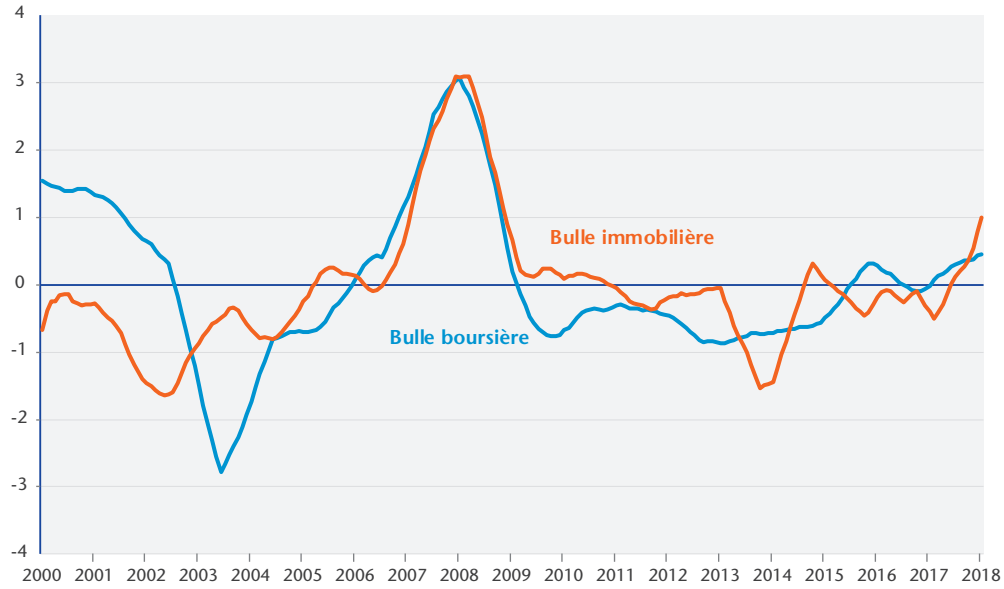
La crise financière de 2008 a largement remis les questions de stabilité financière au centre des débats de politique économique. De nombreuses analyses indiquent non seulement que les crises financières (crises bancaires, crises de change ou krachs boursiers) sont plus fréquentes mais aussi que leur coût est plus élevé à la fois en termes de finances publiques et d'activité. La stabilité financière doit donc être un objectif à part entière pour les décideurs publics. Néanmoins, la stabilité financière est un concept polymorphe qui est délicat à définir. Parmi les multiples sources d'instabilité, les bulles de prix d'actifs jouent sans aucun doute un rôle important dans la mesure où une mauvaise valorisation du prix des actifs peut conduire à une allocation non optimale des investissements. De nombreuses crises financières sont liées à l'émergence de bulles spéculatives suivies par un krach.

Si les banques centrales ont joué un rôle majeur pour atténuer les conséquences macroéconomiques de la crise, leur politique fortement expansionniste pourrait avoir

favorisé l'émergence de bulles de prix d'actifs. Blot, Hubert et Labondance (2018)[1] proposent une méthode qui consiste à estimer différents modèles de bulles issues de différentes approches proposées dans la littérature et de construire un indicateur unique fondé sur une analyse en composantes principales de ces différentes composantes. Cette méthode est appliquée pour construire des indicateurs de bulles pour la zone euro ainsi que pour les quatre grands pays de la zone euro (Allemagne, France, Italie et Espagne) afin d'évaluer les risques d'instabilité financière liés à la valorisation des actifs (voir Blot, Hubert et Odry, 2018[2]).

Les bulles sont calculées pour la période allant de mars 2000 à mars 2018 pour les marchés boursiers et immobiliers. L'estimation suggère que la zone euro serait aujourd'hui caractérisée par une surévaluation des prix par rapport à leur fondamentaux sur ces deux marchés (graphique 4) ; la surévaluation boursière étant cependant très faible et de bien moindre ampleur que celle observée en fin d'année 2007. La bulle immobilière, elle aussi faible par rapport à 2007 – environ 1/3 – reflète en réalité une certaine hétérogénéité au sein de la zone euro : la situation du marché immobilier allemand contraste avec les trois autres pays de la zone euro où aucune bulle positive n'est identifiée.

Graphique 4. **Indicateurs de bulle en zone euro**



Note : analyse en composantes principales des 3 modèles de bulle pour chaque actif sur données zone euro agrégées. Les indicateurs de bulles sont lissés par une moyenne mobile sur 12 mois. L'axe des ordonnées représente l'écart-type de la déviation au fondamental. Le zéro sur cet axe correspond donc au fondamental.
Sources : ECB, Datastream, calculs OFCE.

