

# COUP DE FREIN SUR LA CROISSANCE

## 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

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

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

\* Ce texte synthétise l'analyse de la conjoncture menée par le Département analyse et prévision de l'OFCE au printemps 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 15 avril 2019.

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

### 1. Synthèse du scénario : Coup de frein sur la croissance . . . . . 19

#### *Parties thématiques*

### 2. Tour du monde de la situation conjoncturelle . . . . . 41

États-Unis : à contretemps . . . . . 41

Italie : relance sans croissance . . . . . 47

Espagne : ralentissement sur fond d'incertitudes politiques . . . . . 54

Royaume-Uni : 10 Downing Street . . . . . 61

Les pays émergents : toujours dans la résilience . . . . . 70

Pétrole : les États-Unis aux commandes . . . . . 77

### 3. Le moteur chinois ralentit la berline allemande . . . . . 85

### 4. Le ralentissement du commerce mondial en 2018 . . . . . 97

### 5. Un sentier de croissance en ralentissement . . . . . 111

### 6. La désinflation importée . . . . . 121

### 7. Cycle de productivité et emploi : retour sur les ajustements depuis la crise . . . . . 129

### 8. Banques centrales – Changement de ton . . . . . 139

### 9. La politique budgétaire en soutien au pouvoir d'achat . . . . . 147

### 10. Annexe tableaux

A1. Principales hypothèses . . . . . 156

A2. Équilibre sur le marché pétrolier . . . . . 157

A3. États-Unis . . . . . 158

A4. Zone euro . . . . . 159

A5. Allemagne . . . . . 160

A6. France . . . . . 161

A7. Italie . . . . . 162

A8. Espagne . . . . . 163

A9. Royaume-Uni . . . . . 164

A10. Asie . . . . . 165

A11. Amérique latine . . . . . 165

A12. Nouveaux États membres de l'Union . . . . . 165

## 1. Synthèse : Coup de frein sur la croissance

---

Depuis la Grande Récession de 2009, l'économie mondiale a d'abord connu une phase de rebond – en 2010 et 2011 – puis a cru à un rythme annuel moyen de 3,3 % entre 2012 et 2017. L'accélération observée en 2017 avec une progression du PIB mondial de 3,5 %, notamment soutenue par la reprise plus tardive de la zone euro, a fait naître l'espoir d'un rythme de croissance plus soutenu qui aurait permis de résorber les déséquilibres – chômage et/ou dette publique – hérités de la crise. Le ralentissement de l'activité observé au premier semestre 2018 et qui s'est amplifié en fin d'année augure d'un scénario moins favorable. Les tensions commerciales, les difficiles négociations du Brexit, la baisse de croissance chinoise et l'application de nouvelles normes dans le secteur automobile ont cassé la dynamique de croissance qui est revenue à 3,3 % en 2018. De nombreuses enquêtes conjoncturelles laissent présager la poursuite de ce mouvement en début d'année 2019. Certains indicateurs, plus alarmistes comme l'évolution de la courbe des taux aux États-Unis, suggèrent une probabilité de récession plus élevée<sup>1</sup>.

Pourtant, au-delà d'un climat d'incertitude évident, de nombreux facteurs soutiendraient encore l'activité empêchant l'enclenchement d'une spirale récessive. Malgré l'absence de coordination internationale, de nombreux pays bénéficieraient de politique monétaire et/ou de politique budgétaire expansionnistes. Ainsi, la BCE et la Banque d'Angleterre retarderaient la normalisation de leur politique monétaire. Aux États-Unis, le soutien de la Réserve fédérale au PIB se réduirait mais la politique monétaire ne deviendrait pas restrictive. Du côté de la politique budgétaire, de nombreux gouvernements – en zone euro, aux États-Unis et également parmi les pays émergents – adopteront des mesures de soutien à l'activité au moins pour 2019.

---

1. Aux États-Unis, les récessions ont en effet souvent été précédées d'une inversion de la courbe des taux. Pour plus de détails, voir l'Étude spéciale « Quelle information peut-on tirer de la courbe des taux ? », dans ce numéro.

Tableau 1. Scénario de croissance mondiale

Taux de croissance en %

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

4. Communauté des États indépendants.

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

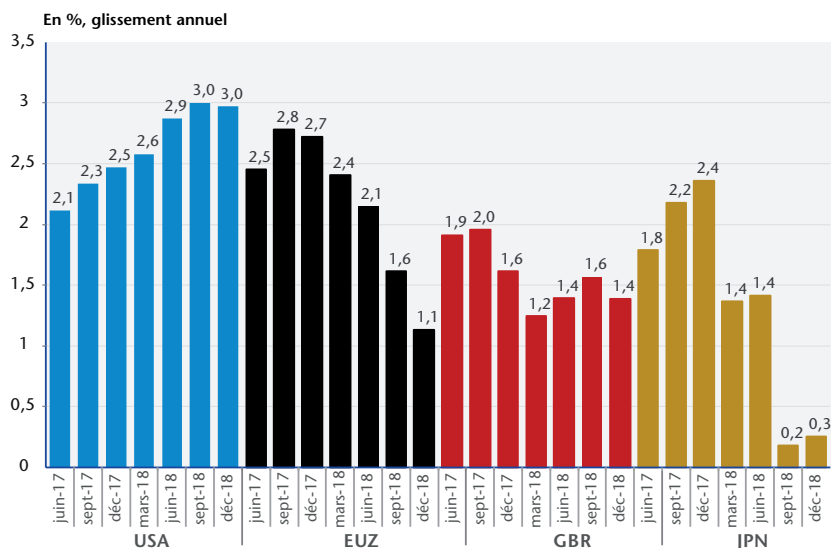
Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE avril 2019.

La trajectoire de croissance serait révisée à la baisse en raison de facteurs globaux et idiosyncratiques qui ont affecté l'activité en fin d'année 2018 et qui pèseront encore pendant quelques trimestres. La croissance serait donc plus faible en 2019 dans les pays avancés comme dans les pays émergents. Au-delà, la phase de rattrapage post-Grande Récession s'achèvera. Au fur et à mesure que les écarts de croissance se refermeront, la croissance convergera vers un rythme potentiel plus bas que dans les années 2000, en lien avec le ralentissement de la productivité et de la population active. Il en résulterait une croissance mondiale de 3,1 % en 2019 puis 3 % en 2020 et 2021 (tableau 1) avec une baisse plus marquée dans les pays avancés que dans les pays émergents. Le taux de chômage repartirait à la hausse notamment en Allemagne et aux États-Unis, pays ayant atteint un haut de cycle et où l'activité ralentirait plus fortement.

## Un ralentissement global

Entre la fin de l'année 2017 et la fin de l'année 2018, la croissance du PIB (graphique 1) des principales économies<sup>2</sup> est passé de 3,5 à 3 %. Toutes les zones, à l'exception notable des États-Unis, ont enregistré

Graphique 1. PIB des pays industrialisés



Source : Comptes nationaux.

2. États-Unis, Chine, Japon, Allemagne, Royaume-Uni, France, Inde, Italie, Brésil, Canada, Corée du Sud, Russie, Australie, Espagne, Mexique, Indonésie, Turquie, Pays-Bas et Suisse.

une baisse de leur croissance. En zone euro, le glissement annuel du PIB a perdu 1,6 point (graphique 1). L'économie allemande, jusqu'ici moteur de la croissance de la zone euro, a vu son PIB baisser au cours du deuxième semestre ; même chose pour l'Italie. Le PIB japonais s'est fortement contracté au troisième trimestre (-0,6 %) avant de revenir sur un sentier de croissance plus élevé (0,5 %) au quatrième trimestre. Parmi les pays émergents, l'Inde, l'Afrique du Sud et surtout la Chine ralentissent tandis que la croissance se stabilise à un bas niveau au Brésil. En Turquie et en Argentine, les tensions financières et commerciales du début d'année se sont rapidement traduites par un effondrement de la demande et une récession.

### **Commerce international : soubresauts ou baisse durable ?**

La guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis a eu des répercussions négatives sur les échanges commerciaux entre les deux pays. En six mois, de juin à décembre 2018, la valeur des exportations des États-Unis vers la Chine a chuté de 8,8 % tandis que les exportations chinoises vers les États-Unis baissaient de 5,5 %. Outre le conflit commercial sino-américain, les nombreuses menaces américaines, notamment celles à l'encontre des exportateurs européens du secteur automobile, ont créé un climat d'incertitude contribuant également à freiner les échanges. De fait, c'est l'ensemble du commerce mondial qui a reculé sur cette deuxième partie de l'année. Selon l'indicateur, calculé par le CPB<sup>3</sup> pour le commerce de marchandises, les importations mondiales ont baissé de 1,2 % au quatrième trimestre 2018, les pays émergents d'Asie contribuant pour -1,6 point à cette baisse (graphique 2). Le recul est cependant moins marqué pour les échanges de biens et services puisque les importations mondiales baissent de 0,6 % après une hausse de 0,7 % au troisième trimestre.

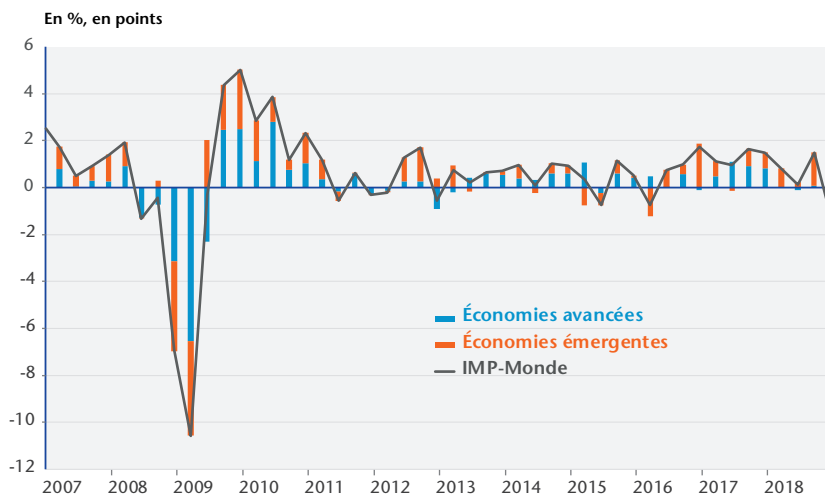
Au-delà des tensions commerciales avec les États-Unis, c'est l'ensemble des importations chinoises de marchandises qui a reculé de 6,7 % au second semestre 2018. Cette situation s'explique par le ralentissement de la demande intérieure en lien avec un resserrement réglementaire qui a freiné le crédit. En dehors de la Chine, les importations de la zone euro ont stagné, ce qui freine la demande adressée de l'ensemble des pays européens dans une zone où le commerce intra-

---

3. Le CPB (*Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis*) publie un indicateur mensuel sur les exportations et les importations de marchandises en volume des principaux pays et zones géographiques.

zone est important. Enfin, les importations restaient dynamiques aux États-Unis, soutenues par une forte demande intérieure.

Graphique 2. Contribution à l'évolution des importations mondiales de marchandises

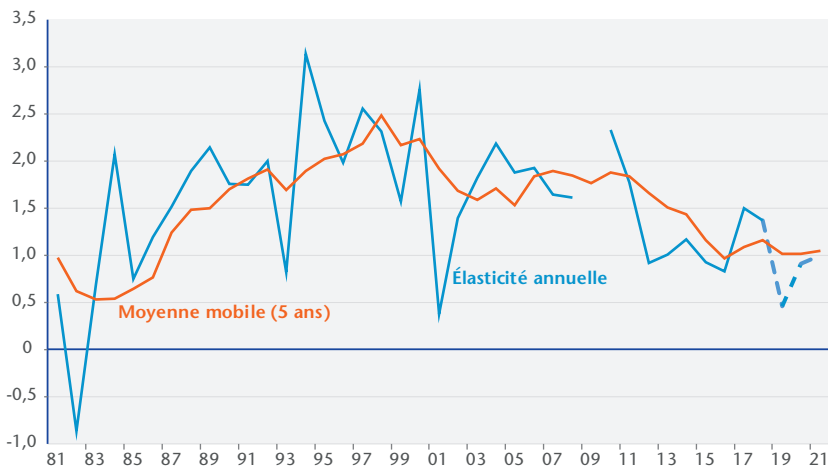


Ce recul du commerce mondial témoigne d'un nouveau soubresaut comparable à d'autres épisodes observés depuis 2011. La baisse est effectivement de bien moindre ampleur que celle qui avait été enregistrée en 2009. En 2015-2016, des inquiétudes sur la croissance chinoise avaient également entraîné une baisse du commerce mondial, avec une chute des importations de 0,7 % au premier trimestre 2016. À cette époque, la contribution des pays émergents d'Asie avait été de -0,9 point. Dans le même temps, la croissance mondiale avait effectivement baissé, passant de 3,2 % en 2015 à 3 % en 2016. La croissance américaine avait significativement baissé mais l'activité avait au contraire accéléré en zone euro, soutenue par la fin de la consolidation budgétaire généralisée, la mise en œuvre de la politique d'achats de titres par la BCE et une forte dépréciation de l'euro de 20 % en 2015.

Nous supposons que le choc actuel ne reflète pas un changement radical et permanent du commerce mondial, ce qui aurait eu comme conséquence une moindre progression de la productivité et une baisse de la croissance potentielle, mais un ralentissement temporaire comparable à celui observé en 2015-2016, lié notamment aux tensions commerciales initiées par les États-Unis, au choc sur l'automobile et au

ralentissement de la demande chinoise. Le choc s'atténuerait alors progressivement en 2020-2021. Les discussions entre la Chine et les États-Unis permettraient d'aboutir à un accord prolongeant la trêve qui avait été décidée en début d'année 2019 et avait conduit à reporter une nouvelle hausse des droits de douane sur près de la moitié des exportations chinoises à destination des États-Unis. De même, nous supposons que les États-Unis ne mettront pas à exécution les menaces formulées contre les exportations européennes du secteur automobile. Enfin, les députés britanniques parviendraient à s'accorder sur un scénario ordonné de Brexit à l'intérieur du délai imparti par l'Union européenne, évitant ainsi de créer une rupture sur les échanges commerciaux européens. Le choc serait donc temporaire et la croissance du commerce repartirait progressivement à la hausse après le deuxième semestre 2019. Dans ces conditions, nous supposons que l'élasticité du commerce à la croissance convergerait vers l'unité, ce qui se traduirait par une croissance des importations mondiales proche de 3 % en 2020-2021 (graphique 3).

Graphique 3. Élasticité du commerce à la croissance mondiale



Sources : FMI, calculs et prévision OFCE, avril 2019.

## L'énorme panne du secteur automobile

La deuxième moitié de l'année 2018 a également été caractérisée par un choc provenant du secteur automobile. En effet, à compter du 1<sup>er</sup> septembre, les constructeurs automobiles sont soumis à de nouvelles normes concernant les émissions polluantes. En Europe, les retards dans



l'adaptation de l'appareil productif ont alors provoqué des perturbations sur la production, la consommation et les exportations contribuant aux médiocres performances de la zone euro<sup>4</sup>. Ainsi, la production automobile a baissé de respectivement 6,6 et 6 % en glissement annuel aux troisième et quatrième trimestres dans la zone euro. Après un pic au mois d'août (+29,7 % sur l'ensemble de la zone euro), les immatriculations ont baissé au cours des six mois suivants. Les premières informations disponibles sur le mois de mars pour l'Allemagne, la France, l'Italie et le Royaume-Uni indiquent que la baisse se poursuit.

Si le choc a touché l'ensemble des pays européens, il a été d'autant plus fort que le secteur automobile joue un rôle important dans l'économie. C'est notamment le cas en Allemagne, ce qui explique en partie la contraction du PIB de 0,2 % observée au troisième trimestre.

### Et des éléments idiosyncratiques

En Allemagne, des facteurs idiosyncratiques ont aussi freiné l'activité. La sécheresse estivale a fait baissé le niveau du Rhin à un niveau compromettant la circulation fluviale sur une durée exceptionnellement longue. Le fleuve, traversant une importante région industrielle allemande, joue un rôle essentiel pour le transport de marchandises si bien que la situation climatique a contraint l'activité industrielle et contribué à la faible croissance. De même, le réchauffement climatique qui est à l'origine des catastrophes naturelles qui ont touché le Japon pendant l'été a entraîné un recul de la consommation des ménages et de l'investissement de 0,2 % et 2,1 % respectivement. Ces facteurs se sont ajoutés au ralentissement du commerce mondial, entraînant une contraction du PIB de 0,6 % au troisième trimestre. À l'automne, les tensions relatives au choix de relance budgétaire en Italie ont poussé les taux d'intérêt souverains à la hausse freinant la demande intérieure italienne. En France, les mouvements de contestation sociale auraient également amputé la croissance en fin d'année 2018, avec un effet direct de l'ordre de 0,1 point d'après l'INSEE<sup>5</sup>.

En 2019, ces facteurs ponctuels s'estomperaient mais pèseraient encore néanmoins sur l'activité par des effets d'acquis négatifs. En Italie, l'écart de taux souverain vis-à-vis de l'Allemagne serait plus élevé que celui observé avant la formation du nouveau gouvernement au

---

4. Voir chapitre 3 « Le moteur chinois ralentit la berline allemande » dans cette partie.

5. Voir la partie II « France : croissance épargnée. Perspectives 2019-2021 pour l'économie française » pour plus de détails.

printemps 2018. À la fin du premier trimestre 2019, il était encore de 2,5 points contre 1,4 en moyenne en 2015-2017. Le ralentissement du commerce mondial réduira la demande adressée et donc les exportations. Dans les pays industrialisés, la demande intérieure resterait relativement dynamique si bien que la contribution du commerce extérieur à la croissance serait le plus souvent négative en 2019 en Allemagne, France, Italie, Espagne et plus encore aux États-Unis.

## Politiques économiques en soutien ?

Par ailleurs, la croissance serait en partie soutenue par la politique économique, ce qui permettrait d'amortir l'incidence du ralentissement du commerce mondial.

### Politiques budgétaires : relances dispersées

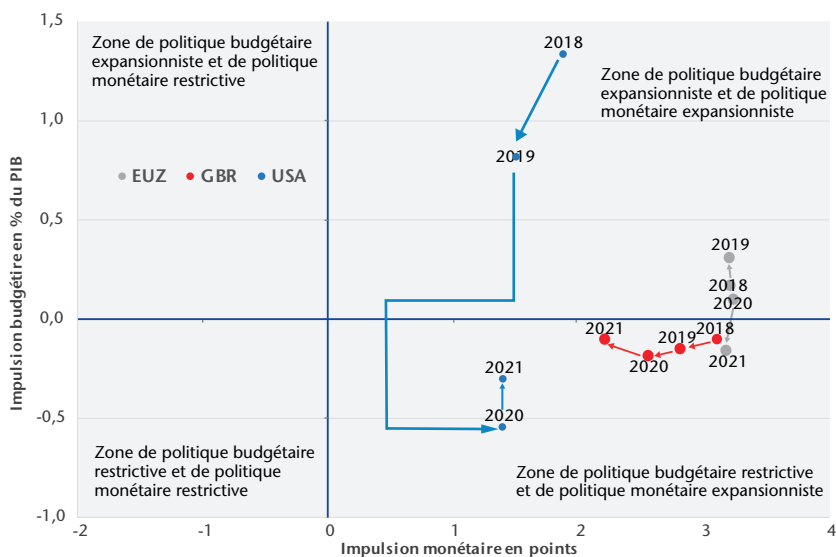
En 2019, plusieurs pays bénéficieraient d'un soutien de la politique budgétaire<sup>6</sup> (graphique 4) décidé le plus souvent avant le constat du ralentissement économique, et généralement en réponse à une problématique sociale ou de politique interne. Parmi les principales économies développées, le Royaume-Uni mènerait encore une politique faiblement restrictive même si la perspective du Brexit a conduit le gouvernement à revoir ses ambitions à la baisse en matière de réduction du déficit budgétaire. Dans la zone euro, l'impulsion des quatre plus grands pays serait effectivement positive en 2019. En Allemagne, l'orientation budgétaire résulterait de l'accord conclu en début d'année 2018 par la coalition formée par la CDU-CSU et le SPD. En Espagne, faute d'accord au Parlement sur le vote du budget 2019, c'est le budget expansionniste voté pour 2018 qui est prorogé dans l'attente des résultats des élections législatives anticipées fin avril 2019. En France, le gouvernement a ajouté de nouvelles mesures de soutien au pouvoir d'achat des ménages pour répondre à la contestation sociale des Gilets jaunes. Enfin, en Italie, le gouvernement en place depuis le printemps espère stimuler la croissance grâce à plusieurs mesures qui se traduiront par une augmentation des dépenses publiques et une impulsion positive de 0,5 point.

Si ces pays sont sortis du bras correctif du Pacte de stabilité et de croissance, la France, l'Italie et l'Espagne s'écarteraient de leurs engagements en 2019, puisque selon les règles budgétaires en vigueur, ils

---

6. Voir chapitre 8 « La politique budgétaire en soutien au pouvoir d'achat » dans cette partie.

Graphique 4. Orientation des politiques économiques



Sources : FMI, calculs et prévision OFCE, avril 2019.

devraient poursuivre leurs efforts afin de respecter leur cible de moyen terme pour le déficit structurel. Ces impulsions auraient pour conséquence que ces trois pays ne respecteraient pas leurs engagements de réduction des déficits structurels. Par ailleurs, dans le cas de la France, le déficit atteindrait 3,1 % en 2019, dépassant à nouveau temporairement le seuil 3 %. Cette limite est atteinte notamment à cause de la transformation du CICE en baisse de cotisations sociales, considérée comme exceptionnelle. Surtout, ce soutien permettrait d'absorber partiellement le ralentissement lié au commerce mondial, ce qui permettrait au chômage de poursuivre sa baisse. En Allemagne, malgré l'impulsion budgétaire, le recul de la croissance serait plus marqué (0,9 % en 2019) et le chômage augmenterait de 0,3 point entre la fin 2018 et la fin 2019. Avec un taux de chômage toujours inférieur à 4 %, la situation sur le marché du travail resterait favorable, ce qui explique aussi la moindre efficacité relative de la politique budgétaire car, en situation de plein-emploi, le multiplicateur budgétaire est plus faible. Le gouvernement allemand aurait cependant des marges de manœuvre pour amplifier son soutien à la croissance s'il le souhaitait. En effet, l'Allemagne est en situation d'excédent budgétaire depuis 2014 et la dette publique allemande a convergé vers 60 % en 2018.

En 2019, c'est aux États-Unis que la politique budgétaire serait la plus expansionniste parmi les grands pays industrialisés. L'impulsion serait de 0,8 point de PIB après 1,4 point en 2018. Les réductions d'impôts votées fin 2017 contribueraient à la dynamique du revenu disponible et à la consommation des ménages qui progresserait de 3 %. Pour 2020, l'impulsion serait peu modifiée en zone euro et au Royaume-Uni mais deviendrait négative aux États-Unis où le gouvernement s'engagerait à réduire les dépenses publiques. Du côté des pays émergents, la politique budgétaire serait également expansionniste en Inde et en Chine mais restrictive en Argentine. Le gouvernement chinois tenterait de contrôler le ralentissement de l'activité par une relance budgétaire et une expansion des liquidités octroyées par la banque centrale.

### **Politiques monétaires : une pause dans la normalisation**

Alors que les banques centrales semblaient engagées dans une stratégie de normalisation de leur politique monétaire, le ralentissement de l'activité dans les pays industrialisés devrait les amener à faire une pause<sup>7</sup>. Du côté des États-Unis, les anticipations de marché indiquaient au moins 3 nouvelles hausses de taux en 2019. Le changement de ton récent au sein du FOMC (*Federal Open Market Committee*) suggère maintenant plutôt une hausse, voire une stabilisation du taux directeur à 2,5 %. La banque centrale américaine maintiendrait cependant le cap en matière de réduction de la taille de son bilan mais n'hésiterait pas à revenir sur cette décision si le ralentissement devait être plus important. Dans tous les cas, l'orientation de la politique monétaire ne deviendrait pas restrictive aux États-Unis, notamment parce que l'inflation serait légèrement inférieure à la cible de 2 % d'ici 2021 et que le taux de chômage augmenterait de 0,7 point entre le début de l'année 2019 et la fin de l'année 2021.

En zone euro, c'est la perspective d'une remontée des taux qui a été retardée à la suite des dernières déclarations de la BCE. Avant la fin de l'année 2018, Mario Draghi communiquait sur une hausse qui n'interviendrait pas avant l'été 2019. En mars 2019, cet horizon est repoussé au moins jusqu'au début de l'année 2020. Quant à la taille du bilan, elle serait stabilisée en milliards d'euros courants si bien que le caractère expansionniste de la politique monétaire en zone euro ne s'amplifierait plus mais l'heure de la normalisation serait bien retardée.

---

7. Voir chapitre 7 « Banques centrales : changement de ton » dans cette partie.

Pour autant, à moyen terme, le fort excédent courant de la zone euro créerait des pressions à l'appréciation de l'euro qui augmenterait à 1,3 dollar en 2021 contre 1,13 en moyenne en 2019.

Au Royaume-Uni, la stratégie de la Banque d'Angleterre est soumise à l'aléa du Brexit. Dans la perspective d'une sortie de l'UE avec accord, les tensions seraient modérées. En particulier, la livre sterling resterait stable face à l'euro. Même si l'inflation était légèrement inférieure à 2 %, le retour de la croissance vers son rythme potentiel inciterait la Banque d'Angleterre à normaliser très graduellement la politique monétaire et uniquement une fois que les incertitudes sur l'organisation du Brexit seront levées. Toutefois, dans l'éventualité toujours possible d'une sortie sans accord, l'impact récessif serait important (encadré 1) pour l'économie britannique, ce qui conduirait certainement la banque centrale à assouplir la politique monétaire pour amortir le choc.

Ainsi, dans un contexte non inflationniste<sup>8</sup>, les banques centrales se concentrent plutôt sur leur objectif de croissance et maintiennent des conditions de financement relativement favorables.

### **Encadré 1. Que disent les évaluations macroéconomiques d'une sortie du Royaume-Uni de l'UE : le cas du hard Brexit ?**

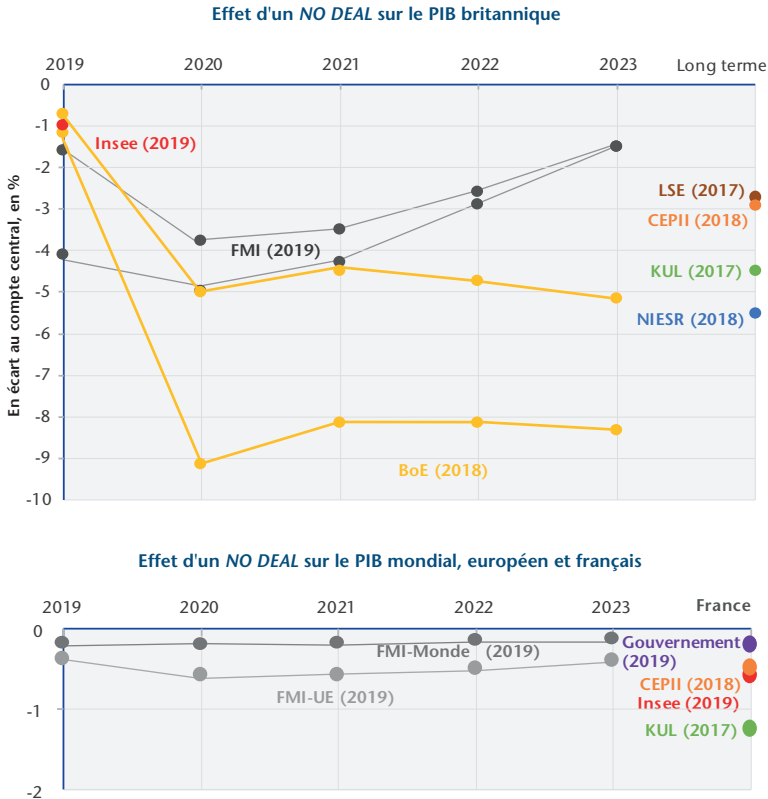
Au sommet européen du 11 avril 2019, une sortie sans accord et sans transition (*hard Brexit*) a été évitée de justesse et l'Article 50 étendu jusqu'au 31 octobre 2019. Ce report est flexible au sens où tout accord trouvé et signé avant cet automne permettrait au Royaume-Uni d'entamer la période de transition. L'hypothèse d'un no deal ne peut pas être écartée pour autant puisque celui-ci pourrait intervenir dès le 1<sup>er</sup> juin 2019 si les Britanniques ne tenaient pas les élections européennes et un peu plus tardivement, le 1<sup>er</sup> novembre, s'ils n'étaient pas parvenus à un accord.

Depuis 2016, de nombreuses évaluations du coût économique associé à la sortie du Royaume-Uni de l'UE ont vu le jour ; nous en avons recensé pas moins d'une vingtaine. Dans cet encadré, nous nous focalisons uniquement sur les effets estimés d'un *hard Brexit*. La sortie du Royaume-Uni du Marché unique et de l'Union douanière signifie que le commerce entre le Royaume-Uni et ses partenaires commerciaux serait régi immédiatement par les règles de l'OMC, c'est-à-dire que les tarifs douaniers seraient soumis à la clause de la « nation la plus favorisée ». Quelle que soit la méthode d'évaluation retenue en termes de modélisation ou de canaux de transmission, le

8. Voir chapitre 5 « La désinflation importée » dans cette partie.

consensus qui se dégage est une perte significative de richesse engendrée par cet événement au Royaume-Uni et dans d'autres zones (graphique 5). Toutefois, les effets négatifs sont presque divisés par 10 aux niveaux européen et mondial.

Graphique 5. Brexit : impact d'une sortie sans accord et sans transition



Sources : Banque d'Angleterre (BoE), Mayer *et al.* (2018), LES : Dinghra *et al.* (2017), FMI, Gouvernement, INSEE, NIESR, KUL : Vandenbussche *et al.* (2017).

Le commerce est le plus important canal par lequel se transmettrait le choc lié au Brexit et constitue le point de départ de chacune des évaluations. Un premier pan de la littérature part d'un modèle de gravité permettant de relier les volumes échangés à la distance entre deux pays et leur poids économique respectifs. La « distance » peut être interprétée comme toute barrière à l'échange, qu'elle soit tarifaire ou bien géographique. Une fois les paramètres de l'équation estimés, il devient dès lors possible de simuler une hausse des tarifs douaniers et son impact sur le PIB. Dans ce cadre, les évaluations suggèrent un coût sur le PIB britannique aux alentours de 3 % tandis que les effets seraient plus faibles sur les pays de l'UE : le coût moyen

se chiffre à hauteur de 0,5 % du PIB (Dinghra *et al.*, 2018 ; Mayer *et al.*, 2018). Ces effets estimés sont dits « statiques », autrement dit de long-terme. Une deuxième méthodologie, employée par l'INSEE (2019) et Vandebussche *et al.* (2017), utilise les tableaux internationaux d'entrées et sorties (par produits, issu de la *World Input-Output Database*), de façon à tenir compte de l'internationalisation croissante des chaînes de production. L'estimation se fait en deux temps : les élasticités-prix sont tout d'abord estimées pour chaque produit en provenance de chaque pays, puis ces dernières sont utilisées pour simuler les effets d'une hausse des tarifs. L'effet à long terme sur le PIB britannique serait négatif et de l'ordre de 4,5 % d'après Vandebussche *et al.* (2017) tandis que l'INSEE (2019) évalue que l'activité au Royaume-Uni reculerait d'1 % le trimestre suivant une sortie sans accord. Concernant les pays européens, si l'effet négatif sur le PIB serait, en moyenne, de 1,5 % à long-terme, il est aussi hétérogène entre les pays de l'UE en raison (i) d'une moindre demande adressée des Britanniques mais également (ii) des effets indirects liés à la diffusion de cet effet sur toute la chaîne de valeur. Enfin, la composition des exportations à destination du Royaume-Uni est importante puisque tous les produits ne subiraient pas une hausse identique des tarifs douaniers. À titre d'exemple, l'Irlande serait la plus durement touchée car près de la moitié de ses exportations à destination du Royaume-Uni est constituée de produits agro-alimentaires, produits pour lesquels la hausse des tarifs serait plus importante<sup>9</sup>. Il est à noter que ce type d'exercice est fortement dépendant des élasticités-prix à l'importation utilisées qui tendent à être bien plus importantes lorsqu'elles sont calculées au niveau sectoriel qu'au niveau agrégé, ce qui est le cas dans les deux études précédemment citées.

Le gouvernement britannique a annoncé en mars que des aménagements de droits de douane seraient appliqués en cas de sortie sans accord, ce qui correspond à une exemption des droits de douane sur 87 % des importations britanniques en provenance de l'UE. Dans ce cas, l'effet négatif jusqu'alors trouvé pourrait être moindre. C'est d'ailleurs l'hypothèse retenue par le gouvernement français pour évaluer les coûts du Brexit dans le Programme de stabilité 2019-2022<sup>10</sup>, ce qui pourrait expliquer l'impact plus faible sur le PIB français à court terme (-0,2 %) que lors des précédentes évaluations<sup>11</sup>.

9. Dans le scénario de *hard Brexit* du gouvernement britannique, les droits de douane sur les produits agro-alimentaires augmenteraient en moyenne de 35 points : 20 points pour les barrières tarifaires et 15 points pour les barrières non tarifaires, [http://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/760484/28\\_November\\_EU\\_Exit\\_-\\_Long-term\\_economic\\_analysis\\_1\\_.pdf](http://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/760484/28_November_EU_Exit_-_Long-term_economic_analysis_1_.pdf)

10. Encadré 7 pp. 39-40 du Programme de Stabilité 2019-2022 (Avril 2019), [http://www.performance-publique.budget.gouv.fr/sites/performance\\_publique/files/files/documents/actualites/PSTAB2019-2022/PSTAB-2019-web.pdf](http://www.performance-publique.budget.gouv.fr/sites/performance_publique/files/files/documents/actualites/PSTAB2019-2022/PSTAB-2019-web.pdf)

11. Dans sa note de conjoncture, l'INSEE (2019) chiffre l'impact d'un *hard Brexit* sur le PIB français à -0,6 %, étalé sur plusieurs trimestres.

Si toutes les études fixent comme point de départ d'une sortie sans accord, le retour à des règles de type OMC, l'utilisation de modèle macro-économétriques, comme c'est le cas du NIESR ou FMI, permet de combiner plusieurs types de chocs tels qu'une dépréciation de la livre, une baisse des investissements directs, une baisse de la productivité, un solde migratoire dégradé ou encore une réponse endogène des politiques économiques face au choc. Le NIESR estime que l'impact négatif sur le PIB britannique à long terme est de 5,5 % par rapport à une situation où il n'y aurait pas eu de Brexit. La dernière évaluation du Brexit faite par le FMI (2019) propose un scénario dans lequel de fortes perturbations à la frontière interviennent à très court terme (délais, ruptures dans les chaînes de production), ce qui n'a pas été fait jusqu'à présent<sup>12</sup>. L'effet négatif total sur le PIB britannique est d'environ 3,5 % à l'horizon 2021 par rapport à un scénario de *soft Brexit* impliquant une période de transition.

La croissance des pays industrialisés sera donc généralement caractérisée par une contribution négative du commerce extérieur et un soutien à la croissance par la demande intérieure. Le ralentissement de l'activité serait néanmoins significatif avec une croissance passant de 2,2 % en 2018 à 1,7 % en 2019, qui s'explique en grande partie par la situation des pays de l'Union européenne et par des effets d'acquis défavorables résultant du ralentissement du deuxième semestre 2018. La zone euro perdrait ainsi 0,5 point de croissance, dont 0,6 point en Allemagne, 0,7 point pour l'Italie et 0,5 en Espagne comme au Royaume-Uni et aux États-Unis. À l'horizon 2021, la croissance convergerait vers son rythme potentiel plus bas qu'avant la crise en lien avec des tendances de productivité plus faibles et un ralentissement de la population active<sup>13</sup>. Dans ce contexte, la baisse du chômage et du sous-emploi encore élevés, notamment en France, Italie ou Espagne, serait freinée<sup>14</sup>.

Les nouveaux pays membres d'Europe de l'Est verraient leur croissance passée de 4,4 % à 3,3 % en lien avec le ralentissement du commerce mondial et de la croissance en zone euro. Le ralentissement se prolongerait en 2020, cette fois-ci surtout du fait d'une croissance américaine plus basse (1,5 %) en lien avec le changement d'orientation de la politique budgétaire. La situation conjoncturelle se

12. Dans leur scénario de *hard Brexit*, ils appliquent une augmentation de la prime de risque à la fois associée à la dette souveraine et à celle des entreprises.

13. Voir le chapitre 4 « Un sentier de croissance en ralentissement » dans cette partie.

14. Voir le chapitre 6 « Cycle de productivité et emploi... » dans cette partie.

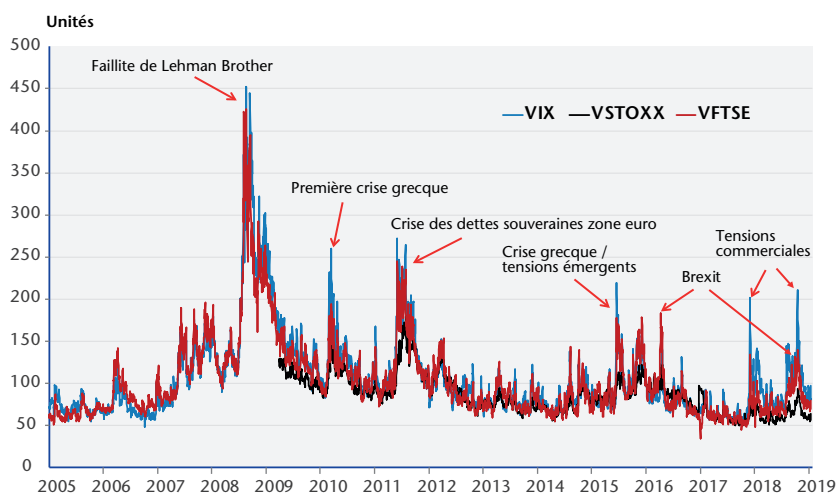


stabiliserait en zone euro, avec une accélération en Allemagne et en Italie. Du côté des pays émergents, l'atterrissage de l'économie chinoise se traduirait par une progression du PIB de 6,3 % en 2019 puis 6,2 % et 6 % en 2020 et 2021. Dans les autres pays d'Asie, la croissance graviterait entre 5,5 et 5,6 %. Enfin, en Amérique latine, le PIB croîtrait de 1,1 % en 2019 comme en 2018 avant d'accélérer à 1,7 % en 2020 puis 2,2 % en 2021.

## Une incertitude durable

L'incertitude reste cependant prégnante (graphique 6), en grande partie du fait de tensions politiques à l'image de la guerre commerciale lancée en 2018 et de la situation politique du Royaume-Uni. Les tensions entre les États-Unis et la Chine s'apaisent depuis la rencontre des deux dirigeants fin novembre 2018. Après la trêve en matière de sanctions commerciales, les deux pays devraient signer un accord qui mettrait fin à l'escalade des droits de douane. Toutefois, on peut toujours craindre un revirement de la politique commerciale des États-Unis. Par ailleurs, des menaces planent toujours sur l'Europe et notamment les constructeurs automobiles allemands. Le président américain pourrait être tenté de poursuivre sa croisade contre les pays avec lesquels les États-Unis ont un déficit commercial négligeant l'effet de sa politique budgétaire de relance sur le solde courant américain<sup>15</sup>.

Graphique 6. L'incertitude mesurée par la volatilité des marchés boursiers



Source : Eikon Thomson Reuters.

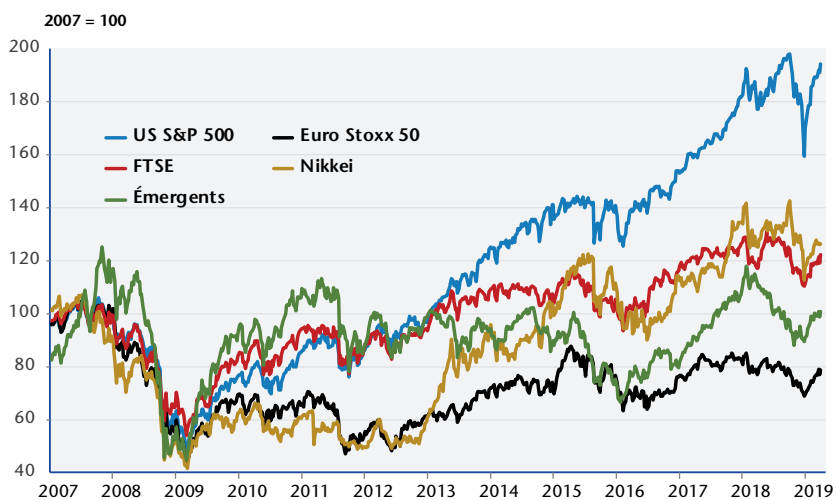
L'avenir de l'Europe est également soumis aux tergiversations politiques concernant le Brexit, souhaité par les citoyens britanniques en juin 2016, mais dont les modalités n'ont toujours pas été validées par Westminster. Le souhait exprimé de quitter l'Union européenne ouvre de multiples possibilités portant sur les futures relations entre l'Union européenne et le Royaume-Uni. Le plan de la Première ministre Theresa May a été rejeté par le Parlement à trois reprises. Pour autant, les députés rejettent l'idée d'une sortie sans accord ou la possibilité d'une sortie plus douce qui verrait le Royaume-Uni dans une union douanière avec l'UE. Le nouveau report devrait donner du temps aux députés pour valider une voie de sortie même si au terme du nouveau report accordé jusqu'au 30 octobre 2019 l'hypothèse d'une sortie sans accord ne peut toujours pas être exclue, ce qui risquerait alors d'amputer la croissance britannique et de ses partenaires.

