

CROISSANCE SOUS TENSIONS

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

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

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

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

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

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

1. Synthèse du scénario : Croissance sous tensions 19

Parties thématiques

2. Tour du monde de la situation conjoncturelle 39

États-Unis : attention au retour de flamme 39

Allemagne : au-delà du potentiel 44

Italie : passage en force 48

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

Royaume-Uni : à l'heure du Brexit 61

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

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

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

5. Stabilité sur fond de tensions géopolitiques 93

6. L'inflation se dérobe 101

7. Politique monétaire – Concordance des cycles 109

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

9. Tensions financières dans les pays émergents 129

10. Endettement public et privé : état des lieux 141

ANNEXE (tableaux)

A1. Principales hypothèses 149

A2. Équilibre sur le marché pétrolier 150

A3. États-Unis 151

A4. Zone euro 152

A5. Allemagne 153

A6. France 154

A7. Italie 155

A8. Espagne 156

A9. Royaume-Uni 157

A10. Asie 158

A11. Amérique latine 158

A12. Nouveaux États membres de l'Union 158

1. Synthèse : Croissance sous tensions

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

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

Tableau 1. Scénario de croissance mondiale

Taux de croissance en %

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

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

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

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

4. Communauté des États indépendants.

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

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

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

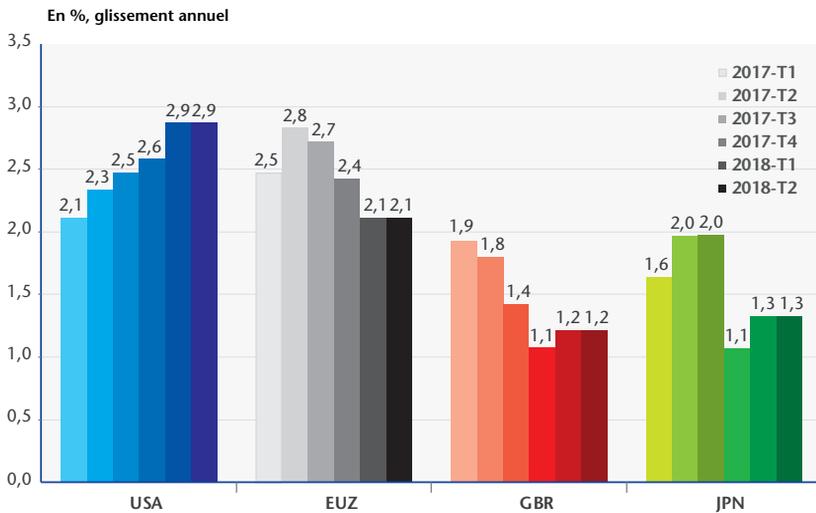
Prémises d'un ralentissement ?

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

Au sein de la zone euro, la contribution à la croissance des deux plus grandes économies a reculé (graphique 2). La trajectoire de croissance de la France au premier semestre traduit un décrochage spécifique lié à l'effet du choc fiscal du début d'année défavorable au pouvoir d'achat des ménages et à la hausse du prix de l'énergie¹. En Allemagne, le ralentissement est lié à une contribution négative du commerce extérieur au cours du premier semestre 2018 tandis que les différentes composantes de la demande intérieure sont restées bien orientées.

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

Graphique 1. Croissance du PIB des pays industrialisés

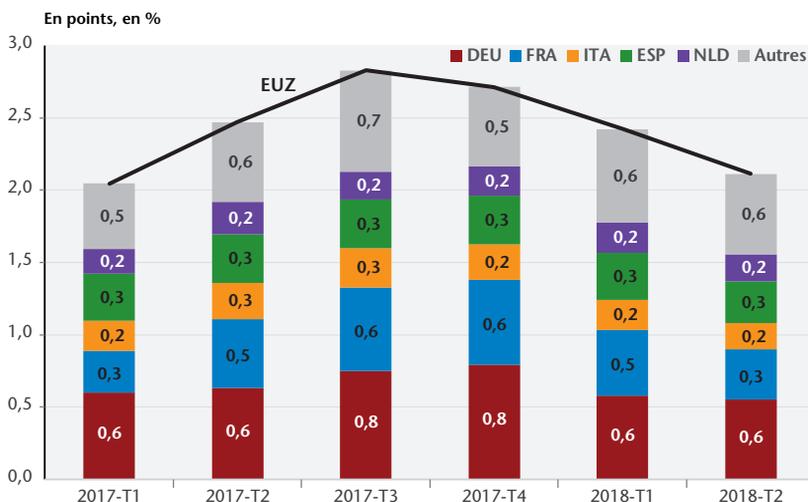


Source : Comptes nationaux.

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

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

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



Source : Eurostat.