Toutes les bulles ne sont pas systématiquement suivies d'un krach et d'une crise économique, mais ces indicateurs fournissent une information importante sur le potentiel de hausse ou de baisse des prix d'actifs. La dynamique des bulles pose également la question du rôle de la politique monétaire. Les politiques d'achat de titres de la BCE ne semblent pas avoir contribué à les alimenter. Se pose néanmoins la question de l'outil le plus approprié pour freiner le développement de ces bulles

Si le rôle de la régulation financière est précisément de garantir la stabilité financière, il y a également un débat sur la capacité de la politique monétaire à freiner l'émergence des bulles dans le cadre d'une politique dite de « leaning against the wind ». Il n'y a cependant pas de consensus dans la littérature sur l'avantage coût-

1. « Monetary policy and asset price bubbles », *EconomiX Working Paper*, n° 2018-5.
2. « Où en est-on des bulles de prix d'actifs en zone euro ? », à paraître dans la *Revue de l'OFCE*, 158.

bénéfice d'une telle politique. Elle peut s'avérer efficace seulement si une politique monétaire restrictive permet de diminuer significativement la taille de la bulle et si le coût d'une augmentation du taux d'intérêt sur le taux de chômage n'est pas trop élevé.

Par ailleurs, la politique monétaire de la BCE est commune, ce qui n'en fait pas nécessairement l'instrument le plus approprié pour lutter contre des bulles locales. Or, notre analyse indique qu'il y a une forte corrélation entre les bulles nationales sur les marchés boursiers mais que cette corrélation est plus faible pour les bulles sur les marchés immobiliers nationaux.

3. Italie : relance incertaine

L'arrivée au pouvoir du tandem Matteo Salvini (la Ligue) et de Luigi di Maio (Mouvement 5 Étoiles) en juin 2018 a rebattu les cartes en Italie. Le projet de loi de finances 2019 remet en question la trajectoire de consolidation budgétaire européenne en annonçant une politique de relance pour l'année à venir et une forte déviation des objectifs initiaux. Au vu de ce projet, la Commission européenne a exhorté l'Italie à élaborer un nouveau budget – une première – sous peine de déclencher une procédure pour déficit excessif. Le bras de fer avec Bruxelles attise la nervosité des marchés financiers et entretient la hausse des taux obligataires, réactivant la crainte d'une crise des dettes souveraines en zone euro.

La question centrale est celle de l'évolution à court terme de la dette publique italienne. Le chiffrage des mesures budgétaires inscrites en loi de finances donne une impulsion budgétaire (IB) positive de 1,1 point de PIB, en hausse de 0,3 point par rapport à notre prévision d'octobre 2018[3]. Avec un taux de croissance du PIB réel estimé à 1,1 % en 2019, et un multiplicateur budgétaire de 0,4, cela se traduirait par un déficit public à 2,7 % du PIB. Sous ces hypothèses, la hausse des taux ne devrait pas compromettre la soutenabilité de la dette, dont la part dans le PIB baisserait à court terme[4]. Cela étant, si le déficit venait à se creuser davantage, ou que la croissance italienne était affaiblie, la soutenabilité serait compromise. Par ailleurs, la question de la porosité entre risque souverain et risque bancaire se pose avec acuité dans un pays dont le secteur bancaire est convalescent alors que l'Union bancaire est encore inachevée.

Une impulsion budgétaire revue à la hausse en 2019

Le projet de loi de finances pour 2019 est placé sous le signe de la relance budgétaire : le gouvernement italien prévoit une impulsion budgétaire de 0,8 point de PIB et un déficit public de 2,4 % du PIB pour 2019, loin de l'objectif initial de 0,8 % inscrit dans le Pacte de stabilité et de croissance transmis à la Commission européenne le 26 avril 2018[5].

L'impulsion budgétaire prévue se décompose ainsi :

1) Une baisse des prélèvements obligatoires (PO) de 5 milliards d'euros, soit 0,3 point de PIB, liée à l'introduction progressive de la « flat tax » à 15 % pour les PME ;

2) Une hausse des dépenses publiques, que l'on chiffre globalement à 9 milliards d'euros, soit 0,5 point de PIB. Cette hausse des dépenses publiques repose sur plusieurs mesures phares :

3. La différence par rapport à notre prévision d'octobre 2018 provient du fait que nous considérions alors que la baisse de dépenses prévues, bien que peu documentée, serait intégralement effectuée. Nous considérons ici que seule la moitié des baisses de dépenses annoncées – représentant 0,3 point de PIB – sera réellement effectuée. Cela ne change pas l'impact sur le PIB de l'impulsion budgétaire car le multiplicateur a été parallèlement révisé à la baisse.

4. Si l'on exclut les mesures d'ajustement stock-flux, voir la discussion *infra*.

5. Le différentiel entre le déficit d'avril 2018 (0,8 % du PIB) et d'octobre 2018 (2,4 % du PIB) s'explique par l'annulation de la clause de hausse automatique de la TVA (0,7 point), le différentiel de croissance et de taux d'intérêt (0,2 point), les mesures de relance (1,4 point), partiellement compensées par des baisses de dépenses publiques (-0,7 point).