L'incertitude telle qu'elle est mesurée par la volatilité implicite des indices boursiers reflète également l'inquiétude des investisseurs sur la valorisation des actifs boursiers, en particulier aux États-Unis. La période récente est effectivement caractérisée par des périodes de décrochage puis de rattrapage des cours boursiers, la plus récente datant de la fin de l'année 2018. Entre octobre et fin décembre 2018, l'indice S&P 500 a par exemple perdu près de 20 % de sa valeur avant de la reprendre tout aussi rapidement les semaines suivantes. Cette inquiétude est sans doute d'autant plus marquée aux États-Unis que la question d'une éventuelle surévaluation du prix des actifs boursiers se pose (graphique 7). Déjà en début d'année 2018, la crainte d'un resserrement plus rapide de la politique monétaire avait fait chuter l'indice de plus de 10 % en quelques jours. Inversement, en début d'année 2019, c'est le ton plus conciliant de la Réserve fédérale quant aux futures hausses de taux qui ont permis de calmer la tempête et conduit au redressement des indices boursiers et à une détente relative des taux longs américains qui sont passés de 3,0 % au quatrième trimestre 2018 à 2,5 % en mars 2019.

---

15. Entre 2017 et 2019, le déficit de la balance courante américaine devrait se creuser de 0,3 point de PIB, en partie du fait que les importations auront été stimulées par une politique économique expansionniste.

Graphique 7. Évolution des principaux indices boursiers



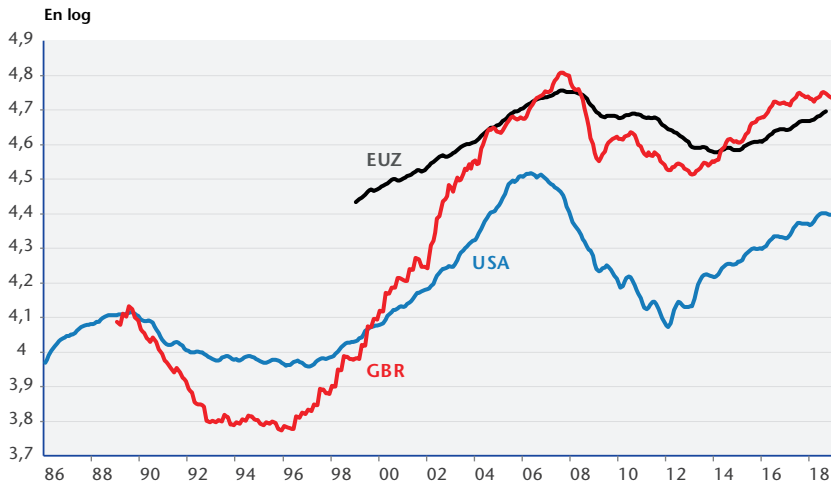
Source : Eikon Thomson Reuters.

Force est de constater que l'indice S&P 500 aux États-Unis a atteint un niveau largement supérieur à son pic observé avant la crise financière globale. Le PER s'élevait à 20 en mars 2019, soit un niveau supérieur à celui de 2007 mais inférieur au pic atteint en 2000, qui était de 30. Le risque de crise financière systémique émanant des États-Unis serait cependant probablement moindre qu'en 2007. D'une part, le niveau relatif des prix immobilier aux États-Unis a certes augmenté de 38 % depuis le début de l'année 2012 mais reste 11,4 % inférieur au pic de 2006 (graphique 8). D'autre part, l'endettement des ménages américains a significativement baissé depuis, même si pour certains ménages ou pour certains types de prêts – prêts étudiants<sup>16</sup> – les taux d'endettement sont importants. Plus que l'endettement privé, la plupart des pays sont aujourd'hui dans une situation d'endettement public plus élevé qu'avant la crise, sauf pour l'Allemagne (encadré 2). Dans ces conditions se pose surtout la question de la capacité des États à faire face à un nouveau choc financier qui résulterait de l'éclatement d'une bulle sur le marché boursier américain ou d'une panique financière causée par une sortie du Royaume-Uni sans accord de l'Union européenne. Les capacités de stabilisation budgétaire pourraient être

16. Une bonne partie de ces prêts bénéficient cependant d'une garantie de l'État.

réduites ainsi que l'a illustré l'exemple italien au deuxième trimestre 2018. L'annonce d'une politique budgétaire plus expansionniste par le nouveau gouvernement italien avait suscité la défiance des marchés sur la capacité du gouvernement à stabiliser la dette publique. Les taux souverains avaient alors augmenté rapidement. Dans le cas italien, l'augmentation des primes de risque s'expliquait également par les tensions autour des engagements budgétaires entre le gouvernement italien et ses partenaires européens. Il n'en demeure pas moins que la capacité de certains pays à émettre plus de dette publique pourrait être atténuée. La limite est toutefois très incertaine ; les États-Unis ou le Japon sont dans une situation où la trajectoire de dette ne semble toujours pas stabilisée sans pour autant que des tensions sur les taux apparaissent.

Graphique 8. Évolution des prix immobiliers déflatés par l'indice des prix à la consommation



Source : Eikon Thomson Reuters.

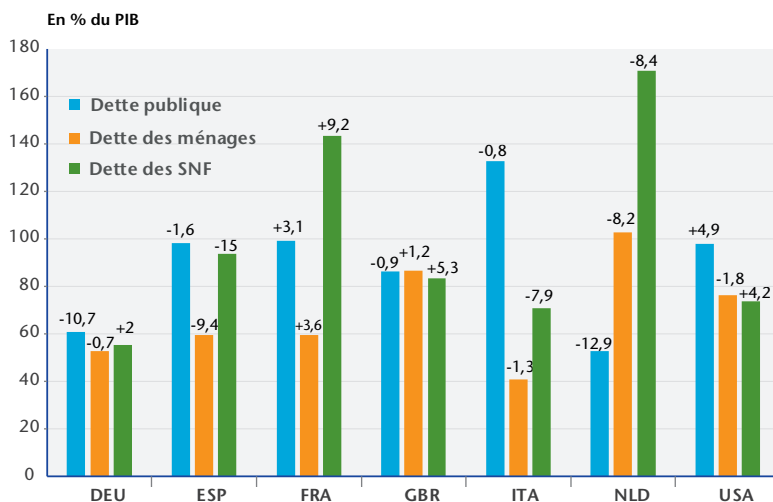
Sans doute que le soutien que peut apporter la politique monétaire à ces États est crucial. Une part croissante de la dette publique japonaise est détenue par la Banque du Japon. La Réserve fédérale a certes amorcé une phase de réduction de la taille du bilan et donc de la part de titres souverains détenus, mais il ne fait aucun doute que les achats de titres reprendraient si la Réserve fédérale le jugeait nécessaire. L'expérience récente d'assouplissement quantitatif rappelle de plus que l'émission de liquidités supplémentaires par les banques centrales est bien loin de se traduire par un retour des pressions inflationnistes.

## Encadré 2. Les endettements public et privé dans quelques économies développées

Plus de dix ans après l'explosion de la bulle immobilière aux États-Unis à l'origine de la « Grande récession », de nombreux pays développés demeurent fortement endettés, en dépit de politiques publiques ayant pour objectif explicite l'assainissement des finances publiques, notamment en Europe. L'endettement du secteur privé poursuit des trajectoires plus diversifiées en fonction du niveau de dette pré-crise et de phénomènes plus structurels.

De façon générale, l'endettement total est élevé dans la plupart des grandes économies développées représentées sur le graphique 9. L'Allemagne fait quelque peu exception dans la mesure où le secteur privé comme le secteur public présentent des niveaux d'endettement particulièrement bas, avec une tendance plutôt baissière.

Graphique 9. Dette rapportée au PIB au T3 2018 et évolution 2015T3-2018T3 en point de PIB



Source : BRI.

Le niveau de la dette publique est toujours très élevé en Italie et devrait augmenter dans les prochaines années en raison d'une conjoncture peu favorable et d'une politique budgétaire légèrement expansionniste. En revanche, l'endettement des ménages et des sociétés non financières est faible par rapport aux autres pays et semble orienté à la baisse depuis 2015, pouvant traduire un manque d'investissement des entreprises. Les Pays-Bas présentent un profil opposé avec une dette privée très importante mais un stock de dette publique inférieur à 60 % du PIB. Le poids de la dette privée est à relativiser avec un stock d'actifs important et semble être une caracté-

ristique structurelle de l'économie néerlandaise, dont les agents privés sont relativement plus endettés que ceux des autres pays européens. En outre, la faiblesse de l'endettement public permet au gouvernement de bénéficier de marges de manœuvre importantes en cas de retournement économique.

La France se distingue par des stocks de dette orientés à la hausse quel que soit le secteur considéré. La dette privée française est majoritairement contractée par les entreprises, lesquelles bénéficient de conditions d'emprunt toujours avantageuses<sup>17</sup>, ce qui explique en partie le dynamisme de l'investissement depuis plusieurs années. Dans son évaluation<sup>18</sup> sur les risques financiers publiée en décembre 2018, la Banque de France note que cette croissance de l'endettement, si elle se poursuit, est une source potentielle de déséquilibres, notamment dans un contexte macroéconomique plus incertain (Brexit, tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, ralentissement outre-Rhin). Les risques relatifs aux entreprises françaises doivent être toutefois tempérés dans la mesure où l'encours de dette est détenu principalement par de grandes entités qui ont simultanément accru leur détention de liquidités<sup>19</sup>. En somme, la situation de la France est assez singulière au regard de l'endettement relativement élevé du secteur privé et d'un secteur public ne bénéficiant pas de marges de manœuvre budgétaires importantes pour répondre à une dégradation de la conjoncture.

La dette publique américaine devrait continuer à augmenter en raison d'une politique budgétaire expansionniste se traduisant par un déficit important depuis 2018<sup>20</sup>, bien que la croissance dynamique du PIB observée depuis 2017 contribue à modérer le ratio dette/PIB. La dette des ménages semble se stabiliser à un niveau modéré depuis le désendettement post-crise de 2008, contrairement aux entreprises dont l'endettement augmente malgré une politique monétaire de moins en moins accommodante.

La dette des ménages britanniques est en légère hausse depuis 2015 du fait d'un crédit à la consommation dynamique (notamment automobile) et d'un secteur immobilier également en croissance mais qui masque des disparités spatiales. À l'inverse, le désendettement des ménages espagnols se poursuit via la baisse de la dette hypothécaire, après une hausse très importante jusqu'en 2008. La dette publique devrait également poursuivre sa réduction, mais à un rythme incertain compte tenu de la situation politique complexe et de ses répercussions sur les décisions budgétaires.

---

17. Il convient de noter que les données présentées sur le graphique 9 ne sont pas consolidées et tendent donc à augmenter le niveau de dette des sociétés non financières par rapport à des données consolidées.

18. Banque de France, « Évaluation des risques du système financier français », décembre 2018.

19. Voir la note de conjoncture publiée par l'Insee en décembre 2017 « Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ? ».

20. Le déficit budgétaire devrait toutefois se réduire très progressivement à partir de 2020. Voir la partie de la prévision consacrée aux États-Unis.

## Références

- Bank of England, 2018, « EU withdrawal scenarios and monetary and financial stability. A response to the House of Commons Treasury Committee », novembre.
- Dhingra S., H. Huang, G. I. Ottaviano, J. P. Pessoa, T. Sampson, J. Van Reenen, 2017, « The costs and benefits of leaving the EU: Trade effects », *CEP Discussion paper*, 1478.
- Hantzsche A., A. Kara, G. Young, 2018, « The economic effects of the government's proposed Brexit deal », National Institute of Economic Research.
- IMF, 2019, « Growth Slowdown, Precarious Recovery » *World Economic Outlook*, avril.
- INSEE, 2019, « Soutiens budgétaires en zone euro, sur fonds de tensions », *Note de Conjoncture*, mars.
- Mayer T., V. Vicard, S. Zignago, 2018, « The cost of Non-Europe, Revisited », *CEPII Working Paper*, 2018-06.
- Vandenbussche H., W. Connell et W. Simons, 2017, « Global Value Chains, Trade Shocks and Jobs: An Application to Brexit », *CEPR Discussion paper*, 12303.





## 2. Tour du monde de la situation conjoncturelle

---

### États-Unis : à contretemps

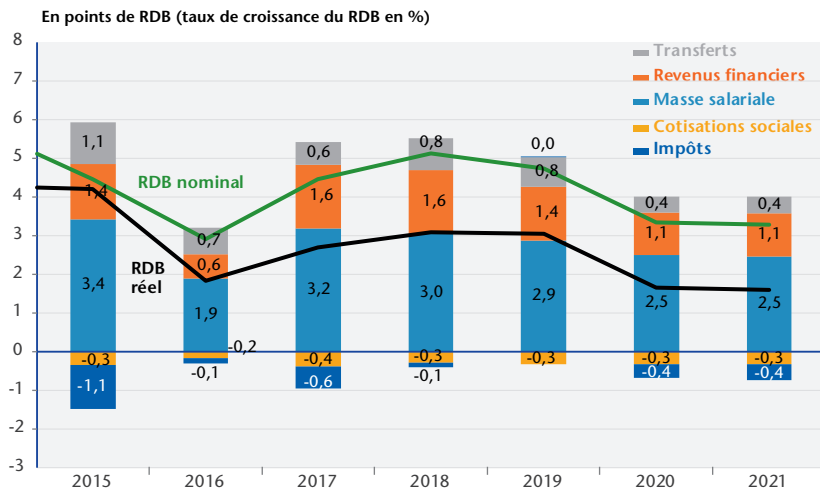
Stimulée par une politique budgétaire expansionniste depuis l'élection de Donald Trump, l'économie américaine a poursuivi sa dynamique de reprise amorcée en 2010. Sur l'ensemble de l'année 2018, le PIB a progressé de 2,9 %. Le taux de chômage a baissé pour la huitième année consécutive, atteignant un plus bas historique depuis le début des années 2000 à 3,8 %. En 2019, la réforme fiscale votée fin 2017 continuera à doper la demande intérieure en soutenant le revenu des ménages et la profitabilité des entreprises. L'impact du stimulus sera néanmoins largement atténué par le commerce extérieur d'autant que, dans le même temps, le coup de frein brutal du commerce mondial réduira les débouchés externes pour les entreprises américaines. Le rythme trimestriel de croissance passerait alors de 0,8 % en moyenne à 0,5 % en 2019. Le ralentissement s'accroîtra en 2020. Le potentiel de rattrapage sera épuisé et l'activité ne sera plus soutenue, ni par la politique budgétaire – qui deviendra restrictive – ni par la politique monétaire, qui se normalisera. Ce changement d'orientation de la politique économique se traduira par une croissance de 1,5 % en 2020 et 1,7 % en 2021, inférieure au rythme potentiel, ce qui entraînera une hausse du taux de chômage de 3,8 % en 2019 à 4,3 % en moyenne en 2021.

### Politique budgétaire : du soutien au frein

Le 15 décembre 2017, le Congrès votait une réforme fiscale – « Tax cuts and Jobs Act » – qui s'est traduite par une baisse importante de la fiscalité directe des ménages et des entreprises. Toutes choses égales par ailleurs, cette réforme fiscale réduit les recettes de 270 milliards de dollars (soit 1,4 point de PIB) pour 2018 et 2019. Il en a résulté une amélioration du revenu disponible des ménages et de la profitabilité des entreprises. En 2018 et 2019, la contribution des impôts à la crois-

sance du revenu disponible brut serait en moyenne nulle alors qu'elle s'élevait à -0,6 point en 2017 (graphique 10). Quant au taux de marge net des entreprises<sup>1</sup>, il gagnerait près de 1,5 point sur ces deux années. Le stimulus budgétaire n'a pas uniquement porté sur les recettes. Après plusieurs semaines de tractations entre le Congrès et le Président, un accord a été trouvé en février 2018 entraînant une augmentation des dépenses publiques de l'ordre de 0,9 point de PIB. Les tensions sur le vote du budget se sont par ailleurs poursuivies en fin d'année lors du débat sur la construction d'un mur à la frontière mexicaine, ce qui a provoqué le plus long épisode de *shutdown* depuis les années 1970. Le blocage de l'administration ne devrait cependant pas modifier l'impulsion budgétaire de l'année 2019 et les effets sur la croissance seraient globalement peu significatifs [voir encadré : Quel impact du *shutdown* sur l'économie américaine ?].

Graphique 10. Contribution à la croissance du revenu disponible des ménages



Sources : NIPA (tableau 2.1), prévision OFCE avril 2019.

La politique budgétaire soutient donc l'ensemble des composantes de la demande intérieure en 2018 et 2019 mais au prix d'un déficit budgétaire qui passerait de 4,2 % en 2017 à 5,7 % en 2019. De fait, la politique budgétaire est procyclique puisqu'elle coïncide avec un taux de chômage ayant retrouvé un point bas et un écart de croissance qui

1. Calculé comme le ratio de l'excédent brut d'exploitation moins l'impôt sur les sociétés et la consommation de capital fixe, rapporté à la valeur ajoutée.

s'est refermé en 2018. Les premières discussions budgétaires engagées pour l'année 2020 laissent présager d'un ajustement qui porterait principalement sur les dépenses. L'impulsion deviendrait négative : -0,5 point en 2020 et -0,3 point en 2021. Après avoir bénéficié de la réforme fiscale pendant les deux premières années du mandat de Donald Trump, les ménages seraient cette fois-ci pénalisés par une réduction des dépenses de transferts, des coupes étant notamment réalisées sur les dépenses de santé. La contribution des transferts à la croissance du revenu disponible brut nominal passerait ainsi de 0,8 point en 2018 et 2019 à 0,4 point en 2020 et 0,5 point en 2021.

Par conséquent, après avoir progressé de 2,6 % en 2018 et 3,1 % en 2019, la consommation des ménages ralentirait progressivement pour croître de 2,2 et 2,3 % en 2020 et 2021. Le ralentissement serait toutefois atténué par une baisse du taux d'épargne qui perdrait près d'un point entre 2019 et 2021.

La séquence budgétaire du mandat de Donald Trump pourrait être à contretemps puisqu'elle aura contribué à soutenir une économie qui était en phase de fermeture de l'écart de production en 2018 alors qu'elle deviendrait restrictive à partir de 2020 au moment où la reprise s'achève et où l'économie mondiale donne quelques signes de fragilité. Ainsi, à la fin de son mandat, le taux de chômage serait en hausse, le déficit budgétaire dépasserait encore 5 % du PIB et, 14 ans après l'éclatement de la crise financière, la dette publique fédérale serait toujours sur une trajectoire ascendante, proche de 105 % du PIB.

### Encadré 3. quelles conséquences économiques du *shutdown* ?

Entre le 22 décembre 2018 et le 25 janvier 2019, l'administration américaine a tourné au ralenti du fait d'un désaccord entre le Congrès et le président américain. Concrètement, ces cinq semaines de paralysie ont provoqué un arrêt du financement de plusieurs administrations et agences. Ainsi, près de 800 000 employés ont été privés de salaire, des dépenses de consommation publique n'ont pas été réalisées et le versement de certaines subventions n'a pas été effectué. Selon le CBO<sup>2</sup> (*Congress Budget Office*) ces restrictions auraient réduit les dépenses de 18 milliards de dollars (9 milliards de salaires et autant pour les dépenses de consommation de biens et services). L'effet sur les recettes fiscales est estimé à 2 milliards de dollars.

2. Voir CBO, janvier 2019.

Sur le plan macroéconomique, la réduction des salaires versés aux employés de la fonction publique réduirait leurs dépenses tandis que la baisse de la consommation se répercuterait directement sur le PIB. L'effet négatif direct atteindrait 0,1 point de croissance au dernier trimestre 2018 et 0,2 au premier trimestre 2019. Il serait toutefois progressivement compensé lors des trimestres suivants dans la mesure où une grande partie des dépenses seraient décalées dans le temps, ce qui contribuerait à accroître le PIB de 0,1 % aux deuxième et troisième trimestres 2019. L'effet net serait alors très légèrement négatif et modifierait principalement la trajectoire du PIB sur l'ensemble de l'année.

### Une contribution négative du commerce extérieur

La dynamique de la demande intérieure se traduirait par une accélération des importations qui croîtraient à un rythme trimestriel supérieur à 1 % en 2018 et 2019. Le taux de pénétration augmenterait pendant ces deux années, atténuant l'effet multiplicateur de la politique budgétaire, qui resterait néanmoins positif. En effet, l'expansion budgétaire serait uniquement compensée par un accroissement des importations alors qu'il pourrait également l'être par une accélération des prix et un durcissement de la politique monétaire que nous n'inscrivons pas dans notre scénario. Par ailleurs, l'accélération des importations coïncide avec un franc ralentissement des exportations provoqué par un choc négatif sur le commerce mondial. La chute du commerce mondial est en partie liée à la croissance plus faible de l'économie chinoise mais aussi à l'incertitude induite par la guerre commerciale lancée par Donald Trump. Nous supposons néanmoins qu'il n'y aura pas d'escalade supplémentaire dans ces tensions et que le niveau des droits de douane se stabilisera au niveau observé en fin d'année 2018<sup>3</sup>. Ainsi, la contribution du commerce extérieur à la croissance serait négative de -0,7 point en 2019 après -0,3 point en 2018.

En 2020 et 2021, le ralentissement de la demande intérieure freinerait le dynamisme des importations. Le choc de commerce mondial serait temporaire, ce qui permettrait aux exportations d'accélérer à 2,6 et 3 % contre 1,4 % en 2019.

---

3. Ces droits étaient, en moyenne, de 2,3 %, soit une hausse d'un point relativement au même trimestre de l'année précédente.

## **Investissement : la fin du cycle**

L'orientation de la politique budgétaire aura sans doute contribué à prolonger le cycle de croissance entamé par l'économie américaine depuis 2010. Pendant 10 années, la croissance a été quasi-systématiquement supérieure à son rythme potentiel permettant ainsi une réduction continue du taux de chômage et une amélioration du taux d'emploi qui est passé de 58,4 % en 2010 à 60,4 % en 2018. Autre élément de ce cycle, le taux d'investissement productif a fortement augmenté. En 2018 et 2019, en améliorant la profitabilité des entreprises, la baisse du taux d'imposition a renforcé le processus dans un contexte où la demande intérieure et le commerce mondial étaient dynamiques. Cette logique arrivera à son terme à la fois parce que le soutien budgétaire s'atténuera, parce que le cycle touchera à sa fin et parce que la demande mondiale sera freinée, au moins à court terme. Le ralentissement anticipé de la valeur ajoutée se répercutera sur la croissance de l'investissement par un effet d'accélérateur. En l'absence d'autres chocs majeurs, le taux d'investissement atteindrait un pic en début d'année 2020 puis baisserait légèrement.

Une logique assez similaire serait observée du côté des ménages où le ralentissement de l'investissement est déjà observé avec un recul des dépenses en logement de 0,7 % en moyenne par trimestre en 2018. Même s'il y avait une légère amélioration en 2019, l'acquis de croissance serait fortement négatif. Le taux d'investissement des ménages – en pourcentage du revenu disponible brut – baisserait encore avant de se redresser légèrement en 2021.

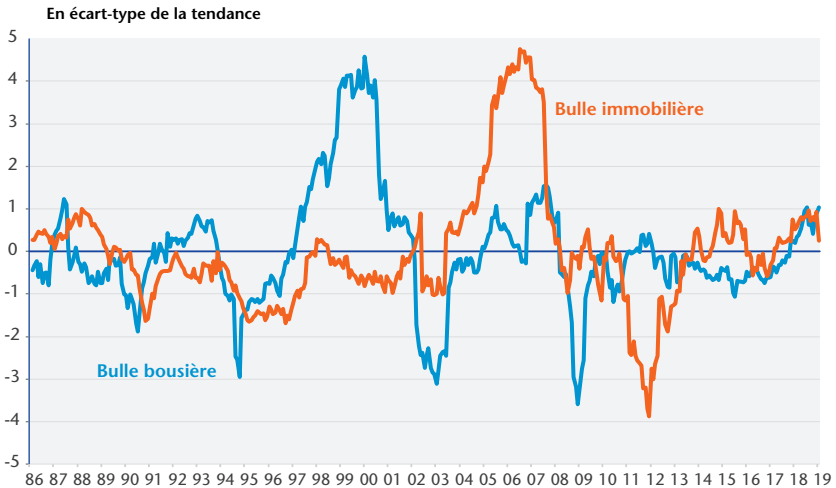
## **Une fin de cycle sans tensions inflationnistes**

Ce cycle de croissance a permis de ramener l'inflation – mesurée par le déflateur de la consommation – vers 2 %. Hors effet de l'énergie et des biens alimentaires, l'inflation s'élevait à 1,9 % en fin d'année 2018, soit un niveau très proche de la cible de la Réserve fédérale. En 2019, l'inflation retomberait à 1,7 % en lien avec l'évolution du prix du pétrole. Les salaires nominaux progresseraient de plus de 3,1 % en moyenne sur la période 2019-2021 sans pour autant enclencher de spirale inflationniste. Les entreprises seraient en mesure d'absorber l'augmentation du salaire réel, ce qui se traduirait par un partage de la valeur ajoutée plus favorable aux salariés.

En l'absence de tensions inflationnistes, la banque centrale ne devrait pas adopter une politique monétaire restrictive. Les taux

augmenteraient encore une fois en 2019 puis se maintiendraient à 2,75 % en 2020 et 2021. Le principal risque pour la croissance américaine viendrait d'une forte correction des bourses qui pourraient induire un ralentissement plus important. En effet, les marchés d'actions et immobilier américains se caractérisent par une surévaluation des prix (graphique 11). Il semble cependant qu'un tel ajustement ne serait pas cette fois-ci le catalyseur d'une crise financière comparable à celles de 2001 ou de 2007. Dans le cas du marché boursier, la surévaluation serait moins importante qu'en 2000 et pour le marché immobilier, la surévaluation est moindre qu'en 2007. En outre, l'endettement des agents – notamment des ménages – a globalement diminué même si certains ménages ou certaines entreprises font face à des situations d'endettement excessif.

Graphique 11. Surévaluation des prix d'actifs aux États-Unis



Sources : BEA (NIPA), BLS, Réserve fédérale, calculs OFCE d'après Blot C., P. Hubert et F. Labondance, 2018, « Monetary policy and asset price bubbles », *OFCE Working paper*, n° 37.

## Italie : relance sans croissance

L'Italie est entrée en récession technique fin 2018 après deux trimestres consécutifs de recul du PIB (-0,1 % aux troisième et quatrième trimestres 2018). Ce ralentissement est imputable à la baisse de la demande privée, notamment de l'investissement, aggravée par la hausse des taux souverains qui a induit une baisse des flux de crédit aux SNF, et aux incertitudes politiques autour du budget 2019. Le PIB reste encore inférieur de 5 % à son niveau d'avant-crise ; par ailleurs, le cycle de productivité s'est à nouveau dégradé au deuxième semestre 2018 avec une progression de l'emploi alors que l'Italie entrait en récession, et l'endettement public a progressé, passant de 131,3 à 132,1% du PIB entre 2017 et 2018.

En 2019, malgré une impulsion budgétaire positive de 0,4 point de PIB, nous anticipons une croissance quasi nulle (0,1 %), uniquement soutenue par la consommation des ménages qui bénéficient des mesures de relance (revenu de citoyenneté, réforme des retraites, « paix fiscale »). Ces mesures devraient soutenir la croissance du revenu disponible brut, surtout au deuxième semestre. Le commerce extérieur contribuerait faiblement à la croissance en raison de la dégradation de la compétitivité-prix. C'est essentiellement la baisse des stocks qui contribue négativement à la croissance en 2019 (-0,4 point). Le deuxième semestre 2018 a en effet été marqué par un fort déstockage, et nous anticipons un nouveau recul de l'investissement avec l'arrêt d'une partie des mesures d'amortissement, et l'absence de reconstitution des stocks qui resteraient au niveau de fin 2018.

En 2020, la croissance serait un peu plus dynamique (0,6 %), sous l'effet de la baisse en euros du prix du pétrole, des nouvelles mesures de relance – avec une impulsion budgétaire de 0,4 point de PIB – et d'une amélioration sur le front de l'investissement. En revanche, en 2021, en l'absence de nouvelles mesures de soutien à la demande, la croissance du PIB ne devrait pas dépasser 0,3 % (dont 0,2 % d'acquis), surtout si la politique monétaire devient moins expansionniste.

Du côté des finances publiques, les longues négociations fin 2018 et l'ouverture d'une procédure pour déficit excessif avaient conduit l'Italie à revoir ses ambitions budgétaires à la baisse et à s'engager à ne pas dépasser 2,0 % de déficit public pour 2019, au lieu des 2,4 % initialement prévus. Or, ce chiffre de 2,0 % reposait sur une hypothèse de croissance de 1 % en volume (et 2,3 % en valeur). Étant donné l'inflexion de croissance que nous prévoyons pour 2019, et malgré la

baisse anticipée des taux longs, le déficit devrait largement dépasser les engagements et atteindre 2,3 % du PIB en 2019, après 2,0 % en 2018. Pour 2020, nous anticipons une désactivation de la clause de sauvegarde de TVA<sup>4</sup> et une poursuite de la dégradation du déficit budgétaire qui atteindrait 2,5 %. En 2021, nous retenons l'hypothèse d'une stabilisation du déficit structurel, ce qui conduirait à un solde public de 2,3 %. Ce scénario est néanmoins fortement dépendant de la situation politique du pays qui est toujours incertaine. Les résultats des élections européennes pourraient fragiliser la coalition et entraîner de nouvelles élections internes, ce qui pourrait alors modifier les priorités budgétaires de 2020 et 2021.

Par ailleurs, la restructuration du secteur bancaire se poursuit ; le stock brut de créances douteuses a baissé de 33 milliards d'euros entre 2017 et 2018, et de 140 milliards d'euros depuis 2015. La situation des banques demeure néanmoins fragile car très liée à la situation conjoncturelle et budgétaire du pays : en particulier, une nouvelle hausse des taux souverains diminuerait leurs revenus et leur solvabilité, et risquerait de mettre un coup de frein au processus d'apurement des créances douteuses.

### **Politique budgétaire : l'heure est à la relance**

Après le bras de fer entre Commission et gouvernement italien, ce dernier a maintenu, au prix de quelques concessions, ses priorités budgétaires pour 2019. En 2019, l'essentiel des mesures passe par la hausse des dépenses publiques. Ainsi, l'introduction du revenu de citoyenneté (4,9 milliards d'euros), la révision de la réforme des retraites (4 milliards d'euros), le renouvellement des contrats des agents de l'État (0,6 milliard d'euros) représenteraient une impulsion budgétaire de 0,5 point de PIB, ayant un impact direct de 0,3 point sur le PIB. Du côté des prélèvements, malgré l'introduction de la « flat tax » pour certaines entreprises, l'abrogation de l'aide à la croissance économique et du régime optionnel d'imposition sur le revenu des entreprises (*imposta sul reddito d'impresa*) auraient un impact légèrement négatif. Étant donné la croissance potentielle nulle, l'acquis de

---

4. Née en 2011, la clause de sauvegarde est un engagement pris par le gouvernement italien envers la Commission européenne. Il s'agit d'une règle inscrite dans la Loi de finances qui prévoit une augmentation automatique de la TVA et des droits d'accises en cas de dépassement des objectifs en matière de déficit et de dette publics. Cette clause peut être désactivée par le gouvernement s'il s'engage à mettre en œuvre d'autres mesures garantissant le respect des règles budgétaires.



croissance négatif pour 2019 (-0,1 point), et un écart de production quasiment refermé (-0,3 en 2018), et en tenant compte des différents chocs affectant l'économie italienne, la croissance devrait être à peine positive, atteignant 0,1 % en 2019. Le déficit structurel se creuserait, passant de -1,8% à -2,0 %, soit un nouveau dérapage par rapport à l'objectif (amélioration de 0,6 point) qui pourrait valoir à l'Italie une nouvelle procédure pour déficit excessif.

En 2020, nous faisons l'hypothèse que la hausse automatique de TVA sera désactivée par le gouvernement, sans être compensée. L'impulsion budgétaire devrait être positive et atteindre 0,4 point, à la fois du côté des dépenses avec la poursuite du revenu de citoyenneté et la révision de la réforme des retraites, et du côté des recettes avec une extension de la « flat tax ». Malgré une croissance légèrement plus forte, grâce à l'acquis positif du deuxième semestre 2019 (+0,2 point), le déficit public continuerait de se creuser.

Pour 2021, nous faisons l'hypothèse d'une politique budgétaire légèrement restrictive et chiffrons l'impulsion à -0,1 point. Le taux de croissance du PIB réel serait alors de 0,3 % et le déficit public se réduirait, passant de 2,5 à 2,3 % du PIB.

Si l'on s'intéresse à l'évolution du ratio d'endettement public, ce dernier dépend non seulement du solde primaire, mais également de la croissance réelle et du déflateur du PIB. Or, les prix resteraient contenus entre 2019 et 2021, notamment sous l'effet de la modération salariale. Ainsi, la croissance nominale se situerait entre 1,1 % et 1,9 % entre 2019 et 2021. Par ailleurs, nous inscrivons en prévision une baisse des taux (3,6 % du PIB en 2018 puis 3,5 % à partir de 2019), liée à la maturité de la dette (7 ans) et à la baisse du taux obligataire à 10 ans de 100 points de base entre novembre 2018 et mars 2019.

Avec notre scénario, la dette publique hors ajustement stock-flux<sup>5</sup> augmenterait lentement jusqu'en 2021, passant de 131,3 % en 2018 à 132,5 % du PIB en 2021 (tableau 2). Selon nos hypothèses, la dette publique décroîtrait en 2019 si le solde public primaire était supérieur ou égal à 2,0 % (respectivement 0,9 % et 1,3 % en 2020 et 2021). À ces effets, il faut ajouter les autres opérations en capital (privatisations ou cessions d'actifs financiers), qui devraient peser à la baisse sur

---

5. L'ajustement stock-flux prend en compte les autres opérations pouvant modifier le ratio d'endettement, comme les acquisitions/cessions d'actifs financiers. Nous commentons essentiellement la trajectoire de la dette hors ajustement stock-flux car c'est elle qui rend compte de la dynamique entre taux de croissance, taux d'intérêt, déficit et dette.

l'endettement public. Ainsi, la dette publique globale rapportée au PIB atteindrait 134,9 % fin 2021, étant donnée nos hypothèses.

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

En %

	2018	2019 (p)	2020 (p)	2021 (p)
<b>Dette publique /PIB (<math>d_{t-1}</math>) en % du PIB</b>	131,3	131,3	132,2	132,2
<b>Taux d'intérêt apparent de la dette (<math>i</math>)</b>	2,7	2,6	2,6	2,6
<b>Croissance du PIB en valeur (<math>g</math>)</b>	1,6	1,1	1,9	1,6
<b>Croissance du PIB en volume</b>	0,8	0,1	0,6	0,3
<b>Croissance du déflateur du PIB</b>	0,8	1,0	1,3	1,3
<b>Solde primaire/PIB (<math>s_t</math>) en % du PIB</b>	1,6	1,2	1,0	1,2
<b>Prévision dette publique /PIB (<math>d_t</math>)</b>	<b>131,3</b>	<b>132,2</b>	<b>132,2</b>	<b>132,5</b>
<b>Solde public/PIB en % du PIB</b>	-2,0	-2,3	-2,5	-2,3
<b>Charge d'intérêt</b>	3,6	3,5	3,5	3,5
<b>Solde public primaire stabilisant la dette en % du PIB</b>	1,5	2,0	0,9	1,3
<b>Dette publique incluant l'ajustement stock-flux</b>	<b>132,1</b>	<b>133,4</b>	<b>133,9</b>	<b>134,9</b>
<b>Ajustement stock-flux*</b>	0,9	0,4	0,5	0,8

*Note de lecture* : le ratio dette publique/PIB incluant l'ajustement stock-flux en 2018 est de 132,1 %, et il passe à 134,9 % en 2021.

*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 :  $d_t = d_{t-1} (1 + i)/(1 + g) - s_t$ , 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. Les hypothèses du tableau correspondent aux prévisions de la Commission européenne de 2018.

*Sources* : AMECO, Prévisions OFCE, avril 2019.

## Consommation privée dynamique, mais investissement en berne

C'est essentiellement la consommation des ménages qui devrait tirer la croissance en 2019 et en 2020. Début 2019, les enquêtes auprès des consommateurs montrent des intentions d'achats de biens durables en hausse, notamment des automobiles, malgré la baisse des immatriculations en 2018 (-3,1 %) à la suite des nouvelles normes européennes qui ont entraîné l'attentisme des ménages<sup>6</sup>.

Pour les ménages, la croissance du revenu disponible en 2019 sera surtout soutenue par l'introduction du revenu de citoyenneté<sup>7</sup> qui cible les ménages (actifs et retraités) les plus modestes, dont la propension marginale à consommer est la plus forte. Par ailleurs, l'instauration de la

6. Voir chapitre 3 « Le moteur chinois ralentit la berline allemande » dans cette partie.

possibilité de départ en retraite anticipé (réforme « quota 100 ») devrait également soutenir le pouvoir d'achat des salariés âgés et pour beaucoup sans emploi, en leur permettant de bénéficier d'une pension de retraite à partir de 62 ans. Ces mesures seront par ailleurs prolongées en 2020. Sur le marché du travail, la progression de l'emploi serait moins dynamique que par le passé, et la baisse du chômage en 2019 et 2020 proviendrait essentiellement de la faible progression de la population active. Ainsi, les salaires nominaux devraient progresser plus vite que l'inflation, soutenant le pouvoir d'achat. Quant au revenu disponible réel, il croîtrait de 0,5 % en 2019, puis de 0,7 % en 2020. En faisant l'hypothèse d'une légère baisse du taux d'épargne, la consommation des ménages serait globalement dynamique en 2019 et 2020 (+0,7 % et +0,8 % respectivement). En présence d'une faible inflation salariale, l'inflation devrait rester modérée, autour de 1 % en 2019 et 2020.

Sur le plan de l'emploi, ce sont les emplois à durée déterminée (graphique 12) qui expliquent le dynamisme des créations d'emploi (+11,7 % en 2018). En revanche, le stock d'emplois à durée indéterminée continue son recul (-0,6 % en 2018). La hausse de l'emploi permanent avait été particulièrement soutenue lors de l'introduction de l'exonération triennale de cotisations sociales des entreprises : selon l'INPS, en 2015, plus de 1,1 million de contrats permanents avaient été signés. En 2016, l'exonération biennale a encore permis quelques 600 000 embauches supplémentaires, mais le mouvement s'est tari en 2017. Étant donné la faible progression de la population active que nous inscrivons en prévision (entre 0,1 et 0,2 % chaque année entre 2019 et 2021), la très modeste croissance de l'emploi permettrait néanmoins une légère baisse du taux de chômage entre 2018 et 2020 (de 10,6 % à 10,4 %). Cependant, le chômage repartirait à la hausse en 2021 (tableau A7), en raison d'une croissance ralentie et d'une (lente) fermeture du cycle de productivité.