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

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

La croissance observée dans les principales économies mondiales ces dernières années a permis de réduire les écarts de production qui étaient devenus négatifs à partir de 2008. En Allemagne et aux États-Unis, ces écarts sont désormais nuls, voire positifs selon la plupart des institutions internationales². Partant de ce diagnostic, les sources de la croissance dépendent essentiellement de la croissance potentielle et des chocs positifs ou négatifs qui affectent ces économies. Pour la France, l'Italie, l'Espagne et le Royaume-Uni dans une moindre mesure, des marges de rebond subsistent puisque le niveau d'activité – mi-2018 – était encore inférieur au niveau de production potentielle. Hors chocs, la reprise se poursuivrait dans ces pays, maintenant une croissance supérieure à son rythme potentiel. Néanmoins, au fur et à mesure que ces écarts vont se refermer, ce moteur de la reprise

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

s'essoufflera. Ces arguments indiquent que la croissance hors choc convergerait vers son rythme potentiel. Or les estimations des tendances de la productivité du travail³ et de la population active suggèrent une baisse de la croissance potentielle, expliquant ainsi le ralentissement de la croissance au fur et à mesure que les pays ferment leur écart de production.

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

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

Politiques économiques : le choix des armes

Par ailleurs, le *policy-mix* soutiendra globalement la croissance en 2018 et 2019. Aux États-Unis, le choc fiscal et de dépenses publiques se traduira par une impulsion de 1,5 point de PIB (graphique 3). La politique budgétaire resterait expansionniste en 2019 – en raison de la montée en charge progressive des mesures votées fin 2017 et début 2018 – avant de devenir plus restrictive en 2020⁴. Quelle que soit la majorité qui sortira des élections de mi-mandat, nous supposons en effet que le gouvernement américain souhaitera réduire le déficit budgétaire. Au Royaume-Uni, malgré les risques associés au Brexit, le gouvernement maintient une stratégie de réduction du déficit budgétaire qui se traduit par une impulsion négative pour les trois prochaines années, avec un effort portant essentiellement sur les dépenses publiques. Dans la zone euro, la vague de consolidation qui s'est étalée

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

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

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

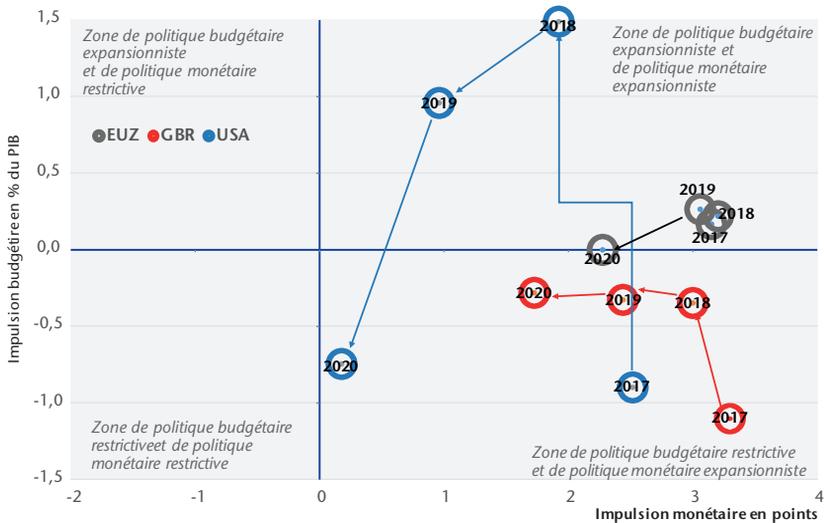
L'impact économique des mesures contemporaines dépend également du multiplicateur budgétaire, d'autant plus faible que les écarts de production sont refermés. À cet effet s'ajoute également l'impact des mesures passées⁵. Le multiplicateur budgétaire serait ainsi plus faible en Allemagne et aux États-Unis. L'impact de la politique budgétaire sur le PIB américain serait néanmoins significatif en 2018 – près de 1 point – étant donné l'ampleur du choc, et bien plus faible en 2019. L'impact sur la croissance deviendrait négatif en 2020 avec le changement d'orientation budgétaire. Les effets multiplicateurs seraient plus importants en France, en Italie et en Espagne, ce qui permettrait alors à la politique budgétaire d'apporter un soutien à la croissance de 0,6 point en Espagne en 2018 et de 0,3 point en Italie en 2019. En France, l'impact des mesures contemporaines serait négatif – respectivement de -0,2 et -0,1 point en 2018 et 2019 – mais plus que compensé par l'effet des mesures passées.

Malgré la normalisation en cours ou à venir de la politique monétaire, les banques centrales continueront à soutenir la croissance en maintenant des taux directeurs bas sur la période 2018-2020⁶ et inférieurs à un taux « neutre », calculé comme la somme de la tendance de croissance du PIB et de la cible inflation. Notons cependant qu'aux États-Unis, ce soutien cesserait en 2020 avec politique monétaire plus neutre⁷. Dans la zone euro, le programme d'assouplissement quantitatif s'arrêtera en fin d'année 2018 et le resserrement monétaire serait ensuite graduel à partir de l'été 2019.