— L'introduction d'une pension de citoyenneté (en janvier 2019) et d'un revenu de citoyenneté (en avril 2019), pour un montant total estimé à 9 milliards d'euros (0,5 pt de PIB). La pension de citoyenneté sera destinée à compléter la pension de tous les retraités pour la porter à 780 euros par mois. Pour les actifs, le principe sera similaire mais sous conditions : ils devront s'engager à suivre une formation et accepter au moins une des trois premières propositions d'emploi ;

— La révision de la réforme des retraites, qui prévoit la « règle des 100 », permettra le départ à la retraite lorsque la somme entre l'âge et les années travaillées atteint 100, sous certaines conditions. Cela devrait coûter 7 milliards d'euros en 2019 (soit 0,4 point de PIB) ;

— Un fonds d'investissement de 50 milliards d'euros est prévu sur 5 ans, conduisant à une hausse de l'investissement public de 4 milliards d'euros en 2019 (soit 0,2 point de PIB) ;

— En déduction, des mesures de baisses de dépenses, poursuivant la *spending review* et prévoyant des mesures d'amnistie fiscale, représentent 11 milliards d'euros (0,6 point de PIB).

Nous anticipons une impulsion budgétaire globale de 1,1 point de PIB, plus élevée que celle du gouvernement (0,8 point). En effet, la moitié de la baisse des dépenses n'est pas documentée (0,3 point de PIB), et nous ne l'intégrons pas. Le déficit budgétaire atteindrait ainsi 2,7 % du PIB en 2019.

Par ailleurs, l'impulsion budgétaire que nous retenons repose majoritairement sur une augmentation des dépenses publiques (pour 0,7 point), contre 0,3 point de baisse des PO. Nous associons des multiplicateurs budgétaires dynamiques aux différentes mesures budgétaires et fiscales identifiées[6], en nous appuyant sur des travaux antérieurs réalisés à l'OFCE[7]. Notons que les multiplicateurs budgétaires sont plus élevés lorsque l'écart de production (*output gap*) est négatif, ce qui est le cas en Italie[8]. Par ailleurs, ils sont traditionnellement plus forts sur les dépenses publiques que sur les PO. En revanche, la dégradation des conditions financières a un impact négatif sur le multiplicateur budgétaire, que l'on estime globalement à 0,4, une estimation très proche de celle de la Commission européenne et du gouvernement italien, qui se situe autour de 0,5. Au total, l'impact de la relance sur le PIB représente 0,4 point de croissance dans notre scénario[9].

Pour 2020, nous inscrivons, à l'instar du gouvernement, une politique budgétaire quasi-neutre qui se traduit par un maintien du déficit à 2,7 % du PIB.

Une dette publique soutenable sous certaines hypothèses

L'évolution du ratio d'endettement public est fonction du solde des administrations publiques, mais également du taux de croissance du PIB, du déflateur, et du taux d'intérêt apparent sur la dette publique (voir formule de calcul *infra*). Nous faisons le choix de concentrer notre analyse sur la soutenabilité de la dette publique hors effet d'ajustement stock-flux, qui prend en compte les acquisitions et cessions d'actifs financiers de type privatisations ou recapitalisations bancaires. En effet, cet ajustement n'influe pas sur la soutenabilité au sens strict.

Pour 2019 et 2020, nous anticipons respectivement des taux de croissance de 1,1 % et de 1,0 % du PIB. La croissance reste supérieure à la croissance potentielle (0,3 %) car l'écart de production (*output gap*) est toujours creusé, et entraîne un rattrapage de 0,4 point de PIB par an. Par ailleurs, nous anticipons une impulsion budgétaire beaucoup plus forte en 2019 (1,1 point de PIB) qu'en 2020 (0,1 point de PIB).

6. Voir notamment É. Heyer *et al.* (2017), « Évaluation du programme présidentiel pour le quinquennat 2017-2022 », *OFCE Policy brief, 25*.

7. Voir P. Madec, M. Plane et R. Sampognaro (2018), « Budget 2018 : pas d'austérité mais des inégalités », *Sciences Po OFCE Working Paper,* 01-2018, pour une recension de ces travaux.

8. Nous évaluons l'écart de production à 1,7 point de PIB en 2017.

9. L'impact de l'IB sur le PIB se calcule en multipliant l'impulsion budgétaire par le multiplicateur implicite, en l'occurrence 0,4 = 1,1*0,4.

L'évolution du ratio d'endettement public dépend également de l'évolution du déflateur du PIB. Or, les prix restent contenus en 2019 et 2020, notamment sous l'effet de la modération salariale. Ainsi, la croissance nominale avoisinerait les 2 % en 2019 et 2020. Enfin, nous supposons que les taux d'intérêt sur la dette restent au niveau d'octobre 2018 (l'effet des taux d'intérêt sur la dette publique italienne à court terme est discuté *infra*). Etant donnée la maturité de la dette publique (sept ans), la remontée des taux inscrite en prévision pour 2019 et 2020 est très progressive (tableau 2).