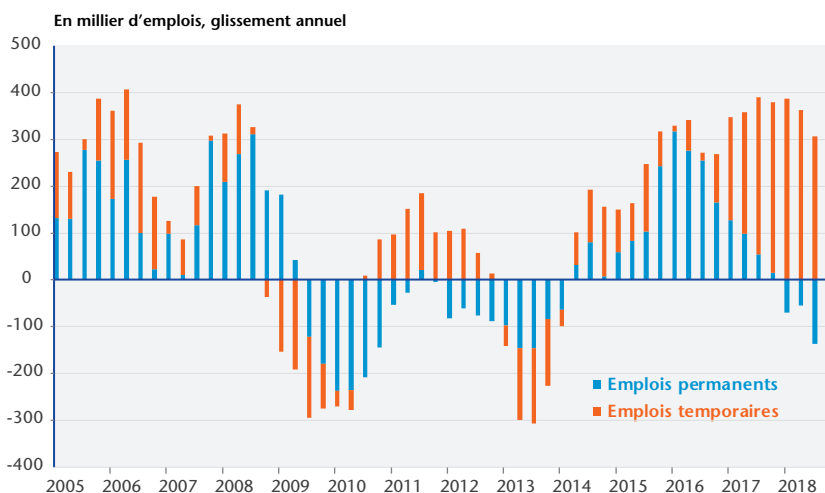
Du côté de l'investissement, l'Italie poursuit son plan *Impresa 4.0* (anciennement *Industria 4.0*) pour 2016-2020. Cet encouragement à l'investissement, ainsi que le retard accumulé entre 2011 et 2014, expliquent le dynamisme de l'investissement depuis 2016. Ainsi, la

---

7. D'un montant maximal de 780 euros par mois, le revenu de citoyenneté est constitué d'un complément de revenu mensuel limité à 500 euros et d'une aide au logement d'un montant maximal de 280 euros. L'éligibilité au dispositif dépend d'une condition de ressources et de l'adhésion à un parcours d'accompagnement vers l'emploi. Pour inciter les entreprises à embaucher ces allocataires, une exonération de charges sociales est prévue dans la limite de 780 euros mensuels. Pour les personnes de plus de 67 ans, le dispositif est appelé « pension de citoyenneté ».

baisse du taux d'imposition sur les sociétés (de 27,5 à 24 % en janvier 2017), les mesures de suramortissement, le fonds de garantie pour les PME, ont favorisé l'investissement entre 2016 et 2018. En 2019 et 2020, certaines mesures favorables se poursuivent, par exemple le soutien aux investissements des PME (« nuova Sabatini »), l'instauration de la « flat tax » à 15 % pour les entrepreneurs individuels dont les revenus d'activité sont inférieurs à 65 000 euros et l'abaissement du taux d'imposition de 24 à 20 % pour les entrepreneurs dont les revenus sont compris entre 65 000 et 100 000 euros. Cela étant, une importante partie des mesures de suramortissement a été supprimée pour 2019<sup>8</sup> – le super-amortissement, qui visait les investissements non technologiques n'est pas prolongé, et l'hyperamortissement, qui vise les

Graphique 12. Évolution du nombre d'emplois salariés par type de contrat



investissements technologiques voit son taux baisser de 250 % à 50-170 % (en fonction du montant) – ainsi que l'aide à la croissance économique<sup>9</sup>. En 2021, nous faisons l'hypothèse qu'une partie des mesures sera reconduite, le plan étant prévu pour durer jusqu'en 2028. Au total, la FBCF subirait un coup de frein. Elle baisserait de 0,5 % (dont 1,1 % de baisse pour la FBCF productive) en 2019 puis croîtrait faible-

8. Pour davantage de détails sur les mesures prévues, on pourra se reporter à DG Trésor, *Le programme d'aide à l'investissement numérique des entreprises Impresa 4.0*, janvier 2019.

9. Aide fiscale créée en 2011 pour favoriser la croissance en capitaux propres des entreprises.

ment de 0,6 % en 2020 et de 0,1 % en 2021, sous l'effet d'une hausse du coût du capital, de conditions de crédit moins favorables avec la fin de certaines incitations fiscales et d'une reconstitution des marges.

Au niveau du commerce extérieur, sa contribution à la croissance serait à peine positive en 2019, puis neutre en 2020 et 2021 en raison de la consommation privée qui soutient les importations. 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 qui nuisent à la compétitivité.

Par ailleurs, au niveau bancaire, le problème des prêts non performants (PNP) demeure mais s'atténue. L'apurement des PNP se poursuit à un rythme dynamique, sous l'effet du retour de la croissance et d'une baisse du nombre de faillites d'une part, mais également grâce au dispositif de garantie d'État (GACS) mis en place dès 2016 permettant de garantir la tranche senior des prêts non performants titrisés. Ainsi, entre 2016 et fin 2018, le montant de PNP titrisés couverts par des garanties publiques a atteint 42 milliards d'euros, soit environ la moitié de la baisse de créances douteuses enregistrée (graphique 13). Au sein de la catégorie des PNP, les prêts irrécouvrables (*sofferenze*) représentent l'exposition aux emprunteurs insolvable, soit les PNP de plus mauvaise qualité<sup>10</sup>. Ces derniers représentent, en 2018, 57 % des PNP bruts, soit 129 milliards d'euros. Parmi ces prêts irrécouvrables, au dernier trimestre 2018, 67 % émanent des entreprises contre 22 % pour les ménages, 8 % pour les entrepreneurs individuels, et 3 % pour les autres. Non seulement l'encours de PNP est en baisse, mais en outre, le taux de provisions pour pertes a augmenté entre le deuxième trimestre 2017 et le deuxième trimestre 2018, passant de 52,9 à 59,3 %<sup>11</sup>. Pour conclure, les PNP représentent toujours un risque pour l'Italie. En effet, la faiblesse de la croissance augmente la probabilité de non remboursement des prêts, ce qui conduirait au rationnement du crédit et à l'augmentation de la dette publique (*via* de potentielles aides aux banques). Cela pèserait sur la croissance et entraînerait le pays dans un cercle vicieux d'autant plus dangereux que l'endettement

---

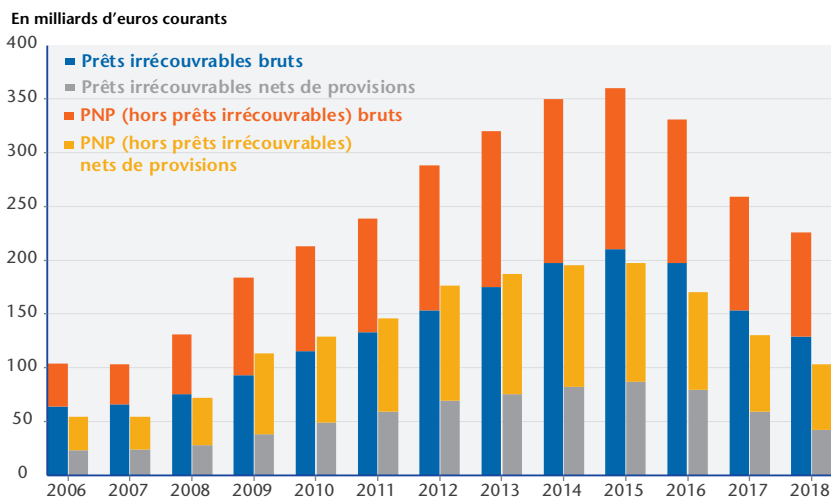
10. Les PNP peuvent être décomposés en trois catégories (exclusives l'une de l'autre) :

- les prêts irrécouvrables qui désignent l'exposition à un emprunteur insolvable ;
- les prêts susceptibles de non remboursement, qui désignent l'exposition d'un emprunteur ayant peu de chances de rembourser intégralement les actions ;
- les prêts avec impayés qui désignent toute exposition où le retard de paiement excède 90 jours.

11. European Commission (2019), *Corrigendum, Third Progress Report on the reduction of non-performing loans and further risk reduction in the Banking Union*.

public et la situation des banques sont toujours étroitement liés malgré la mise en place de l'Union bancaire.

Graphique 13. Prêts non performants, bruts et nets de provisions



Source : Banque d'Italie.

## Espagne : ralentissement sur fond d'incertitudes politiques

Supérieure pendant 3 années à 3 %, la croissance du PIB s'est infléchi à 2,6 % en 2018 et termine l'année sur un rythme annuel de 2,3 %. Mais si la croissance baisse, elle demeure solide. Car cette dynamique bénéficie de fondamentaux pour l'heure bien orientés et les réserves de croissance sont encore élevées. De plus, comme en 2018, l'économie bénéficierait en 2019 du soutien de la politique budgétaire. Plusieurs freins joueront néanmoins à partir de 2020 et au-delà. La politique budgétaire deviendrait restrictive en 2020 et l'environnement monétaire légèrement contraignant en 2021. En se réduisant, l'écart de production jouera de moins en moins son rôle de stimulant de la croissance et la dynamique de rattrapage s'épuisera. Le commerce extérieur pourrait, comme en 2018, encore freiner la croissance ces deux années.

Dans ce contexte, la croissance attendue est de 2,1 % en 2019, 1,8 % en 2020 puis 1,6 % en 2021. Le taux de chômage continuerait de baisser pour atteindre 12 % en fin de période. L'inflation, mesurée à

partir du déflateur de la consommation, resterait modérée à 1,2 % sur l'ensemble de la période, bénéficiant de la baisse du prix du pétrole en euros. Le déficit public, à 2,6 % du PIB en 2018, devrait rester loin des objectifs inscrits dans le Pacte de stabilité et de croissance sur les 3 années de prévisions.

### **2018 : une année de transition**

Le ralentissement de l'activité espagnole en 2018 marque la fin de la période de forte reprise, initiée en 2014. La croissance a baissé à 2,6 % en moyenne, portée par une demande intérieure toujours aussi dynamique depuis 2014 (la contribution à la croissance est restée à 2,8 points sur chacune des deux dernières années) mais freinée par les mauvaises performances du commerce extérieur. La consommation des ménages a légèrement ralenti, passant de 2,5 % à 2,3 % entre 2017 et 2018 pendant que l'investissement des entreprises s'accélérait de 3,4 à 4,6 %.

Après avoir été restrictive en 2017, la politique budgétaire est redevenue expansionniste en 2018. L'impulsion budgétaire, de 0,6 point de PIB, combinée aux mesures budgétaires passées, aurait contribué à soutenir l'activité de 1 point de PIB sur l'ensemble de l'année. Le budget 2018, élaboré au premier semestre 2018 à coups de concessions faites par l'ancien gouvernement de M. Rajoy aux petits partis pour obtenir leur soutien à l'Assemblée, n'avait été voté qu'en juillet 2018 par la majorité parlementaire conduite par le nouveau gouvernement de P. Sanchez. Les principales mesures ont avant tout été dirigées vers les ménages : hausse de 1,75 % du salaire des fonctionnaires, revalorisation des retraites de 1,6 % conjuguée à un soutien particulier aux petites retraites, baisse de l'impôt sur le revenu et hausse des transferts pour les ménages les plus pauvres.

Cette politique a largement concouru à soutenir le revenu des ménages. En nominal, celui-ci a progressé de 3,2 % en 2018 après 1,6 % en 2017 (le déflateur de la consommation ayant évolué au même rythme au cours de ces deux années, l'accélération du RDB à prix constant est la même : 1,6 % après 0 % en 2017) sous l'effet principalement de deux composantes : la masse salariale et les transferts courants qui ont contribué à hauteur de 3,2 points et 1,0 point respectivement, les autres composantes ayant plutôt freiné la hausse. L'emploi a ralenti en 2018 (2,1 % après 2,6 % en 2016 et 2017) mais termine l'année sur un rythme annuel de 2,3 %. Ce ralentissement des créations d'emplois s'articule à une légère hausse de la durée du travail

(0,6 % en 2018) et une quasi-stagnation du salaire horaire malgré la légère accélération du deuxième semestre (0,4 % en moyenne sur l'année, et 0,6 % sur un an au quatrième trimestre).

L'Enquête auprès des ménages (EPA), moins pessimiste sur l'évolution de l'emploi au sens de la comptabilité nationale, (celui-là continuerait de progresser au rythme installé depuis 3 ans de 2,7 % par an), montre de plus que la qualité des emplois s'améliore. Les activités de services, traditionnellement très portées sur les emplois à temps partiel, passent de plus en plus aux emplois à plein temps ; de même, la part des contrats à durée indéterminée n'a jamais été aussi importante depuis au moins 2002, date de début des enquêtes : elle représente 69 % du total des nouveaux emplois salariés créés. Face à une population active qui progresse faiblement, le taux de chômage a perdu presque 2 points en 2018 par rapport à 2017 (à 14,4 % en fin d'année) et permis une détente de l'épargne de précaution. Le taux d'épargne a été réduit de 0,7 point par rapport à 2017, à 6,4 % en moyenne.

Malgré une reprise engagée il y a à peine 5 ans et des dépenses qui restent faibles (presque 40 % de moins qu'en 2007), l'investissement en logement des ménages s'est stabilisé en 2018. Pourtant les conditions d'emprunt restent très favorables. Mais les ménages restent contraints par leur endettement : la dette, principalement immobilière, représente 88,1 % du RDB fin 2018 contre 120 % sur la période 2007-2013 et l'ajustement n'a effacé qu'une petite moitié de l'emballlement des années 2005-2007. Le taux de créances douteuses se situe à un niveau encore élevé : 4,9 % fin 2018, le même niveau que fin 2012. Pour le moment, seuls les crédits à la consommation ont repris, plutôt rapidement.

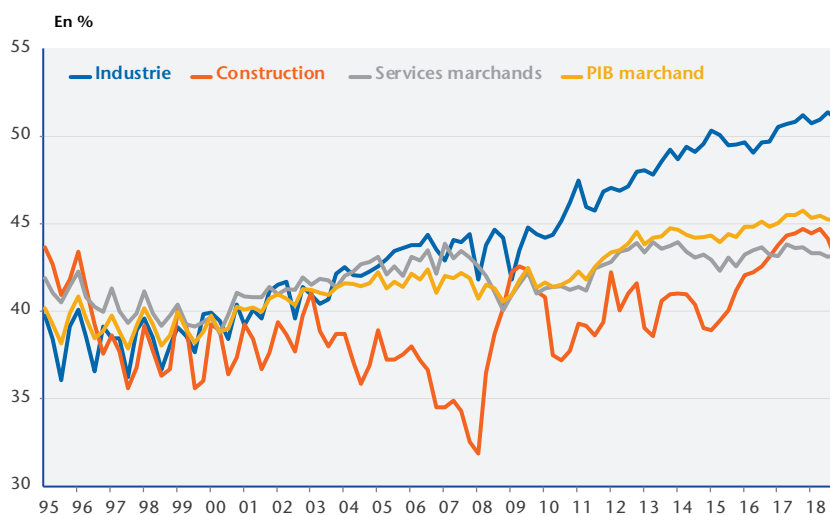
Du côté des entreprises, la situation est globalement favorable (le taux de marge n'a jamais été aussi élevé depuis 1995, date de disponibilité des comptes nationaux trimestriels) mais très différente selon les secteurs (graphique 14). Dans l'industrie, la valeur ajoutée a fortement ralenti, passant de 4,4 % en 2017 à 1,1 % en 2018, avec en fin d'année un recul de 1,3 % sur un an. À l'inverse, la valeur ajoutée dans les secteurs de la construction et des services accélère, passant respectivement de 6,2 % et 2,5 % en 2017 à 7,6 % et 2,7 % en 2018. Face à cette situation, les entreprises du secteur industriel ont drastiquement réduit leurs effectifs (l'emploi a baissé de 1 % sur un an fin 2018) tandis que celui-ci accélérât de 10,8 % sur un an dans la construction et maintenait sa progression de 2,5 % l'an dans les services. Ces ajuste-



ments (y compris sur la durée du travail) ont permis aux entreprises du secteur industriel et des services de préserver leur productivité horaire. Dans la construction par contre, la productivité horaire chute (-5,3 % sur un an en fin d'année). Cette dégradation du rythme de productivité intervient alors que les salaires ne montrent pas encore de signes de tensions : ils sont stables dans l'industrie, reculent dans la construction et ralentissent dans les services. Au final, le taux de marge augmente dans l'industrie et atteint des niveaux jamais observés par le passé. Il baisse franchement depuis l'été 2008 dans le secteur de la construction tandis qu'il se dégrade légèrement dans les services, notamment les services aux entreprises et ceux liés aux banques et assurances.

Le niveau plutôt confortable des taux de marge rend plus facile le financement des investissements (graphique 14). Car comme les ménages, les entreprises poursuivent leur assainissement financier. Le taux de créances douteuses, à 7,4 % fin 2018 (dont 26 % dans le secteur de la construction et de la promotion immobilière) est revenu à son niveau de 2010, ce qui reste élevé mais loin des 20 % atteint au pire de la crise (70 % dans le bâtiment). Le recours aux prêts bancaires n'a toujours pas repris. Après 10 années de repli et un niveau encore 40 % inférieur à celui de 2017, l'investissement en bâtiment des entreprises est reparti en 2018. L'investissement hors bâtiment a progressé de 4,3 % mais termine l'année sur un rythme de 2,5 %. Ces dépenses

Graphique 14. Taux de marge par secteur corrigé de la non salarisation



Note : On neutralise les effets de la non salarisation en supposant que les non salariés ont la même productivité et les mêmes salaires que les salariés.

Sources : INE, calculs OFCE.

sont notamment soutenues par des tensions sur l'offre. Le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie est revenu sur sa tendance de long terme mais dépasse tous les pics antérieurs enregistrés dans le secteur des biens d'investissement. Bien que le taux d'investissement total des entreprises reste 3 points de PIB en-deçà des sommets antérieurs, le taux d'investissement hors bâtiment dépasse par contre ses pics antérieurs de 2000 et 2007.

### **2019 et au-delà : vers la fermeture du cycle**

En 2019 et au-delà, la croissance espagnole continuera de ralentir, mais restera supérieure à celle de son potentiel. Avec un déficit de production de plus de 3 points de PIB en 2018, des marges d'une croissance sans tensions existent mais celles-ci vont s'épuiser au fur et à mesure que l'utilisation des facteurs de production capital et travail reviendra vers son niveau normal. Selon nos calculs, la croissance potentielle reste proche de 1,1 % à l'horizon 2021 : la tendance de productivité du travail est estimée à 0,8 % par an<sup>12</sup> ; la population active tendancielle, mesurée sur la base des nouvelles projections de population faites par la Banque d'Espagne de décembre dernier<sup>13</sup> et des projections de taux d'activité de 2016, devrait stagner ; enfin, le taux de chômage non inflationniste de court terme devrait baisser de 0,3 point par an à l'horizon 2021. À terme, l'écart de production devrait être en grande partie refermé et le taux de chômage à 12 %, légèrement supérieur à un niveau d'équilibre de 11 %, niveau moyen d'avant-crise. La dynamique de rattrapage devrait donc être en grande partie épuisée.

En 2019, l'autre facteur de soutien à la croissance revient à la politique budgétaire. Le gouvernement de P. Sanchez, en place depuis l'été 2018 mais très minoritaire au Parlement, n'a pas réussi à faire voter le budget 2019, envoyé à la Commission européenne en octobre 2018 et soumis à l'Assemblée le 14 janvier. Face à l'impossibilité de gouverner et sur fond de crise en Catalogne, des élections législatives anticipées sont donc convoquées pour le 28 avril 2019. En attendant que la situation se débloque, le budget 2018 est prorogé à l'année 2019. Ce sont donc les mesures inscrites dans la Loi de finances 2018 ou négociées avec Podemos à l'automne 2018 et adoptées par décret

---

12. Voir le chapitre 6 « Cycle de productivité et emploi... » dans cette partie.

13. La Banque d'Espagne prévoit une hausse de la population jusqu'en 2046, soutenue par un solde migratoire croissant jusqu'en 2021 puis décroissant mais positif jusqu'à 2066, date de la fin de la projection. Le solde naturel espagnol négatif depuis 2018 le restera par contre sur toute la période.

royal en décembre dernier qui s'appliquent. Les principales mesures sont, comme en 2018, destinées aux ménages : poursuite de la baisse de l'impôt sur les revenus pour les familles à plus bas revenus (0,1 point de PIB), revalorisation de 1,5 % des retraites (0,2 point de PIB), hausse du salaire des fonctionnaires comprise entre 2,5 et 2,75 % selon le niveau de croissance atteint en 2018 (0,3 point de PIB). Sauf une majorité au prochain Parlement qui voterait un budget très restrictif, la politique budgétaire continuera d'être expansionniste en 2019 : sans nouvelles mesures, l'impulsion est prévue à +0,4 point de PIB, puis restrictive en 2020, et neutre en 2021. En considérant les mesures passées, l'impact final sur le PIB serait de +0,5 point de PIB en 2019 et de -0,3 point en 2020 et +0,1 en 2021. En 2018, le déficit budgétaire a été de 2,6 % du PIB, permettant à l'Espagne de sortir en 2019 de la procédure pour déficit excessif. En 2019, le déficit sera loin d'atteindre l'objectif de 1,3 % du PIB inscrit dans le Pacte de stabilité. De même en 2020, l'objectif étant de 0,5 %. Nous estimons plutôt le déficit autour de 2,2 % en 2019 et 1,6 % en 2020.

Un autre élément impactant notre scénario porte sur nos hypothèses de productivité, et plus largement sur le partage de la valeur ajoutée. Comme nous venons de l'indiquer précédemment, les entreprises n'ont que partiellement ajusté le volume d'heures travaillées au ralentissement de la demande. La productivité du travail a sensiblement ralenti et s'est éloignée de sa tendance de long terme alors que le taux de chômage reste élevé. Il est encore trop tôt pour que le cycle de productivité se retourne à la baisse. Dès lors, les entreprises devraient redresser leur productivité et la ramener vers sa moyenne, voire la dépasser fin 2021. La productivité horaire devrait évoluer au rythme de 1,2-1,3 % les prochaines années. Ce scénario pèsera sur la dynamique de l'emploi qui devrait encore ralentir : 1,7 % en 2019, 1,1 % en 2020 et 0,8 % en 2021. Ceci n'empêchera pas la baisse du taux de chômage, d'autant que la population active ne devrait plus augmenter. Le taux de chômage atteindrait 12,1 % fin 2021. Les salaires, dont les revalorisations sont restées jusqu'alors très modérées, devraient progresser plus vite. Plusieurs facteurs d'explication : tout d'abord, la reprise de la productivité du travail et la baisse du taux de chômage pousseront les salaires à la hausse, ensuite, la revalorisation du salaire des fonctionnaires et enfin la hausse de 22,3 % du salaire minimum interprofessionnel (SMI) à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2019 qui passe de 735 euros à 900 euros sur 14 mois (soit 858 euros à 1050 euros par mois sur 12 mois) mais dont les effets attendus sur

l'emploi et les salaires devraient être négligeables. Cette hausse accélère un mouvement déjà engagé depuis 2017 qui visait à porter le SMI à 850 euros par mois en 2020 : le SMI a augmenté de 8 % en 2017 et 4 % en 2018 et devait encore progresser de 5 % et 10 % les deux années suivantes. L'objectif vise désormais à atteindre 1 000 euros sur 14 mois (1 165 euros sur 12 mois) en 2020. En plus de lutter contre la pauvreté, cette forte revalorisation était d'obtenir le soutien des élus à l'Assemblée<sup>14</sup>. Les travailleurs les plus concernés sont ceux qui ne sont pas couverts par des conventions collectives, les travailleurs familiaux et les saisonniers. Selon une étude de la Banque d'Espagne basée sur l'enquête Muestra Continua de Vidas Laborales de 2017<sup>15</sup>, 6,2 % des travailleurs seraient concernés par cette hausse (notamment dans l'agriculture et les services marchands), dont 12,7 % pourraient perdre leur emploi, soit un impact de 0,8 % sur l'emploi total. Les salaires augmenteraient en moyenne de 0,8 %, et la masse salariale resterait stable. Néanmoins, les résultats concernant l'impact sur l'emploi et les salaires ne font pas consensus: selon la Fedea<sup>16</sup>, il est difficile de conclure mais les effets devraient être faibles.

Dans ce contexte, la consommation des ménages devrait continuer de tirer la croissance. Les achats de biens durables largement perturbés en 2018 en raison des changements de normes antipollution sur les nouveaux véhicules devraient repartir. Le taux d'épargne pourrait baisser encore très légèrement. L'investissement des entreprises a été également très affecté par les achats de matériels de transport (qui expliquent plus de 60 % de la hausse de 4,4 % au deuxième trimestre sur un trimestre et la totalité de la baisse des troisième et quatrième trimestres). Celui-ci devrait également reprendre sa trajectoire plus en lien avec la demande dès 2019. Le taux d'investissement global (bâtiment compris) devrait baisser néanmoins en 2020. En 2018, les entreprises, principalement dans l'industrie, ont rencontré un net resserrement de leurs carnets de commande à l'exportation. En prévision, le ralentissement du commerce international devrait perdurer encore au premier semestre 2019 et laisser place à une reprise des exportations. Pour autant, l'avantage de compétitivité qu'avait eu

---

14. Le SMI brut espagnol est l'un des plus bas d'Europe : 40 % du salaire médian en 2017 (contre 62 % pour la France). Source : « Panorama des salaires minimaux dans les économies avancées », *Trésor Eco*, n° 236, février 2019.

15. Un análisis del impacto de la subida del salario mínimo interprofesional en 2017 sobre la probabilidad de perder su empleo, *Documentos Ocasionales*, n° 1902, Banco de España.

16. APUNTES – 2018/02 Aumento del salario mínimo: datos para el debate, Florentino Felgueroso y Marcel Jansen, FEDEA.

l'Espagne jusqu'en 2016 semble épuisé. Les prix de valeur ajoutée augmentent plus vite en Espagne qu'ailleurs et l'impact plus fort qu'ailleurs des bas prix du pétrole ne suffira pas à inverser la hiérarchie. Les parts de marché devraient se réduire. La contribution du commerce extérieur sera négative.

## Royaume-Uni : 10 Drowning Street

Dans la soirée du 10 avril, les Vingt-Sept ont accordé un nouveau sursis aux Britanniques, évitant ainsi une sortie sans accord (*hard Brexit*) le 12 avril. La date butoir est désormais fixée au 31 octobre 2019. Si aucun accord n'est trouvé d'ici le 22 juin et les élections européennes non organisées, le Royaume-Uni serait conduit à un départ forcé le 1<sup>er</sup> juin. L'hypothèse que nous avons retenue dans notre scénario central est celle d'un *soft Brexit* caractérisé par une période de transition pendant laquelle le Royaume-Uni et l'UE bâtissent les contours de leur nouveau partenariat. Nous supposons par là qu'un accord est trouvé avant la fin du troisième trimestre 2019 et que l'incertitude, toujours présente à ce moment, se dissipe peu à peu à l'horizon de notre prévision. Le risque d'une sortie sans accord ne pouvant être écarté, l'encadré 2 dans la synthèse internationale résume les différentes évaluations du *hard Brexit* disponibles à ce jour.

L'activité britannique poursuit son ralentissement initié en 2015, passant d'une croissance de 3,1 % en 2014 à 1,4 % en 2018, retournant ainsi sur sa trajectoire potentielle. L'accumulation de stocks a été le moteur principal de la croissance cette année, tandis que le commerce extérieur n'a pas su tirer profit d'une amélioration de la compétitivité-prix. La demande intérieure hors stocks a connu un ralentissement marqué, causé par un essoufflement de la consommation et un repli de l'investissement, en particulier productif. Dans un contexte pourtant marqué par un chômage au plus bas depuis 1975, les multiples incertitudes entourant le départ du Royaume-Uni de l'UE ont déjà commencé à produire leurs effets négatifs. Ceux-ci se matérialiseraient de façon plus franche en 2019, avec une croissance qui tomberait à +1 %. Une fois l'incertitude levée et l'attentisme des entreprises dissipé, la demande intérieure retrouverait son dynamisme, tirée par le retour de l'investissement et une hausse de l'emploi. Le commerce extérieur resterait le point noir du Royaume-Uni avec une baisse continue des parts de marché des entreprises exportatrices. L'économie retournerait

sur son sentier de croissance potentielle en 2021, à raison d'une accélération d'environ 0,2 point par an de l'activité.

### **Des effets contrastés de l'annonce du Brexit sur les composantes de la demande intérieure**

Alors même que le Royaume-Uni n'est pas encore sorti de l'UE, l'impact du Brexit s'est d'ores et déjà reflété dans la faiblesse de l'investissement des entreprises (voir encadré 4) et la baisse du pouvoir d'achat des ménages, certes amortie par celle du taux d'épargne. La dépréciation de la livre et l'incertitude politique et économique, sont les principaux vecteurs des récents développements de l'économie britannique (graphique 15). La livre sterling a perdu 7,8 % de sa valeur en termes effectifs depuis l'année 2015, et presque un point de plus vis-à-vis de l'euro et du dollar américain. L'incertitude économique et politique peut être synthétisée par un indicateur calculé sur la base du nombre d'occurrences des termes i) liés à l'incertitude, qu'elle soit économique ou politique, ou plus généralement ii) faisant référence à la politique économique du Royaume-Uni, dans les articles de journaux<sup>17</sup>. Comme tout indice d'incertitude, celui-ci est fortement volatil. Il a enregistré un bond sans précédent au moment du référendum de 2016 et, depuis, est resté à des niveaux relativement élevés en comparaison historique.

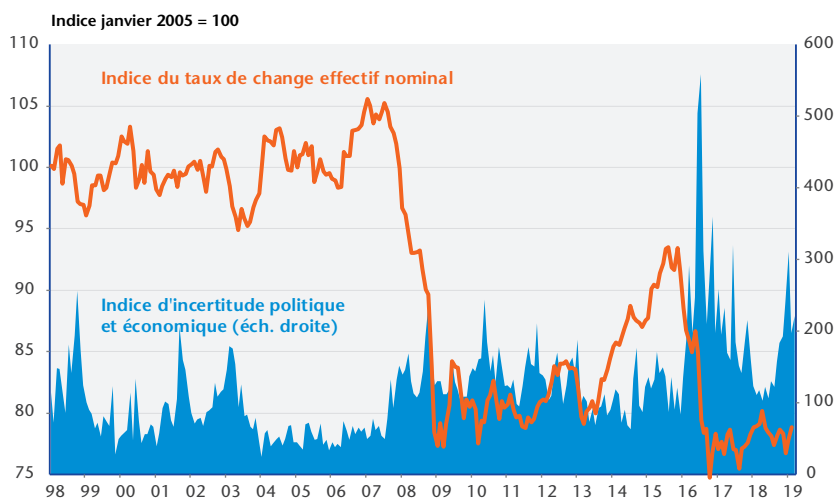
L'investissement britannique a enregistré un repli de 0,2 % en 2018. Comptant pour un peu plus de la moitié, l'investissement des entreprises a enregistré une baisse sur les quatre trimestres de 2018 pour terminer sa course à -2,6 % en termes réels. Tous les postes, sauf un<sup>18</sup>, ont contribué négativement à l'investissement des entreprises, et tout particulièrement celui des transports et des biens d'équipements en repli de presque 10 % et 5 % sur l'ensemble de l'année. L'investissement des entreprises, sensible à la manière dont les chaînes de production sont approvisionnées, ont subi des coûts d'intrant plus élevés en raison de la dépréciation de la livre. À cela s'est ajoutée la baisse du taux de marge observée au cours de l'année qui, toutes choses égales par ailleurs, a conduit à un moindre investissement de la part des entreprises. Ensuite, l'incertitude a pesé sur l'investissement

---

17. Parmi les onze journaux utilisés comme source, on retrouve notamment *The Financial Times*, *The Telegraph*, *The Times*, *The Guardian*, etc. Pour plus de détails sur la construction de ce genre d'indice, voir Baker, Bloom et Davis (2016) dans un article publié dans le *Quarterly Journal of Economics*.

18. Il s'agit de l'investissement dans les bâtiments et structures (AN.112), soit les bâtiments autres que des logements et les aménagements de terrains.

Graphique 15. Incertitude politique et économique et livre sterling



Source : Indice EPU (Baker, Bloom & Davis, 2018), <http://www.policyuncertainty.com/> et Banque d'Angleterre.

(encadré 4) générant l'attentisme des entreprises sur les relations futures du Royaume-Uni avec l'UE, d'autant plus qu'une part non négligeable du commerce se fait avec les pays de l'Union : en 2014, 53,2 % des importations britanniques étaient européennes tandis que 38,9 % des exportations étaient à destination du continent (source : WIOD). Enfin, le Brexit a détérioré l'attractivité du Royaume-Uni avec pour conséquence un détournement des investissements directs étrangers (IDE) vers d'autres pays compte tenu de l'incertitude sur les conditions d'accès futures au marché européen. La majorité des études trouvent un effet positif de l'appartenance à l'UE sur les flux entrants d'IDE, de l'ordre de 14 % à 38 %. Dans le cas plus spécifique du Royaume-Uni, Serwicka et Tamberi (2018) trouvent que les flux d'IDE dans le pays auraient été 19 % plus importants si le Brexit n'avait pas été voté. Un des principaux problèmes liés à la baisse des IDE est la moindre opportunité à favoriser les gains de productivité alors même que la faiblesse de la productivité du travail au Royaume-Uni est source d'inquiétudes outre-Manche.

#### Encadré 4. L'investissement des entreprises pénalisé par le Brexit

L'investissement des entreprises peut être expliqué par un modèle à correction d'erreur<sup>19</sup>. Celui-ci, utilisé pour les prévisions de l'investissement des entreprises non financières au Royaume-Uni, bénéficie d'un ajustement pouvant être considéré comme « correct » au regard de son pouvoir explicatif (le coefficient de détermination ajusté est égal à 85 %) sur la période pré-référendum (1987T2 – 2016T2). Les résultats de l'estimation sont présentés dans le tableau 3.

Tableau 3. Résultats du modèle à correction d'erreur sur l'investissement des sociétés non financières britanniques entre 1987T2 et 2016T2

Force de rappel	-0,079 [-3,10]**
Élasticités de long terme	
Coût réel du capital	-0,20 <sup>a</sup>
Taux de marge	0,58 (1,12)
Élasticités de court terme	
D VA marchande – 1	1,46 (4,42)***
D Taux d'investissement -1	0,09 (2,01)***
Variables indicatrices	99T3T4, 00T2T3, 2003T2, 2005T2T3, 2007T4, 2008T1, 2012T2
R <sup>2</sup> ajusté	0,85
SER / SSR	0,026 / 0,076
Normalité	JB = 0,16 [p > 0,92]
Arch(4)	LM = 3,00 (p > 0,55)
LM(1)/LM (4)	[p > 0,19] / [p > 0,23]

Note : entre parenthèses le T de Student associé aux coefficients estimés. Entre crochets, la p-valeur des tests sur les résidus du MCE. \*\* : significativité au seuil de 10% avec un seuil de test pour la significativité de la force de rappel donné par Ericsson et MacKinnon (2002). <sup>a</sup> Ce coefficient a été fixé de façon à être cohérent avec celui estimé dans l'équation d'emploi du Royaume-Uni.

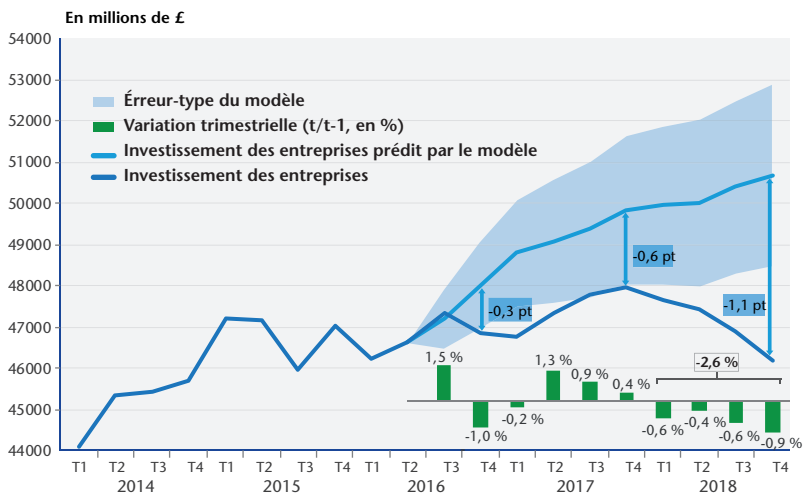
Si nous simulons la trajectoire de l'investissement après le référendum de 2016 (représenté en bleu clair sur le graphique 16), on remarque que celle-ci dévie des données d'investissement reportées par l'ONS (bleu foncé) de façon systématique<sup>20</sup>. Ce résultat est conforme à ceux que l'on peut trouver dans la littérature récente montrant également que les modèles tendent systématiquement à surévaluer le taux d'investissement des entreprises britanniques depuis 2016 (voir Gornicka, 2018). D'environ 0,3 point de PIB fin 2016, l'écart n'a cessé de progresser en 2018 pour atteindre plus d'un point de PIB au dernier trimestre 2018.

19. Voir l'article de Ducoudré, Plane et Villemot (2015) dans la *Revue de l'OFCE*, n° 138.

20. Un léger décrochage est constaté en 2015, au moment où la loi sur le référendum a été adoptée.



Graphique 16. Une surestimation de plus d'un point de l'investissement au quatrième trimestre 2018

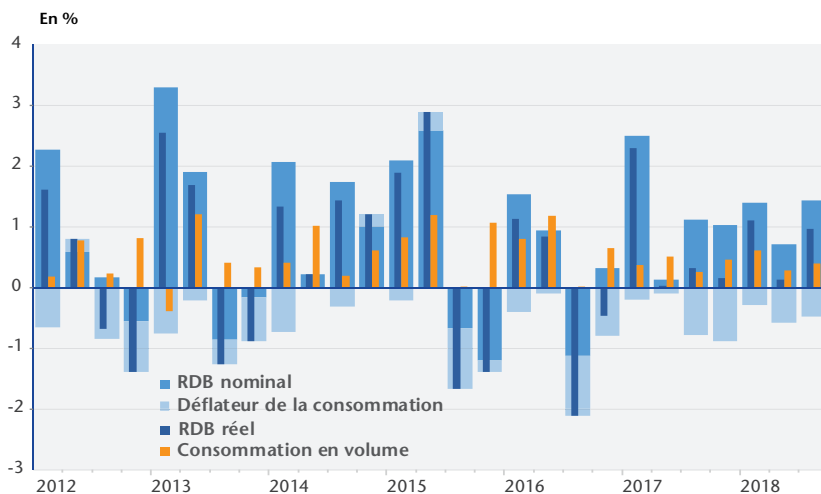


Comment expliquer ce décrochage ? Nous interprétons cette déviation comme l'effet de l'incertitude liée au Brexit, en particulier celle sur les modalités commerciales futures entre le Royaume-Uni et l'UE. Près de la moitié des échanges extérieurs britanniques sont en provenance ou à destination du marché unique. Bien que l'inclusion d'un indicateur d'incertitude (EPU, voir Bloom *et al.*, 2007) dans l'équation d'investissement n'ait pas permis de l'identifier clairement, plusieurs études sur des données d'entreprises britanniques vont dans ce sens (Bloom *et al.*, 2018). Tout d'abord, les périodes d'incertitude accrue ont évolué de pair avec un investissement significativement plus bas après la crise de 2008 (Smietbanka, Bloom et Mizen, 2018). Dans un scénario sans référendum (pas de Brexit), le passage à un régime avec des tarifs douaniers renégociés (de façon générale) aurait eu pour effet i) de diminuer le nombre d'entreprises entrant sur le marché européen et d'en augmenter le nombre de sorties (Crowley, Exton et Han, 2019) ; ii) de peser sur l'investissement des entreprises à la perspective de tarifs douaniers similaires à ceux prévalant sous les règles de l'OMC (Gornicka, 2018).

La consommation des ménages est restée robuste au regard de l'évolution du revenu disponible réel depuis 2016, cette dernière ayant été atténuée par l'inflation importée alors que les salaires ont fait preuve d'un regain de dynamisme depuis 2016 (+ 0,8 % en moyenne chaque trimestre) dont une petite partie pouvant être expliquée par la mise en place du salaire national de subsistance (National Living Wage,

NLW), qui concernait près de 7 % des travailleurs au Royaume-Uni en 2016<sup>21</sup>. Fin 2018, les salariés dans le secteur marchand ont vu leur salaire nominal progresser de 3,5 %. En termes réels, la progression du salaire a ralenti du fait de la transmission de la dépréciation de la livre depuis 2016 au déflateur de la consommation. Alors que l'orientation négative de l'indicateur de confiance des ménages (GfK) depuis 2016 aurait dû aller de pair avec une augmentation de l'épargne de précaution, ces derniers ont maintenu un rythme de consommation en moyenne supérieur à celui de leur revenu (mais néanmoins historiquement inférieur) une fois pris en compte l'effet du déflateur de la consommation (graphique 17). Cela s'est fait au détriment du taux d'épargne, passé de 7,9 points du revenu disponible brut à seulement 4,4 points en moyenne entre 2016 et 2018.

Graphique 17. Évolution du pouvoir d'achat du revenu et de la consommation



Note : Le champ retenu ici comprend également les ISBLSM.

Source : ONS, calculs OFCE.

21. La mise en place en avril 2016 du salaire minimum des adultes a contribué à soutenir la hausse des bas salaires si l'on se réfère aux travaux du NIESR pour la Commission des bas salaires (Low Pay Commission). En utilisant la méthode de doubles différences, les auteurs de l'étude montrent que l'introduction du salaire minimum a engendré une hausse significative des salaires. En outre, elle est estimée entre 4,1 et 6,9 points de pourcentage pour les salaires les plus bas (compris entre l'ancien salaire minimum et 0,5% au-dessus) en 2016. En termes d'incidences sur l'emploi, les effets ne sont pas significatifs, à l'exception du maintien dans l'emploi des femmes à temps partiel qui s'est avéré plus difficile (Aitken *et al.*, 2019).

Par ailleurs, le rapport de la Commission indique que ce sont les travailleurs situés entre les 2<sup>e</sup> et 10<sup>e</sup> déciles de la distribution des salaires qui profitent de la mise en place du NLW, avec un pic entre les 2<sup>e</sup> et 8<sup>e</sup> déciles.

L'emploi a accéléré en 2018 (+ 1,4 %), avec 473 000 emplois supplémentaires pourvus dont 32 000 dans le secteur public, une première depuis 2009<sup>22</sup>. Le taux de chômage a baissé tout au long de l'année pour finalement s'élever à 3,9 % de la population active dans un contexte où le taux d'emploi atteint un niveau record : il s'élève à 76,1 % des personnes en âge de travailler en janvier 2019 contre 75,3 % un an plus tôt.