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

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

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

Graphique 3. Orientation du *policy mix*

Sources : Comptabilités nationales, prévision OFCE octobre 2018.

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

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

Le spectre d'une nouvelle crise en zone euro ?

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

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

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



Source : Datastream Thomson Reuters.

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

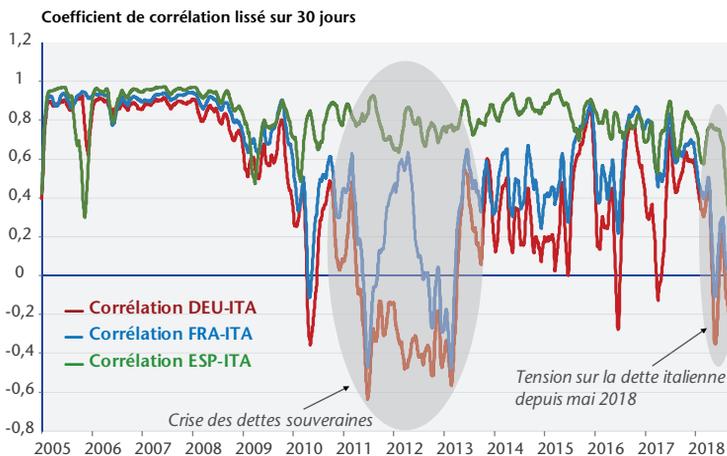
Encadré 1. Un risque de contagion limitée en zone euro

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

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

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

Graphique 5. Corrélation dynamique des rendements souverains



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

Source : Calculs OFCE.

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

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

La guerre est déclarée

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

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

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

Ces menaces ont de plus renforcé les tensions financières liées à la normalisation de la politique monétaire américaine et aux fragilités intrinsèques de certains pays émergents. La forte dépréciation de la livre turque, du peso argentin et dans une moindre mesure celle du réal brésilien, du rand sud-africain ou du rouble reflète un mouvement de sorties de capitaux et donc le risque d'un ajustement plus ou moins important de la demande intérieure⁸. Cette volatilité semble limitée à quelques pays émergents et une nouvelle crise globale semble écartée pour l'instant. Il reste que l'activité dans les pays émergents ralentira en 2019 passant de 4,5 % à 4,3 % avec une réduction de la croissance plus importante pour la Chine et les pays d'Amérique latine. L'effet sur les pays industrialisés serait peu significatif d'une part parce que ces pays ne sont pas affectés par un durcissement des conditions financières et d'autre part parce que la dépendance des pays industrialisés aux pays émergents en crise est modérée.

La croissance résiste

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

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

zone euro, la somme des différents chocs affecterait peu la croissance de l'ensemble de la zone dont la trajectoire résulterait alors principalement de l'épuisement progressif de la dynamique de reprise. C'est notamment le cas en Espagne avec une croissance qui passerait de 3,1 % à 2,6 % entre 2017 et 2018. En Italie, le taux croissance serait plus bas en 2018 qu'en 2017 (1 % après 1,6 %) puis remonterait légèrement en 2019 (+1,1 %) en lien avec une politique budgétaire expansionniste. La trajectoire de croissance de l'économie française serait également modelée par le calendrier fiscal, ce qui se traduirait par un ralentissement en 2018 avant un léger rebond en 2019. Enfin, le potentiel de rebond serait épuisé en Allemagne ; les contraintes d'offre se feraient plus prégnantes et induiraient un ralentissement de l'activité – la croissance passant de 2,5 % en 2017 à 1,5 % en 2020⁹.

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

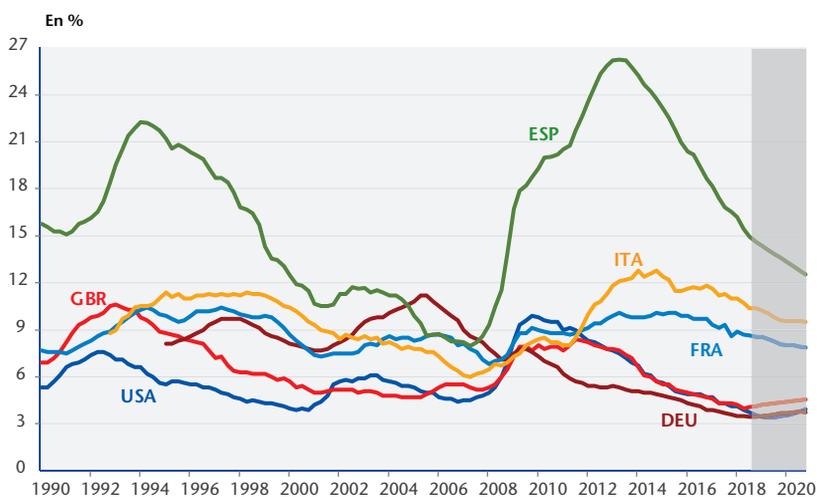
La croissance serait relativement plus volatile aux États-Unis et le pic de croissance devrait être atteint en 2018 avec une hausse du PIB de 3 % poussant l'économie vers un haut de cycle et alimentant la hausse des cours boursiers. L'écart de production s'accroîtrait encore en 2019 avant un retournement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