Tableau 2. **Évolution du ratio dette publique/ PIB selon nos hypothèses en Italie**

	2017	2018	2019 (p)	2020 (p)
Taux d'intérêt apparent de la dette (i)	2,9	2,7	2,9	3,0
Croissance du PIB en valeur (g)	2,2	2,1	2,3	2,1
Croissance du PIB en volume	1,5	1,0	1,1	1,0
Croissance du déflateur du PIB	0,6	1,1	1,2	1,1
Solde primaire/PIB (s_t)	1,5	1,8	1,2	1,4
Prévision dette publique /PIB (d_{t+1}), hors ajustement stock-flux*	131,2	130,3	129,8	129,6
Taux d'intérêt apparent stabilisant la dette	*3,4*	*3,4*	*3,3*	*3,2*
Solde public stabilisant la dette	*-2,9*	*-2,8*	*-3,1*	*-2,8*
Dette publique incluant l'ajustement stock-flux*	*131,2*	*131,2*	*131,1*	*131,4*

Note : L'évolution de la dette publique dépend non seulement du solde primaire, mais également du taux d'intérêt apparent et du taux de croissance, selon la formule : $d_{t+1} = d_t\,(1 + i) / (1 + g) - s_t$ avec g : taux de croissance du PIB nominal, i : taux d'intérêt apparent sur la dette, s : solde public primaire / PIB, d : dette publique/PIB.
* L'ajustement stock-flux prend en compte les autres opérations pouvant modifier le ratio d'endettement, comme les acquisitions/cessions d'actifs financiers.
Sources : AMECO, calculs OFCE

Sous ces hypothèses, la dette publique hors ajustement stock-flux baissera jusqu'en 2021, passant de 130,3 % du PIB début 2019 à 129,8 % début 2020 et 129,6 % début 2021 (tableau 2), à condition que le taux d'intérêt apparent sur la dette reste inférieur à 3,3 %, autrement dit que la charge d'intérêt rapportée au PIB reste inférieure à 4,3 %. Seule une très forte et durable remontée des taux d'intérêt obligataires par rapport à 2018, supérieure à 450 points de base pendant un an – soit un niveau supérieur à celui atteint au paroxysme de la crise des dettes souveraines de 2011-2012 – conduirait à une hausse du ratio d'endettement public hors ajustement stock-flux. Ajoutons que si les taux d'intérêt évoluent conformément à nos hypothèses, alors tant que le solde public reste inférieur au solde public stabilisant la dette, soit 3,1 % en 2019, le ratio d'endettement devrait décroître. En prenant en compte l'ajustement stock-flux prévu par la Commission européenne[10], la dette publique serait stable en 2019, mais augmenterait en 2020.

Les banques italiennes en ligne de mire

Le spectre d'une crise de la dette souveraine pose la question de la vulnérabilité des détenteurs de cette dette, au nombre desquels figurent les banques commerciales italiennes. La dette publique italienne est détenue à 70 % par des investisseurs résidents, ce qui limite l'effet potentiel de vente massive par les non-résidents[11]. Depuis 2015, il faut cependant noter que tous les agents, résidents et non-résidents, détiennent de moins en moins de dette publique, et que seule la Banque d'Italie voit sa part dans la détention totale de dette publique augmenter, passant de 5 % à 17 % de 2015 à juillet 2018.

10. European Commission (2018), *Economic Forecast*, autumn 2018.

11. La part de dette publique détenue par les résidents est même sous-estimée car la dette détenue par l'Eurosystème et par les filiales étrangères des banques italiennes est comptabilisée dans la catégorie « non résidents ».

Si la détention domestique est un facteur de stabilité, elle est aussi un facteur de fragilité car les banques italiennes, déjà vulnérables, détiennent 28 % de la dette publique italienne. La baisse de la valeur des titres souverains[12] dégrade mécaniquement la valeur de l'actif des banques et partant, leur ratio de capital, alors qu'elles doivent satisfaire à des exigences réglementaires accrues dans le cadre de Bâle 3.

Par ailleurs, la hausse des taux souverains italiens intervient alors que le système bancaire italien est fragile. Ainsi, les prêts non performants sont importants à l'actif des banques ; d'après la Banque d'Italie, leur montant global atteint 132 milliards d'euros fin juin 2018, soit 7,5 % du PIB. Certes, les créances douteuses sont en voie d'apurement ; leur montant a baissé de 60 milliards d'euros entre juin 2017 et juin 2018, et la moitié des crédits non performants a été provisionnée. Les banques italiennes se sont lancées dans un processus de restructuration des créances douteuses, *via* plusieurs canaux (provisionnement, titrisation et structures de défaisance)[13]. Un canal privilégié est celui de la vente de titres décotés, avec une décote importante par rapport à leur valeur nominale initiale (entre 10 et 50 % selon l'EBA), qui implique des pertes en capital. Or l'augmentation du taux souverain érode également la valeur du capital ; il est donc à craindre que cette hausse vienne mettre un coup d'arrêt au processus d'apurement des créances douteuses.