L'indice des prix à la consommation a ralenti en fin d'année et s'est stabilisé légèrement au-dessus de la cible de la Banque d'Angleterre à +2,3 % en rythme annuel, soit 0,7 point de moins qu'en 2017. La baisse des prix énergétiques a contribué pour une large part à ce ralentissement : le prix du Brent, une fois converti en livres, a reculé de 5 % en fin d'année. La mesure la plus pertinente pour prendre en compte le pouvoir d'achat des ménages est le déflateur de la consommation<sup>23</sup>. Sa hausse s'est accélérée tout au long de l'année, en lien avec la dépréciation de la livre<sup>24</sup> et un renforcement de la dynamique des salaires.

La baisse de la valeur de la livre n'a pas bénéficié au commerce extérieur britannique en 2018, la balance commerciale s'est dégradée tout au long de l'année, le déficit est passé de 1 % du PIB au premier trimestre à presque 1,8 % en fin d'année et le commerce extérieur a contribué à hauteur de -0,7 point au PIB : le phénomène de courbe en J ne s'est donc pas manifesté<sup>25</sup>. La littérature montre que l'élasticité-prix des exportations<sup>26</sup> est faible au Royaume-Uni : elle oscille entre 0 et -0,2. Autrement dit, pour toute dépréciation de 10 % de la livre, les exportations augmenteraient de 2 % au maximum. Par ailleurs, il est également montré que les volumes échangés répondent davantage à

---

22. Entre 2010 et 2017, le nombre d'emplois dans le secteur public a diminué en moyenne de 140 000 par an.

23. Voir le chapitre 5 « La désinflation importée » pour une définition des différentes mesures de l'inflation.

24. La livre s'est dépréciée de quelques 2,7 % par rapport à l'ensemble de ses partenaires commerciaux.

25. En considérant que les volumes échangés ne s'ajustent pas immédiatement après une dépréciation, l'effet négatif induit par le renchérissement des importations dégrade dans un premier temps la balance commerciale (effet-prix). À mesure que les comportements s'ajustent ainsi que les quantités échangées (effet-volume), la balance commerciale s'améliore. Une fois l'ajustement terminé, l'effet-prix l'emporte sur l'effet-volume, le séquençage des différents effets peut se représenter par une courbe en forme de J. On trouve également ce mécanisme sous le terme de « conditions de Marshall-Lerner ». Pour le Royaume-Uni, voir Hooper *et al.* (2000), Barrell *et al.* (2006) et le document du NIESR intitulé « Trade elasticities and the depreciation of sterling », 2016 (disponible pour les utilisateurs du NiGEM).

26. Comme le taux de change nominal est un des déterminants des prix à l'exportation et à l'importation, il est possible ici d'étendre les résultats liés à l'élasticité des exportations au prix à l'élasticité des exportations au taux de change.

une variation de la demande : les exportations en volume augmenteraient entre 0,5 % et 1,1 % pour chaque 1 % de demande supplémentaire. En l'occurrence, la demande adressée au Royaume-Uni a décéléré cette année (de + 3,6 % en 2017 à + 2,8 % en 2018) et a été atone au dernier trimestre.

### **2019 : contrecoup en début d'année**

La demande intérieure hors stocks connaîtra un coup d'arrêt au premier trimestre 2019, les seules contributions positives étant permises par le secteur public, qu'il s'agisse de l'investissement ou de la consommation. Les enquêtes Markit montrent une forte propension au stockage de la part des industriels et des ménages sur les deux premiers mois de l'année, elle serait l'unique contribution positive au premier trimestre tandis que l'inverse se verrait au niveau du commerce extérieur. L'investissement resterait en repli au premier semestre 2019 avant de se redresser dans un contexte où les entreprises investiraient pour adapter la logistique de leurs chaînes de production, ou encore pour renouveler le capital existant. D'après une étude conduite en fin d'année 2018 par la Banque d'Angleterre, sur un échantillon d'entreprises de tous les secteurs<sup>27</sup>, seul un tiers d'entre elles avait modifié leur stratégie pour tenir compte du Brexit tandis que la majorité ne comptait pas ou n'avait pas encore adapté leur stratégie.

L'emploi connaîtra en 2019 une certaine atonie, en cohérence avec la fermeture du cycle de productivité. Malgré une population active en moindre progression, le chômage concernera 4,1 % de la population active soit une légère augmentation par rapport à 2018. Dans ce contexte, les salaires nominaux seront moins dynamiques qu'en 2018. Les bas salaires progresseront toutefois plus rapidement du fait d'une augmentation de 4,9 % du salaire minimum (passant de 7,83£ à 8,21£ par heure pour les travailleurs âgés de 25 et plus), effective depuis le 1<sup>er</sup> avril 2019. Le taux d'épargne se stabiliserait à son niveau de fin d'année 2018 : 4,8 % du RDB.

Compte tenu des incertitudes toujours présentes pour les trois prochains trimestres et de la baisse de la demande adressée au pays du fait du ralentissement du commerce mondial, le commerce extérieur freinera la croissance de l'économie britannique en 2019.

---

27. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/agents-summary/2018/agents-survey-on-preparations-for-brexit>

Du côté des finances publiques, la hausse des impôts collectés et les bas taux d'intérêt sur les obligations du Trésor ont permis une baisse du déficit public tout au long de l'année 2018 : de 2 % du PIB au premier trimestre 2018, il est passé à 1,5 % au troisième trimestre. Sur les dix mois de l'année fiscale 2018/19, le déficit se situe 19 milliards de livres en-deçà de son niveau un an plus tôt. La dette publique atteindrait 85,5 % du PIB soit 0,4 point de moins que l'année précédente.

L'issue positive d'un accord trouvé entre le Royaume-Uni et l'UE engendrerait un regain d'intérêt pour la livre qui s'apprécierait limitant ainsi l'inflation importée. Dans un tel scénario, où la cible d'inflation ne serait pas atteinte (une différence de 0,3 point en 2019 avec une cible à 2 %), la Banque d'Angleterre débiterait la normalisation de sa politique monétaire à la fin de l'année 2019 seulement.

### **2020-2021 : retour vers le potentiel**

À partir de 2020, il n'y a pas de choc positif affectant le PIB britannique, les politiques monétaires et budgétaires restent restrictives mais les chocs ayant joué négativement sur la croissance en 2019, tels que l'incertitude liée au Brexit, le ralentissement du commerce mondial, se dissipent. Au final, entre 2020 et 2021, l'économie retourne sur sa trajectoire de croissance potentielle.

À l'horizon de notre prévision, la demande intérieure hors stocks reste le principal moteur de la croissance, tirée par une consommation des ménages de plus en plus dynamique, grâce à une hausse de l'emploi et une baisse du chômage. Les négociations sur la relation future entre le Royaume-Uni et l'UE permettent aux entreprises de poursuivre leur adaptation à la nouvelle configuration des échanges, ce qui se reflète dans l'investissement des entreprises qui laissent leurs marges inchangées.

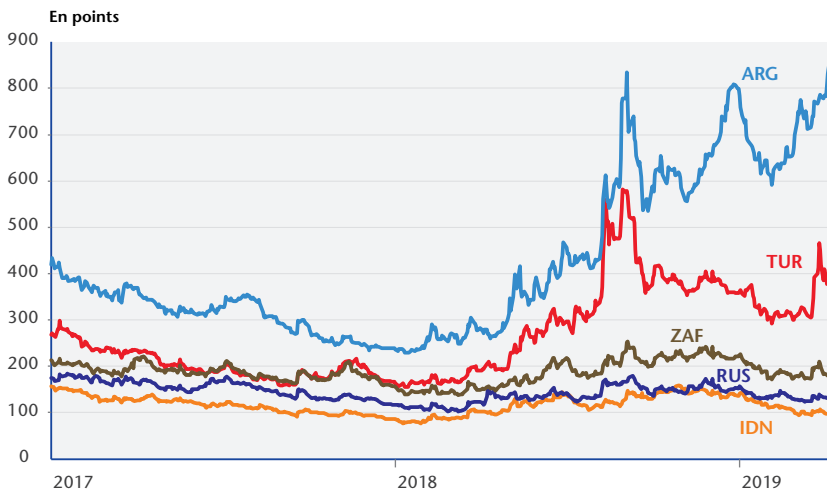
Bien que la demande adressée aux entreprises britanniques accélère au cours de ces deux années, le manque d'investissement des années précédentes pèse sur leur compétitivité : la perte de parts de marché se reflète dans la contribution du commerce extérieur, négative en 2020 et nulle l'année suivante.

La consolidation budgétaire est toujours de rigueur sur l'horizon de la prévision mais les effets des mesures passées et contemporaines n'ont qu'un effet marginal attendu sur le PIB (-0,1 point en 2020 et 0 point en 2021).

## Pays émergents : toujours dans la résilience

La croissance des économies émergentes a légèrement baissé en 2018, sous le poids notamment de la Chine et la Turquie. L'environnement international a été peu porteur et la normalisation des politiques monétaires dans les économies avancées couplée à la préférence des investisseurs pour la qualité ont réduit les flux de financement en direction des pays émergents. Dans ce contexte, ces derniers ont plutôt bien résisté. Malgré la défiance persistante vis-à-vis de la Turquie et celle, plus récente, vis-à-vis de l'Argentine (sans parler du Venezuela), les tensions observées à l'automne dernier à l'égard des autres pays exposés sont retombées (graphique 18). Pour autant, la situation reste différente entre les grandes zones émergentes, selon leur ouverture au commerce mondial, leur dépendance aux marchés des capitaux et les marges de manœuvre dont ils disposent en termes de politique économique pour accompagner leur croissance. Ainsi, l'Asie en développement semble, malgré le ralentissement chinois, plutôt bien résister à la dégradation des échanges. Pour l'Amérique latine par contre, soumise en 2018 (en 2019 pour l'Argentine) à l'incertitude due aux élections présidentielles dans plusieurs pays, la croissance est affectée par la poursuite de l'ajustement des finances publiques et les prix bas des matières premières.

Graphique 18. Prime de CDS à 7 ans



Source : Eikon Thomson Reuters.

## **Asie : une croissance altérée**

Les économies asiatiques, très dépendantes du commerce mondial, risquent de connaître dans les années à venir une croissance légèrement en baisse en raison du différend commercial entre la Chine et les États-Unis. En effet, l'impact des pressions américaines sur les exportations chinoises pourrait se répercuter sur tout l'Est du continent asiatique. Après une année faste en 2017, la situation économique s'est dégradée en 2018 y compris en Chine du fait la dépréciation générale des devises émergentes face au dollar (plan de relance, baisse d'impôts, déréglementation bancaire, mesures protectionnistes, autant des mesures annoncées et répétées qui rendent le dollar de plus en plus robuste). Ce choc de change est essentiellement dû aux sorties nettes de capitaux liées à la remontée des taux d'intérêt américains. La résurgence de l'inflation, conjuguée à ces pressions baissières sur les devises et à la reprise de la hausse des prix des matières premières, a entraîné un durcissement des politiques monétaires qui devrait se poursuivre à l'exception de la Chine et de l'Inde. La dépréciation du yuan, la devise chinoise, compense toutefois l'impact négatif du protectionnisme de Donald Trump, soutenant ainsi la compétitivité des firmes exportatrices.

Dans une situation marquée par des incertitudes économiques, les économies asiatiques ont connu une amélioration solide et constante de leur compétitivité et ont activement encouragé le processus d'intégration.

Si l'Asie va rester le moteur de la croissance de l'économie, la croissance chinoise devrait tomber à +6,2 % cette année, contre +6,5 % en 2018, en raison de la poursuite de rééquilibrages intérieurs et extérieurs. Dans son ensemble, l'Asie enregistrerait une croissance de +5,8 %. Seule l'Asie du Sud ferait mieux, Inde en tête, avec +7,5 % en 2019 contre +7,4 % en 2018, l'activité étant soutenue par la consommation et l'investissement.

La croissance économique de la Chine a ralenti à 6,5 % en 2018, affectée par la faiblesse de la demande intérieure, la guerre commerciale avec les États-Unis et la chute du yuan (la monnaie chinoise dégringole, tombant à son plus bas niveau depuis un an). La croissance a été ramenée à son plus bas niveau depuis 30 ans. Cette modération devrait se poursuivre en 2019. Les politiques visant à réduire les vulnérabilités financières et les risques de bulles d'actifs pèsent sur l'activité. Le ralentissement dans le secteur industriel s'est accentué en fin

d'année, face au recul de la demande. L'administration Trump a imposé des droits de douane sur 250 milliards de dollars d'importations chinoises en 2018 et avait menacé de taxer l'ensemble des importations en 2019. La trêve annoncée fin 2018 et la perspective d'un accord entre les deux pays réduisent cependant le risque d'escalade. Les mauvaises performances des exportations (-4,4 % en 2018 contre + 10,7 % en 2017) et des ventes de détail (+3,3 % en 2018, contre +9,3 % en 2017), en particulier dans le secteur automobile, assombrissent les perspectives à court terme.

Après avoir souffert de la démonétisation en 2017 (en novembre 2016, tous les billets de 500 et 1 000 roupies ont été immédiatement retirés de la circulation), les Indiens ont reçu des nouveaux billets ou ont été crédités sur leurs comptes bancaires après avoir déposé les anciens billets en banque. Les nouveaux billets sont différenciables des anciens par leur apparence, leur taille et leur couleur. L'objectif de cette mesure phare du premier ministre était de lutter contre la corruption et l'argent sale, qui sert au financement des activités illégales (notamment du terrorisme), qui a ralenti la consommation des ménages, perturbé l'activité des PME et augmenté le chômage dans les zones rurales faute de pouvoir payer les salaires en espèces. Depuis la réforme, la croissance indienne accélère et le PIB devrait progresser de +7,4 % au cours de l'exercice 2018/19, contre + 6,9 %, en dépit de la hausse des prix du carburant et d'une dépréciation de la monnaie qui alimentent l'inflation (+3,3 % en 2017 contre +5,5 % en 2018). En 2018, l'économie indienne a bénéficié du dynamisme de sa demande intérieure (+8,5 % en 2018 contre +7,1 % en 2017), grâce à une bonne mousson, à un rebond des investissements (+11,1 % en 2018 contre +7,7 % en 2017) et de la consommation des ménages (+7,0 en 2018 contre +6,2 en 2017).

La croissance de la Corée du Sud a atteint 2,7 % en 2018 après 3,1 % un an plus tôt, son plus faible taux depuis six ans. L'activité a été soutenue par la consommation des ménages (+2,9 % en 2018 contre +2,1 % en 2017), les exportations (+4,1 en 2018 contre +1,9 en 2017) et les dépenses publiques. L'investissement privé a fortement baissé, de 2,1 %, bien loin de la hausse de 8,6 % en 2017. Le recul est particulièrement sensible dans la construction, où il a atteint - 3,7 % (après une progression de 7,6 % un an plus tôt). L'activité a ralenti dans l'industrie. Seul le secteur des services a résisté. Le gouvernement doit faire face à un chômage croissant chez les jeunes atteignant quasiment 9,0 % en 2018.



L'économie philippine reste l'une des plus dynamiques d'Asie, avec des taux de croissance équivalents à ceux de la Chine. La croissance a été de 6,1 % en 2018 et devrait atteindre +6,2 % en 2019, contre +6,7 % en 2017. Cette forte croissance est due à des investissements massifs (+14,3 % en 2018 après +9,4 % en 2017), en particulier en infrastructures grâce au programme « Construire, construire, construire », un programme de 160 et 180 milliards de dollars en six ans.

Après deux années de ralentissement de la croissance économique et une forte dépréciation du ringgit malaisien par rapport au dollar américain (-25 %), la Malaisie a connu une forte croissance en 2017, à +5,9 %. En 2018, l'activité économique demeure solide bien qu'elle ralentisse (+4,7 %). Cela résulte de la réduction des investissements publics (+1,4 % en 2018 contre +6,2 % en 2017) et des exportations (+1,4 % en 2018 contre +9,4 % en 2017). Elle reste néanmoins soutenue par la consommation des ménages (+8, % en 2018 contre +7,0 % en 2017).

L'Indonésie a vu son activité économique légèrement accélérer en 2018 (+ 5,2 % sur l'année), portée notamment par la consommation des ménages (+5 %, comme en moyenne sur les trois dernières années).

Les économies asiatiques, très tournées vers l'exportation, commencent à sérieusement souffrir de la guerre commerciale. C'est notamment le cas de Singapour où le PIB a progressé de 3,3 % en 2018 après 3,6 % en 2017.

Avec une croissance de +4,1 % pour 2018, la Thaïlande poursuit son redressement économique et reste une destination phare pour les investisseurs étrangers. L'économie est boostée par le tourisme et la hausse constante des arrivées touristiques en 2018 donne bon espoir au pays de pouvoir accueillir davantage de visiteurs dans les années à venir.

Asie de l'Est et Pacifique : le rythme de croissance de la région Asie de l'Est et Pacifique demeure l'un des plus élevés des régions en développement. L'expansion économique devrait toutefois fléchir à 5,8 % en 2019-2020, dans l'hypothèse d'une part d'une modération de la demande et des échanges internationaux, et d'autre part d'un resserrement progressif des conditions de financement à l'échelle mondiale. Le PIB chinois croîtra de 6,2 % en 2019, en léger repli par rapport au score réalisé en 2018 (6,5 %). Alors que les États-Unis ont imposé des droits de douane sur 250 milliards de produits chinois, la Chine a annoncé

des mesures afin de soutenir davantage sa croissance. Il n'est pas question d'opter pour un grand plan de relance comme dans les années qui ont suivi la crise financière de 2008, mais plusieurs mesures seront mises en place : une baisse de 2 000 milliards de yuans (environ 260 milliards d'euros, soit environ 2 % du PIB) des impôts et des charges sociales sur les entreprises, une baisse de la TVA de 3 points (de 16 % à 13%) pour les produits industriels et d'1 point (de 10 % à 9 %) pour des secteurs tels que les transports et le bâtiment, une hausse des dépenses de l'État et des collectivités locales pour 2019 (+0,2 point du déficit budgétaire). Au total, le déficit sera porté à 2,8 % du PIB. Le budget militaire augmentera de 7,5 % cette année, une hausse inférieure à celle de l'an dernier (+8,1 %).

Le reste de la région connaîtra une croissance de 5,8 % en 2019, la résilience de la demande intérieure compensant les répercussions négatives du ralentissement des exportations.

### **L'Amérique latine : la grande perdante de la croissance**

Depuis 2014, les économies des pays d'Amérique latine n'ont pas retrouvé leur dynamique de croissance antérieure. Sur la période 2003-2013 (hors 2009 qui a connu une baisse du PIB de 2,1 %), la croissance des six principaux pays de la région a été en moyenne de 4,4 % par an. Depuis 2014, elle se situe toujours en moyenne à 0,7 % et les prochaines années ne devraient pas connaître de rebond majeur. Cette faible croissance s'explique par la chute du prix des matières premières et le ralentissement du commerce mondial. En 2018, le prix des matières premières a continué de baisser et le commerce mondial a connu un nouveau fléchissement au deuxième semestre en lien avec le ralentissement de l'activité dans les économies avancées et en Chine. À cela, s'ajoutent désormais le resserrement des conditions de financement sur la scène internationale et la hausse du dollar qu'il suscite, la montée du protectionnisme aux États-Unis, et aussi les politiques budgétaires contra-cycliques menées dans un grand nombre de pays. En 2018, la croissance en Amérique latine a été de 1 %, marquée principalement par la chute de 18 % du PIB au Venezuela (qui contribue pour -0,45 point de PIB à la croissance régionale) et de 2,5 % en Argentine. En l'absence d'amélioration de la situation dans ces deux pays et d'un ralentissement attendu au Mexique et au Chili, elle devrait rester autour de 1 % encore en 2019. Les deux années suivantes par contre pourraient enregistrer une reprise de la croissance du fait de la stabilité retrouvée dans les grands pays, mais l'environnement interna-

tional resterait contraignant pour la zone et les ajustements budgétaires se poursuivraient.

En plus du Venezuela qui connaît une crise économique et politique majeure (le PIB par tête, mesuré en PPA a chuté de 50 % entre 2013 et 2018 !), l'Argentine est le pays qui demeure le plus fragile. Confronté à une crise de balance des paiements qui s'est transformée en crise de liquidité, le pays a dû se tourner en juin et à nouveau en septembre 2018 vers le FMI pour un prêt total de 57 milliards de dollars sur 3 ans, conditionné à la mise en place de réformes structurelles visant à stabiliser l'économie et retrouver l'équilibre budgétaire. Le solde budgétaire primaire doit revenir à l'équilibre dès 2019 et la croissance des agrégats monétaires, utilisée comme nouvel instrument de conduite de la politique monétaire, ramenée à 0. Cette stratégie d'ajustement a amplifié la récession déjà installée depuis le début d'année : le PIB a chuté de 1,2 % au quatrième trimestre, soit 6,5 % sur un an, et permis un arrêt de la tendance haussière des anticipations d'inflation après le pic de septembre, grâce notamment à la stabilisation du taux de change. Le déficit courant a été ramené à 2 % du PIB fin 2018 contre 5,6 % un an plus tôt.

Cette accalmie a néanmoins été de courte durée car l'incertitude est revenue début 2019. Le peso a reculé de 15 % face au-dollar entre fin janvier et début avril 2019 (soit 50 % sur un an) et les anticipations d'inflation de mars et avril sont reparties à la hausse. La Banque centrale a remonté de 4 points ses prévisions d'inflation pour 2019 à 36 % (après 47,6 % en 2018) et pris de nouvelles mesures dont l'extension jusqu'à fin 2019 de la période de stagnation de la base monétaire, initialement prévue pour s'arrêter fin juin 2019, et le renforcement de l'indépendance de la Banque centrale avec notamment l'inscription dans la loi de l'interdiction du financement monétaire du déficit public. Mais à la mi-avril, les *spreads* sur les titres de dette souveraine continuent d'augmenter et viennent de dépasser leur point haut de septembre 2018 de 900 points de base.

Ces tensions sont renforcées par l'incertitude entourant les élections présidentielles d'octobre 2019. La récession devrait se prolonger pendant plusieurs trimestres. Nous anticipons un recul de 3,3 % du PIB en 2019 suivi d'une stabilisation en 2020 et d'une reprise en 2021.

Au Brésil, la croissance reste faible. Depuis la récession de 2015-2016, le pays connaît une reprise timide : 1,1 % de croissance sur chacune des années 2017 et 2018, avec un ralentissement en fin 2018.

L'inflation, longtemps restée en dessous de la limite inférieure de la bande de fluctuation autorisée entre 3 et 6 %, est remontée vers 4 % en février dernier. Pour lutter contre le risque de déflation, les autorités monétaires ont maintenu le taux directeur à un niveau bas (6,5 %, après 14,25 % en septembre 2016), laissant les taux réels baisser autour de 2,5 % en début d'année 2019. La faiblesse de la croissance a été marquée en 2018 par plusieurs facteurs, dont notamment une grève des transporteurs routiers en début d'année et surtout les incertitudes qui ont entouré les élections présidentielles d'octobre, qui ont vu la victoire du candidat d'extrême droite Jair Bolsonaro. Au-delà d'une vision ultra-libérale et libre-échangiste de l'économie, avec notamment les perspectives de privatisations et la remise en cause des accords avec l'UE et le Mercosur, le défi auquel doit faire face le gouvernement est celui des finances publiques, car la dette ne cesse d'augmenter depuis 2015 (77,2 % du PIB fin 2018 contre 58,9 % fin 2014). En 2018, le besoin de financement du secteur public a légèrement baissé, passant de 8,9 % en 2017 à 7,3 % du PIB mais la charge d'intérêt représente encore 5,8 % du PIB. La réforme des retraites reste la pierre d'achoppement de l'ajustement budgétaire : le déficit des principales caisses de retraites aurait atteint 4,25 % du PIB en 2018. Un projet de réforme a été déposé au Congrès le 20 janvier 2019 par le nouveau gouvernement. Il propose d'introduire un âge minimum de départ à la retraite de 65 ans pour les hommes et 62 ans pour les femmes, et de faire passer la durée minimale de cotisations de 15 à 20 ans. Ce projet permettrait d'économiser quelques 270 milliards de dollars sur 10 ans (14,5 % du PIB). Si la politique budgétaire restait très restrictive en 2019 et au-delà, la politique monétaire devrait rester très accommodante compte tenu des anticipations d'inflation qui convergeraient vers la cible d'inflation visée par la Banque centrale. Les premières mesures du gouvernement ont pour l'heure rassuré les marchés. Les primes de risques sont restées faibles. Dans ce contexte, la croissance devrait se consolider dans les prochains trimestres et atteindre 2,5 % en 2021.

L'autre grand pays d'Amérique latine à avoir connu une croissance modérée en 2018 est le Mexique : 2 % en moyenne et 1,7 % sur un an en fin d'année. Mais à la différence des autres grands pays de la région qui ont du mal à consolider leur reprise, le Mexique avait bénéficié jusqu'alors d'une croissance robuste et inflationniste, soutenue par la reprise aux États-Unis. L'inflation avait dépassé la borne supérieure de la bande de 2 à 4 % fixée par la banque centrale. La politique moné-

taire est devenue restrictive et après avoir culminé à 5,7 % en septembre 2018, l'inflation a reflué, repassant sous la barre des 4 % en février 2019. En plus du caractère restrictif de la politique monétaire, l'activité a subi d'autres chocs en 2018, à la fois sur le front commercial et politique. La montée du protectionnisme aux États-Unis frappe au premier chef le Mexique avec la renégociation du Traité de l'ALENA et la guerre commerciale initiée par les États-Unis avec la hausse des droits de douanes sur les importations américaines d'acier et l'aluminium et suivie en mars dernier par celle portant sur les importations mexicaines sur plusieurs produits agricoles en provenance des États-Unis. L'année 2018 a été marquée par les élections présidentielles et l'arrivée au pouvoir le 1<sup>er</sup> décembre du socialiste Andres Manuel Lopez Obrador (AMLO). Les marchés financiers sont restés très volatiles sur la période et les agences de notation ont émis le risque d'une dégradation de la note souveraine. Mais ils ont été rassurés avec la réaffirmation du gouvernement de respecter l'engagement du gouvernement précédent de maintenir les objectifs d'un excédent primaire de 1 % du PIB en 2019 et de 1,3 % en 2020. Pour financer les dépenses déjà annoncées (hausse de 16,2 % du salaire minimum à partir du 1<sup>er</sup> janvier, hausse des microcrédits pour les agriculteurs, lancement d'un programme de grands travaux visant à soutenir l'emploi et stimuler la croissance), des coupes budgétaires supplémentaires de l'ordre de 2,2 % du PIB en 2019 et de 3 % en 2020, par rapport à l'ancien budget 2019 déjà voté, ont été adoptées par le nouveau congrès.

## Pétrole : les États-Unis aux commandes

Au cours du dernier trimestre 2018, sous l'effet d'une abondante production américaine et d'un relâchement des quotas de l'OPEP, le cours du baril de Brent a chuté, passant de 81 dollars à 56 dollars entre octobre et décembre 2018. Il est ensuite modérément reparti sur un sentier haussier en janvier 2019 pour atteindre 66 dollars en mars 2019. En effet, les pays de l'OPEP ont fait marche arrière et réduit leur production. Mais c'est surtout le rôle des États-Unis qui apparaît décisif en ce début 2019, et qui déterminera l'avenir du marché pétrolier dans les années à venir. Les États-Unis ont un pouvoir de marché particulièrement fort *via* deux leviers. D'abord, grâce au pétrole de schiste, ils sont devenus le premier producteur de brut devant l'Arabie Saoudite et la Russie, ayant doublé leur niveau de production (brut et condensats) depuis 2010 ; entre février 2018 et février 2019, la production de

pétrole a bondi de plus de 2 millions de barils par jour (Mbj). Par ailleurs, étant donné le rôle stratégique du dollar dans les transactions et l'extraterritorialité de la loi américaine, les États-Unis ont un vrai pouvoir de sanction et de guerre économique. Ainsi, deux pays, l'Iran et le Venezuela, tombent actuellement sous le coup des sanctions américaines visant à réduire leur production. Certes, l'Arabie Saoudite reste un acteur majeur, capable d'augmenter sa production, mais elle ne peut pas compter sur le cartel de l'OPEP pour amplifier ses décisions car chacun y poursuit son intérêt particulier. En outre, étant donné la convergence des intérêts avec les États-Unis, notamment par rapport à l'Iran, les deux pays mènent une politique concertée. Pour 2019 et 2020, nous prévoyons un prix du Brent stable autour de 63 dollars (56 euros en 2019 et 52,6 euros en 2020), puis une légère augmentation en 2021 (et une légère baisse en euros, à 51,5 euros) sous l'effet de la dépréciation du dollar par rapport à l'euro. Pour les pays de l'OCDE, un léger déstockage aurait lieu en 2019, ramenant le niveau des stocks à la moyenne 2010-2017 (tableau A2).

Les risques haussiers sont liés à une insuffisante hausse de production, si l'impact des sanctions sur l'Iran et sur le Venezuela s'avère plus fort que prévu. D'autres zones d'instabilité pourraient également amputer la production (Libye, Nigeria).

Concernant les risques baissiers, le risque est plutôt du côté de la demande, moins forte qu'anticipé, et du côté du non-respect des quotas par les pays de l'OPEP, ce qui apporterait une offre supplémentaire sur le marché.

### **Octobre 2018-janvier 2019 : baisse des cours**

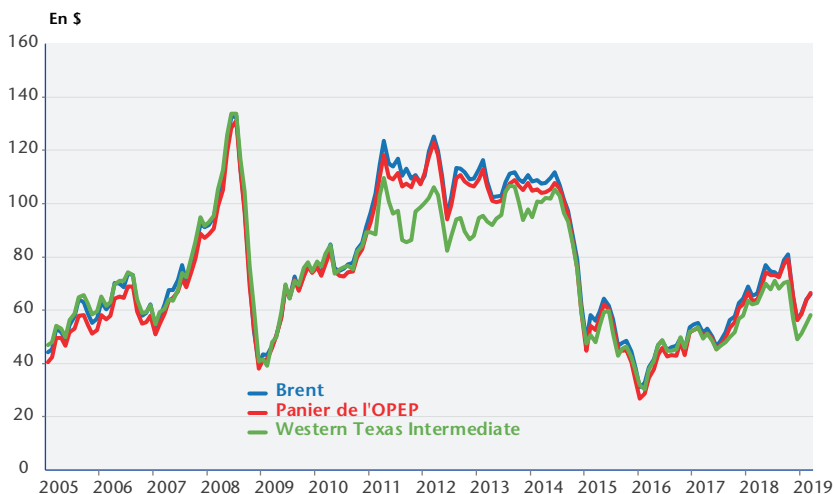
Après une phase de hausse du prix du Brent, qui a culminé en octobre 2018 à 81 dollars le baril, le mouvement s'est brutalement inversé et le Brent a perdu 31 % de sa valeur entre octobre et décembre 2018 (graphique 19). L'explication de cette forte baisse est à chercher du côté de l'offre. En effet, la production américaine s'est révélée plus forte que prévu<sup>28</sup> : elle a augmenté de 1,6 Mbj en moyenne entre le premier et le deuxième semestre 2018. D'autre part, à l'issue de la réunion de l'OPEP du 23 juin 2018, les pays membres ont décidé de relâcher la contrainte de baisse de production décidée fin 2016, pour ramener le respect des engagements – systématiquement

---

28. Notamment grâce à la baisse du seuil de rentabilité du pétrole de schiste, qui se situerait aujourd'hui autour de 40-50 dollars le baril.

dépassés depuis novembre 2017 – à 100 %. Cette décision a été suivie d'effets : le respect des engagements est passé de 102 % en juin à 28 % en novembre 2018. Sur la même période, la production de l'OPEP a augmenté de 0,4 Mbj, malgré une baisse de 1,1 Mbj de l'Iran.

Graphique 19. Évolution du prix du baril



Source : EIA.

## Début 2019 : le rebond

Depuis le début de l'année 2019, les cours du Brent se sont redressés. Ce rebond est imputable au comportement des producteurs de l'OPEP, qui représentent 35,4 % de la production mondiale depuis le départ du Qatar (encadré 5). Les membres de l'OPEP, de concert avec les pays associés, se sont réunis le 6 décembre 2018 : au vu des fondamentaux et pour éviter une baisse des prix, ils ont fait volte-face et décidé de réduire la production globale de l'OPEP de 0,8 Mbj (soit une réduction de 2,5 % de la production) par rapport au niveau d'octobre 2018, à compter de janvier 2019 et pour une période initiale de 6 mois. Des exemptions ont été accordées à l'Iran, au Venezuela et à la Libye. Quant à la Russie et aux pays associés, ils ont consenti une baisse de production de 0,4 Mbj. En janvier et février 2019, l'engagement a été respecté à 78 % par les pays de l'OPEP. L'Arabie Saoudite a déjà réduit sa production de 1 Mbj (par rapport à novembre 2018), à 10,0 Mbj.

### Encadré 5. Le Qatar quitte l'OPEP

Le Qatar, qui avait rejoint l'OPEP en 1961, un an à peine après sa création, a quitté l'OPEP au 1<sup>er</sup> janvier 2019. Ce retrait s'explique par plusieurs raisons. Le Qatar souhaite officiellement se recentrer sur ses ressources en gaz naturel : il est le premier producteur mondial de gaz naturel liquéfié qui représente 30 % du marché mondial, alors qu'il est un acteur modeste du marché du pétrole (à peine 0,6 % de la production mondiale). Officieusement, ce retrait est lié à la situation géopolitique tendue avec ses voisins : l'Arabie Saoudite, les Emirats arabes unis, Bahreïn et l'Égypte ont en effet déclaré, en juin 2017, un embargo terrestre, maritime et aérien sur le Qatar à cause d'un conflit à la frontière et d'autres frictions politiques (proximité avec l'Iran, soutien aux Frères musulmans, ...). Le Qatar ne représentant que 2 % de la production de l'OPEP, cette décision est donc surtout symbolique.

### 2019 à 2021 : un marché équilibré

À partir de 2019, nous anticipons un ralentissement de la demande mondiale de pétrole (respectivement 1,2 % en 2019, puis 1,1 % en 2020 et 2021, après 1,5 % en 2018), sous l'effet d'une baisse de croissance mondiale et d'une baisse continue de l'intensité énergétique (-1,9 % par an). En 2020, toute la demande supplémentaire proviendrait de la croissance des pays émergents (+1 Mbj chaque année entre 2019 et 2021), dont près de la moitié de la Chine (0,45 Mbj), alors que la demande des pays de l'OCDE devrait stagner.

Au niveau de la production, la production hors OPEP continuera d'être dynamique, grâce aux États-Unis, alors que celle de l'OPEP baisserait de 1,1 Mbj en 2019, pour se stabiliser en 2020. Nous faisons l'hypothèse du respect des engagements pris par l'OPEP le 6 décembre 2018, soit une baisse de 0,8 Mbj par rapport au niveau d'octobre 2018. Entre décembre 2018 et février 2019, les pays de l'OPEP ont déjà baissé leur production de 0,8 Mbj, dont 0,5 Mbj pour l'Arabie Saoudite. Nous considérons que ces engagements seront étendus au second semestre 2019 et en 2020. Cette baisse de production voulue se double d'une forte incertitude concernant la production de deux pays : Iran et Venezuela.

Par rapport au premier semestre 2018, la production iranienne de brut a baissé de 1,2 Mbj début 2019 sous l'effet des sanctions américaines entrées en vigueur en novembre 2018, conformément à nos anticipations (voir la partie « Stabilité sur fond de tensions



géopolitiques »). La prochaine salve de sanctions devrait débuter le 4 mai 2019. Alors que huit pays avaient été épargnés par l'accord de novembre 2018<sup>29</sup>, nous faisons l'hypothèse qu'il sera partiellement étendu aux principaux importateurs de pétrole iranien, Chine, Inde, Corée du Sud et Japon, ce qui conduirait à une baisse de production de 0,25 Mbj supplémentaires<sup>30</sup>. En effet, ramener les exportations iraniennes à zéro paraît peu réaliste, car les États-Unis veulent asphyxier l'Iran, mais sans pour autant déclencher un nouveau choc pétrolier.

À cela il faut ajouter la baisse de la production vénézuélienne qui s'est poursuivie depuis 2016, au rythme moyen de 0,12 Mbj par trimestre. Outre des capacités de production techniques dégradées, depuis le 28 janvier dernier, l'entreprise publique vénézuélienne PDVSA est visée par des sanctions américaines : elle peut continuer à vendre du pétrole aux États-Unis, mais l'argent est versé sur des comptes bloqués, ce qui s'apparente à un embargo. L'embargo touche ainsi les exportations vénézuéliennes à destination des États-Unis (0,5 Mbj en 2018), et les exportations de pétrole étatsuniennes vers le Venezuela<sup>31</sup> (0,12 Mbj). Le Venezuela doit donc trouver de nouveaux débouchés pour son pétrole, notamment en Inde et en Chine, qui importent déjà 0,3 Mbj chacun de pétrole vénézuélien. Par ailleurs, à partir du 28 avril 2019, les compagnies pétrolières non américaines ne seront plus autorisées à commercer avec PDVSA en dollars, ce qui complique encore la donne. Nous inscrivons en prévision une baisse de la production vénézuélienne de 0,2 Mbj au deuxième trimestre 2019 en raison des problèmes de court-terme, puis d'un retour au niveau de février 2019 (soit 1 Mbj) à partir du troisième trimestre 2019. Cela étant, une plus forte baisse de production n'est pas à exclure, car les États-Unis pourraient intensifier les sanctions à partir d'avril, et instaurer des sanctions envers les pays qui continueraient à commercer avec le Venezuela, même sans utiliser de dollars dans les transactions.

D'autres pays de l'OPEP font face à des incertitudes quant à leur production. Pour la Libye, nous faisons l'hypothèse d'un maintien de la

---

29. En effet, les États-Unis avaient 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 iranien et à l'impact fortement haussier sur les prix de l'arrêt de la production iranienne.

30. Pour connaître la part de chacun de ces grands importateurs dans la production iranienne, on pourra se reporter à OFCE (2018), *Perspectives 2018-2020 pour l'économie mondiale, I.5. Stabilité sur fond de tensions géopolitiques*, Revue de l'OFCE, n° 159.

31. Le Venezuela produit un pétrole lourd, dont une partie a besoin d'être mélangée à des diluants avant d'être exporté ou consommé ; or ces produits diluants étaient jusqu'à présent importés des États-Unis.

production à 1 Mbj de 2019 à 2021, comme en 2018, malgré la guerre civile qui se poursuit. De même, nous maintenons en prévision la production au niveau de 2018 au Nigéria, malgré les violences dans le delta du Niger, qui ciblent les infrastructures pétrolières. Certes, l'Arabie Saoudite et les pays disposant d'une capacité de production excédentaire (Koweït et Emirats arabes unis) ont des capacités excédentaires, quoique limitées, évaluées par le département américain à l'énergie à 2,1 Mbj (février 2019). Cela étant, ils souhaitent en même temps maintenir le prix dans une fourchette de 70-80 dollars, par conséquent ils ne compenseront une perte de production que graduellement, et si le prix augmente au-delà du seuil de 80 dollars.

### Les États-Unis, clef de voûte de la production

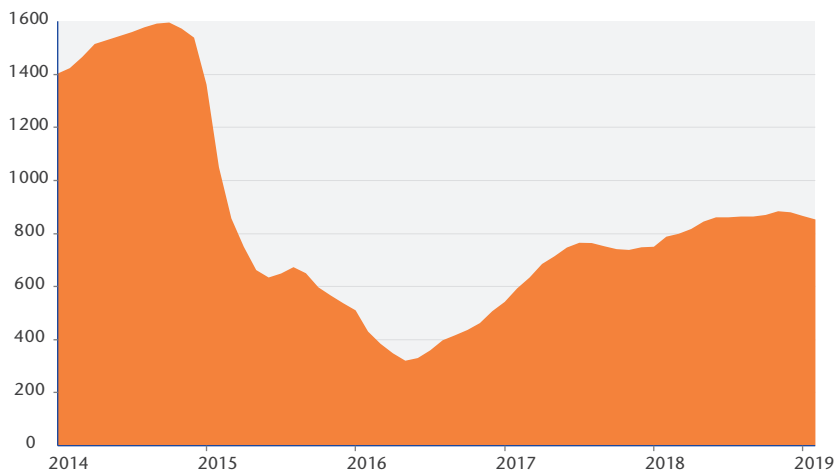
C'est la forte croissance de l'offre hors OPEP (États-Unis, Canada et Brésil notamment), qui va continuer à réguler la hausse des cours. Les États-Unis restent la clef de voûte de la production, mais nous inscrivons un ralentissement de la hausse de production en prévision. En effet, les tendances de production des nouveaux puits montrent un repli de la production dans les bassins Permian et Eagle Ford. Par ailleurs, on observe une stagnation du nombre de foreuses pétrolières en activité (graphique 20). Enfin, les dépenses d'investissement sont restées faibles : après avoir stagné en 2017, elles n'ont augmenté que de 4 % en 2018, et ne représentent plus que 17 % du prix du baril, soit la part la plus faible sur la période 2013-2018 d'après l'Agence Internationale de l'Énergie<sup>32</sup>. En 2019, nous anticipons un supplément d'offre de 1,3 Mbj aux États-Unis (essentiellement du champ Permian), de 0,3 Mbj au Canada, de 0,15 Mbj au Brésil, et de 0,1 Mbj au Kazakhstan. En 2020 et 2021, la production étatsunienne augmenterait de 0,8 Mbj chaque année. La production mondiale restera ainsi très dépendante de la production américaine.