À l'exception du Royaume-Uni, la perspective d'un maintien de la croissance permettrait la poursuite de la baisse du taux de chômage en 2018 et 2019 dans les grands pays industrialisés (graphique 6) surtout que les cycles de productivité sont refermés dans plusieurs pays¹⁰. Une légère remontée du chômage serait ensuite observée aux États-Unis et en Allemagne à partir de 2020 mais son taux resterait inférieur à 4 %. Inversement, la baisse se poursuivrait en France, en Italie et en Espagne permettant de converger vers le niveau observé en 2007. L'écart serait encore important (respectivement 3,5 et 4,6 points) en Italie et en Espagne mais serait quasi-nul pour la France.

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

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

Graphique 6. Taux de chômage



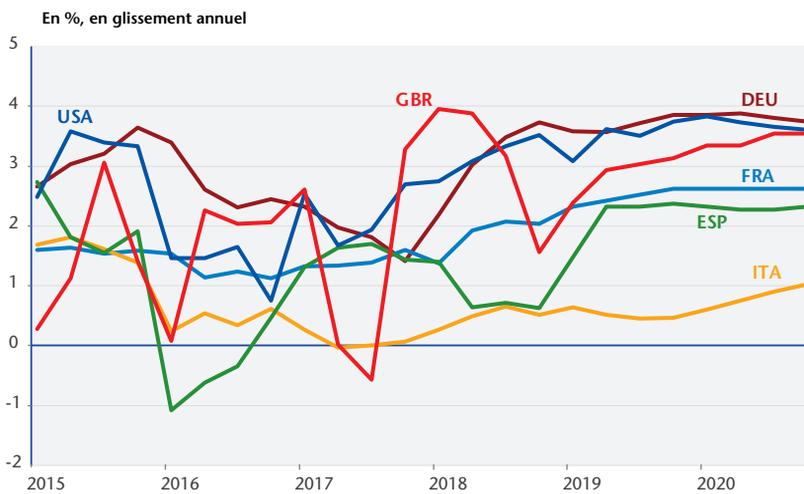
Sources : Comptes nationaux, prévision OFCE octobre 2018.

La résorption des déséquilibres sur le marché du travail ne serait cependant pas génératrice de tensions inflationnistes même dans les pays en situation de haut de cycle¹¹. Néanmoins, en Allemagne, aux États-Unis et au Royaume-Uni, la progression des salaires nominaux reflèterait le plus faible niveau du taux de chômage (graphique 7) sans pour autant enclencher une accélération notable de l'indice de prix. En effet, l'impact de la hausse des salaires serait soit compensé par une baisse du déflateur des importations – en Allemagne et dans les autres pays de la zone euro – en lien avec l'appréciation du taux de change et la baisse du prix du pétrole à partir de 2019. Par ailleurs, les marges des entreprises s'ajusteraient partiellement à la baisse aux États-Unis. La hausse des salaires ne serait pas intégralement répercutée dans les prix, induisant un partage de la valeur ajoutée plus favorable aux salariés. Au-delà de ces facteurs permettant de limiter les tensions à court terme, le maintien d'anticipations d'inflation à long terme en-deçà des niveaux d'avant-crise pourrait expliquer pourquoi l'inflation ne retrouve pas le niveau observé lors des précédentes phases de haut de cycle. Enfin, les nombreuses réformes sur le marché du travail mises en œuvre en Europe, notamment la décentralisation des négociations salariales, ont réduit le pouvoir de marché des salariés. Par ailleurs, Verdugo (2016) montre par exemple que la moindre sensibilité des

11. Voir OFCE, Partie VI « Inflation ».

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

Graphique 7. Croissance du salaire horaire nominal marchand



Sources : Comptes nationaux, prévision OFCE octobre 2018.