In fine, le maintien d'un écart de taux souverain (*spread)* élevé avec l'Allemagne renchérit le coût de financement des acteurs non financiers. Comme le montrent Barthélémy et Marx (2012), les évolutions des taux des crédits aux entreprises et des crédits immobiliers peuvent être attribuées, au moins en partie, à l'évolution des écarts de taux souverains, outre d'autres facteurs (Euribor, écart entre taux long et taux court allemand) [14]. En cas de forte remontée des taux souverains, l'investissement des entreprises pourrait chuter et entraîner un multiplicateur budgétaire négatif, annihilant tout effet positif de la politique de relance sur la croissance.

Pour conclure, les choix budgétaires du gouvernement conduisent à une relance par la consommation des ménages dans une économie où l'endettement est élevé et la croissance potentielle faible. Si l'évolution des taux d'intérêt ne rend pas la dette publique insoutenable à court terme, et laisse donc le temps aux ajustements futurs, la fragilité du système bancaire montre que le risque autour de notre scénario central porte sur l'investissement des entreprises en cas d'augmentation des coûts de financement.

4. Brexit : à l'heure des choix

Les prévisions macroéconomiques britanniques à l'horizon 2020 dépendent fortement du scénario retenu sur le Brexit, alors que le Royaume-Uni s'apprête à quitter l'UE le 29 mars 2019.

Le Brexit ouvre une large gamme de scénarios possibles. Toutefois, le Royaume-Uni ne peut pas rester dans le marché unique puisqu'il souhaite, au minimum, pouvoir contrôler la venue des travailleurs de l'UE sur le sol britannique et ne plus être soumis à la jurisprudence de la CJUE ; il pourrait désirer aussi faire évoluer ses réglementations et signer des accords commerciaux spécifiques avec des pays tiers. Le scénario le plus proche de la situation actuelle serait celui où le Royaume-Uni deviendrait membre de l'espace économique européen, comme la Norvège, mais cela supposerait le maintien de la libre circulation des travailleurs et de l'autorité de la CJUE, ce qui semble donc peu

12. La hausse des taux d'intérêt obligataires fait baisser la valeur des titres sur le marché secondaire.

13. Voir la question spécifique de la gestion des prêts non performants, voir l'article de C. Antonin, S. Levasseur et V. Touzé (2018), « L'Union bancaire face au défi des prêts non performants », *Revue de l'OFCE*, 158, à paraître.

14. Barthélemy J. et Marx M., 2012, « L'impact de l'évolution des taux souverains sur les conditions de financement des économies française, espagnole et italienne », *Sciences Po publications*.

probable. Dans les scénarios intermédiaires, l'UE signerait avec le Royaume-Uni un accord de libre-échange, plus approfondi même que celui signé avec le Canada.

En l'absence d'accord, le scénario par défaut serait celui de l'application des règles de l'OMC, ce qui limiterait l'accès des marchandises et des services britanniques aux marchés de l'UE, mais il lui donnerait un maximum de liberté pour faire évoluer sa réglementation et signer des accords avec des pays tiers. Nous détaillons d'abord le cas d'un « soft Brexit » avant de discuter les évaluations d'une sortie sans accord.

Notre scénario central : celui d'une « sortie en douceur », ou « soft brexit »

Les négociations britanniques avec l'UE-27 ont commencé en juin 2017, l'UE-27 n'ayant accepté de négocier dans un premier temps que sur 3 points : les droits des citoyens, le règlement financier et la frontière irlandaise. Un accord a été trouvé sur les droits des citoyens et le règlement financier. Reste la question irlandaise, pour laquelle chaque partie souhaite qu'une solution préservant l'accord de paix soit trouvée, mais qui est particulièrement difficile à imaginer[15]. Sous réserve que les négociations aboutissent sur les trois points de l'accord de retrait, le Conseil européen avait accepté en décembre 2017 qu'une période de transition de 21 mois s'ouvre à partir de la fin mars 2019. Durant cette période de transition, le Royaume-Uni restera dans le marché unique, continuera de contribuer au budget européen, mais n'aura plus voix au chapitre dans les décisions européennes ; il pourra engager des négociations avec les pays tiers pour conclure des accords bilatéraux. Cette période de transition était souhaitée par les entreprises britanniques, qui craignaient que le Royaume-Uni ne doive quitter l'UE sans qu'aucun accord n'ait été conclu le 29 mars 2019. L'échéance de la sortie effective du marché unique serait donc repoussée à la fin 2020.

Dans notre prévision d'octobre, allant jusqu'à la fin 2020, nous supposons que ce scénario se réalisera, mais, au moment où nous écrivons ces lignes le risque d'une sortie sans accord ne peut toujours pas être écarté.

Dans notre scénario de prévision, de type « soft brexit », les incertitudes liées au Brexit s'estomperaient progressivement. La livre sterling resterait quasiment stable à l'horizon 2020 par rapport à l'euro et s'apprécierait donc légèrement en termes effectifs du fait de la baisse du dollar ; les prix des actifs boursiers comme immobiliers ne connaîtraient pas non plus de choc spécifique et continueraient de progresser modérément (d'environ 4 % par an, en retenant une hypothèse conventionnelle d'évolution des prix des actifs proche de celle du revenu des ménages). La politique monétaire continuerait de se resserrer progressivement. La politique budgétaire resterait légèrement restrictive. La croissance britannique serait de 1,3 % cette année, après 1,7 % en 2017 et serait voisine de 1,5 % en 2019 comme en 2020[16].