Par ailleurs, après deux années de baisse depuis le point haut de juillet 2016, les stocks OCDE se sont stabilisés et représentent 93 jours de demande en décembre 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. Ainsi, les prix du baril de Brent se stabiliseraient autour de 63 dollars en 2019-2020 et 67 dollars en 2021.

---

32. EIA (2018), *Financial Review of the Global Oil and Natural Gas Industry: Third-Quarter 2018*, décembre.

Graphique 20. Nombre de foreuses pétrolières en activité



Source : EIA.

## Références

- Aitken A., Dolton, P. et R. Riley, 2019, « The Impact of the introduction of the national living wage on employment, hours and wages », rapport pour la commission des bas salaires, National Institute for Economic and Social Research.
- Baker S. R., Bloom N. et S. J. Davis, 2016, « Measuring Economic Policy Uncertainty », *The Quarterly Journal of Economics*, 131 (4), pp. 1593-1636.
- Barrell, R., Choy, A. et S. Kirby, 2006, « Globalisation and UK trade », *National Institute Economic Review*, n° 195, pp. 63-68.
- Bloom N., Bond S. et J. Van Reenen, 2007, « Uncertainty and investment dynamics », *The Review of Economic Studies*, vol. 74, n° 2, 391-415.
- Bloom N., Bunn, P., Chen, S., Mizen, P., Smietanka, P., Thwaites, G. et G. Young, 2018, « Brexit and Uncertainty: Insights from the Decision Maker Panel », *Fiscal Studies*, vol. 39, n° 4, pp. 555-580.
- Crowley M., Exton O. et L. Han, 2019, « Renegotiation of Trade Agreements and Firm Exporting Decisions: Evidence from the Impact of Brexit on UK Exports », *CEPR Discussion Paper*, 13446.
- Ducoudré B., Plane M. et S. Villemot, 2015, « Équations d'investissement », *Revue de l'OFCE*, n° 138, 205-221.
- Forbes K., 2014, « The Economic impact of Sterling's recent moves: more than a Midsummer Night's Dream », Bank of England Speech, octobre.

- Gornicka L., 2018, « Brexit Referendum and Business Investment in the UK », *IMF Working Paper*, n° 18/247.
- NiGEM Team, 2016, « Trade elasticities and the depreciation of sterling », *NiGEM Observations*, n° 9, National Institute for Economic and Social Research.
- Sampognaro R., 2018, « Les effets de la politique budgétaire depuis 2008 dans six économies avancées », *Revue de l'OFCE*, n° 155.
- Serwicka I. et N. Tamberi, 2018, « Not backing Britain: FDI inflows since the Brexit Referendum », UK Trade Policy Observatory, *Briefing Paper*, n° 23.
- Smietanka P., Bloom N. et P. Mizen, 2018, « Business investment, cash holding and uncertainty since the Great Financial Crisis », Bank of England, *Staff Working Paper*, n° 753.

### 3. Le moteur chinois ralentit la berline allemande

---

La croissance économique s'est nettement affaiblie en Europe au dernier trimestre de 2018. Au même moment la production et les immatriculations de véhicules neufs subissaient un ralentissement très prononcé, attribué à l'entrée en vigueur de nouvelles normes anti-pollution. Cette conjoncture automobile renvoie à l'analyse du ralentissement économique de fin 2018, à son caractère transitoire ou non, et donc à la prévision de croissance.

L'analyse qui suit développe les causes du ralentissement des ventes d'automobiles (contraintes d'offre ? coup de frein brutal de la consommation ? ralentissement des exportations automobiles hors de l'UE ?) et permet de comprendre s'il existe une spécificité allemande ou s'il s'agit de phénomènes plus généraux.

#### Baisse de la consommation

En Europe, les volumes d'immatriculations de véhicules neufs subissent des perturbations dès le deuxième trimestre 2018<sup>1</sup>. Au niveau agrégé, on note principalement :

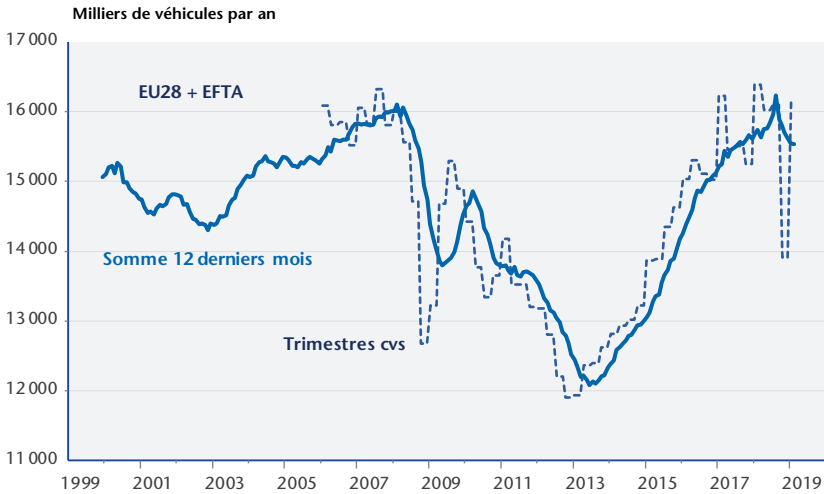
- La forte croissance du marché européen depuis son étiage de 2013, qui s'est légèrement atténuée à partir de 2016. Le marché chute lourdement fin 2018 mais rebondit ensuite début 2019, restant à un niveau historiquement très actif (graphique 21).
- Les immatriculations grimpent à un niveau exceptionnel en août 2018<sup>2</sup> dans l'ensemble de l'Europe, les constructeurs sécurisant

---

1. Nous retenons ici un périmètre « Europe élargie » (UE28 + EEA) pour les véhicules particuliers. Pour une analyse complète, il faudrait mesurer et ajouter les ventes de véhicules utilitaires (les statistiques ne sont pas encore disponibles pour l'UE en 2018).

2. Ce commentaire est basé sur des données cvs : en termes bruts, les immatriculations d'août 2018 concernent 1,13 million de véhicules, ce qui en fait un mois assez ordinaire (le record historique étant 1,9 million d'immatriculations en mars 2017).

Graphique 21. Ventes de véhicules particuliers dans l'UE28, 2009-2018

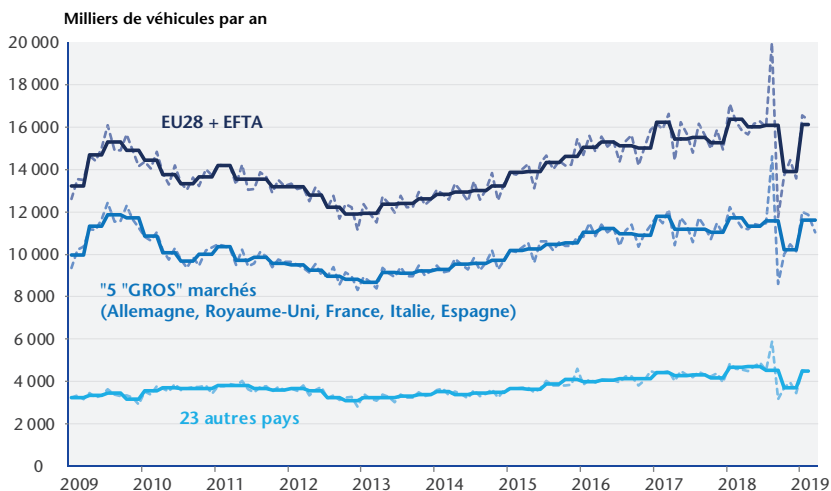


l'homologation de véhicules neufs<sup>3</sup> avant l'entrée en vigueur des nouvelles règles anti-pollution européennes au 1<sup>er</sup> septembre : la hausse atteint +31 % en août 2018 par rapport au même mois de 2017 (+270 000 véhicules) (graphique 22) ;

- Le mois de septembre 2018 est en contrepoint du mois d'août. La baisse des immatriculations est de -23,7 % par rapport au même mois de 2017 (-342 000), confirmant des immatriculations anticipées, mais aussi une baisse au-delà. Au total les immatriculations du troisième trimestre 2018 progressent de +1,4 % par rapport à 2017, dans la continuité des trimestres précédents ;
- Finalement, les trois premiers trimestres 2018 étaient en hausse de +2,8 % par rapport aux mêmes trimestres de 2017, le quatrième trimestre est en baisse de -7,9 % par rapport au trimestre précédent et de -11,6 % par rapport au même trimestre de 2017. Le ralentissement des immatriculations ne fait donc aucun doute en fin 2018. Par rapport au niveau qui aurait été atteint si la tendance des ventes observées sur les trois premiers trimestres 2018 s'était poursuivie, il « manquerait »

3. Qui dit immatriculation ne dit pas forcément vente, la vente du véhicule à un client final pouvant intervenir plus tard, ces véhicules étant ensuite écoulés comme véhicules « d'occasion » dits « zéro kilomètre ».

Graphique 22. Ventes mensuelles de véhicules particuliers dans l'UE28, 2009-2018



Note : Immatriculations mensuelles cvs (trait pointillé) et immatriculations mensuelles cvs moyennes par trimestre, en rythme annuel (trait plein).

Sources : données ACEA, calculs OFCE (cvs non cjo).

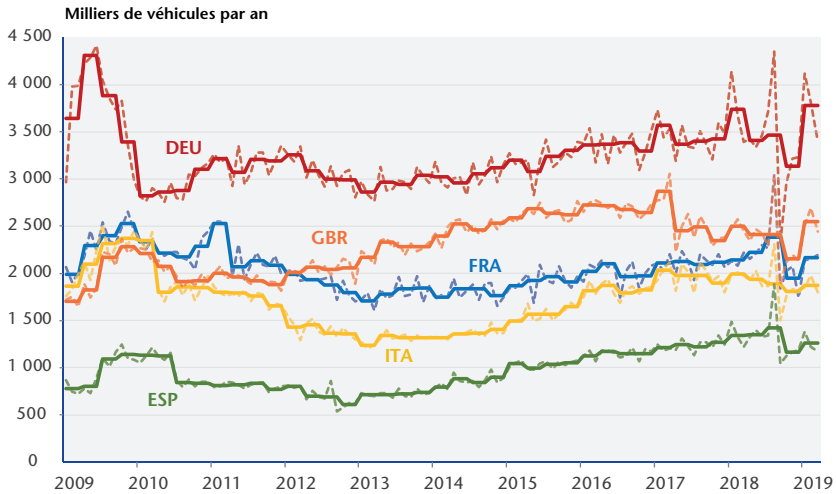
environ 365 000 immatriculations au quatrième trimestre 2018. Cela correspond à une chute d'environ 9 Md€ de la consommation, soit environ 0,23 point de PIB de l'UE28<sup>4</sup>.

- L'indicateur avancé que constituent les commandes enregistrées, atteste d'une demande robuste sur deux marchés importants : -0,6 % en France et +7 % en Allemagne au premier trimestre 2019<sup>5</sup> par rapport à la même période de 2018.
- Les deux premiers mois de 2019 (ou les trois premiers mois pour les cinq principaux marchés) marquent un net rebond par rapport au T4-2018. L'interprétation du rebond est délicate car chaque pays a ses spécificités.
- La demande peut avoir été momentanément rationnée, une partie des ventes du quatrième trimestre étant repoussée en début d'année (+/- retard de livraison). La série allemande (cependant mal corrigée par la cvs depuis 2017), voire la série britannique (possiblement perturbée par le Brexit) viennent à l'appui de cette thèse (graphique 23).

4. On évalue ici à 25 000 € le prix de vente moyen d'un véhicule neuf.

5. Les commandes de véhicules utilitaires sont en hausse de +12,8 % (la taille de ce marché est d'environ 20 % de celle des véhicules particuliers). Les données de commandes ne sont pas publiques pour les autres grands marchés européens.

Graphique 23. Ventés mensuelles de véhicules particuliers dans cinq pays producteurs, 2009-2018



Note : Immatriculations mensuelles cvs (trait pointillé) et immatriculations mensuelles cvs moyennes par trimestre, en rythme annuel (trait plein).

Sources : données ACEA, calculs OFCE (cvs non cjo).

- On peut aussi faire l'hypothèse d'un double effet : des ventes pour partie anticipées au troisième trimestre 2018, et pour partie reportées du quatrième trimestre 2018 vers le premier trimestre 2019, dont la France représenterait un cas typique. La Belgique et la Suède ont un profil de ce type mais avec un rebond peu prononcé début 2019. L'idée d'un ralentissement à la fois exagéré et transitoire fin 2018 serait confortée.
- Certains marchés marquent fortement le pas au premier trimestre 2019, notamment l'Espagne (-6,9 %) et l'Italie (-6,6 %). Les Pays-Bas enregistrent -17 % d'immatriculations, et quatre marchés significatifs enregistrent des baisses de 11 à 13 % (Autriche, Finlande, Irlande, Tchèque) par rapport aux mêmes mois de 2018<sup>6</sup>, même s'ils se redressent par rapport à la fin 2018. Malgré leur repli, ces marchés restent néanmoins à un bon niveau, plus ou moins celui observé en 2016.

Si en Europe aucun pays n'échappe au fort ralentissement des ventes de fin 2018, le rebond du premier trimestre 2019 est inégal. Le ralentissement des immatriculations est indéniable mais il reste pour

6. Les données de l'Espagne et l'Italie portent sur le premier trimestre dans son ensemble, les autres pays sur les deux premiers mois de 2019.



l'instant faible et localisé dans certains pays, la plupart des marchés demeurant à de très bons niveaux historiques.

On ne peut exclure que le rebond du début d'année 2019 soit technique, dû à un rationnement de l'offre qui aurait allongé les délais de livraison fin 2018 (cf. ci-dessous) : les problèmes de production pourraient alors avoir masqué un ralentissement sous-jacent. Mais pour la France et l'Allemagne, l'indicateur avancé des commandes est bien orienté. Les immatriculations sont donc un indicateur utile mais insuffisant pour formuler un diagnostic conjoncturel robuste.

## Problème de production ?

### Effets des nouvelles normes anti-pollution

Un nouveau protocole d'homologation des véhicules (WLTP), applicable dans le monde entier, est entré en vigueur au 1<sup>er</sup> septembre 2018<sup>7</sup>. À la même date de nouvelles normes antipollution (Euro 6c) ont été instaurées en Europe. Les anciens tests devenant caducs, tous des véhicules présents au catalogue des constructeurs ont dû être ré-homologués.

La simultanéité de ces deux changements a engendré une difficulté particulière car le nouveau protocole de mesure des émissions polluantes (notamment de CO<sub>2</sub>) avait pour vocation de se rapprocher des conditions réelles d'utilisation des véhicules, impliquant une hausse des émissions mesurées. Ces changements avaient été anticipés, et de manière générale on peut penser que les constructeurs ont privilégié l'homologation des véhicules assurant la plus grosse partie des ventes ou des marges. Mais tous ne se sont pas préparés avec la même efficacité, tous n'étaient pas exposés de manière homogène aux impacts de la nouvelle réglementation, si bien que certains constructeurs ont dû apporter des modifications techniques substantielles sur certaines motorisations afin d'en réduire immédiatement les émissions polluantes. Sans que le lien soit clairement établi, les exemples cités de véhicules auxquels des modifications techniques substantielles ont dû être apportées, ou qui ont dû être retirés du catalogue, sont plutôt des véhicules haut de gamme, sportifs, à faibles volumes de ventes. Enfin la

---

7. Voir par exemple le magazine *Challenges* (31 août 2018) <https://bit.ly/2YIAHpX> ou *Les Echos* (8 novembre 2018).

lourdeur des nouveaux tests n'a pas permis d'homologuer tous les véhicules dans les temps.

### Problème allemand ?

À l'automne 2018, des informations de presse suggéraient que les constructeurs allemands étaient particulièrement exposés aux difficultés consécutives aux nouvelles règles. S'ils avaient été confrontés à un problème spécifique, les parts de marché des constructeurs allemands auraient transitoirement diminué, soit en raison de délais de livraison accrus, soit parce que leurs clients différeraient leur achat ou passaient à la concurrence. Mais on n'observe rien de tel.

Les parts de marché des constructeurs allemands (les trois principaux groupes, VW, Daimler, BMW, toutes marques confondues) sont stables dans l'UE28, quelle que soit la période observée : entre 45% et 46% en 2017 comme en 2018, avec de plus une performance légèrement supérieure au quatrième trimestre 2018 et début 2019<sup>8</sup>. C'est à la fois vrai pour les marques haut de gamme (Audi, BMW, Mercedes, Porsche), mais aussi pour les marques de niveau inférieur appartenant à ces groupes, dont les productions sont souvent hors d'Allemagne (Skoda, Seat, Mini, Smart, etc.) car elles utilisent souvent les mêmes composants (graphique 24).

Ces éléments démontrent l'absence de problème technique spécifique à l'Allemagne. Néanmoins les parts de marché ne disent pas tout : les constructeurs peuvent en effet agir sur les prix et les marges, infléchir temporairement la structure de leurs ventes, agir sur les délais de livraison, etc. afin de maîtriser leurs parts de marché, qui est un indicateur particulièrement suivi par les analystes à court terme.

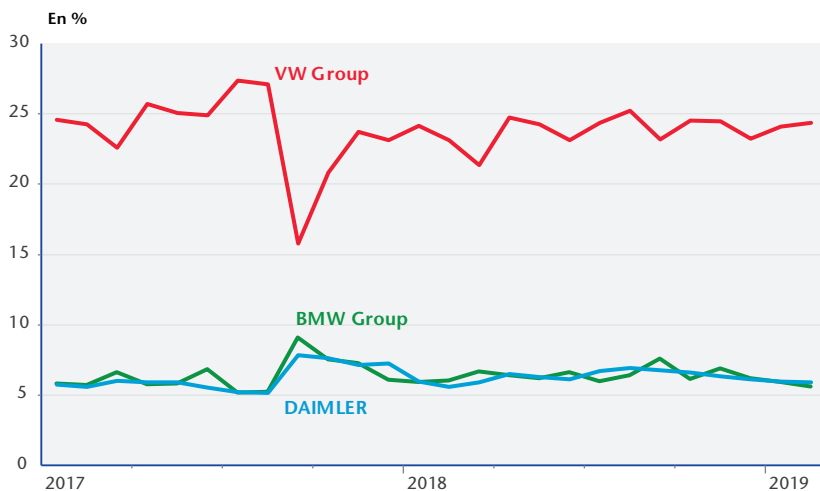
Néanmoins, en ce qui concerne l'Allemagne<sup>9</sup>, on observe un brutal retournement de la production (-19,6 % par rapport au même trimestre 2017) à partir du troisième trimestre 2018, qui se poursuit au dernier trimestre (-13,6 %). La baisse est très prononcée au mois novembre (-21,1%) puis en décembre (-18 %). Sur l'ensemble de l'année 2018, la baisse de la production atteint -520 000 véhicules (-9,2 %) par rapport à 2017 (graphique 25).

---

8. De manière générale, quelle que soit l'année, les ventes du quatrième trimestre 2018 sont plutôt favorables aux constructeurs allemands, mais cela peut résulter d'effets de composition, par exemple si le marché est traditionnellement plus fort en cette période, ou qu'il ralentit moins, dans les pays où la part de marché de ces constructeurs est élevée.

9. Seul pays à publier une statistique mensuelle de production.

Graphique 24. Parts de marché des trois principaux constructeurs allemands, 2009-2018



Sources : données ACEA, BMW, Daimler, VW Group (donc hors Opel et Ford, qui produisent beaucoup au Royaume-Uni).

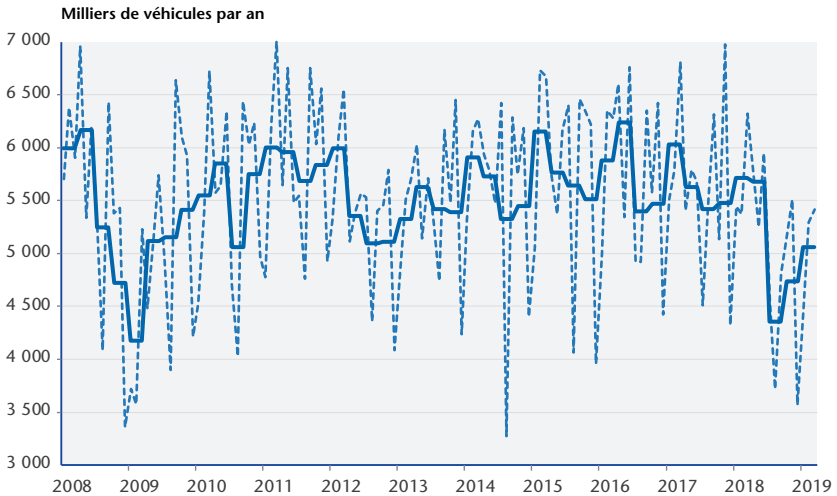
Ce fort ralentissement persiste au premier trimestre 2019, favorisé par des grèves au mois de janvier (-17,8 % par à janvier 2018)<sup>10</sup>. Au total la chute de la production est de -14,8 % entre juillet 2018 et mars 2019, soit -610 000 véhicules produits en moins (en Allemagne seulement) par rapport à la même période un an plus tôt.

Sur les 8 mois où les données de ventes en Europe et de production en Allemagne sont disponibles (juillet 2018-février 2019), la production allemande chute de -538 000 véhicules, alors que la baisse des ventes en Europe n'est que de -225 000 véhicules. La part de marché des groupes allemands est de l'ordre de 45 % en Europe, d'où il faut retrancher les véhicules que ces groupes produisent hors d'Allemagne<sup>11</sup> : l'impact du ralentissement européen depuis mi-2018 n'excède donc pas 80 000 véhicules, soit moins de 15 % de la baisse de production observée. Il en résulte que les exportations allemandes hors d'Europe ont nécessairement diminué.

10. Source VDA.

11. Les marques Skoda, Seat, Mini et Smart représentent à elles seules environ 10 % du marché européen.

Graphique 25. Production de véhicules particuliers en Allemagne – 2008-2019



Sources : données VDA (brutes), calculs OFCE. Production mensuelle en rythme annuel (trait pointillé) et production trimestrielle en rythme annuel (trait plein).

### Problème mondial avec résonance allemande ?

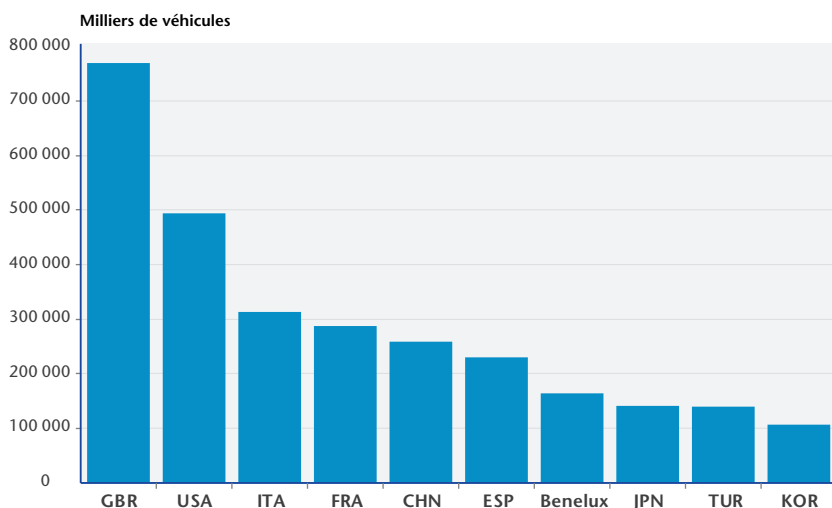
L'automobile est une industrie particulièrement mondialisée. L'analyse de la production doit s'inscrire dans un contexte mondial. En temps normal, les ventes et la production d'automobiles sont en phase, les constructeurs évitant d'immobiliser des stocks coûteux. Les ventes mondiales (92,9 millions d'unités) s'étant stabilisées à un niveau très élevé en 2018 (-0,3 %), on peut penser que la production a plus ou moins fait de même.

En revanche, le début de 2019 est marqué par un repli significatif du marché mondial (-5,8 %), notamment sous l'impulsion de la Chine qui représente 30 % des ventes (-8,9 %) des États-Unis (20 % du marché mondial, -1,9 %) ou de l'Inde (4,2 % du marché mondial, -1,0 %).

Les constructeurs allemands participent largement de cette mondialisation<sup>12</sup> : par exemple, ils vendent 1,34 million de véhicules par an aux États-Unis, dont 35 % construits localement, et 50 % importés de l'UE (dont 35 % d'Allemagne), le reste provenant des autres régions du monde. Ces mêmes constructeurs allemands assemblent 750 000 véhicules par an aux États-Unis, dont un peu plus de la moitié sont exportés (dont 95 000 vers la Chine, graphique 26).

12. Nous n'avons pas de statistiques comparables d'autres pays.

Graphique 26. Exportations de véhicules particuliers depuis Allemagne, 2017



Sources : données VDA.

En 2017, 77,5 % de la production allemande ont été exportés : 4,4 millions de véhicules en 2017 dont 29 % hors d'Europe (1,64 million de véhicules par an)<sup>13</sup>. Ces exportations ont nettement reculé en 2018 (-10 %, soit -440 000 véhicules sur l'année)<sup>14</sup>. Les exportations allemandes continuent de se replier sur le même rythme au premier trimestre 2019 (-10 %), donc toujours plus rapidement que la baisse du marché mondial.

Indépendamment du creux de fin d'année 2018, le marché européen a été parfaitement stable sur l'ensemble de l'année (-0,01 %), on peut en déduire que la baisse de la production allemande en 2018 est donc entièrement imputable aux exportations hors UE.

En admettant que les statistiques d'immatriculations, de production et d'exportations soient parfaitement cohérentes, la production allemande diminuerait (-520 000 véhicules en 2018) plus vite que les exportations vers les marchés hors-UE. Cette surexposition n'est pas illogique :

- Le ralentissement des marchés chinois et américain affecte prioritairement les véhicules à haute valeur ajoutée, construits en

13. Source VDA, données de l'année 2017. Le VDA ne précise pas s'il s'agit uniquement de véhicules particuliers, ou si ce chiffre inclut les véhicules utilitaires légers (ce qui est probable). Il faut aussi noter que si l'on considère les marques appartenant à des groupes allemands, produisant des véhicules hors d'Allemagne peuvent également exporter, vers l'Allemagne ou n'importe quel autre pays.

14. Source VDA.

Europe et vendus dans les pays émergents : Audi, Mercedes, BMW en Allemagne ou Land-Rover (UK) et Volvo (Suède).

- Les incertitudes entourant la politique commerciale américaine ont pu jouer un rôle. Considérant que les constructeurs allemands ont été directement ciblés, ils ont pu relocaliser leur production, notamment en la déplaçant en partie vers les États-Unis, afin de se prémunir d'éventuelles sanctions douanières. Dans cette hypothèse, qui ne peut à ce stade être confirmée par les données publiques disponibles, la stratégie américaine aurait parfaitement fonctionné, important sur le territoire américain des emplois allemands plutôt que des véhicules allemands.

### **Incertitudes européennes : Diesel et Brexit**

L'interprétation de la chute du marché automobile fin 2018 ne serait pas complète sans mentionner l'attentisme dont ont pu faire preuve les consommateurs face aux changements réglementaires, à la disponibilité des produits, etc.

L'année 2018 a été marquée par une forte montée de la défiance des consommateurs et des autorités à l'égard de motorisations Diesel. De nouvelles restrictions et même des interdictions de circulation ont été prononcées ou annoncées à brève échéance<sup>15</sup>, qui outre l'impossibilité d'utiliser ces véhicules réduit leur cote sur le marché de l'occasion.

D'autre part, les nouvelles normes antipollution se sont combinées à la montée en puissance des sujets environnementaux et à la nécessaire révision des incitations fiscales associées (bonus/malus) dépendantes des niveaux de CO<sub>2</sub> émis par les véhicules ; une forte incertitude s'est installée autour des prix de vente.

La hausse marquée du taux d'épargne des ménages au quatrième trimestre 2108 semble confirmer cette hypothèse d'attentisme.

Enfin l'industrie automobile européenne est fortement exposée aux risques qui résulteraient d'un Brexit dur.

En ce qui concerne les véhicules assemblés, le Royaume-Uni compte pour 32,7 % des exportations européennes (24,6 % en valeur), soit environ 13% de la production de l'UE27<sup>16</sup>. 84,7 % des véhicules

---

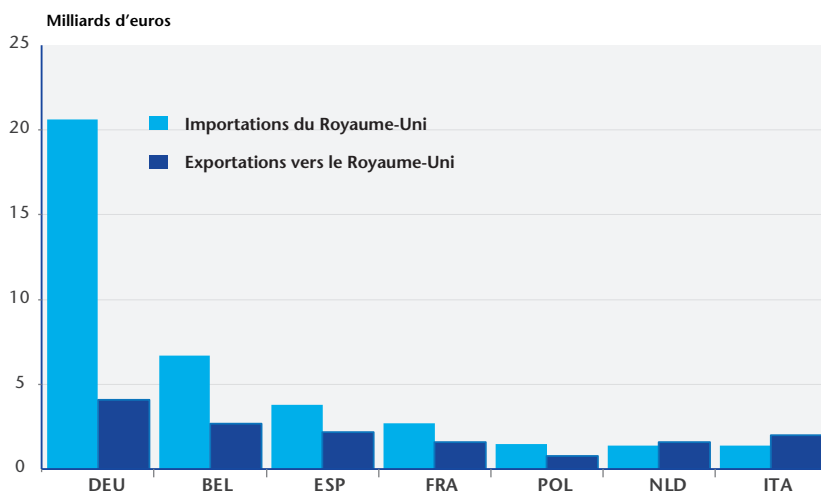
15. Par exemple des restrictions de circulation dans les grandes villes allemandes se sont multipliées, déjà actives (Hambourg, Stuttgart, Francfort, Bonn), ou mi-2019 (Berlin, Essen, etc.), de nouvelles restrictions en Ile-de-France en novembre 2018, l'interdiction totale programmée du Diesel dans Paris en 2024, etc.

16. Source ACEA.

vendus au Royaume-Uni proviennent de l'UE27, tandis qu'en sens opposé, le Royaume-Uni exporte 50 % de sa production automobile vers l'UE27 (37 % en valeur), soit 20 % des importations d'automobiles européennes (23,5 % en valeur). L'Allemagne, pour laquelle le Royaume-Uni est le principal marché d'exportation (plus de 17 % des volumes exportés), est surexposée à un Brexit dur (graphique 26 et 27).

S'agissant des composants et pièces détachées, le Royaume-Uni représente 16,3 % des exportations de l'UE et 18,2 % des importations. Vu du Royaume-Uni, l'Union Européenne est à la fois le premier client (60 % des exportations) et le premier fournisseur (79,7 % des importations)

Graphique 27. Commerce automobile entre le Royaume-Uni et l'Union européenne en valeur, 2017



Sources : données ACEA.

### Le ralentissement ne vient pas de l'automobile, mais passe par elle

Le tassement du marché mondial de l'automobile s'est transformé en un véritable ralentissement début 2019, principalement sous l'impulsion de la Chine, des États-Unis et de l'Inde qui représentent 50 % du marché mondial. L'Allemagne est surexposée à ce ralentissement, car elle exporte vers ces marchés de nombreux véhicules haut de gamme à forte valeur ajoutée. En Europe, la chute du marché a été très prononcée en fin d'année, faisait craindre un retournement brutal.

Les secousses de fin 2018 perturbent encore la lecture du marché. On ne peut exclure que la demande soit en croissance ralentie, mais elle

reste à un niveau élevé et aucun élément ne présage d'un ralentissement prononcé des ventes – donc de la consommation – de véhicules neufs au niveau européen.

La chute du marché mondial et les incertitudes commerciales (droits de douane aux États-Unis, Brexit) impriment cependant une très forte chute de la production en Allemagne et donc du PIB allemand. Si les exportations allemandes se maintiennent au niveau actuel, la production s'établirait 10 % en-dessous de son niveau du premier semestre 2018, ce qui impacterait la croissance de -0,3 point de PIB<sup>17</sup> sur les quatre derniers trimestres à cheval sur 2018 et 2019. Les autres producteurs européens sont moins exposés à la nature et à la géographie de ce retournement automobile ; ils seraient moins impactés mais leur PIB serait pénalisé d'environ -0,1 point sur cette période (tableau 4).

Tableau 4. Commerce automobile entre le Royaume-Uni et l'Union européenne en valeur en 2017

2015 / Md€ prix courants	Valeur ajoutée	PIB (valeur)	% du PIB
Allemagne	94,8	3 049	3,11
Royaume-Uni	26,8	2 612	1,03
France	17,0	2 198	0,77
6 pays*	16,8	988	1,70
Italie	10,5	1 652	0,64
Espagne	10,2	1 081	0,94
Suède	7,3	449	1,63
Belgique	2,2	411	0,54
Autres	14,8	2 388	0,62
UE28	200,4	14 828	1,35
UE28 hors Allemagne	105,6	11 779	0,90

\* Hongrie, Pologne, Roumaine, Slovaquie, Slovénie, Tchéquie.

Note : Les ventes ayant crû de 10 % entre 2015 et 2018, alors que le PIB de l'UE28 croissait de seulement 7%, on peut penser que l'impact sur le PIB est légèrement plus important.

Sources : CCFA, Eurostat, calculs OFCE.

17. Selon le CCFA la valeur ajoutée de l'industrie automobile (au coût des facteurs) de montait à 200 Md€ dans l'Union européenne, dont 94,8 Md€ en Allemagne, 26,7 Md€ au Royaume-Uni, 17,7 Md€ en France.



## 4. Le ralentissement du commerce mondial en 2018

---

Le commerce mondial a fortement ralenti en 2018. L'augmentation en glissement sur un an des importations de marchandises en volume, qui était de près de 6 % au début de 2018, est ainsi revenue à 3,7 % en septembre 2018, pour chuter à 0 % à la fin de 2018. Pour l'ensemble des biens et services, sur la base des données, encore partielles disponibles sur l'année 2018, le ralentissement des importations aurait cependant été un peu moindre, passant d'un rythme de 5,4 % à la fin de 2017 à 3 % à la fin de 2018.

En tenant compte du ralentissement du commerce mondial de marchandises observé en 2018 et des indications disponibles sur les deux premiers mois de 2019, nous prévoyons une croissance du commerce mondial de biens et services inférieure à celle du PIB mondial en 2019, avec une hausse en moyenne annuelle d'à peine 1,5 % des importations de biens et services, pour une croissance du PIB mondial de 3,1 %. Le taux de croissance du commerce mondial aurait cependant atteint un point bas à la fin de 2018 et retrouverait un rythme de croissance similaire à celui du PIB mondial à l'horizon 2021 (3 %).

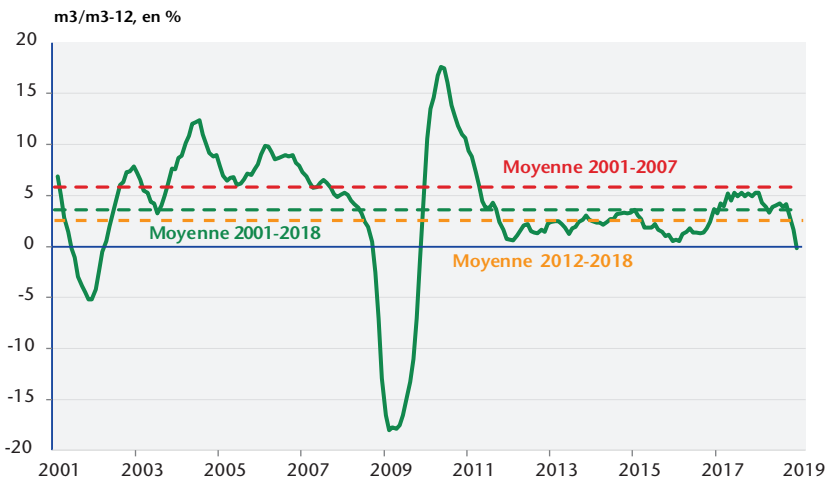
Mais les incertitudes sont nombreuses : on ne peut pas exclure que des mesures protectionnistes se développent à court terme, ce qui freinerait un peu plus le commerce mondial que nous l'anticipons. À l'opposé, une reprise plus dynamique de l'économie mondiale que nous l'envisageons dans notre prévision, pourrait, *via* une reprise de l'investissement, faire accélérer le commerce mondial plus rapidement, comme cela avait été le cas en 2017.

### Un nouveau ralentissement du commerce mondial

En 2017, le commerce mondial de marchandises avait accéléré, marquant une rupture avec la faible croissance des années 2012-2016 et retrouvant un rythme proche de celui d'avant la crise de 2008

(graphique 28)<sup>1</sup>. Mais, en 2018, le commerce mondial a de nouveau ralenti, tout d'abord au premier trimestre et plus nettement au dernier trimestre. L'augmentation en glissement sur un an des importations de marchandises en volume, qui était de près de 6 % au début de 2018, est ainsi revenue à 3,7 % en septembre 2018, pour chuter à 0 % à la fin de 2018. En moyenne annuelle, les importations de marchandises ont augmenté de 3,5 % en volume, après 4,7 % en 2017. Le ralentissement de 2018 est plus marqué que celui de 2015 (où le commerce avait décéléré en un an de 3 % à 0 %), mais reste de bien moindre ampleur que lors de la crise de 2008.

Graphique 28. Évolution des importations mondiales de marchandises, en volume



Source : CPB World Trade Monitor, calculs OFCE.

### **Importations de marchandises en 2018 : des évolutions géographiques contrastées**

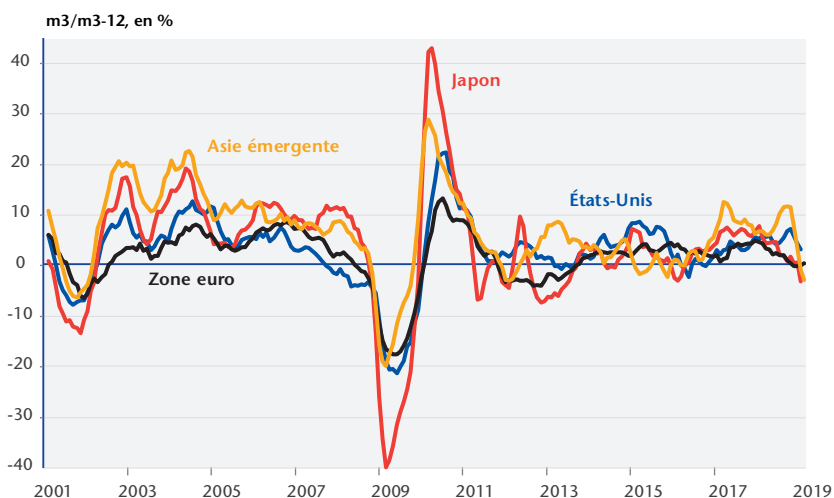
Le ralentissement du commerce mondial en 2018 est-il comparable à celui de 2015 ? Non, car en 2018 le ralentissement des importations a démarré en Europe, alors qu'en 2015 les importations de la zone euro n'avaient pas ralenti ; les importations des États-Unis ont pour leur part continué à accélérer jusqu'à l'automne 2018, alors qu'en 2015 elles avaient fortement ralenti, passant d'une hausse de plus de 8 % au début de 2015 à 0 % un an plus tard. En 2015, le ralentissement avait

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

commencé tôt en Asie émergente contrairement à 2018. En plus du ralentissement de l'activité automobile, qui a été en 2018 particulièrement marqué en Europe, la demande intérieure a marqué le pas dans la zone euro et non aux États-Unis.

Parmi les économies avancées (dont le poids est de 61 % des importations mondiales dans l'indicateur du CPB), le ralentissement des importations a été nettement plus précoce dans la zone euro. Ainsi, dès le début de 2018, la croissance des importations de la zone euro (27 % des importations mondiales) commençait à ralentir passant de 5 % en glissement sur un an au début de 2018 à 1,8 % en milieu d'année, avant de chuter à 0 % en fin d'année (graphique 29). Le ralentissement a aussi été brutal dans les économies avancées hors zone euro, États-Unis et Japon (16 % des importations mondiales), où la croissance des importations a chuté de 8 % en rythme annuel au début de 2018 à -3 % en fin de période. Mais aux États-Unis (13 % des importations mondiales), les importations ont continué d'accélérer jusqu'en septembre (+7,2 % en glissement sur un an) avant de ralentir à 3 % en fin d'année (soit leur rythme moyen de long terme). Au Japon (5 % des importations mondiales), le taux de croissance des importations a connu en 2018 des fluctuations volatiles autour de sa moyenne de long terme.