Des aléas asymétriques

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

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

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

Encadré 2. Un risque d'escalade

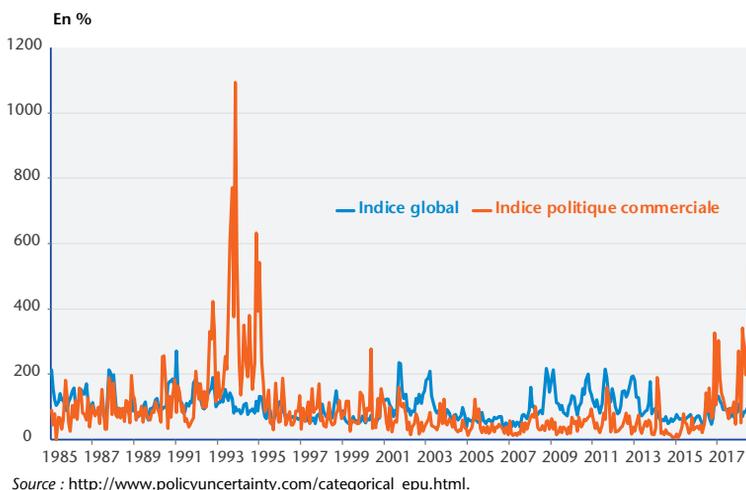
Donald Trump a fortement révisé la position des États-Unis à l'égard du commerce international, dénonçant les accords commerciaux en vigueur, tel que l'ALENA (Accord de libre-échange nord-américain) qui datait de 1994, le manque d'ouverture de la Chine ou les pratiques commerciales déloyales, ou la sous-évaluation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

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

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

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

Graphique 8. Indicateurs d'incertitude de politique économique



En Italie, le risque est à la fois celui d'une hausse des taux qui accroît la charge d'intérêt et ne permet pas au gouvernement de stabiliser sa dette. Au-delà d'un certain seuil¹², la panique gagnerait les marchés provoquant un effet boule de neige. La hausse des taux accroît le déficit et la dette, ce qui alimente le risque d'insoutenabilité poussant les taux un peu plus à la hausse. Il y a une forte composante auto-réalisatrice dans cette dynamique selon que les marchés se coordonnent sur le bon ou le mauvais équilibre¹³. En l'absence de panique, les taux restent bas et la dette italienne est soutenable. Une augmentation des

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

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

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

Références

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

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

2. Tour du monde de la situation conjoncturelle

États-Unis : attention au retour de flamme

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

2018 : un départ en fanfare

L'activité a significativement accéléré au cours des six premiers mois de l'année 2018. En glissement annuel, elle s'est établie à 2,9 % au deuxième trimestre contre 2,5 % en fin d'année 2017 et 1,9 % fin 2016. À l'exception de l'investissement résidentiel, toutes les composantes de la demande intérieure ont été bien orientées. Du côté des ménages, le revenu disponible brut a progressé de 1,1 % et de 0,6 % aux premier et deuxième trimestres soutenu à la fois par la masse salariale, la réduction des impôts et par des revenus financiers toujours dynamiques, dans la continuité de ce qui a été observé en 2017¹. Les ménages américains ont bénéficié de la baisse de la fiscalité votée par

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

l'administration Trump en octobre 2017. L'effet attendu de la réduction d'impôt sur la consommation serait toutefois atténué parce que le niveau de chômage est bas – et donc la fraction de ménages subissant des contraintes de liquidité est faible – et parce que la réforme du barème de l'impôt sur le revenu bénéficie surtout aux contribuables les plus aisés dont la propension marginale à consommer est plus faible. L'effet multiplicateur du choc fiscal sur les ménages serait à court terme inférieur à l'unité².

Le contexte est également favorable pour les entreprises. Leur rentabilité est améliorée par la réforme fiscale. Dans le secteur marchand, le taux de marge ajusté de l'impôt sur les bénéfices et de la consommation de capital fixe est déjà passé de 15,7 % fin 2017 à 16,8 % au début de l'année 2018. Les taux d'intérêt de marché appliqués aux entreprises non financières ont certes augmenté depuis l'été 2016, mais se maintiennent à un niveau plutôt bas : inférieurs à 4 % pour les entreprises notées AAA et à 5 % pour celles notées BAA. Le taux d'utilisation des capacités de production – proche de 78 % au deuxième trimestre – converge vers sa moyenne de long terme³. Avec une amélioration des perspectives de demande, tous les signaux étaient donc réunis pour stimuler l'investissement productif qui a augmenté de 2,3 et 1,8 % aux cours des deux premiers trimestres 2018, portant le taux d'investissement productif à 24 %, soit le point le plus haut observé depuis le troisième trimestre 2008.