L'inflation, mesurée par l'indice des prix harmonisé à la consommation, qui était de 2,4 % sur un an en septembre dernier rejoindrait progressivement la cible de 2 % de la politique monétaire. La hausse des salaires nominaux par tête accélérerait de 2,6 % en 2018 à 3,3 % en 2020. Le taux de chômage remonterait de 4 à 4,5 %, sous l'hypothèse de la poursuite d'une hausse de la population active de 0,8 %, ainsi que du maintien d'une augmentation de 1 % de la productivité du travail qui contribuerait à limiter les pressions à la hausse sur les salaires.

L'investissement des entreprises est particulièrement soumis aux incertitudes sur le Brexit. Dans les comptes nationaux actuels, l'investissement des entreprises a marqué le pas au second semestre 2015 et le taux d'investissement, défini comme le ratio de l'investissement au PIB (en volume), est depuis lors resté voisin de 9,5 %. Au deuxième

15. Pour une présentation des enjeux des négociations, voir C. Mathieu et H. Sterdyniak, « Brexit : voies sans issue ? », *OFCE Le Blog*, septembre 2018.

16. Pour plus de détails sur notre prévision, voir « Le Royaume-Uni à l'heure du Brexit », *Revue de l'OFCE*, 159, preprint.

trimestre 2018, le niveau de l'investissement était 5 % inférieur à celui suggéré par une équation d'investissement, reposant sur le seul effet d'accélérateur[17]. L'inertie de l'investissement des entreprises se poursuivrait à l'horizon 2020, les incertitudes ne se levant véritablement qu'à la fin de la période de transition.

Le Brexit n'a pas encore eu lieu, mais son anticipation s'est traduite par une baisse de la livre de 13 % (bienvenue pour un pays ayant un déficit courant de 5 % du PIB), un choc de l'ordre de 5 % de l'investissement des entreprises, sans choc spécifique sur la consommation des ménages, qui a été affectée par la hausse des prix (1,8 point en 2 ans). Les exportations n'ont dans un premier temps guère bénéficié de la dévaluation (en raison de l'incertitude sur les conditions futures des échanges). L'estimation des impacts du Brexit est nécessairement fragile et discutable[18]. Alors que la croissance britannique était plus forte que celle de la zone euro de 1995 à 2015 (de 0,5 point par an en moyenne), elle a été la même que celle de la zone euro de la mi-2015 à mi-2016 (tableau 3). L'estimation de l'OFCE du coût du Brexit à ce jour est de 0 ,6 % du PIB depuis le vote il y a 2 ans.

17. Voir B. Ducoudré, M. Plane et S. Villemot (2015), « Équations d'investissement : une comparaison internationale dans la crise », *Revue de l'OFCE*, 138.

18. Pour une présentation des estimations et discussion des impacts du Brexit lors du référendum, voir Mathieu C., « Le référendum britannique de juin 2016, le saut dans l'inconnu » , *OFCE Policy Brief, 1*.

Tableau 3. **Évolution des PIB**

En glissement sur un an, au deuxième trimestre

	RU	Zone euro	France	Allemagne
2005/15	1,3	0,8	1,0	1,5
2015/16	1,6	1,7	1,0	2,2
2016/17	1,8	2,5	2,3	2,2
2017/18	1,2	2,0	1,7	1,9

Source : Eurostat.

Et s'il n'y avait pas d'accord d'ici le 29 mars ?

Le 8 novembre, les négociations continuaient de bloquer sur la question de la frontière irlandaise. L'UE-27 et la République d'Irlande demandent que figure dans le futur accord une clause de sauvegarde selon laquelle l'Irlande du Nord resterait dans l'Union douanière si aucune autre solution n'était trouvée pour éviter le retour d'une frontière physique. Mais ni les unionistes irlandais ni le gouvernement britannique ne souhaitent qu'une frontière puisse être établie entre l'Irlande du Nord et le reste du Royaume-Uni. Le gouvernement britannique pourrait proposer une formulation dans laquelle l'ensemble du Royaume-Uni pourrait rester dans l'Union douanière, mais cela ne pourrait être accepté par les tenants d'un Brexit dur, sauf pour une durée limitée dans le temps. Le scénario de l'absence d'accord ne peut être exclu.