Graphique 29. Évolutions des importations de marchandises par grande zone

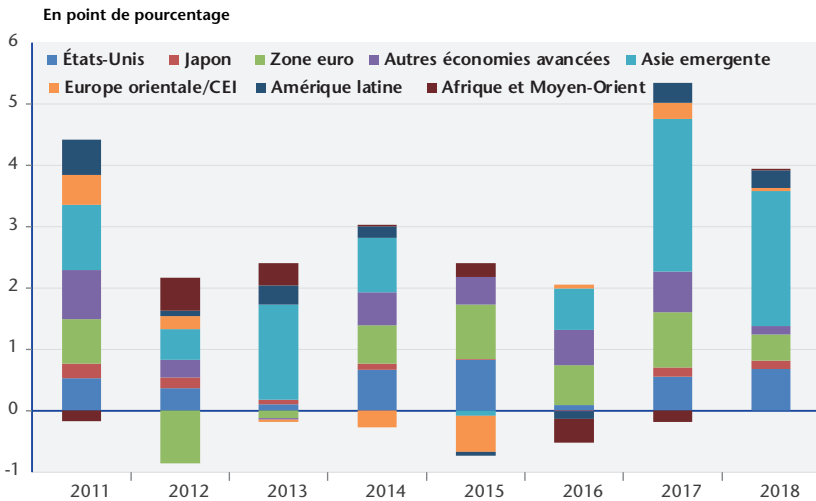


Source : CPB World trade monitor, calculs OFCE.

Dans les économies émergentes d'Asie (26 % des importations mondiales), la croissance des importations a accéléré jusqu'à l'automne (+10 % en glissement sur un an, nettement au-dessus de leur rythme moyen de 6,7 %) et a brutalement fléchi en fin d'année. Les importations n'ont pas ralenti dans les autres grandes zones émergentes (Amérique latine, Afrique et Moyen-Orient), à l'exception de la zone CEI-Europe centrale et orientale (2,4 % des importations mondiales), où le ralentissement avait débuté dès l'été 2017.

En moyenne annuelle, la hausse des importations mondiales de marchandises a ralenti de 5,2 % à 3,9 % entre 2017 et 2018. Ce ralentissement est dû pour 0,9 point aux importations des économies avancées (hors États-Unis et Japon, dont la contribution est restée inchangée), dont la moitié à la zone euro, pour 0,3 point aux importations d'Asie émergente et 0,2 point à celles de la zone CEI-Europe centrale et orientale. Cependant, comme le montre le graphique 30, les importations mondiales sont restées tirées par l'Asie émergente, contrairement au ralentissement de 2015-2016, même si au dernier trimestre 2018, la contribution de la zone Asie émergente, du fait du ralentissement des importations chinoises, a été nettement négative.

Graphique 30. Contributions à la croissance des importations de marchandises



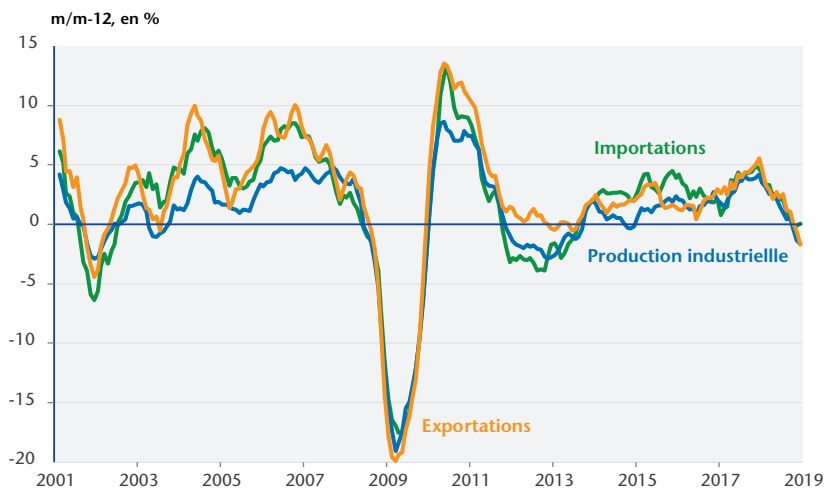
Source : CPB World trade monitor, calculs OFCE.

## S'agit-il d'un ralentissement temporaire ?

Plusieurs facteurs ont contribué au ralentissement du commerce mondial en 2018, n'affectant pas toutes les zones de l'économie mondiale, ni au même moment, ni de la même façon, bien que de façon générale les échanges ont été affectés par des incertitudes liées aux tensions commerciales accrues entre la Chine et les États-Unis et à celles liées à la perspective du Brexit. Par ailleurs, des difficultés spécifiques ont affecté le secteur de l'automobile (voir « Le moteur chinois ralentit la Berline allemande »).

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 31). Ceci reflète pour partie l'évolution de la production automobile, qui a commencé à ralentir en Allemagne dès le début de 2018. De plus, les exportations de la zone euro auront été plus 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. La hausse des importations de cette zone est passée de 10 % en glissement sur un an au début de 2018 à 0 % à l'été 2018.

Graphique 31. Évolutions du commerce extérieur de marchandises et de la production industrielle dans la zone euro



Source : CPB World trade monitor, calculs OFCE.

Aux États-Unis, importations, exportations et production industrielle ont aussi évolué de façon proche jusqu'à l'automne 2018 où la

croissance des exportations est revenue à 0 %, bien en deçà de sa moyenne de longue période, tandis que les importations restaient soutenues par la demande intérieure.

Dans notre prévision, les importations mondiales de biens et services en volume, après avoir baissé de 0,6 % au quatrième trimestre 2018, recommenceraient à croître au premier trimestre 2019, d'environ 0,4 %, et accéléreraient ensuite régulièrement jusqu'à un rythme proche de 0,8 % à la fin de 2021. En moyenne annuelle, la croissance des importations mondiales de biens et services serait d'à peine 1,5 % en 2019, après 4,5 % en 2018, de 2,7 % en 2020 et de 3,1 % en 2021. Les importations augmenteraient donc nettement moins rapidement que le PIB mondial en 2019 (respectivement 1,5 % et 3,1 %), puis au même rythme que le PIB mondial à l'horizon 2021 (3,0 %). Ce scénario d'un retour à un ratio croissance du commerce mondial/croissance du PIB mondial vers l'unité à l'horizon 2021 peut sembler prudent. D'une part, les incertitudes qui pèsent aujourd'hui sur le commerce mondial – 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 – pourraient conduire au maintien d'une croissance du commerce mondial moins rapide que celle du PIB mondial à l'horizon 2021. D'autre part, la levée de ces incertitudes et la poursuite d'une croissance dynamique dans la zone Asie-Pacifique pourraient conduire à une accélération plus rapide du commerce.

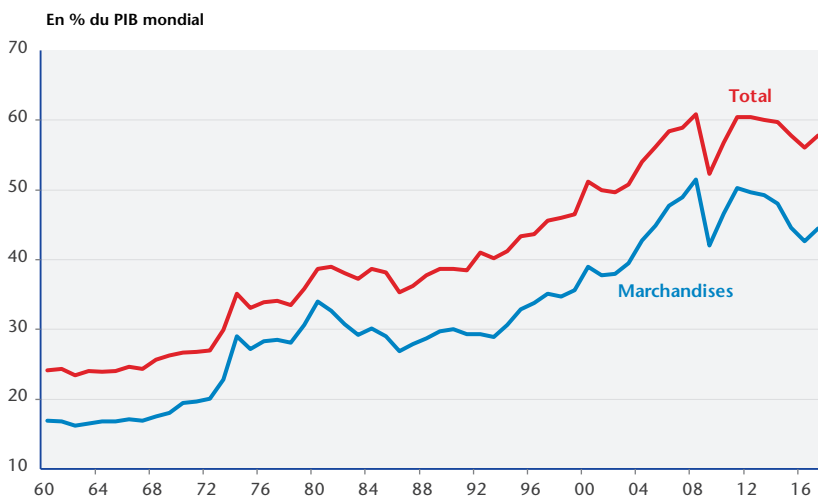
### Ou s'agit-il d'un changement de régime plus durable ?

La hausse des échanges commerciaux a été l'une des caractéristiques de l'évolution économique mondiale de 1970 à 1980, puis de 1993 à 2008, à la fois par la montée en puissance des pays émergents, l'internationalisation des chaînes de production et la constitution d'espaces de libre-échange. Elle a fortement contribué à la hausse du PIB mondial et au rattrapage de certains pays, notamment en Asie. Cependant, elle marque le pas depuis 2008. Depuis 2017, de plus, la mondialisation commerciale est mise en cause par les mesures protectionnistes prises par les États-Unis, mais aussi par une contestation plus générale de son impact sur la cohésion sociale et sur l'équilibre écologique.

Le commerce de marchandises représentait 17 % du PIB mondial dans les années 1960 ; il est monté à 29 % en 1990 ; il a connu une forte hausse de 1995 à 2008, où il a franchi 50 %. La crise financière et

la dépression mondiale l'ont fait baisser à 42 % du PIB en 2009. Il est remonté à 50 % en 2011, mais a rechuté à 45 % en 2015-2017 (graphique 32), plus nettement que le ratio de l'ensemble des échanges de biens et services.

Graphique 32. Évolution du commerce mondial depuis le début des années 1960



Source : Banque mondiale.

Le ratio taux de croissance du commerce mondial/taux de croissance du PIB mondial se situait en moyenne autour de 2,4 % dans les années 1990 et 2000, il a été de 1,2 de 2012 à 2016, de 1,7 en 2017, de 0,8 en 2018. Pour certains commentateurs, par exemple l'ECB-IRC Trade Task Force (2016), dont les travaux avaient été publiés juste après le ralentissement de 2015, le « nouveau normal » serait une situation où le commerce mondial augmenterait comme le PIB. Ce serait une deuxième rupture dans la relation commerce/PIB, en sens inverse de la précédente (voir infra).

## Une croissance structurelle... et un certain ralentissement

L'évolution de la part du commerce mondial dans le PIB dépend de facteurs structurels et conjoncturels. Sur longue période, la mondialisation (libéralisation des échanges et internationalisation des modes de production) est le facteur essentiel. D'un côté, les pays émergents, en suivant l'exemple des quatre Dragons (Corée, Taïwan, Hong-Kong, et Singapour) et surtout de la Chine choisissent une stratégie de

développement basée sur le secteur exportateur. Ils produisent pour les marchés extérieurs en s'appuyant sur leurs bas salaires, la discipline de leur main-d'œuvre et leur stabilité politique. Ils importent des biens d'équipement et des biens intermédiaires. Dans une phase ultérieure, la forte croissance permet des hausses de salaires, le développement d'une classe moyenne et donc la hausse de la demande intérieure. Les pays émergents deviennent producteurs de biens intermédiaires puis de biens d'équipement, mais achètent des biens de consommation de luxe. Ainsi, leur ratio exportations/PIB tend à se stabiliser.

La forte croissance du commerce mondial dans la période 1990-2007 a des causes technologiques (la réduction des coûts de transport, les progrès des techniques de télécommunications) et politiques (l'ouverture des anciennes démocraties populaires, la conversion des pays émergents à une croissance extravertie).

La libéralisation commerciale, qui avait fortement augmenté de 1970 à 1999, semble être arrivée à un plateau. Les droits de douane sont maintenant faibles en moyenne et ne peuvent plus guère diminuer. En même temps, certains pays émergents, notamment en Asie et en Afrique, espèrent suivre une stratégie de croissance par les exportations et s'insérer dans les chaînes de production. De nombreux pays (dont l'UE) continuent à signer des accords de libre-échange.

L'ensemble de ces éléments suggèrent qu'à moyen terme la part du commerce mondial dans le PIB continuerait à progresser, mais à un rythme nettement moindre cependant que dans les années 1990.

Il faut signaler aussi, comme l'illustrent Gaulier *et al.* (2019), que le ralentissement n'apparaît guère si l'on considère des chiffres en volume et non en valeur. Le problème est cependant que la mesure des volumes est délicate pour les biens de haute technologie et qu'à long terme, ce sont les données en valeur qui sont pertinentes.

## Vers le protectionnisme ?

Certains pays sont désormais tentés d'avoir recours à des mesures protectionnistes. En s'appuyant sur les forts déficits commerciaux bilatéraux des États-Unis (tableau 5) et les pertes d'emplois industriels, Donald Trump exprime avec force le sentiment que la mondialisation se fait au détriment des États-Unis et s'engage dans une guerre économique contre la Chine et à un moindre degré contre l'UE.



Tableau 5. Échanges commerciaux des États-Unis en 2018 (en milliards de dollars)

	Exportations	Importations	Solde
<b>Total</b>	<b>1664</b>	<b>2543</b>	<b>-878</b>
Canada	299	318	-20
Mexique	265	347	-82
Amérique centrale et du Sud	164	122	41
Europe	370	573	-202
<i>dont UE</i>	319	488	-169
<i>dont Allemagne</i>	57	126	-68
<i>dont France</i>	36	53	-16
Asie	510	1 132	-622
<i>dont Chine</i>	120	540	-419
<i>dont Japon</i>	75	143	-67
OPEP	59	80	-21
Afrique	26	36	-10
Océanie	30	15	-16
Russie	7	21	-14

Source : United States Census.

Les États-Unis sont les consommateurs en dernier ressort du monde. Grâce au rôle international du dollar, ils peuvent maintenir un déficit courant qui serait en 2019 de l'ordre de 2,5 % du PIB après avoir dépassé 5 % dans les années 2005-2007. Réduire fortement ce déficit supposerait une forte baisse de la valeur du dollar (pour améliorer la compétitivité des producteurs américains) tout en réduisant la demande intérieure (pour dégager un surplus exportable). Cela induirait une baisse du pouvoir d'achat aux États-Unis et aurait des effets négatifs sur les autres pays.

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, ce qui est contraire aux règles de l'OMC. Donald Trump met en cause le principe même des échanges commerciaux : les pays à bas salaires profitent de leurs avantages comparatifs, c'est-à-dire précisément les bas salaires. Il met aussi en cause les pratiques des pays émergents, surtout de la Chine, de ne pas respecter les droits de propriété intellectuelle et d'imposer des transferts de technologies lors de grands contrats. Cela témoigne des craintes des États-Unis face à la montée en puissance de la Chine, qui devient leader dans des secteurs de pointe (infrastructures de télécommunications, 5G).

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).

En janvier 2018, à titre de mesures de sauvegarde, Donald Trump met en place des taxes de 20 % à 40 % sur les machines à laver et de 30 % sur les panneaux solaires. En mars, en évoquant des arguments de sécurité nationale, il instaure des droits de douane de 25 % sur les importations d'aluminium et de 10 % sur celles de l'acier. De façon temporaire, plusieurs pays sont exemptés : Argentine, Brésil, Canada, Mexique, UE, Corée du Sud. Cette exemption est levée en juin.

En riposte, en mars, la Chine instaure des droits de douane de 20 ou 25 % sur 128 produits américains. En 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 25 % sur les importations européennes d'automobiles et de leurs composants.

En 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 des importations de produits chinois de 50 milliards de dollars en ciblant des produits de haute technologie (semi-conducteurs, pièces électroniques, voitures). À la suite de cette annonce, la Chine annonce des sanctions similaires sur un volume de 50 milliards de dollars d'importations venant des États-Unis (voitures, aéronautique, produits de la mer, soja).

En septembre 2018, les États-Unis mettent en place une série de taxes douanières de 10 % sur un volume de 200 milliards d'importations chinoises, taxes douanières qui doivent passer à 25 % au 1<sup>er</sup> 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. Les Chinois ciblent l'automobile, l'aéronautique, ainsi que des productions des régions ayant voté pour Donald Trump. En 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 devrait 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. En mai, pour peser sur les négociations, Donald Trump met effectivement 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.

En mai, Donald Trump met Huawei sur la liste des entreprises à risque, ce qui oblige les entreprises américaines à ne plus lui fournir des composants. Il espère ainsi freiner le développement technologique de Huawei, 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.

En mai 2019, la hausse des tarifs douaniers des États-Unis sur les importations en provenance de Chine est de 25 % sur 250 milliards de dollars de produits, soit une hausse potentielle de 62,5 milliards, représentant une hausse moyenne de droits de 11,6 % sur les produits chinois. La hausse des tarifs douaniers chinois sur les importations en provenance des États-Unis est de 25 % sur 50 milliards de produits ; de 10 % sur 60 milliards d'autres produits, soit une hausse potentielle de 18,5 milliards, une hausse moyenne de droits de 15,4 % sur les produits américains.

Selon Amiti *et al.* (2019), 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. D'ailleurs, Donald Trump attribue la bonne santé de l'économie américaine à sa politique protectionniste, de sorte qu'il est peu probable qu'il y renonce.

### **Protectionnisme**

L'analyse des effets du protectionnisme à l'aide de modèles d'équilibre général donne 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.

Ainsi, selon la Banque mondiale (Freund *et al.*, 2018), une hausse de 25 points des tarifs douaniers entre les États-Unis et la Chine induirait 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 totale, une augmentation de 60 points de tous les tarifs douaniers

(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.

Notons par ailleurs qu'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.

**Pour conclure**, parmi les pays ayant un rôle important dans le commerce mondial, aucun ne souhaite véritablement remettre en cause de la mondialisation commerciale. Les contraintes écologiques ne sont guère prises en compte. 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.

## Références

- 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.
- ECB-IRC Trade Task Force, 2016, « Understanding the weakness in global trade. What is the new normal? », *Occasional Paper Series*, n° 178, septembre.
- 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*, avril.
- Freund C., M. Ferrantino, M. Maliszewska et M. Ruta, 2018, « Impacts on Global Trade and Income of Current Trade Disputes », World Bank, juillet.
- Gaulier G., Sztulman A. et D. Ünal, 2019, « La croissance des chaînes de valeur mondiales n'est pas enrayée », *Blog Banque de France*, mai.
- Jean S., P. Martin et A. Sapir, 2018, « Avis de tempête sur le commerce international : quelle stratégie pour l'Europe ? », *Les Notes du CAE*, n° 46, juillet.
- OMC, 2019, « La croissance du commerce mondial s'essouffle alors que les tensions commerciales persistent », Communiqué de presse, 2 avril.
- 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.

## 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 des considérations plus générales sur le devenir des économies industrialisées, et en particulier celui 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'affaissement du sentier d'expansion a nourri le débat à propos des répercussions de la récession de 2008/09 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 crise<sup>1</sup>. Mais les preuves empiriques apportées sont loin d'être consensuelles et les canaux de transmission des crises financières au potentiel mal décrits<sup>2</sup>.

Dans une vision de la question très élargie au-delà du seul impact de la récession sur le potentiel de production, Robert Gordon<sup>3</sup> 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 Furcier et Zdzienicka (2012) et Furcier et Mourougane (2012) ainsi que Reinhart et Rogoff (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 (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 capacité lors de la récession ayant certainement amputé le volume de capital disponible.

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

Si la tendance de long terme est au ralentissement des gains de productivité, le taux de croissance moyen de la productivité horaire dans le secteur marchand a connu toutefois des évolutions contrastées selon les pays.

Sans remonter aussi loin que les analyses de Gordon illustrant la « grande vague<sup>4</sup> » correspondant à la seconde révolution industrielle du début du XX<sup>e</sup> 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 1990<sup>5</sup>. Comme l'illustre le graphique 33, à partir de cette date, les taux de croissance de la productivité du travail, par tête comme horaire, ont continué à accélérer aux États-Unis<sup>6</sup> 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

---

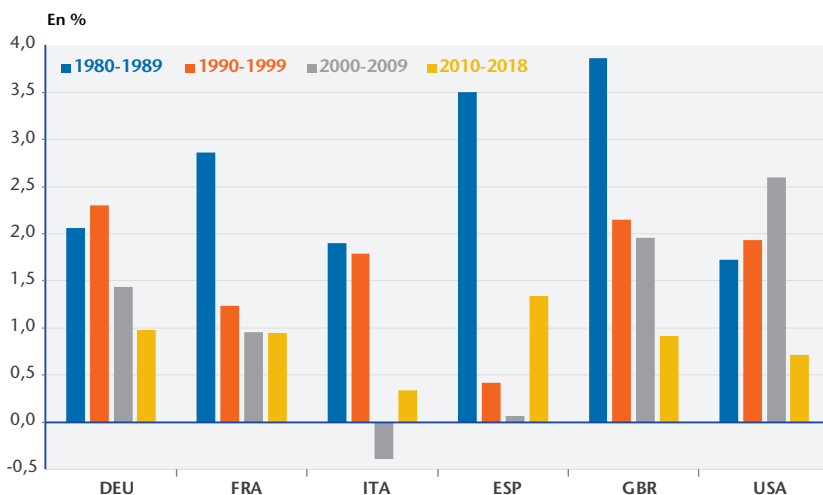
4. Pour Gordon, « The one big wave » est associée à l'utilisation croissante par les secteurs manufacturiers et du transport américains des « inventions majeures » de la fin du XIX<sup>e</sup> siècle (électricité, moteur électrique et moteur à combustion interne) mais aussi au développement de la chimie 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.

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).

Graphique 33. Taux de croissance annuelle de la productivité horaire des salariés



Source : OCDE.

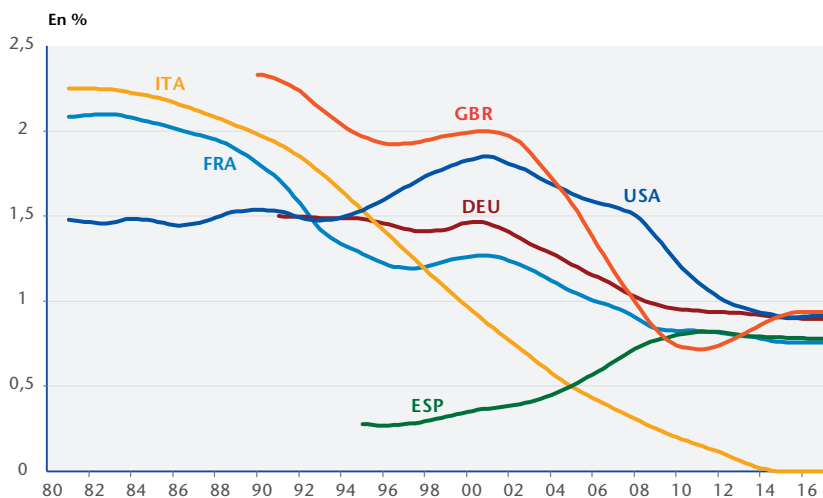
Enfin, depuis 2010, le taux de croissance de la productivité du travail semble quelque peu s'homogénéiser entre les différents grands pays (à l'exception de l'Italie toutefois). Le taux de croissance de la productivité du travail se situerait aujourd'hui aux alentours de 1 %, rythme bien inférieur à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

Cependant, ces évolutions ne permettent pas de renseigner précisément sur l'évolution de la tendance de productivité dans la mesure où elles captent la dynamique des cycles de productivité. Nos estimations de la productivité tendancielle réalisées à partir d'un filtre de Kalman sur des équations d'emploi<sup>7</sup> 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, le taux de croissance de la productivité horaire tendancielle présente pour six pays (France, Allemagne, Italie, Espagne, États-Unis et Royaume-Uni) une lente baisse depuis les années 1990 (graphique 34). 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 34. Gains tendanciels de productivité horaire



Note : gains tendanciels de productivité horaire en rythme annuel.

Source : calculs OFCE.

### ... et de celui de la population active

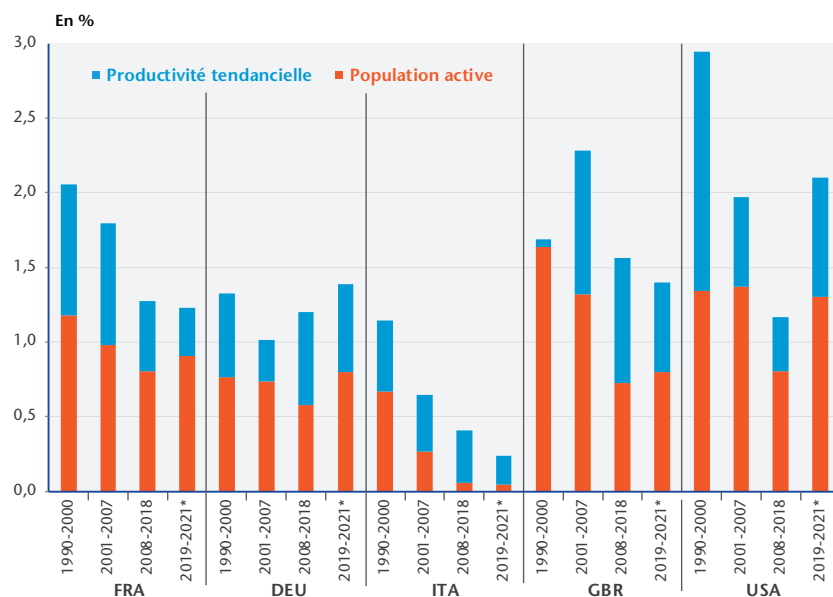
Par ailleurs, l'évolution de la population active indique également un ralentissement de sa croissance entre 2000 et 2016 dans les pays développés et tout particulièrement en Espagne<sup>8</sup> (graphique 35). Les raisons structurelles de ce ralentissement sont à chercher du côté de la

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 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.

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

Graphique 35. 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.

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'Est<sup>9</sup>.

## 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 s'ajoute 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.

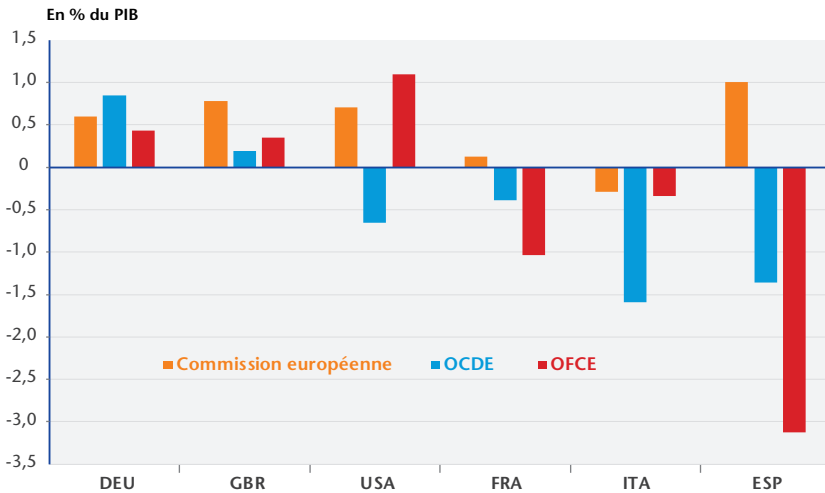
Si un consensus existe autour du fait que la crise économique ait pu avoir un impact à la fois sur le niveau et sur le taux de croissance de la production potentielle, le consensus autour de l'existence d'un potentiel de rebond des économies développées en 2018 est quant à lui plus flou. En 2018, malgré un processus de reprise qui se consolide et se généralise, si la plupart des économies développées accusent encore

---

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

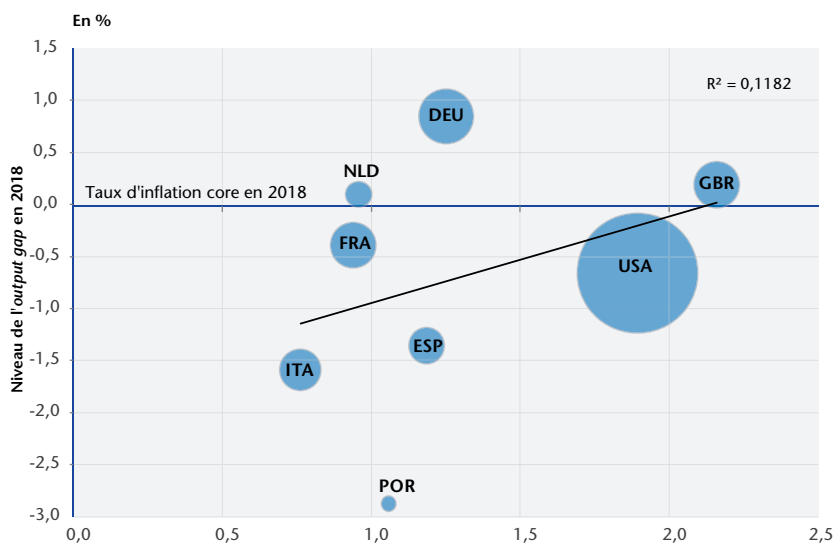
du retard par rapport à la trajectoire d'avant-crise, certains semblent déjà comblés. Ainsi, deux catégories de pays semblent émerger : la première – constituée notamment de l'Allemagne, des États-Unis et du Royaume-Uni – est celle des pays ayant rattrapé leur niveau de production potentielle et se situant en haut de cycle ; la seconde – dans laquelle figure la France, l'Italie et l'Espagne par exemple – est celle des pays connaissant encore un retard de production qui se situerait, selon les instituts de conjonctures économiques, 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 36).

Graphique 36. *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 37, 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 s'ajoute 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

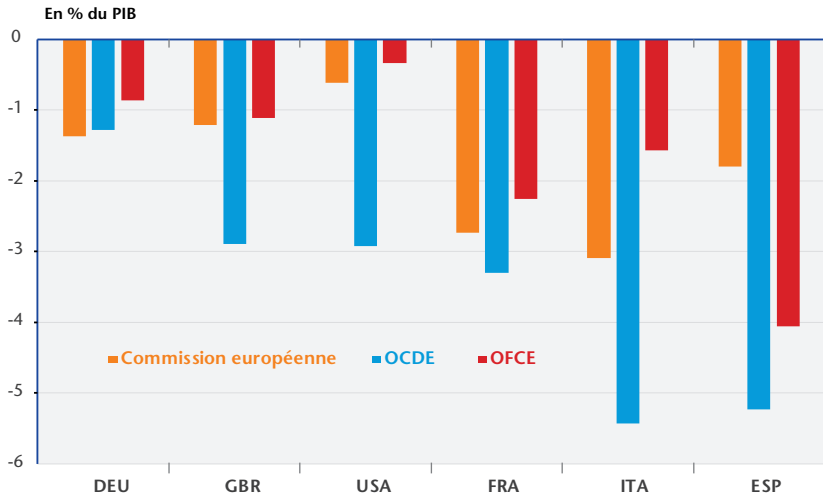
Graphique 37. Niveau de l'*output gap* et taux d'inflation sous-jacent en 2018

Source : OCDE.

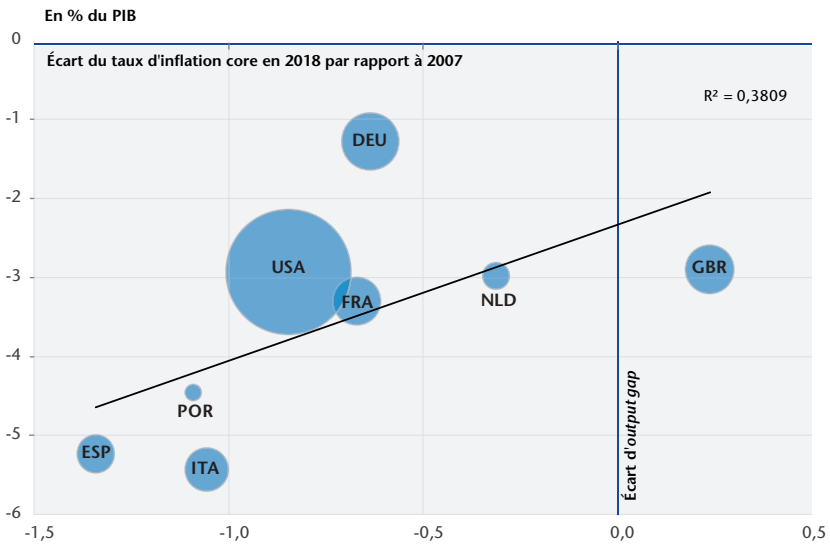
instituts et à la disparition de la première catégorie de pays, ceux n'ayant plus de marge de croissance supplémentaire au-delà de leur seule croissance potentielle. En effet, selon eux, aucun des six grands pays développés n'aurait retrouvé en 2018 son niveau d'*output gap* de 2007 y compris l'Allemagne. 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, l'Italie et l'Espagne (graphique 38).

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 39).

Graphique 38. Écart de l'output gap en 2018 par rapport à 2007 selon les différents instituts



Graphique 39. Écart d'output gap et de taux d'inflation sous-jacente entre 2018 et 2007





## 6. La désinflation importée

---

**A**u quatrième trimestre 2018, l'inflation dans les grands pays industrialisés, mesurée par le déflateur de la consommation des ménages issu des comptes nationaux, restait inférieure à ses précédents historiques (encadré 6). En glissement annuel, elle s'établissait à 2,3 % au Royaume-Uni, à 1,8 % aux États-Unis et à 1,7 % dans la zone euro. 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 sont compris entre -1,6 point pour les États-Unis, -1,3 point pour la zone euro et -0,5 point pour le Royaume-Uni (graphique 40).

Cette relative convergence des taux d'inflation en Europe et aux États-Unis entre en contradiction avec les décalages conjoncturels des différentes zones. Les pays anglo-saxons affichent des niveaux de chômage sous leurs plus bas historiques, soit 3,8 % de la population active en février 2019 aux États-Unis et au Royaume-Uni. En regard, le chômage dans la zone euro a certes baissé de 4 points depuis son pic de 2013, mais il reste à 7,8 % en février 2019, encore supérieur de 0,5 point à son niveau d'avant-crise et de plus du double de celui des États-Unis. Au sein de la zone euro, l'Allemagne se distingue des autres pays, avec un taux de chômage qui baisse continûment depuis 2010, en dessous de tous ses niveaux précédents, à 3,1 % en février 2019. Pourtant, l'inflation n'y est guère plus élevée qu'en France où le taux de chômage est de plus du double de celui de l'Allemagne.

### Encadré 6. Différentes mesures de l'inflation

L'inflation représente la hausse – ou la baisse – du prix moyen d'un panier de biens représentatifs de la consommation des ménages sur le territoire économique. Sa version la plus connue par le public est celle de l'indice des prix à la consommation (IPC), calculé et diffusé mensuellement par les instituts statistiques nationaux. L'IPC fait référence pour les indexations et les revalorisations dans divers domaines, comme les négociations salariales, les

revalorisations de pensions ou la détermination des taux d'intérêt administrés (Livret A). L'IPC constitue également la cible des banques centrales pour la définition de leur objectif de politique monétaire, à savoir une progression de 2 %<sup>1</sup>.

À l'échelle européenne, Eurostat propose également un indice des prix dit harmonisé, c'est-à-dire calculé sur des concepts et traitement communs aux différents pays de la communauté pour permettre la comparaison internationale des taux d'inflation. Enfin, les instituts statistiques nationaux calculent également un indice des prix sous-jacent, excluant l'énergie, les produits volatiles et les produits administrés pour faire apparaître une inflation débarrassée de ces facteurs exogènes générateurs de volatilité et masquant de ce fait l'effet de ses déterminants internes, à savoir le conflit de répartition de la valeur ajoutée entre les entreprises et les salariés.

Une autre mesure de l'inflation est aussi disponible dans le cadre de la comptabilité nationale. L'appréciation de la croissance réelle, c'est-à-dire la croissance en volume, nécessite de corriger les agrégats en valeur pour neutraliser l'effet de l'évolution des prix sur le calcul des grandeurs macroéconomiques. Aux agrégats mesurés initialement en valeur est ainsi associé un système de prix couvrant les composantes du PIB : production, consommations intermédiaires, commerce extérieur, consommation finale des ménages, investissement, variations de stocks. La consommation des ménages en volume est ainsi calculée en rapportant l'indice de son prix, ou déflateur de la consommation, à la consommation en valeur. Le déflateur de la consommation est ainsi une mesure alternative à l'IPC pour appréhender l'inflation.

L'analyse du comportement de consommation des ménages passe par la mesure de leur revenu disponible brut (RDB) en termes réels, c'est-à-dire du pouvoir d'achat du RDB. Les boucles prix-salaires modélisant l'inflation sont donc spécifiées en termes de déflateur à la consommation et non pas en termes d'IPC dans la construction du compte des ménages.

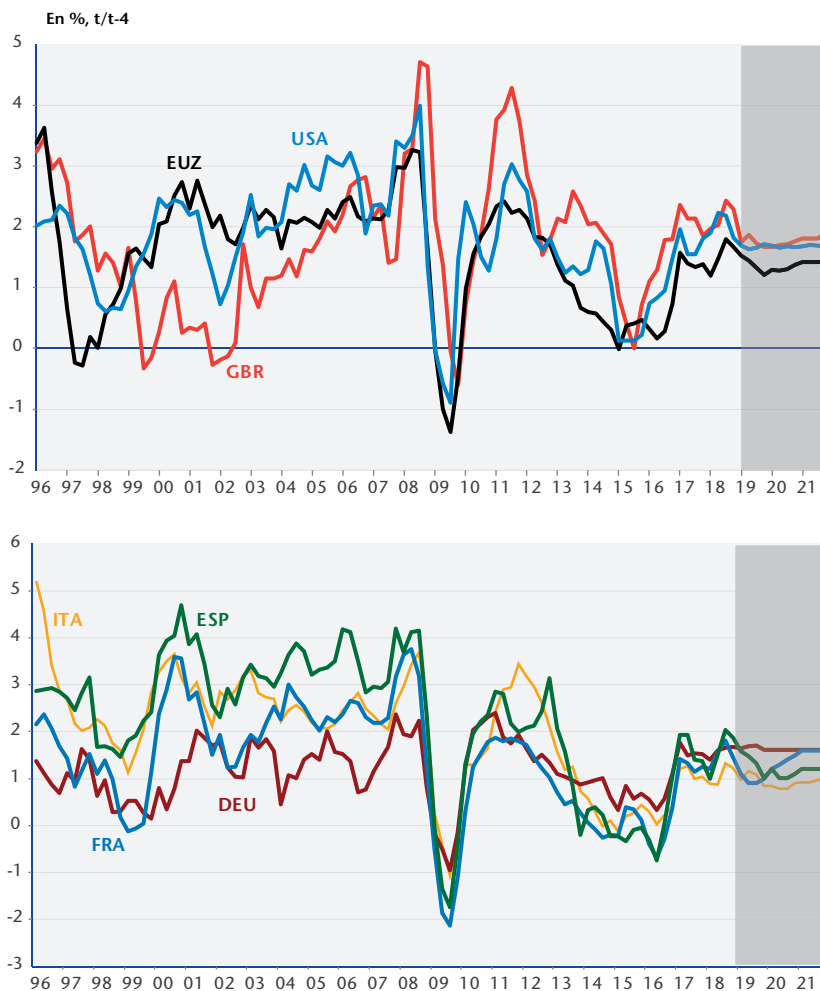
Le classement des pays en deux groupes, ceux où le chômage est bas et ceux où le chômage reste élevé, mais où la modération de l'inflation est commune à tous, questionne sur son facteur déclenchant, certains pays ayant atteint un seuil de chômage qui aurait dû provoquer une inflation plus forte, les 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

---

1. Aux États-Unis, la cible de la FED n'est pas définie par l'IPC mais par le *PCE*, le *Price Consumption Expenditure*, c'est-à-dire le déflateur de la consommation.

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 des salaires au taux de chômage<sup>2</sup>.

Graphique 40. Inflation dans les pays développés



Sources : Comptabilités nationales, prévisions OFCE.

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

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 peuvent suppléer à la raréfaction du volant de chômeurs disponibles. Les tentatives empiriques de réconcilier l'évolution des salaires et le taux de chômage en y incluant les situations à la marge (le *halo* du chômage), sont toutefois restées peu concluantes.

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 pouvant peser sur l'évolution des salaires.

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 valide.

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 en 2019 dans l'ensemble des pays industriels 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.

L'inflation devrait ainsi avoir atteint un point haut en 2018 dans tous les pays. Sous l'effet du creux conjoncturel, le chômage devrait remonter légèrement 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, en Italie et en France, et par conséquent imprimer un tassement généralisé de l'inflation.

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, 1,7 % en glissement annuel fin 2021, et au Royaume-Uni comprise en 1,7 et 2 % durant les trois prochaines années. À l'horizon 2021, l'inflation aux États-Unis et au Royaume-Uni serait ainsi supérieure de 0,3 à 0,4 point à celle de l'ensemble de la zone euro où elle ne dépasserait pas 1,4 %.

Le reflux de l'inflation, impulsé par le ralentissement de l'activité, sera en outre accentué en zone euro par l'appréciation de 14 % du taux de change de la monnaie unique contre le dollar entre la fin 2018 et la fin 2021 qui imprimera un recul des prix d'importation. Le même mécanisme jouera au Royaume-Uni avec l'appréciation de 16 % de la livre contre le dollar sur la même période<sup>3</sup>. Pour les États-Unis, l'action des taux de change aura un effet symétrique de renchérissement du prix des importations.

À l'effet des taux de change, va s'ajouter le recul du prix du pétrole en dollars en 2019, avec une baisse maximale de 16 % au troisième trimestre 2019 en glissement annuel, suivi d'une faible remontée en 2020 et 2021 entre 63 et 67 dollars le baril.