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

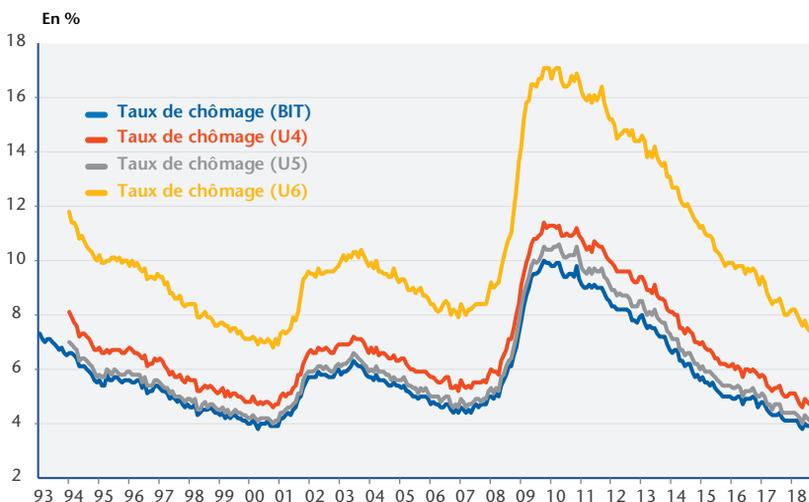
Au-delà de la baisse du chômage, les autres indicateurs de sous-emploi qui tiennent compte des chômeurs découragés ou des individus en emploi mais qui déclarent souhaiter travailler plus témoignent aussi de cette amélioration de la situation sur le marché du travail. Les différentes mesures du chômage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

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

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

inférieur au niveau d'avant-crise⁴. La baisse du taux d'emploi résulte en partie de facteurs structurels⁵ si bien que l'écart entre le niveau observé en 2018 et celui d'avant-crise ne témoigne pas nécessairement de la persistance de sous-emploi. D'ailleurs, le CBO (*Congressional Budget Office*) estime que l'écart de croissance est redevenu positif à partir du deuxième trimestre 2018, 10 ans après le début de la crise et après un point bas estimé à 6,6 % au deuxième trimestre 2009.

Graphique 9. Différentes mesures du taux de chômage



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

Source : BLS.

Cycle de croissance : changement de phase

Le maintien de perspectives de croissance au-dessus du rythme potentiel – estimé autour de 0,5 % en rythme trimestriel⁶ – va donc entraîner l'économie américaine sur une dynamique de haut de cycle. Tous les signaux vont rester positifs d'ici la fin de l'année et en 2019. La politique budgétaire continuera à soutenir le revenu des ménages et la rentabilité des entreprises. Dans le même temps, l'accord signé entre les Démocrates et les Républicains sur le volet dépenses du budget en février 2018 maintiendra une impulsion positive à la fois du côté des

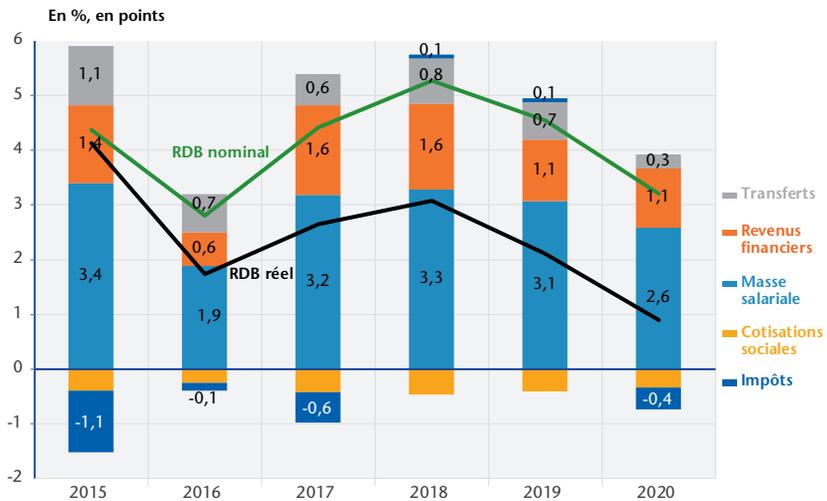
4. Début 2007, le taux d'emploi s'élevait à 63,3 %.

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

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

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

Graphique 10. Décomposition du revenu disponible brut des ménages américains



Source : BEA, prévision OFCE septembre 2018.

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

5,5 % en 2019. En outre, la hausse des tarifs douaniers rognera le pouvoir d'achat des ménages de manière directe *via* leur effet sur le prix des biens de consommation importés et indirectement *via* la hausse des coûts de production des entreprises. Bellora, Jean et Santoni (2018) estiment que la hausse des droits de douane sur les 50 milliards de dollars d'importations chinoises au titre de la section 301 de la Loi sur le commerce entraînerait une hausse de 0,5 point de l'indice des prix à la consommation⁷. Cette augmentation de l'inflation importée s'ajoutera donc à l'inflation induite par les salaires⁸. Nous anticipons que l'inflation se maintiendra au-dessus de 2 % illustrant les limites de la politique économique de Trump. En menant une politique budgétaire expansionniste alors que l'écart de croissance est positif, le choix budgétaire alimente un risque de surchauffe et stimule la demande de biens étrangers dont le prix devient plus cher du fait de la guerre commerciale.