La sortie sans accord impliquerait, elle, une rupture brutale dès fin mars 2019. Il faut distinguer l'effet court terme de l'effet long terme. À court terme, certains décrivent un scénario brutal. Du jour au lendemain, les Britanniques résidant dans l'UE-27 se verraient privés de tous leurs droits, de même pour les Européens résidant au Royaume-Uni. Les compagnies d'aviation perdraient leurs droits de vol ; les camions de marchandises britanniques ne pourraient plus circuler en Europe continentale ; les diplômes, les permis de conduire, les normes techniques et sanitaires seraient privés de la reconnaissance réciproque. Le commerce entre le Royaume-Uni et l'UE-27 serait plus ou moins paralysé par les formalités douanières, cela nuirait à toutes les entreprises qui pratiquent le juste-à-temps. Selon certaines estimations, un contrôle de 2 minutes pour chaque camion augmenterait de 5 heures le temps d'attente dans les postes douaniers à Douvres ou à Calais. Tous les contrats de longue durée entre des entreprises britan-

niques et européennes devraient être renégociés (si des droits de douanes sont instaurés). Les jugements ne bénéficieraient plus d'une reconnaissance réciproque. Le Royaume-Uni refuserait de payer les sommes qu'il a promis de verser pour liquider ses engagements antérieurs, de sorte que le conflit serait porté devant des tribunaux internationaux. Les Britanniques résidant dans l'UE comme les Européens résidant au Royaume-Uni seraient dans une situation de vide juridique. Une telle rupture, un Brexit chaotique, est peu probable car nuisible aux deux parties. Il faut imaginer un accord pour une sortie sans accord, de sorte que des accords provisoires évitent ces ruptures et que ces accords soient plus ou moins pérennisés.

Un *No deal* annoncé en décembre 2018 aurait très probablement des effets immédiats : baisse de la livre, baisse de la bourse, baisse du prix de l'immobilier ; dégradations des anticipations des entrepreneurs (baisse de l'investissement) ; constitution de stocks de précaution. Un risque important mais difficile à évaluer est celui d'une rupture des chaînes de production, mais les entreprises auront sans doute pris les mesures nécessaires pour l'éviter. La consommation des ménages serait aussi affectée par la hausse de l'inflation importée (hausse des droits de douane et dévaluation de la livre). Le commerce extérieur souffrirait de la hausse des droits de douane et des barrières non tarifaires. En sens inverse, la dépréciation de la livre soutiendrait le commerce extérieur et la politique économique deviendrait plus expansionniste. La politique budgétaire pourrait être temporairement assouplie, d'autant plus que le gouvernement a inscrit le message de la « fin de l'austérité » dans son budget présenté à la fin octobre et que le déficit budgétaire serait voisin de 1,5 % du PIB seulement en 2019. La Banque d'Angleterre interviendrait aussi. Mais, contrairement à l'été 2016 où l'inflation n'était que de 0,6 %, la Banque d'Angleterre devra cette fois arbitrer entre l'objectif de maintien de l'inflation à près de 2 % et le soutien à la production. Il n'y aurait cependant sans doute pas de crise financière, le Royaume-Uni ayant conservé son pouvoir monétaire.

Les effets d'une absence d'accord sont difficiles à mesurer. Nous citerons deux études récentes qui fournissent des ordres de grandeur à l'horizon 2020, allant quasiment du simple au double. Une étude de S&P[19] estime que l'impact pourrait être de l'ordre de 5,6 % en cumulé sur le PIB en 2020, mais ceci résulterait d'une forte chute des prix de l'immobilier et des cours boursiers, qui induirait une baisse de la consommation des ménages. Selon la prévision d'octobre du NIESR[20], le commerce UE/RU diminuerait de 56 % à moyen terme (dont la moitié immédiatement). Les flux migratoires en provenance de l'EEE baisseraient de 100 000 par an. Les IDE diminueraient de 24 %. La productivité totale des facteurs diminuerait de 1,4 % à long terme. Le gouvernement recyclerait la moitié de la contribution nette du RU (0,5 % du PIB, 10 milliards d'euros) en dépenses publiques. La livre baisserait de nouveau de 10 %. La baisse induite du PIB serait de 1,6 % en 2019, 2,9 % en 2020. Cette baisse du PIB proviendrait en 2019 pour 1 point de PIB de l'investissement, pour 0,6 point de la consommation, avec un léger effet favorable du commerce extérieur.

À moyen terme, le Royaume-Uni ne bénéficierait plus que des conditions minimales des accords de l'OMC, tant pour ses relations avec l'UE-27 que pour ses relations avec les pays couverts par des accords avec l'UE. Selon les estimations de l'OBR[21], les taux de douane (pondérés par la structure des échanges) seraient de 3,3 % pour les exportations du RU vers l'UE et de 4,4 % pour les importations du RU en provenance de l'UE. Ces montants ne sont pas élevés, mais ils seraient très différents selon les produits (allant de 0 %, par exemple pour les exportations de produits pharmaceutiques à près de 40 % pour les produits laitiers). Les barrières non-tarifaires sont plus difficiles à évaluer. Elles existeraient dès que le RU quitterait le marché unique, en raison de coûts administratifs, de questions fiscales, des formalités douanières, de vérification de

19. Standard and Poors, « Countdown To Brexit: No Deal Moving Into Sight », octobre 2018.
20. Hantzsche *et al., op. cit.*
21. OBR, « Brexit and the OBR's forecasts », *Discussion Paper n° 3*, octobre 2018.

l'origine des produits. Elles augmenteront si les normes de l'UE et du Royaume-Uni s'écartent. Selon l'OBR, ces barrières sont en moyenne estimées à 10 % pour un régime de l'OMC, à 6,5 % pour un accord de libre-échange.