En neutralisant l'effet de ces déterminants de l'inflation importée en supposant une stabilisation du prix du pétrole et des taux de change à leur niveau du quatrième trimestre 2018, on peut mesurer, par l'intermédiaire d'une modélisation de l'inflation avec une boucle prix-salaires, la contribution de ces variables en écart au scénario central.

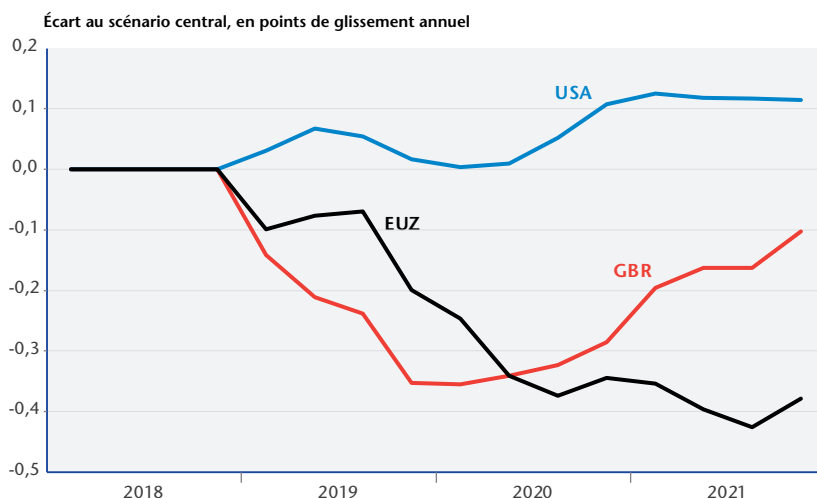
---

3. Le taux de change de la livre contre l'euro devrait rester stable à 1,15 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.

Les effets sont de même signe en zone euro et au Royaume-Uni du fait de l'appréciation de ces deux devises face au dollar à l'horizon 2021. Aux États-Unis en revanche, pétrole et change n'ont que peu d'impact sur l'inflation, même si des effets symétriques à ceux mesurés en Europe peuvent être mis en évidence (graphique 41).

Ces effets liés à l'impact du change et du pétrole peuvent créer l'impression d'un effet désinflationniste fort du tassement de l'activité dans les pays européens. En zone euro, l'inflation serait supérieure de 0,4 point à celle inscrite en scénario central, soit 1,8 % à la fin 2021, c'est-à-dire encore proche de la cible de la Banque centrale européenne. Au Royaume-Uni, l'effet désinflationniste des chocs extérieurs s'estompera à l'horizon de la prévision, mais sans les effets change et pétrole, l'inflation ne fléchirait pas en restant à 2 % sur la période de prévision.

Graphique 41. Effet des mouvements de change et du prix du pétrole sur l'évolution du déflateur de la consommation des ménages

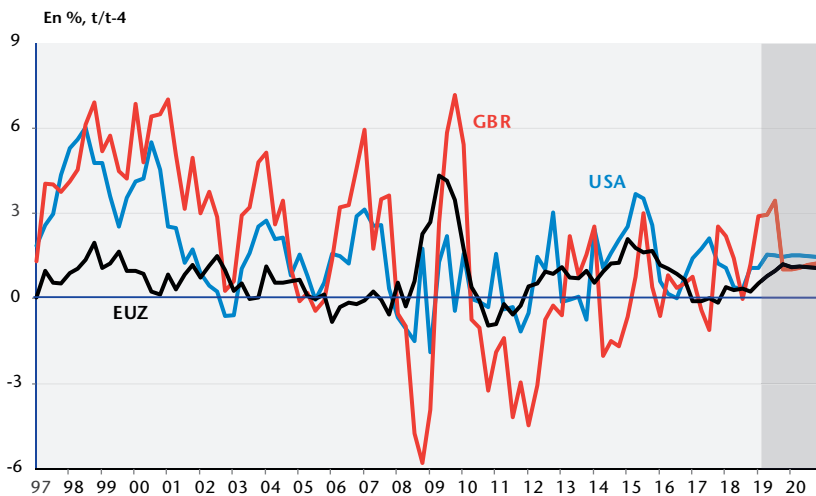


Source : Calculs OFCE.

La progression des salaires réels ne se démentirait pas à l'horizon de la prévision, malgré l'atténuation des tensions apparentes sur les marchés du travail là où elles sont les plus vives. Aux États-Unis, les salaires réels accéléreraient de 1,1 % en glissement annuel la fin 2018 à 1,5 % au deuxième trimestre 2019 pour rester au voisinage de ce sentier en 2020 et 2021 (graphique 42). En zone euro, après une phase de stagnation en 2017 et de très faible progression en 2018, les

salaires réels accéléreraient à partir du premier trimestre 2019 pour s'établir à un peu plus de 1 % à l'horizon de la prévision. Enfin, au Royaume-Uni, après une phase de forte volatilité au tournant de 2018 et de 2019, la croissance des salaires réels s'établirait sur une pente de 1,2 % en glissement annuel, soit plus du double de celle enregistrée entre 2013 et 2018.

Graphique 42. Progression des salaires horaires réels dans les secteurs marchands







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

---

Notre analyse de l'emploi marchand pour la France, l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne, le Royaume-Uni et les États-Unis repose sur celle du cycle de productivité. De fait, les évolutions de l'emploi dépendent principalement de celle de l'activité économique, mais aussi de celles 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<sup>1</sup>.

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

Nous avons calculé le cycle de productivité horaire pour la France, l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne, le Royaume-Uni et les États-Unis (graphique 43). Au moment de la crise, la contraction de l'activité

---

1. cf. Ducoudré et Heyer (2017).

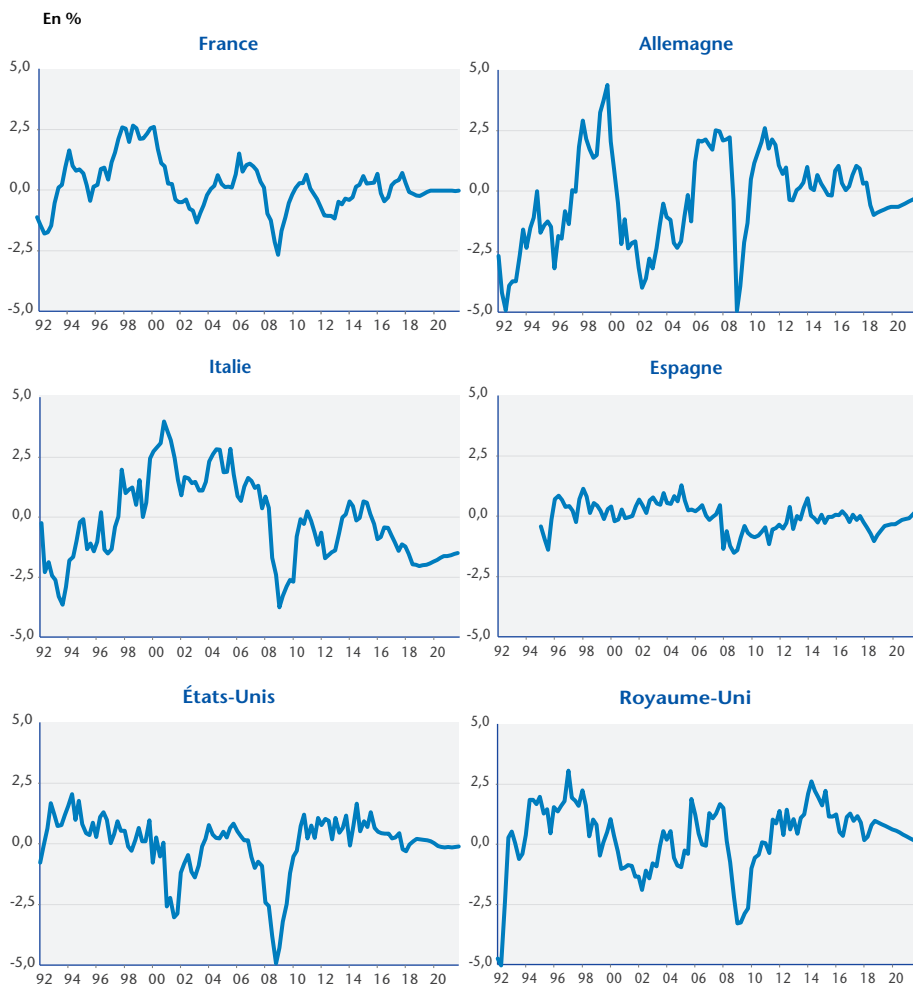
économique s'est traduite par une forte baisse de la productivité horaire par rapport à sa tendance dans les six pays. Celui-ci s'est ensuite refermé au bout de 6 à 8 trimestres. L'ajustement s'est fait principalement par l'emploi aux États-Unis et en Espagne, tandis que l'Allemagne et l'Italie ont privilégié 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 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 deuxième semestre 2018, les cycles de productivité se sont creusés en zone euro. En France, après une année 2017 marquée par une croissance de la productivité plus forte que la productivité tendancielle, le cycle de productivité est légèrement repassé en territoire négatif au deuxième trimestre 2018, pour atteindre -0,2 % au quatrième trimestre 2018. Le ralentissement de l'activité s'est accompagné dans une moindre mesure d'un nombre plus faible de créations d'emplois. Le cycle de productivité s'est creusé de manière plus marquée en Allemagne, en Espagne et en Italie (resp. -1 %, -1 % et -1,9 % au quatrième trimestre 2018). Concernant l'Italie, les mesures de baisses du coût du travail qui ont accompagné les réformes du marché du travail ont enrichi la croissance en emplois (et dont l'effet est ici répercuté sur la tendance de productivité pour -0,15 point par trimestre entre 2015 et 2016)<sup>2</sup>. Le cycle de productivité se serait toutefois creusé depuis 2016. Ce creusement du cycle de productivité peut s'expliquer pour partie par une croissance de l'activité économique plus faible qu'anticipée (1,0 % de croissance en 2016 contre 1,3 % anticipé dans le consensus fin 2015). En revanche, le cycle de productivité est resté fermé aux États-Unis fin 2018.

---

2. L'effet des baisses de coût du travail est ici répercuté sur la tendance de productivité pour 0,15 point par trimestre entre 2015 et 2016.

Graphique 43. Cycles de productivité



Source : Calculs et prévision OFCE 2019-2021, avril 2019.

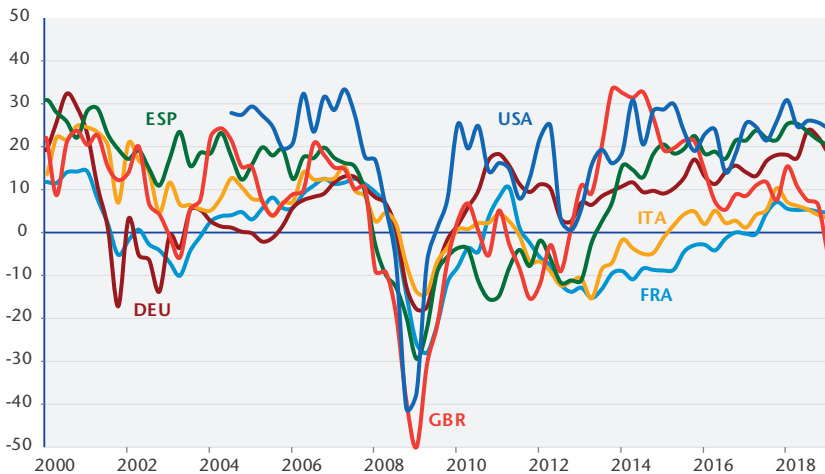
À l'horizon 2021, la productivité horaire croîtrait globalement au même rythme que celui de la productivité tendancielle en France et aux États-Unis. Le cycle de productivité se refermerait au Royaume-Uni, en Espagne et en Allemagne à l'horizon 2021, contrairement à l'Italie, qui ne refermerait pas son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

ment 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 44).

La contraction des contrats aidés et de l'emploi public renforcerait ce ralentissement des créations d'emploi pour la France. En Italie, le cycle de productivité se refermerait lentement en prévision, mais sans retourner toutefois sur sa tendance (égale à 0). En effet, l'enrichissement de la croissance en emplois perdure, avec la poursuite d'allègements de charges (allègements « Mezzogiorno ») et sur l'emploi des jeunes).

Graphique 44. 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.

## Des évolutions différenciées du marché du travail

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

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

La baisse du chômage en zone euro qui a suivi la double récession de 2008-2009 et 2011-2012 a été freinée par la hausse des taux d'activité dans la plupart des pays européens (voir encadré). Une grande partie de cette hausse s'explique par l'augmentation de la participation des travailleurs âgés de 55 ans et plus sous l'effet des réformes successives des systèmes de retraite visant à allonger la durée de carrière des individus et à repousser l'âge de départ à la retraite. D'autre part, elle est le fruit de la hausse de la participation des femmes au marché du travail.

La hausse des taux d'activité s'est également accompagnée de changements structurels au sein des marchés du travail européen. En zone euro, le taux d'emploi a légèrement augmenté entre 2007 et 2017 (+0,9 point). Mais cette relative stabilité masque des divergences notables : légère hausse du taux d'emploi en Allemagne, stabilité en France, baisse prononcée en Espagne. Le recours au temps partiel a également augmenté, mais de manière bien plus marquée en Espagne et en Italie. L'emploi temporaire s'est quant à lui accru en France et en Italie, quand il a fortement baissé en Espagne et dans une moindre mesure en Allemagne. Enfin, l'emploi temporaire a surtout progressé chez les 15-24 ans excepté en Allemagne<sup>3</sup>.

Ces évolutions différenciées du marché du travail ont rendu la seule analyse du taux de chômage insuffisante pour comprendre les dynamiques à l'œuvre. En effet, la définition stricte du chômage au sens du Bureau international du travail (BIT) ne prend pas en compte les situations à la marge du chômage.

Les bases de données de l'OCDE permettent d'intégrer dans le chômage une partie des individus qui en sont exclus du fait de la définition du BIT. Le graphique 45 présente pour les années 2008, 2013 et 2018 le taux de chômage observé auquel viennent s'additionner d'une part les individus en situation de temps partiel subi et d'autre part les

---

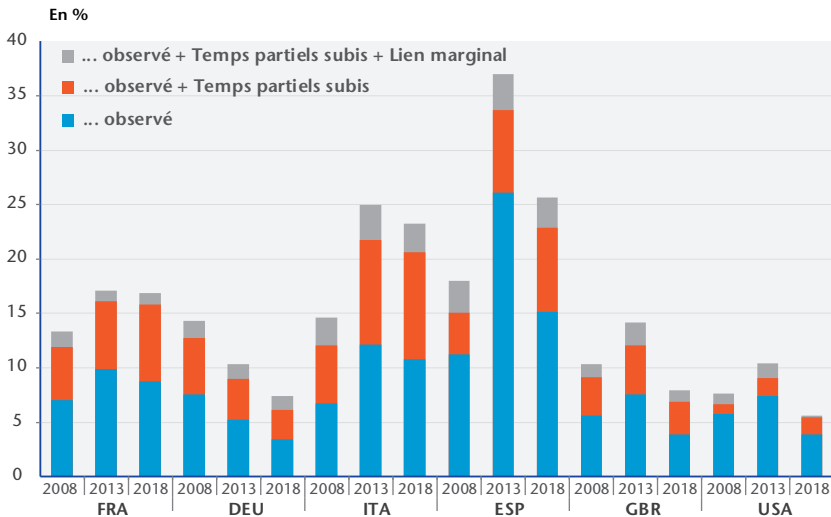
3. Voir « Croissance sous tensions », OFCE, Département analyse et prévision, *Revue de l'OFCE*, n° 159, octobre 2018.

personnes âgées de 15 ans et plus, sans emploi, et ne recherchant pas activement un emploi mais qui désirent travailler et sont disponibles pour prendre un emploi. De plus elles ont recherché un emploi au cours de 12 derniers mois. Ces dernières sont définies par l'OCDE comme ayant « un lien marginal à l'emploi ».

En France, le taux de chômage a retrouvé, en 2018, un niveau inférieur à celui qui était le sien cinq années plus tôt. Néanmoins, le temps partiel subi et, plus modérément, le lien marginal vis-à-vis de l'emploi se sont accrus sur la période.

En Italie et en Espagne, si la situation du marché du travail est bien plus dégradée qu'en 2008, l'amélioration observée du taux de chômage s'est également traduite par une (légère) baisse du temps partiel subi et du halo autour du chômage. Au Royaume-Uni, aux États-Unis comme en Allemagne, la situation sur le marché du travail est meilleure quel que soit l'indicateur analysé. Il est tout de même à noter que le taux de chômage « augmenté » du temps partiel subi et du halo est pour nombre de ces pays près de deux fois supérieur au taux de chômage observé, signe que le taux de chômage seul ne permet pas d'appréhender parfaitement les situations sur le marché du travail.

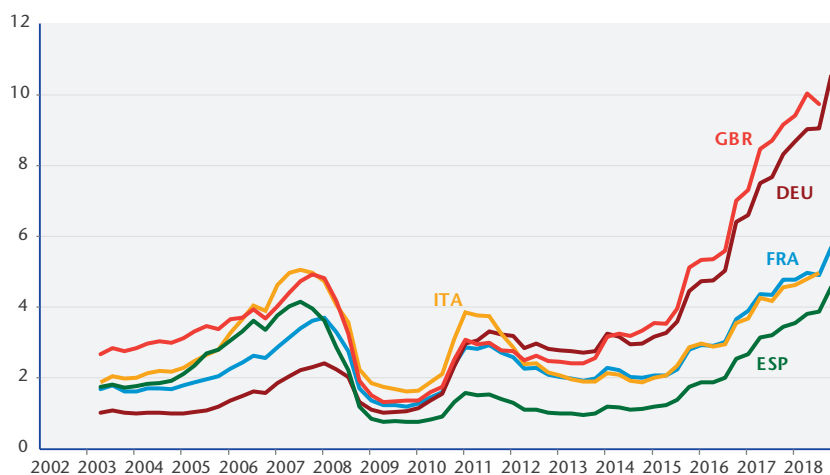
Graphique 45. Taux de chômage



Sources : OCDE, calculs OFCE.

Outre ces améliorations différenciées des marchés du travail européens, l'analyse des difficultés de recrutements déclarés par les chefs d'entreprise dans les pays étudiés illustre également les divergences à l'œuvre. Le graphique 46 présente, comme premier proxy de ces difficultés, la proportion d'emplois vacants pour 100 chômeurs. En Allemagne et au Royaume-Uni, celle-ci atteint 10 % fin 2018, soit un niveau inobservé depuis le début des années 2000. En France, en Italie et en Espagne, malgré une hausse de cette proportion depuis 2016, le nombre d'emplois vacants pour 100 chômeurs est de l'ordre de celui observé fin 2007 soit entre 4,5 % pour l'Espagne et 5,6 % pour la France. Si cet indicateur n'informe pas sur les causes de la vacance de l'emploi (localisation, secteur d'activité, qualification...), il éclaire tout de même sur l'augmentation des tensions sur les marchés du travail.

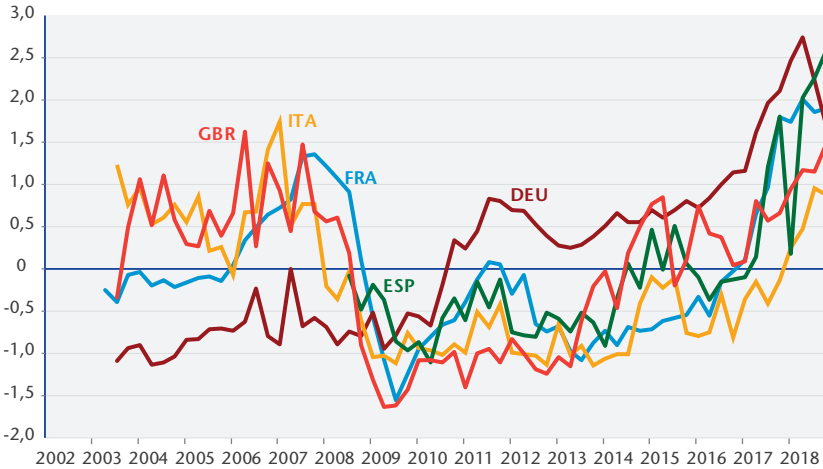
Graphique 46. Nombre d'emplois vacants pour 100 chômeurs



Sources : Eurostat, OCDE, BLS, Ministry of Health, Labour and Welfare, Ministry of Internal Affairs and Communications, calculs OFCE.

C'est également le cas des enquêtes menées auprès des chefs d'entreprises les questionnant sur les facteurs limitant leur production (graphique 47). À l'image de la proportion d'emplois vacants décrite précédemment, le manque déclaré de main-d'œuvre est orienté à la hausse depuis la fin de l'année 2016 et rejoint, voire dépasse, les pics historiques observés depuis les années 2000. Si une fois encore cet indicateur ne renseigne pas les causes de ces manques (problème de formation, rémunération, rigidité du marché du travail, ...), il illustre un renforcement des tensions sur les marchés du travail européens.

Graphique 47. Facteurs limitant la production – Manque de main-d'œuvre



Champ : secteur marchand non agricole.

Note : Les pourcentages d'entreprises déclarant leur production limitée du fait d'un manque de main-d'œuvre sont centrés-réduits, puis pondérés par les parts respectives d'emplois salariés dans l'industrie, la construction et les services marchands.

Sources : DG ECFIN, Eurostat.

### Encadré 7. Taux d'activité et durée du travail : des impacts différenciés sur le taux de chômage

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

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

Sous l'hypothèse d'une stabilité du taux d'activité (et toutes choses égales par ailleurs), le taux de chômage serait inférieur de 2,6 points en France, de 3 points en Italie et de 2,3 points au Royaume-Uni (graphique 48). Par



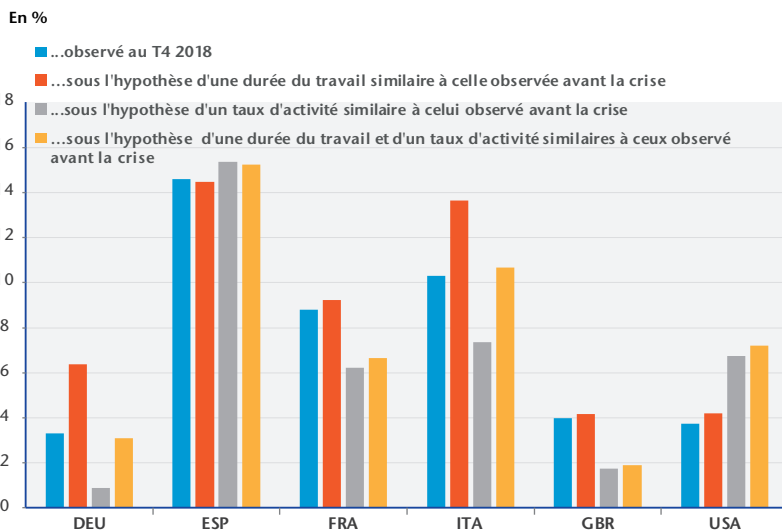
contre, sans la contraction importante de la population active américaine, le taux de chômage aurait été supérieur de plus de 3 points à celui observé fin 2018. Il apparaît également que l'Allemagne a connu depuis la crise une baisse importante de son chômage alors même que son taux d'activité croissait.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

Concernant la durée du travail, il apparaît que si la durée du travail avait été maintenue dans l'ensemble des pays à son niveau d'avant-crise, le taux de chômage aurait été supérieur de 3,1 points en Allemagne et de 3,3 points en Italie. En France, en Espagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis, le temps de travail n'a que faiblement évolué depuis la crise.

À durée du travail identique à celle de 2007, le taux de chômage aurait été très légèrement supérieur au Royaume-Uni, aux États-Unis et en France.

Notons que les évolutions à la baisse de la durée du travail ont largement précédé la crise économique de 2007. L'évolution de la durée du travail en Allemagne a suivi une dynamique précédant la crise et celle de l'Italie s'est largement accentuée. En France, en Espagne et aux États-Unis, la durée du travail a continué à baisser mais de façon beaucoup moins marquée. Au Royaume-Uni, la baisse de la durée du travail entamée avant 2007 s'est quant à elle interrompue.

Graphique 48. Taux de chômage...



Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.



## 8. Banques centrales – Changement de ton

---

La normalisation de la politique monétaire s'est poursuivie aux États-Unis et la taille du bilan de la Réserve fédérale a baissé conformément au plan qui avait été annoncé en juin 2017. L'orientation de la politique monétaire américaine est en phase avec l'évolution de la situation macroéconomique puisque l'inflation converge vers la cible de 2 % et que le taux de chômage est au plus bas. De fait, un décalage important s'est créé avec les décisions de la BCE, de la Banque d'Angleterre ou de la Banque du Japon. En zone euro comme au Japon, l'inflation reste faible, ce qui retarde les perspectives de normalisation même s'il faut noter que les achats nets d'actifs ont cessé depuis décembre 2018. Au Royaume-Uni, l'incertitude relative aux conditions du Brexit incite la banque centrale à l'attente dans un contexte de chômage faible et d'inflation proche de l'objectif.

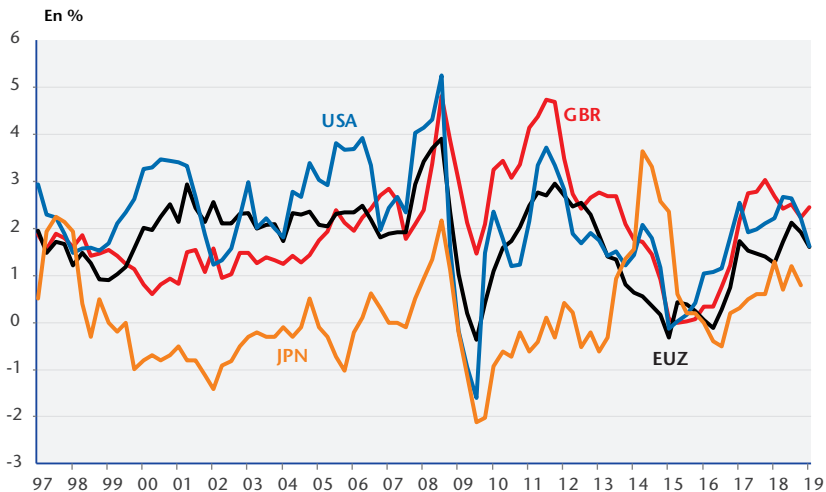
La perspective d'un ralentissement de l'activité et l'absence de tensions inflationnistes ont cependant amené les banques centrales à modifier leur communication et revoir leur stratégie de politique monétaire pour 2019 et 2020. Aux États-Unis, seule une dernière hausse des taux serait mise en œuvre en 2019 avant une stabilisation. En Europe, la BCE ne remonterait pas les taux au cours des deux prochaines années tandis que la Banque d'Angleterre amorcerait une normalisation très graduelle dès que les conditions du Brexit seront éclaircies. Le caractère relativement plus expansionniste de la politique monétaire de la BCE maintiendrait l'euro à un niveau inférieur à 1,15 dollar en début 2019. Toutefois, à moyen terme, l'excédent courant de la zone euro et le déficit du côté américain entraîneraient une appréciation de l'euro. Ce scénario – de politique monétaire et de taux de change – reste fortement conditionné à la conjoncture et les banques centrales n'hésiteraient pas à assouplir à nouveau leur politique si le ralentissement était plus fort qu'anticipé ou, au contraire, à remonter les taux plus fortement ou plus rapidement si des pressions inflationnistes apparaissaient.

## Du printemps de l'économie ...

Au début du quatrième trimestre 2018, la Réserve fédérale et la BCE étaient engagées sur un sentier de normalisation de leur politique monétaire. Cette situation devait se traduire par une réduction (Réserve fédérale) ou une stabilisation (BCE) de la taille du bilan ainsi que par la poursuite de la hausse des taux (Réserve fédérale) et le début d'un cycle très graduel de remontée des taux dans le cas de la BCE. La stratégie de politique monétaire de la Banque d'Angleterre restait conditionnée par les conditions d'organisation du Brexit. Néanmoins, avec une inflation supérieure à la cible de 2 % (graphique 49) et un taux de chômage bas, il était probable que la banque centrale normalise sa politique monétaire dès que l'accord de sortie de l'Union européenne serait approuvé par le Parlement britannique.

De fait, les perspectives de croissance étaient globalement bien orientées dans les pays industrialisés. En zone euro, la reprise avait certes été plus tardive mais elle semblait enfin prendre un caractère plus soutenu – avec une croissance annuelle de 2,5 % en 2017 – et durable. Sous l'effet d'une accélération des prix de l'énergie, l'inflation<sup>1</sup>

Graphique 49. Taux d'inflation



Note : l'inflation est ici mesurée par l'IPC (indice des prix à la consommation). Dans la zone euro, il s'agit d'un indice harmonisé (IPCH).

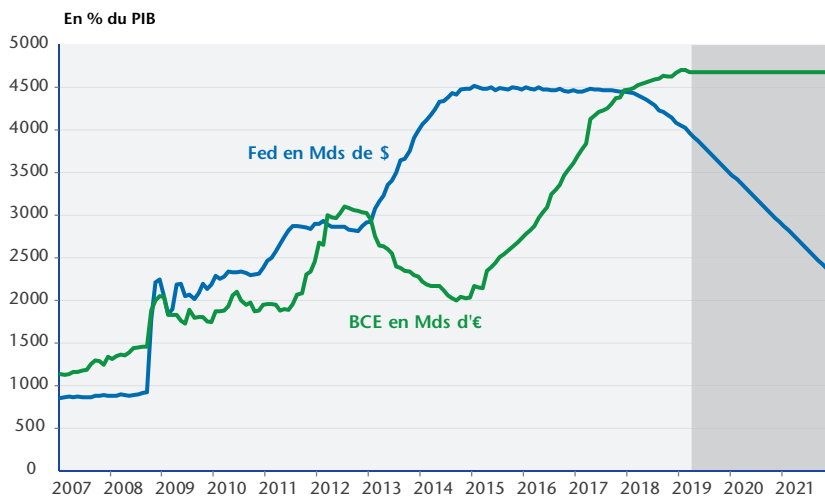
Sources : BCE, BoE, Réserve fédérale, Prévision OFCE septembre 2018.

1. Mesurée ici par l'indice des prix à la consommation. Voir l'encadré de la partie inflation dans ce dossier pour des éléments explicitant les différentes mesures de l'inflation.

dépassait même le seuil de 2 % en juillet 2018 avant de refluer en fin d'année en lien avec le prix du pétrole. Aux États-Unis, la même dynamique était observée pour les prix, avec un niveau d'inflation plus élevé qu'en zone euro. Les États-Unis et la zone euro se distinguaient de plus par des niveaux de chômage différents : 7,9 % au quatrième trimestre 2018 en zone euro et 3,8 % aux États-Unis.

Ces différences de cycle conjoncturel justifiaient une orientation divergente des politiques monétaires. La réserve fédérale avait effectivement initié la normalisation de sa politique à partir d'octobre 2014, ce qui s'est d'abord traduit par une stabilisation de la valeur nominale du bilan en milliards de dollars. La réduction de la taille *via* l'arrivée à échéance des titres a été amorcée trois ans plus tard (graphique 50). En poursuivant ce rythme – soit une baisse de l'ordre de 50 milliards par mois<sup>2</sup> – la taille du bilan atteindrait 2 300 milliards de dollars en fin d'année 2021, soit légèrement moins 10 % du PIB c'est-à-dire encore près de 4 points au-dessus du niveau d'avant-crise. Du côté des taux d'intérêt, la première hausse avait été décidée en décembre 2015. Le cycle de resserrement fut d'abord très graduel avant d'accélérer en 2018 avec 4 hausses en 2018.

Graphique 50. Perspectives d'évolution de la taille du bilan de la Réserve fédérale et de la BCE

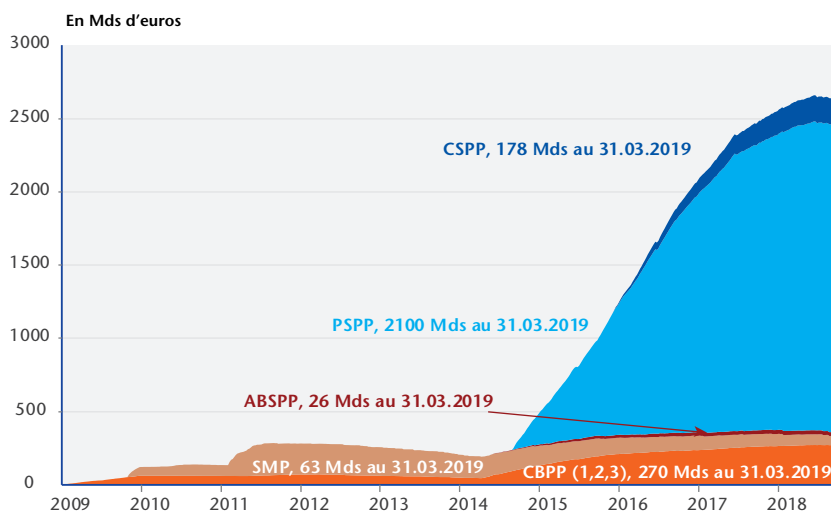


Sources : Réserve fédérale, BCE, calculs et prévision OFCE avril 2019.

2. Voir Blot, Creel et Hubert (2018).

Dans la zone euro, les achats nets de titres ont pris fin en décembre 2018. La taille du bilan devrait donc se stabiliser à compter de cette date. Jusqu'ici, Mario Draghi a indiqué que la BCE continuerait d'investir le principal et les intérêts des titres arrivant à maturité. La réduction du bilan débuterait bien après la première hausse des taux ; hausse qui ne devait initialement pas intervenir avant l'été 2019. Toutefois, les déclarations plus récentes de Mario Draghi indiquent que la date de première hausse des taux serait repoussée et, par voie de conséquence, la taille du bilan se stabiliserait autour de 4 600 milliards d'euros jusqu'en fin d'année 2021 au moins. En pourcentage du PIB, le bilan baisserait légèrement, passant de 39,5 % fin 2018 à 36,6 % fin 2021, soit encore 24 points au-dessus du niveau observé en 2007. La composition du portefeuille de titres détenus à des fins de politique monétaire dans le bilan de la BCE ne serait pas non plus fortement modifiée. Les titres public acquis dans le cadre du PSPP (*Public sector purchase programme*) représenteraient toujours l'essentiel des actifs, pour un montant supérieur à 2 000 milliards d'euros (graphique 51). Par contre, la part des titres acquis dans le cadre du programme SMP (*Securities market programme*), lancé en mai 2010, continuerait de baisser.

Graphique 51. Décomposition du stock d'actifs détenu par la BCE

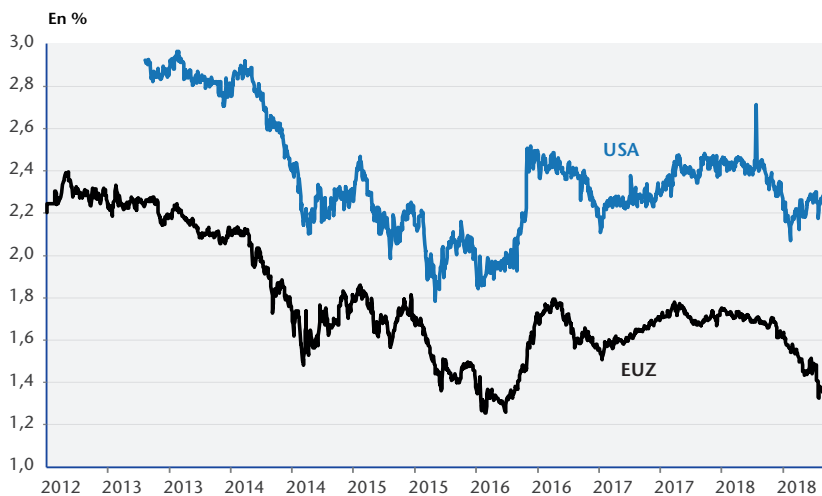


Source : BCE.

## ... à la grippe hivernale

Le ralentissement de l'activité plus marquée que ce qui avait été anticipé et le recul de l'inflation en fin d'année 2018 ont amené les banques centrales à modifier leur communication. Ainsi, lors de la réunion de la BCE du 7 mars 2019, Mario Draghi annonçait non seulement une nouvelle série d'opérations de refinancement ciblées (TLTRO pour *Targeted long-term refinancing operations*) et conditionnelles à l'octroi de crédits par les banques mais aussi le report de la hausse des taux qui n'interviendrait pas avant la fin de l'année 2019. Les prévisions d'inflation des économistes de la BCE ont largement donné du crédit à ce message avec une hausse de l'indice de prix dans la zone euro anticipée à 1,1 % pour 2019 puis 1,6 % en 2020 et même 1,5 % en 2021. Nos prévisions sont assez proches et suggèrent dans tous les cas que l'inflation resterait significativement inférieure à la cible de 2 %. Dans ces conditions, le taux ne serait pas relevé avant la fin de l'année 2021. Nous n'anticipons pas de réactivation des programmes d'achat d'actifs notamment parce que malgré la baisse de la croissance, le chômage poursuivrait sa décrue. La BCE se trouverait néanmoins dans une situation assez proche de celle de la Banque du Japon, confrontée à une croissance faible et une inflation qui ne revient pas vers la cible. De fait, une fois corrigée des fluctuations des prix de l'énergie et des biens alimentaires, l'inflation sous-jacente moyenne depuis 2014 est inférieure à 0,9 % et les anticipations d'inflation à long terme suggèrent l'absence d'un ancrage à la cible de 2 % (graphique 52).

Graphique 52. Anticipations d'inflation à long terme

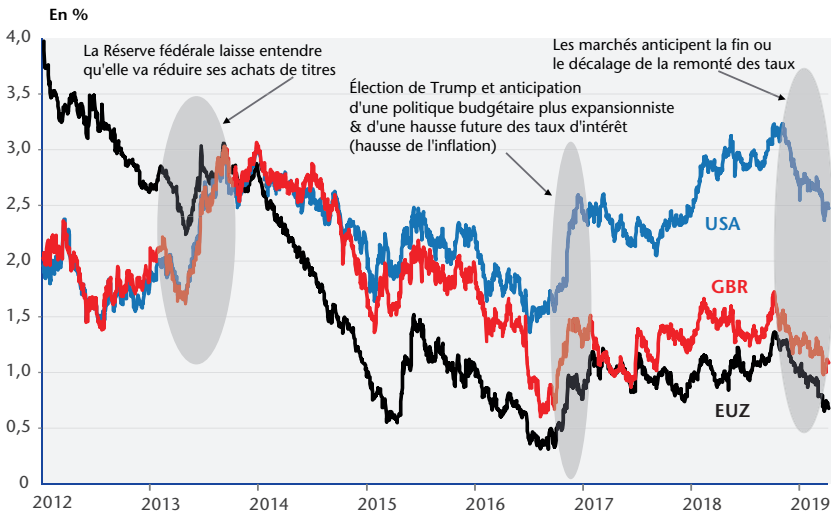


Source : Eikon Thomson Reuters.

Si la situation conjoncturelle est plus favorable aux États-Unis, il reste que la Réserve fédérale a également changé de ton indiquant non plus que le FOMC (Federal open-market committee) « s'attend à ce que de nouvelles augmentations progressives [] soient compatibles avec une expansion soutenue de l'activité économique »<sup>3</sup>, comme c'était le cas tout au long de l'année 2018, mais que « le comité serait patient... »<sup>4</sup>. Ce changement prononcé par Jerome Powell lors de la réunion du 30 janvier 2019 fut répété le 20 mars.

Cette communication a eu pour effet de détendre les taux longs publics américains qui sont ainsi passés de 3,2 % à 2,6 % entre novembre 2018 et mars 2019 (graphique 53). De fait, les marchés ont fortement révisé leurs anticipations sur le nombre de hausses de taux de politique monétaire pour l'année 2019, passant de 3 ou 4 hausses à 1, voire aucune hausse.

Graphique 53. Évolution des taux longs publics



Source : Eikon Thomson Reuters.

Étant donné la bonne santé de l'économie américaine, avec une croissance pour l'année 2019 prévue à 2,4 % dans notre scénario, nous anticipons une dernière hausse des taux qui porterait le taux court à 2,75 % (graphique 54), soit un niveau proche de ce qui semble être le

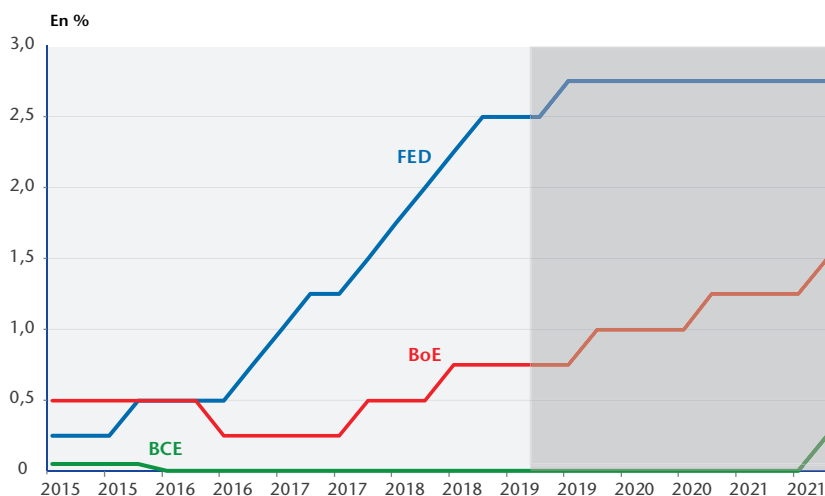
3. « The Committee expects that further gradual increases in the target range for the federal funds rate will be consistent with sustained expansion of economic activity ».