2020 : le coup de frein ?

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

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

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

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

Allemagne : au-delà du potentiel

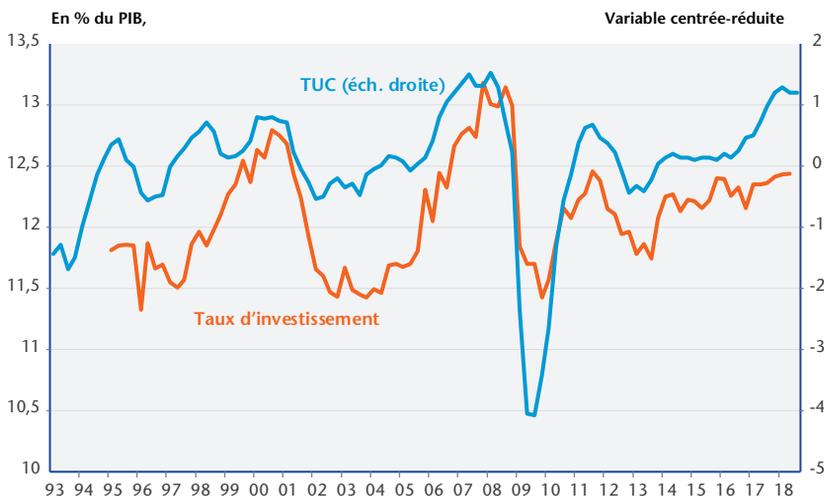
Après une croissance de 2,5 % en 2017, l'activité ralentit légèrement au premier semestre 2018 mais reste sur une trajectoire dynamique ainsi que le reflète le glissement annuel du PIB qui s'est établi à 1,9 % au deuxième trimestre 2018. L'économie allemande continue donc de tourner à plein régime comme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

L'Allemagne croît toujours

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

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

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



Source : Destatis.

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

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

Ralentissement progressif

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

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

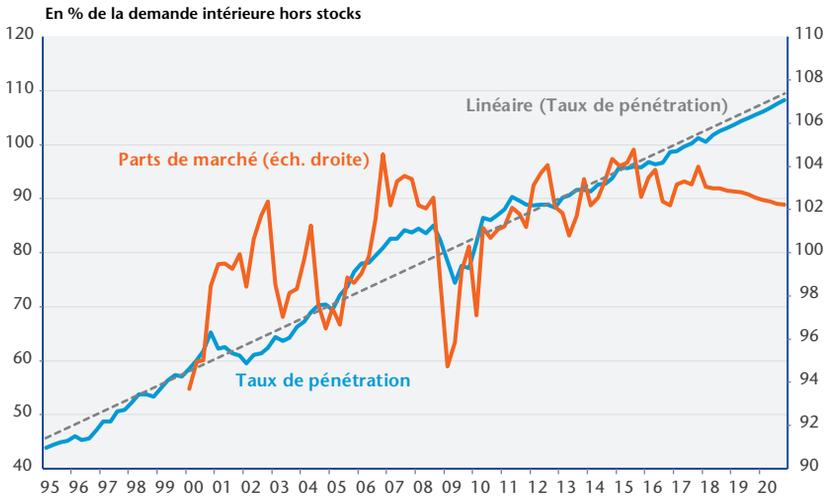
En 2019, la politique budgétaire restera expansionniste. Le budget prévoit en effet plusieurs mesures de soutien au revenu des ménages, soit par des baisses d'impôt (augmentation des seuils d'imposition et de certains abattements), soit par une hausse des dépenses de transferts (hausse des allocations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

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

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

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

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



Italie : passage en force

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

Malgré une impulsion budgétaire très positive en 2019, la croissance annuelle est à peine supérieure à celle de 2018, ce qui s'explique par des effets d'acquis. En effet, l'acquis de croissance pour 2018 est de 0,5 point, contre 0,1 point pour 2019, car la fin d'année 2017 est beaucoup plus dynamique que nos prévisions l'avaient prévu pour la fin d'année 2018. En glissement annuel en revanche, le tableau est différent : au quatrième trimestre 2019, la croissance est de 1,6 %, contre 0,6 % au quatrième trimestre 2018. Pour 2019 et 2020, nous anticipons respectivement une croissance de 1 % et de 0,9 % du PIB. La croissance, certes faible, reste néanmoins supérieure à la croissance potentielle (0,3 %). En effet, l'écart de production (*output gap*) est toujours creusé, et entraîne un rattrapage de 0,4 point de PIB par an. Ainsi, la croissance spontanée⁹ atteint 0,7 point de PIB en 2019 et 2020. Par ailleurs, nous anticipons une impulsion budgétaire beaucoup plus forte en 2019 (0,7 point de PIB) par rapport à 2020 (0,1 point de PIB). Les autres chocs, comme le prix du pétrole ou la compétitivité-prix, sont en revanche plus positifs ou moins négatifs en 2020 qu'en 2019.