À plus long terme, les études suggèrent souvent des effets durables d'une sortie sans accord en raison de la diminution des flux migratoires, de la perte d'efficacité liée à la diminution des échanges commerciaux et, pour certaines du ralentissement des gains de productivité. Selon les évaluations, les ordres de grandeur varient : ils vont de -2,2 %[22] à -8,7 % du PIB [23] (et sont de -5,3 % pour le NIESR [24]). Le Royaume-Uni essayerait de s'ouvrir davantage aux pays tiers. Il est peu probable qu'un choc de libéralisation puisse avoir des effets importants. Le Royaume-Uni pourrait être tenté de devenir un paradis fiscal et réglementaire.

De façon générale, le choc du Brexit pour l'UE-27 représentera environ 20 % du choc pour le Royaume-Uni, sachant qu'en cas de *No Deal*, l'Union européenne n'aura guère le choix et qu'elle devra imposer des droits de douane aux produits britanniques si un accord de libre-échange n'est pas signé (sinon, tous les pays tiers pourraient demander le même régime). Ainsi, dans l'éventualité d'une absence d'accord, si l'on retient un impact de -1,6 point de PIB au Royaume-Uni en 2019, l'impact serait de -0,3 point de PIB pour l'UE-27 prise dans son ensemble. Si, au départ, le Brexit semblait fragiliser l'Union européenne, en montrait qu'une sortie était possible, l'UE-27 est restée unie dans les négociations. Il est vite apparu que sortir de l'Union européenne était pénible et coûteux ■

22. Voir : Booth S. et A. Shankar, 2018, *No Deal, the economic consequences and how they could be mitigated*, Open Europe, novembre.

23. Voir : Rojas-Romagosa H., 2016, « Trade effects of Brexit for the Netherlands », *CPB Background Paper*, juin.

24. Hantzsche *et al., op. cit.*

Derniers *Policy briefs*

N° 40 / 18 octobre 2018
Transformation du CICE : des effets faibles attendus sur l'emploi, nuls sur l'activité économique
Bruno Ducoudré, Éric Heyer

N° 39 / 18 octobre 2018
Perspectives économiques 2018-2020
Éric Heyer, Xavier Timbeau, Département analyse et prévision

N° 38 / 16 octobre 2018
Impôt sur les sociétés : état des lieux et effets différenciés de la réforme
Mattia Guerini, Sarah Guillou, Lionel Nesta, Xavier Ragot, Evens Salies

N° 37 / 16 octobre 2018
Prime d'activité : quelle efficacité redistributive et incitative ?
Guillaume Allègre, Bruno Ducoudré

N° 24 (mis à jour) / 06 septembre 2018
Prélèvement à la source de l'impôt sur le revenu : peu d'avantages et beaucoup d'inconvénients
Gilles Le Garrec, Vincent Touzé

Pour citer ce document :
Céline Antonin, Christophe Blot, Paul Hubert, Catherine Mathieu, 2018 « Europe : le temps des incertitudes », *OFCE Policy brief* ***41*****, 12 novembre.**

RENDEZ-VOUS ANNUEL DANS LA COLLECTION *REPÈRES*

Paru en septembre 2018

https://www.collectionreperes.com/catalogue/index-L___conomie_fran__aise_2019-9782348037504.html

L'économie française 2019

Où en est la France dans la numérisation de son tissu productif ?

Quel est l'impact sur la croissance et le pouvoir d'achat du premier budget du quinquennat d'Emmanuel Macron ?

Quel effet redistributif auront les mesures de ce budget en 2018-2019 ?

La loi « Évolution du logement, de l'aménagement et du numérique » (ELAN) est-elle à la hauteur des enjeux sur le logement en France ?

Où va l'assurance chômage ?

À quoi va ressembler la réforme du système des retraites en France ?

Par les Chercheur-e-s de l'OFCE, sous la direction d'Éric Heyer

À paraître

L'économie européenne 2019

L'ouvrage, à paraître en février 2019, s'inscrit dans une actualité riche : vingt ans de l'euro, élections au Parlement européen, préparation du budget européen, et Brexit.

Il revient aux origines de l'euro pour mieux comprendre quels ont été ses réussites et ses défauts, et quelles pourraient être les voies de réforme.

Présenter les débats sur le budget, la fiscalité des entreprises ou les retraites éclaire sur les priorités de l'UE et sur la volonté de mieux répondre aux attentes des citoyens.

Ces réflexions s'inscrivent dans un contexte particulier : la montée du protectionnisme et les turbulences financières pourraient enrayer la reprise économique en Europe et y rendre les réformes incontournables.

Par les Chercheur-e-s de l'OFCE, sous la direction de Jérôme Creel

N° 720 – Économie

Directeur de la publication Xavier Ragot
Rédacteur en chef du blog et des *Policy briefs* Guillaume Allègre
Réalisation Najette Moummi (OFCE).

Copyright © 2018 – OFCE *policy brief* ISSN 2271-359X. All Rights Reserved.