4. « The Committee will be patient as it determines what future adjustments to the target range ».



taux neutre pour le FOMC. Notons cependant qu'il y a une incertitude sur la mesure du taux neutre. De plus, en cas de dégradation plus rapide de l'activité, la Réserve fédérale pourrait également décider de baisser les taux. Inversement, une accélération de l'inflation se traduirait par une ou des hausses de taux supplémentaires.

Graphique 54. Taux directeur des banques centrales



Sources : BCE, BoE, Réserve fédérale, Prévision OFCE avril 2019.

Par conséquent, l'écart entre le taux aux États-Unis et dans la zone euro ne se réduirait pas d'ici la fin de l'année 2021. Néanmoins, la fin des opérations d'achat de titres en zone euro se traduirait par une hausse du taux implicite de politique monétaire. À court terme, l'effet lié à l'orientation plus expansionniste de la politique monétaire en zone euro maintiendrait le taux de change euro-dollar autour de 1,12 dollar pour un euro. Puis, l'euro s'apprécierait face au dollar, du fait du déficit courant américain et de l'excédent de la zone euro. L'euro se maintiendrait à moins de 1,15 dollar en 2019 avant de s'apprécier à partir de 2020 pour atteindre 1,30 dollar en 2021, se rapprochant ainsi de la valeur du taux d'équilibre estimé autour de 1,35 dollar<sup>5</sup>.

Au Royaume-Uni, les décisions de la Banque d'Angleterre seront conditionnées à l'issue et aux modalités du Brexit. Nous retenons l'hypothèse d'un accord qui serait finalement validé par le Parlement et lèverait les incertitudes économiques. À partir de ce moment, la

5. Voir Ducoudré, Timbeau et Villemot (2018).

Banque d'Angleterre monterait son taux directeur de façon graduelle, à raison d'une hausse par an en 2019, 2020 et 2021. Le taux atteindrait alors 1,5 % en fin d'année 2021, soit un niveau historiquement faible au regard de l'inflation – proche de 2 % – et d'un taux de chômage bas.

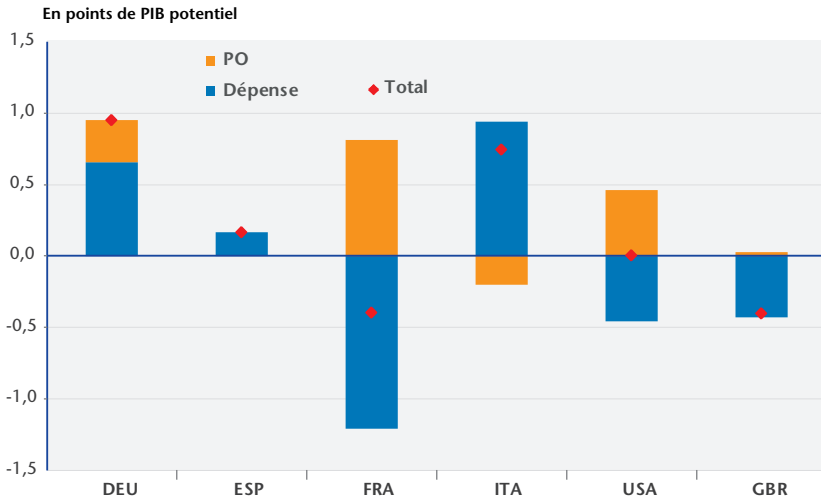
## 9. La politique budgétaire en soutien au pouvoir d'achat

---

**E**n 2018, les économies avancées ont remobilisé la politique budgétaire comme instrument de pilotage macroéconomique. Ceci est particulièrement vrai outre-Atlantique où l'application du programme économique de Donald Trump s'est traduit par une impulsion budgétaire conséquente de +1,4 point de PIB. Cette impulsion budgétaire reste tout de même bien inférieure à celle mise en œuvre pour répondre à la crise financière globale (+7 points d'impulsion cumulée en 2008 et 2009). En effet, la politique budgétaire n'est pas ici mobilisée pour répondre à un choc conjoncturel macroéconomique mais plutôt pour refléter les préférences de politique économique du président Trump. Dans la zone euro, la politique budgétaire a aussi affiché une orientation légèrement expansionniste (+0,2 point) après une consolidation moyenne de 0,6 point par an entre 2011 et 2017. Ce résultat d'ensemble est visible dans toutes les grandes économies de l'union monétaire sauf en France. Sur fond de *Brexit*, le Royaume-Uni a fait office d'exception et a maintenu une orientation restrictive (-0,3 point), même si l'ampleur de la consolidation britannique a été atténuée afin de stabiliser l'activité dans un contexte de croissance incertaine.

Le soutien budgétaire restera de mise au cours des prochaines années. Aux États-Unis, l'impulsion budgétaire sera particulièrement forte en 2019 (+0,8 point) et sera compensée en 2020 (-0,5 point) et en 2021 (-0,3 point). En zone euro, la politique budgétaire agrégée restera légèrement expansionniste en 2019 (+0,2 point) et en 2020 (+0,1 point) et retrouvera une orientation neutre en 2021. Enfin, au Royaume-Uni la politique budgétaire restera restrictive au cours des années 2019-2021 avec une restriction budgétaire cumulée de 0,4 point de PIB (graphique 55).

Graphique 55. Impulsion budgétaire cumulée (2019-2021)



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

## États-Unis : la « relance Trump » se poursuivra en 2019

En 2019, la politique budgétaire américaine gardera, pour la deuxième année consécutive, une orientation franchement expansionniste (+0,8 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 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).

Un changement d'orientation budgétaire est prévu pour 2020. La baisse de la fiscalité marquera une pause en 2020 (le taux de PO augmentera de +0,1 point) et un effort conséquent de maîtrise de la dépense primaire devrait être mis en œuvre, évalué à 0,4 point de PIB. En volume, la dépense publique primaire augmentera tout de même de 1,0 %, un niveau inférieur à celui de la croissance potentielle du PIB. Cet effort masque une augmentation des dépenses en infrastructures, plus que compensée par la baisse en volume des dépenses non militaires notamment en santé. La consolidation budgétaire devrait se poursuivre en 2021 selon l'information disponible à ce jour. L'impulsion budgétaire devrait être de -0,3 point de PIB à cet horizon et serait réalisée exclusivement à travers la dépense publique.

La consolidation budgétaire attendue pour 2020 et 2021 (-0,8 point cumulé) ne suffira pas pour effacer l'importante relance des deux années précédentes (+2,2 point de PIB). Dans ce contexte, le déficit public se creusera fortement, à des niveaux inédits hors période de crise ou de guerre. Il s'établira à 5,7 % du PIB en 2019 et n'engagera qu'une lente décroissance à 5,5 % en 2020 et à 5,4 % en 2021. La dette publique pourrait ainsi atteindre 110,3 % 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 peut amener à 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 très légèrement expansionniste en 2019 (+0,2 point de PIB d'impulsion budgétaire). L'impulsion budgétaire sera réalisée dans les plus grandes économies de l'union monétaire. Elle est visible en Allemagne (+0,3 point), en France (+0,2 point), en Italie (+0,4 point) et en Espagne (+0,4 point). *A contrario*, les plus petites économies de l'union monétaire mettront en place une politique plutôt restrictive, notamment en Autriche, Grèce et les Pays-Bas (-0,3 point dans chacun de ces pays) et dans une moindre mesure en Finlande (-0,2 point). Le soutien budgétaire français constitue la principale nouveauté par rapport à 2018. Il s'explique essentiellement par les mesures d'urgence mises en œuvre au mois de décembre pour répondre à la « crise des gilets jaunes ».

En 2020, l'impulsion budgétaire de l'ensemble de la zone euro restera légèrement positive (+0,1 point). L'Allemagne et l'Italie garderont une impulsion budgétaire positive d'une ampleur comparable à celle de 2019. Ailleurs, les Pays-Bas et la Belgique réaliseront une impulsion budgétaire positive. En revanche, la France (-0,2 point) et l'Espagne (-0,3 point) annoncent des efforts structurels plus conformes aux cibles préconisées par la gouvernance budgétaire européenne. En 2021, la politique budgétaire serait globalement neutre dans la zone euro. Ce résultat d'ensemble masque le maintien d'une politique budgétaire expansionniste en Allemagne (+0,3 point), le passage à une orientation plutôt neutre en Espagne et en Italie, et le retour de la consolidation budgétaire en France (-0,4 point). Toutefois, ces dernières prévisions 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.

Dans le détail, la politique budgétaire allemande restera expansionniste à horizon 2021, à un rythme proche à celui de 2018 (+0,3 point de PIB par an entre 2019 et 2021). Le soutien à la demande annoncé passerait par l'investissement public et les mesures en soutien au pouvoir d'achat des ménages – par le biais des prestations sociales ou de la fiscalité. 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 reste relativement prudente au vu de l'espace fiscal disponible. Même en tenant compte du ralentissement anticipé de la croissance et de l'impulsion budgétaire, la dette publique reste sur une dynamique de baisse rapide, qui devrait porter la dette publique à 52,5 % 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 7,6 milliards d'euros, soit 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). Ainsi le taux de prélèvements obligatoires pourrait augmenter légèrement en 2019 (+0,1 point). Pour 2020, l'impulsion budgétaire resterait de +0,4 point de PIB. À nouveau, la dépense publique sera mobilisée (+0,3 point) pour accroître le pouvoir d'achat des ménages avec la montée en charge des dispositifs introduits en 2019 (« *quota 100* » pour les retraites et « *revenu de citoyenneté* »). De même, la montée en charge de la « *flat tax* » aboutirait à une décruce de 0,1 point du taux de prélèvements obligatoires (PO), s'ajoutant ainsi à l'impulsion budgétaire. Enfin, la politique budgétaire serait neutre en 2021 avec une stabilité des PO et une dépense publique en volume quasiment stable. Dans ce contexte, le déficit public italien devrait augmenter à 2,5 % en 2019 du PIB (après 2,0 % en 2018) et frôler la barre des 3 % en 2020-2021 (2,8 % attendu en 2020 et 2,7 % en 2021). La dette publique augmenterait sensiblement et pourrait atteindre 135,8 % 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, le gouvernement

minoritaire de P. Sanchez n'a pas réussi à faire voter les mesures de financement qui étaient initialement prévues. Dans ce contexte, l'impulsion budgétaire sera positive dans l'attente des élections du 28 avril 2019. Pour 2020 une consolidation budgétaire plus proche de la norme de la gouvernance budgétaire européenne est attendue (-0,3 point), tandis que l'orientation de la politique budgétaire serait neutre en 2021. Ces deux dernières prévisions sont issues du Programme de stabilité de 2018, présenté par le gouvernement Rajoy. Avec la tenue de nouvelles élections, ces engagements peuvent évoluer même si un gouvernement sans majorité parlementaire peut à nouveau émerger, empêchant des changements de cap budgétaire. Malgré l'absence d'ajustement budgétaire, le déficit devrait poursuivre sa décroissance pour s'établir à 1,3 % du PIB à 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 à la crise des « gilets jaunes ». Par ailleurs, les agrégats de finances publiques seront fortement impactés par les effets comptables de la transformation de 6 points de CICE en baisse de cotisations sociales employeurs. Hors double effet de la bascule CICE, 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. En matière fiscale, les ménages bénéficieront notamment de la matérialisation des effets pleins des baisses de cotisations salariales en 2019 par rapport à 2018, la poursuite de l'exonération de taxe d'habitation, la défiscalisation des heures supplémentaires et de la baisse de la CSG pour certains retraités. Malgré la forte revalorisation de la Prime d'activité décidée au mois de décembre, un effort non négligeable sera fait sur la dépense primaire (de 0,2 point de PIB structurel). Si les ménages peuvent pâtir de certaines mesures d'économies en dépenses publiques, notamment de la sous-indexation de certaines prestations sociales, dans l'ensemble la politique budgétaire de 2019 se caractérise par son soutien franc au pouvoir d'achat des ménages à hauteur de 12 milliards d'euros (soit 0,4 point de PIB et 0,8 point de RDB).

Si des fortes incertitudes persistent sur la politique budgétaire qui sera mise en place en 2020 et 2021, un retour de l'ajustement budgétaire est attendu en France. En 2020, les baisses structurelles de PO vont se poursuivre (de 0,4 point de PIB). Toutefois, l'effort annoncé sur la dépense publique primaire est d'une ampleur historique de 0,5 point

de PIB. Ainsi une impulsion budgétaire de -0,2 point de PIB est attendue pour 2020. En 2021, les mesures en PO prévues seraient négligeables, tandis qu'un fort ajustement de la dépense primaire serait maintenu. Dans ce contexte, le déficit public français pourrait augmenter ponctuellement en 2019 (à 3,1 % du PIB) mais une fois l'effet ponctuel de la bascule CICE passé, le déficit diminuera fortement pour atteindre 1,6 % en 2021, son plus bas niveau en vingt ans. Dans ce contexte, la dette publique devrait entamer sa décline à partir de 2020. Ce scénario est compatible avec l'arrêt définitif des hausses de taxation écologique mais peut évoluer significativement selon les nouvelles annonces consécutives au « Grand Débat National ».

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

La politique budgétaire britannique restera restrictive entre 2019 et 2021. Sur l'ensemble des trois années l'ajustement cumulé sera de 0,4 point de PIB. Cette restriction serait de moindre ampleur qu'au cours des trois dernières années (où elle a représenté environ 2,4 points de PIB en cumulé de 2015 à 2018). Le gouvernement garde ainsi le cap sur la maîtrise des déficits mais il en ralentit le rythme alors que les incertitudes associées au déroulement du *Brexit* sont un facteur de risque sur la croissance britannique. Au cours des trois prochaines années, l'ajustement se fera principalement par la maîtrise des dépenses, hors investissement public. Selon nos hypothèses de croissance, le déficit public resterait quasiment stable autour de 1,1 % du PIB permettant à la dette publique de diminuer à horizon 2021.

### 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 passées<sup>1</sup>.

---

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



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 nul sur le taux de croissance malgré une relance massive. En revanche, le soutien à la croissance serait non négligeable en France (+0,5 point), en Espagne (+0,5 point) et en Italie (+0,3 point). En 2020, seule l'Italie garderait une contribution positive de la politique budgétaire à la croissance (+0,2 point), alors que l'impact serait négatif en France (-0,2 point), en Espagne (-0,3 point) et aux États-Unis (-0,4 point) en lien avec le début d'une nouvelle phase d'ajustement. 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. 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, le soutien à la croissance américaine aurait été de 0,9 point en 2018 et légèrement positif en 2019. Au total, une impulsion budgétaire de 2,3 points n'aura qu'un effet proche de 1 point sur le PIB à horizon 2019, suggérant un effet multiplicateur faible. 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.

Une situation différente est observée en Espagne. En 2019, la forte impulsion budgétaire ibérique (0,4 point de PIB) mobilisera essentiellement des instruments qui augmentent le pouvoir d'achat des ménages. Comme les tensions sur l'appareil productif sont faibles, ceci se traduira par un surplus de croissance important (+0,5 point). De même, la forte consolidation budgétaire anticipée pour 2020 aura à nouveau un fort effet sur le PIB (-0,4 point de PIB). En Italie, la forte impulsion budgétaire de 2019, sera aussi mise en œuvre dans un contexte où *l'output gap* reste ouvert. Dans ce contexte, les mesures qui augmenteront le revenu des ménages auront un impact significatif sur le PIB. En revanche, une partie de la baisse des PO sur les entreprises aura un effet qu'à moyen terme. Ainsi, le surplus de croissance attendu est de 0,3 point, chiffre légèrement inférieur à celui de l'impulsion budgétaire (0,4 point). Pour 2020, l'impulsion budgétaire sera identique à celle de 2019 mais avec des baisses de fiscalité des entreprises plus importantes à faible impact immédiat. Au total, en 2020, la politique budgétaire aura un impact sur la croissance transalpine légèrement plus faible, de 0,2 point de PIB.

En France, la politique budgétaire aura un impact franchement positif sur l'activité en 2019. Les mesures prises depuis le début du quinquennat augmenteraient sensiblement la croissance, de 0,4 point de PIB, en particulier sous l'effet des mesures décidées à la suite de la crise des « gilets jaunes » qui amélioreraient le taux de croissance du PIB 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 et en 2021, la politique budgétaire pèserait légèrement sur la croissance. Les mesures passées n'apporteront plus de soutien à l'activité tandis que les mesures contemporaines pénalisent 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. Ainsi, en 2020 et en 2021, la croissance sera amputée de 0,2 point par an en lien avec la politique budgétaire nationale.

Tableau 6. Impulsion budgétaire et comptes publics

	Impulsion budgétaire (en pts de PIB potentiel)			Solde public (en pts de PIB)			Dette publique (en pts de PIB)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
DEU	0,3	0,3	0,3	1,2	0,7	0,3	57,4	54,8	52,5
ESP	0,4	-0,3	0,0	-2,2	-1,6	-1,3	96,2	94,3	92,2
FRA	0,2	-0,2	-0,4	-3,1	-2,0	-1,6	99,0	98,9	98,0
ITA	0,4	0,4	-0,1	-2,5	-2,8	-2,7	133,6	134,4	135,8
EUZ	0,2	0,1	0,0	-0,9	-0,8	-0,8	87,7	86,0	83,0
USA	0,8	-0,5	-0,3	-5,7	-5,5	-5,4	106,5	108,6	110,3
GBR	-0,1	-0,2	-0,1	-1,2	-1,1	-1,1	84,4	83,4	81,9

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

Enfin au Royaume-Uni, la politique budgétaire aura un impact nul sur la croissance en 2019 mais amputera l'activité de 0,1 point en 2020 pour retrouver un effet neutre en 2021. En effet, si l'impulsion budgétaire sera négative au cours de ces trois années, elle le sera dans un contexte où l'écart de production est nul. Ainsi, les effets récessifs des économies budgétaires sur la dépense publique primaire se dissiperont rapidement : les effets des mesures passées contrecarreront les effets de la politique contemporaine.

## 10. ANNEXE TABLEAUX

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

	2018				2019				2020				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>Taux de change <sup>1</sup></b>																	
1 €=...dollars	1,22	1,20	1,16	1,14	1,14	1,12	1,12	1,15	1,20	1,20	1,20	1,25	1,12	1,18	1,13	1,21	1,30
1 \$=...yens	110	108	111	113	110	110	110	110	110	110	110	110	112,6	110,6	110,1	110,0	110,0
1 £=...euros	1,13	1,14	1,12	1,13	1,14	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,13	1,15	1,15	1,15
<b>Taux d'intérêt directeurs des banques centrales<sup>1</sup></b>																	
USA	1,53	1,80	2,01	2,33	2,50	2,50	2,67	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	1,10	1,92	2,61	2,75	2,75
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	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,06
GBR	0,25	0,25	0,67	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25	0,25	0,48	0,81	1,06	1,44
<b>Taux d'intérêt à 10 ans<sup>1</sup></b>																	
USA	2,91	3,00	3,00	3,11	2,88	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	2,7	3,00	3,11	3,20	3,20
JPN	0,06	0,04	0,10	0,12	-0,04	-0,08	-0,05	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,08	-0,04	0,0	0,0
EUZ	1,16	1,22	1,30	1,42	1,17	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,2	1,27	1,22	1,40	1,40
GBR	1,42	1,51	1,40	1,42	1,32	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2	1,44	1,32	1,32	1,32
<b>Matières premières</b>																	
Prix du pétrole Brent, en \$ <sup>1</sup>	66,9	74,4	75,2	67,3	62,6	65,0	63,0	63,0	63,0	63,0	64,0	65,0	54,3	70,9	63,4	63,7	66,5
Prix du pétrole Brent, en € <sup>1</sup>	54,8	61,8	64,6	58,8	54,7	58,0	56,3	54,8	52,5	52,5	53,3	52,0	48,3	60,0	55,9	52,6	51,1
Matières premières industrielles <sup>2</sup>	256,5	274,9	281,0	261,8	237,6	238	234	232	230	233	236	239	217,5	268,5	235,4	234,5	240,5

1. Moyenne sur la période.

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

Sources : Taux de change et pétrole : relevé des cotations quotidiennes. Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Prévision OFCE avril 2019.

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

Millions de barils/jour sauf mention contraire, cvs

	2018				2019				2020				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>Demande mondiale</b>	<b>99,5</b>	<b>99,8</b>	<b>100,0</b>	<b>100,5</b>	<b>100,9</b>	<b>101,0</b>	<b>101,3</b>	<b>101,5</b>	<b>101,7</b>	<b>102,1</b>	<b>102,5</b>	<b>102,8</b>	<b>98,5</b>	<b>99,9</b>	<b>101,2</b>	<b>102,3</b>	<b>103,4</b>
En taux de croissance <sup>1</sup>													1,6	1,5	1,2	1,1	1,1
PIB mondial <sup>1</sup>													3,5	3,3	3,1	3,0	3,0
Intensité pétrolière <sup>1</sup>													-1,9	-1,7	-1,9	-1,9	-1,9
<b>Production mondiale</b>	<b>99,5</b>	<b>100,1</b>	<b>101,0</b>	<b>101,4</b>	<b>100,5</b>	<b>101,1</b>	<b>101,6</b>	<b>102,0</b>	<b>102,0</b>	<b>102,2</b>	<b>102,4</b>	<b>102,6</b>	<b>98,0</b>	<b>100,5</b>	<b>101,3</b>	<b>102,3</b>	<b>103,5</b>
Dont OPEP	37,5	37,1	37,1	37,4	36,2	36,2	36,2	36,2	36,1	36,1	36,0	36,0	37,3	37,3	36,2	36,1	36,4
Non OPEP	62,0	63,0	63,9	64,0	64,3	64,8	65,4	65,7	65,9	66,1	66,4	66,6	60,7	63,2	65,1	66,2	67,1
<b>Variation de Stock</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>
Dont OCDE	-0,4	-0,3	0,3	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Prix du pétrole Brent en \$<sup>2</sup></b>	<b>66,9</b>	<b>74,4</b>	<b>75,2</b>	<b>67,3</b>	<b>62,5</b>	<b>65,0</b>	<b>63,0</b>	<b>63,0</b>	<b>63,0</b>	<b>63,0</b>	<b>64,0</b>	<b>65,0</b>	<b>54,3</b>	<b>70,9</b>	<b>63,4</b>	<b>63,8</b>	<b>67,0</b>
Prix des matières premières industrielles <sup>2</sup>	8,4	7,2	2,2	-6,8	-9,3	0,2	-1,7	-0,9	-0,9	1,3	1,3	1,3	20,5	23,5	-12,3	-0,4	2,6
Taux de change 1 € = ...\$	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,1	1,2	1,1	1,2	1,3
Prix du Brent en €	54,8	61,8	64,7	59,0	54,7	58,0	56,3	54,8	52,5	52,5	53,3	52,0	48,3	60,1	55,9	52,6	51,5

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 avril 2019.

## A3. États-Unis : résumé des prévisions

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

	2018				2019				2020				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>PIB</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>
<b>PIB par habitant</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>1,5</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>
<b>Consommation des ménages</b>	0,1	0,9	0,9	0,7	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,5	0,6	2,5	2,6	3,0	2,0	2,3
<b>Consommation publique</b>	0,4	0,5	0,5	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	-0,1	1,2	0,9	0,8	1,2
<b>FBCF totale dont :</b>	2,1	1,7	0,3	1,1	1,0	0,8	0,7	0,5	0,5	0,4	0,3	0,2	4,9	5,6	3,5	1,8	0,7
<b>Production privée</b>	2,8	2,1	0,6	1,5	1,3	1,0	0,8	0,5	0,5	0,3	0,2	0,1	5,3	7,0	4,6	1,9	0,2
<b>Logement</b>	-0,9	-0,3	-0,9	-0,9	-0,2	0,0	0,2	0,4	0,4	0,4	0,6	0,7	3,3	-0,2	-1,2	1,6	3,0
<b>Administrations publiques</b>	0,4	1,3	1,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,0	2,7	1,7	1,2	1,3
<b>Exportations de biens et services</b>	0,9	2,2	-1,2	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,60	0,8	0,8	0,8	3,0	3,9	1,4	2,6	3,0
<b>Importations de biens et services</b>	0,7	-0,1	2,2	0,7	1,3	1,3	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	4,6	4,6	4,8	4,2	3,4
<b>Contributions :</b>																	
<b>Demande intérieure hors stocks</b>	0,5	1,1	0,8	0,7	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	2,6	3,1	2,9	2,0	2,0
<b>Variations de stocks</b>	0,1	-0,4	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,0	0,0
<b>Commerce extérieur</b>	0,0	0,3	-0,6	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,3	-0,7	-0,4	-0,3
<b>Prix à la consommation (IPCH) *</b>	1,9	2,2	2,2	1,9	1,7	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	2,0	1,7	1,7	1,7
<b>Taux de chômage</b>	4,1	3,9	3,8	3,8	3,7	3,7	3,8	3,92	4,0	4,1	4,2	4,2	4,4	3,9	3,8	4,2	4,3
<b>Solde courant, en % du PIB</b>													-2,3	-2,3	-2,6	-2,6	-2,5
<b>Solde public, en % du PIB</b>													-4,2	-5,2	-5,7	-5,5	-5,4
<b>Dette publique, en % du PIB</b>													105,2	105,2	106,5	108,6	110,3
<b>Impulsion budgétaire, en points de PIB</b>													-0,9	1,4	0,8	-0,5	-0,3
<b>PIB zone euro</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>

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

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

## A4. Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2018				2019				2020				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>PIB</b>	0,4	0,4	0,1	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	2,5	1,8	1,3	1,5	1,4
<b>PIB par habitant</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>2,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>
Consommation des ménages	0,5	0,2	0,1	0,2	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	1,8	1,3	1,4	1,4	1,3
Consommation publique	0,0	0,4	0,1	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	1,2	1,0	1,6	1,4	1,2
FBCF totale dont :	0,0	1,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	2,9	3,1	2,4	2,3	2,2
Productive hors bâtiment	-0,4	1,7	1,8	-0,4	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	2,9	3,6	1,6	1,4	0,9
Logement	0,5	1,1	0,8	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	5,0	3,6	2,5	2,5	2,6
Construction	0,6	1,2	-1,3	2,2	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	3,0	2,3	2,7	2,1	2,0
Exportations de biens et services	-0,7	1,1	0,2	1,0	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	5,5	3,0	2,0	2,0	2,5
Importations de biens et services	-0,5	1,3	1,1	0,7	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	4,1	2,9	2,6	2,4	2,7
<b>Contributions :</b>																	
Demande intérieure hors stocks	0,3	0,5	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,8	1,5	1,6	1,6	1,4
Variations de stocks	0,2	-0,1	0,3	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0
Commerce extérieur	-0,1	0,0	-0,4	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	0,2	-0,2	-0,1	0,0
Prix à la consommation (IPCH)*	1,3	1,7	2,1	1,9	1,6	1,4	1,2	1,4	1,3	1,3	1,3	1,4	1,5	1,8	1,4	1,4	1,5
Taux de chômage	8,5	8,3	8,0	7,9	7,9	7,8	7,8	7,8	7,7	7,7	7,6	7,6	9,1	8,2	7,8	7,6	7,5
Solde public, en % du PIB													-1,0	-0,6	-0,9	-0,8	-0,8
Dette publique, en % du PIB													90,8	89,2	87,7	86,0	83,0
Impulsion budgétaire, en points de PIB													0,1	0,2	0,2	0,1	0,0
<b>PIB États-Unis</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>

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

Sources : Eurostat, prévision OFCE avril 2019.

## A5. Allemagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2018				2019				2020				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>PIB</b>	0,4	0,5	-0,2	0,0	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	2,5	1,5	0,9	1,3	1,3
<b>PIB par habitant</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>2,1</b>	<b>1,2</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>
<b>Consommation des ménages</b>	0,4	0,2	-0,3	0,2	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	2,0	0,9	1,2	1,2	1,1
<b>Consommation publique</b>	-0,4	0,8	-0,3	1,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	1,6	1,0	2,8	2,3	1,8
<b>FBCF totale dont :</b>	1,1	0,6	0,4	0,9	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	3,6	2,7	2,2	1,9	1,5
Productive privée	0,9	0,3	-0,3	1,5	0,1	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	3,2	2,5	1,5	1,0	0,8
Logement	0,5	1,5	1,3	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	3,8	3,0	3,5	2,9	2,1
Administrations publiques	3,7	-0,1	1,8	-1,7	1,2	1,2	1,2	1,2	1,0	1,0	0,8	0,8	5,3	3,8	2,6	4,2	3,3
<b>Exportations de biens et services</b>	-0,2	0,8	-0,9	0,7	0,1	0,1	0,3	0,4	0,4	0,6	0,7	0,7	5,3	2,2	0,6	1,8	2,7
<b>Importations de biens et services</b>	-0,3	1,5	1,3	0,7	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	5,3	3,4	2,7	2,5	2,9
<b>Contributions :</b>																	
Demande intérieure hors stocks	0,4	0,4	-0,1	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	2,1	1,2	1,6	1,5	1,3
Variations de stocks	0,0	0,3	0,9	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,1	0,0	0,0
Commerce extérieur	0,0	-0,3	-1,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,4	-0,9	-0,2	0,1
<b>Prix à la consommation (IPCH)*</b>	1,5	1,9	2,2	2,1	1,6	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7	1,9	1,6	1,5	1,6
<b>Taux de chômage</b>	3,3	3,2	3,2	3,1	3,1	3,2	3,3	3,4	3,5	3,5	3,5	3,6	3,5	3,2	3,3	3,5	3,8
<b>Solde courant, en % du PIB</b>													8,0	7,3	6,6	6,6	6,4
<b>Solde public, en % du PIB</b>													1,0	1,7	1,2	0,7	0,3
<b>Dette publique, en % du PIB</b>													63,9	60,1	57,4	54,8	52,5
<b>Impulsion publique, en points de PIB</b>													0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>PIB zone euro</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>

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

Sources : Bundesbank, Statistisches Bundesamt, prévision OFCE avril 2019.



## A6. France : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2018				2019				2020				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>PIB</b>	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	2,3	1,6	1,5	1,4	1,2
<b>PIB par habitant</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>
Consommation des ménages	0,3	-0,1	0,4	0,0	0,5	0,6	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	1,2	0,9	1,6	1,6	1,3
Consommation publique	0,1	0,3	0,2	0,4	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	1,4	1,1	1,0	0,7	0,7
<b>FBCF totale dont :</b>	<b>0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>4,7</b>	<b>2,9</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>
<i>Entreprises non financières (SNFEI)</i>	0,1	1,3	1,7	0,3	0,6	0,7	0,7	0,5	0,5	0,4	0,3	0,2	4,4	3,9	3,0	1,9	1,1
<i>Ménages</i>	0,4	0,1	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,3	0,2	5,6	1,8	-0,2	0,6	1,1
<i>Administrations publiques</i>	0,0	0,5	0,0	1,0	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	1,6	0,9	2,7	3,2	3,2
Exportations de biens et services	-0,6	0,3	0,6	2,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	4,7	3,3	3,1	1,7	1,9
Importations de biens et services	-0,7	0,7	-0,2	1,3	0,9	0,9	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	4,1	1,3	3,1	1,9	1,8
<b>Contributions :</b>																	
Demande intérieure hors stocks	0,2	0,2	0,5	0,2	0,4	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	2,0	1,4	1,6	1,4	1,2
Variations de stocks	0,0	0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,4	0,0	0,1	0,0
Commerce extérieur	0,0	-0,1	0,3	0,3	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,6	-0,1	-0,1	0,0
Déflateur de la consommation	0,6	0,4	0,3	0,1	0,1	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	1,3	1,5	1,1	1,3	1,5
Revenu disponible brut	0,0	1,2	0,7	1,3	1,0	0,3	0,9	0,8	0,1	0,7	0,7	1,2	2,7	2,7	3,6	2,5	2,6
Taux d'épargne des ménages (en % du RDB)	13,6	14,4	14,3	15,3	15,6	15,0	14,9	15,0	14,6	14,6	14,7	15,1	14,2	14,4	15,1	14,7	14,5
Taux de chômage (en % de la pop. active)	9,2	9,1	9,1	8,8	8,8	8,7	8,7	8,7	8,6	8,5	8,5	8,4	9,4	9,1	8,7	8,6	8,4
Taux de marge des SNF (EBE / VA, en %)	32,0	31,6	31,7	31,8	32,6	33,0	33,1	33,3	31,9	31,8	31,6	31,7	32,0	31,8	33,0	31,7	31,7
Solde public, en % du PIB													-2,8	-2,5	-3,1	-2,0	-1,6
Dettes publique, en % du PIB													98,4	98,4	99,0	98,9	98,0
Impulsion budgétaire, en points de PIB*													0,0	-0,2	0,2	-0,2	-0,4
<b>PIB zone euro</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>

\* Mesurée comme l'effort budgétaire structurel.

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

## A7. Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2018				2019				2020				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>PIB</b>	0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,8	0,1	0,6	0,3	0,8
<b>PIB par habitant</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,9</b>
Consommation des ménages	0,3	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,6	0,7	0,8	0,4	0,6
Consommation publique	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,2	0,2
FBCF totale dont :	-1,3	2,5	-1,3	0,3	-0,5	-0,3	-0,1	0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	3,2	-0,5	0,6	0,1	3,2
productive	-1,8	2,9	-2,0	0,4	-0,7	-0,5	-0,2	0,2	0,3	0,4	0,2	0,1	3,2	-1,1	0,6	0,1	3,2
logement	0,3	1,1	0,7	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	3,4	1,2	0,7	0,5	3,4
Exportations de biens et services	-2,0	0,7	1,0	1,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,5	1,4	2,5	1,7	1,6	1,4
Importations de biens et services	-2,0	1,8	0,4	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,8	2,2	1,7	1,6	1,8
<i>Contributions :</i>																	
Demande intérieure hors stocks	-0,1	0,5	-0,2	0,1	0,0	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	1,0	0,4	0,6	0,2	1,0
Variations de stocks	0,3	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,1
Commerce extérieur	0,0	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
Prix à la consommation (IPCH) <sup>1</sup>	0,9	1,0	1,7	1,5	1,0	1,2	1,1	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	1,3	1,0	0,8	1,0	1,3
Taux de chômage	10,9	10,7	10,3	10,6	10,6	10,6	10,5	10,5	10,5	10,4	10,4	10,4	10,6	10,5	10,4	10,5	10,6
Solde courant, en % de PIB													1,7	1,5	1,5	1,4	1,7
Solde public, en % de PIB													-2,0	-2,5	-2,8	-2,7	-2,0
Dettes publiques, en % du PIB													132,1	133,6	134,4	135,8	132,1
Impulsion budgétaire, en points de PIB													0,2	0,4	0,4	-0,1	0,2
<b>PIB zone euro</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>

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

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

## A8. Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2018				2019				2020				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>PIB</b>	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	3,0	2,6	2,1	1,8	1,6
<b>PIB par habitant</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>2,8</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>
Consommation des ménages	0,9	0,1	0,6	0,4	0,7	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	2,5	2,3	2,0	2,0	1,7
Consommation publique	0,6	0,3	0,8	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	1,9	2,1	2,0	1,8	1,6
<b>FBCF totale<sup>1</sup> dont :</b>	1,2	3,2	0,2	-0,2	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	4,8	5,3	2,4	2,6	2,4
Productive	0,5	4,3	-0,2	-0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3	3,4	4,6	1,9	1,7	1,3
Logement	3,0	0,4	1,2	-0,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	9,0	6,9	3,7	4,9	4,9
Exportations de biens et services	1,0	0,1	-0,8	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	5,2	2,3	1,1	1,8	2,0
Importations de biens et services	1,8	0,8	-0,9	0,0	0,5	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	5,6	3,5	1,2	2,8	2,8
<b>Contributions :</b>																	
Demande intérieure hors stocks	0,9	0,8	0,5	0,2	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	2,8	2,8	2,0	2,0	1,7
Variations de stocks	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0
Commerce extérieur	-0,2	-0,2	0,0	0,3	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,0	-0,2	-0,1
<b>Prix à la consommation (IPCH)<sup>2</sup></b>	1,1	1,8	2,3	1,8	0,6	1,4	1,2	1,0	1,2	1,0	1,0	1,1	2,0	1,7	1,0	1,1	1,2
<b>Taux de chômage</b>	16,7	15,3	14,6	14,4	14,2	14,0	13,7	13,5	13,2	12,9	12,8	12,6	17,2	15,3	13,8	12,9	12,2
<b>Solde courant, en % de PIB</b>													1,8	0,8	0,6	0,3	0,2
<b>Solde public, en % de PIB</b>													-3,1	-2,6	-2,2	-1,6	-1,3
<b>Dette publique, en % de PIB</b>													98,1	97,4	96,2	94,3	92,2
<b>Impulsion budgétaire, en points de PIB</b>													-0,2	0,6	0,4	-0,3	0,0
<b>PIB zone euro</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>

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

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

Sources : INE, prévision OFCE avril 2019

## A9. Royaume-Uni : résumé des prévisions

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

	2018				2019				2020				2017	2018	2019	2020	2021
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>PIB</b>	0,1	0,4	0,7	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	1,6	1,4	1,0	1,1	1,4
<b>PIB par habitant</b>	-0,1	0,2	0,5	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1,0	0,7	0,3	0,4	0,7
<b>Consommation des ménages <sup>1</sup></b>	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	1,8	1,6	0,9	1,1	1,3
<b>Consommation publique</b>	0,1	-0,4	-0,3	1,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,0	0,8	2,2	1,4	1,8
<b>FBCF totale <sup>2</sup> dont :</b>	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,6	-0,2	-0,1	0,2	0,3
<b>Productive privée</b>	-0,6	-0,4	-0,6	-0,9	-1,6	-0,2	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	2,4	-2,6	-1,4	1,8	2,4
<b>Logement</b>	-0,4	0,1	0,6	-1,1	-0,6	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	7,2	-0,9	-0,3	0,6	0,8
<b>Administrations publiques</b>	-1,6	-0,9	6,3	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5	4,9	4,4	0,8	2,2	2,2
<b>Exportations de biens et services</b>	-1,3	-1,0	0,9	1,6	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	3,4	0,2	0,4	0,6	1,2
<b>Importations de biens et services</b>	-0,6	0,4	0,7	2,1	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	1,8	2,6	1,2	0,7	1,2
<b>Contributions :</b>																	
<b>Demande intérieure hors stocks</b>	0,2	0,2	0,3	0,3	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,8	1,0	0,8	1,2	1,4
<b>Variations de stocks</b>	0,1	0,7	0,3	0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	1,1	0,4	0,0	0,0
<b>Commerce extérieur</b>	-0,2	-0,4	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	-0,7	-0,2	-0,1	0,0
<b>Prix à la consommation (IPCH) <sup>3</sup></b>	2,7	2,4	2,5	2,3	2,5	2,0	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	3,0	2,3	1,7	1,8	1,9
<b>Taux de chômage <sup>4</sup></b>	4,1	4,0	4,0	4,0	4,0	4,1	4,1	4,2	4,2	4,1	4,1	4,1	4,3	4,0	4,1	4,1	4,0
<b>Solde courant, en % du PIB</b>	-3,4	-3,3	-4,3	-4,4	-4,4	-4,4	-4,3	-4,3	-4,3	-4,3	-4,2	-4,2	-3,3	-3,9	-4,4	-4,2	-4,1
<b>Solde public <sup>5</sup>, en % du PIB</b>													-1,9	-1,3	-1,2	-1,1	-1,1
<b>Dettes publiques, en % du PIB</b>													85,9	85,5	84,4	83,4	81,9
<b>Impulsion budgétaire, en points de PIB</b>													-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1
<b>PIB zone euro</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>

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

Sources : ONS (Quarterly National Accounts, Quarter 2 2018, 20 mars 2018), prévision OFCE avril 2019.

### A10. Amérique latine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

Sources : FMI, calculs et prévision OFCE avril 2019.

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

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

Sources : CEIC, calculs et prévision OFCE avril 2019.

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

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Pologne</b>	45	4,8	5,1	3,4	3,0	3,3
<b>Roumanie</b>	18	6,8	4,1	3,8	3,3	3,3
<b>République Tchèque</b>	15	4,5	3,0	2,8	2,6	2,7
<b>Hongrie</b>	12	4,4	5,0	3,5	3,0	3,0
<b>Bulgarie</b>	6	3,8	3,3	3,0	3,5	3,8
<b>Croatie</b>	4	2,9	2,6	2,1	1,9	1,7
<b>NEM-6</b>	<b>100</b>	<b>4,9</b>	<b>4,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>

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