C'est essentiellement la demande interne qui devrait tirer la croissance en 2019 et en 2020. L'investissement continuerait de progresser, sous l'effet des mesures fiscales (mesures de suramortissement et mise en place d'une *flat tax* pour les PME), d'une politique monétaire toujours accommodante, et d'un taux d'utilisation des capacités revenu au point haut de 2007. L'introduction du revenu de citoyenneté et la baisse du chômage devraient soutenir la croissance du revenu disponible brut réel en 2019. La baisse du chômage sera néanmoins modérée, en raison de la fermeture progressive du cycle de productivité. Par ailleurs, le secteur bancaire poursuit sa restructuration¹⁰ : la politique accommodante de la BCE permet aux entreprises et aux ménages de bénéficier de conditions de financement favorables ; en revanche, la remontée des taux observée à partir de septembre 2018 devrait durcir les conditions de financement. Enfin, la contribution du commerce extérieur à la croissance serait quasi-nulle avec la dégradation de la compétitivité-prix en 2019 et 2020, en raison de l'appréciation de l'euro et de la reconstitution des marges des entreprises.

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

10. Voir Antonin (2017).

La politique budgétaire expansive, si elle soutient temporairement la croissance, est néanmoins porteuse du risque de remontée des taux, qui limiterait les marges de manœuvre budgétaires et poserait la question de la soutenabilité de la dette. En outre, l'Italie n'a pas résolu les problèmes qui expliquent la faiblesse de sa croissance potentielle, notamment l'absence de productivité¹¹. Ainsi, le cycle de productivité s'est à nouveau largement creusé au premier semestre 2018.

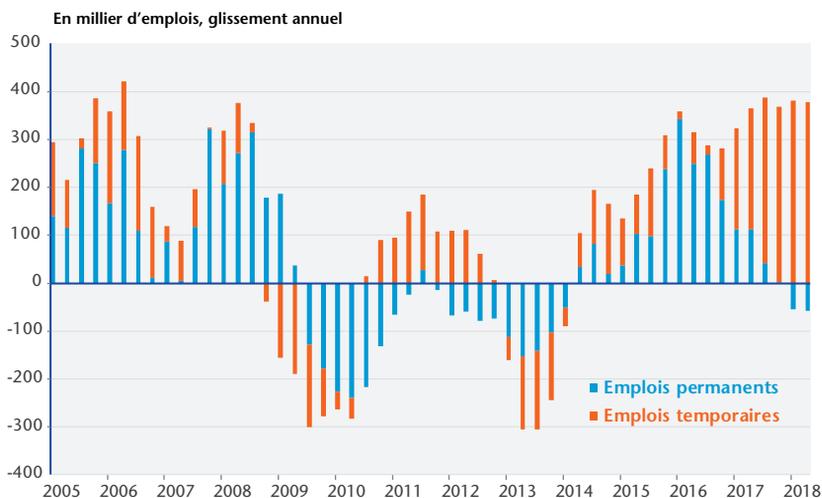
2018 : décélération progressive

La croissance a été modérée aux premier et deuxième trimestres de 2018 (respectivement +0,3 % et +0,1 % de croissance), mais les moteurs de croissance ont été différents entre les deux trimestres. En effet, la croissance du premier trimestre a été tirée par la consommation des ménages et le stockage, alors que l'investissement des entreprises et le commerce extérieur ont eu un impact négatif. Au deuxième trimestre, c'est en revanche la FBCF productive qui a tiré la croissance, alors que le commerce extérieur a continué d'avoir une contribution négative sur la croissance en raison du dynamisme des importations. Le motif de précaution lié à l'incertitude politique et budgétaire explique vraisemblablement la faible consommation des ménages et la remontée du taux d'épargne au deuxième trimestre, alors que l'investissement continue sa progression, bénéficiant d'une politique favorable dans le cadre du programme 4.0. Sur le plan de l'emploi, on constate que le dynamisme de l'emploi salarié ne s'explique que par les emplois à durée déterminée (graphique 13), alors que les emplois à durée indéterminée sont en recul, en glissement annuel, au premier et deuxième trimestres 2018. Ainsi, la hausse de l'emploi permanent, qui avait été très soutenue en 2015 et 2016, semble s'être complètement tarie avec l'arrivée à expiration des dispositifs de baisse généralisée de cotisations sociales des entreprises¹². La faible progression de la population active (0,3 % en 2019) par rapport à l'emploi (1 %) explique la baisse du taux de chômage, qui atteint 9,9 % au deuxième trimestre 2018.

11. Voir Bugamelli (2018).

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

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



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

2019 : une politique de relance assumée

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Sources : AMECO, calculs de l'auteur.

2019 et 2020 : croissance au-dessus du potentiel

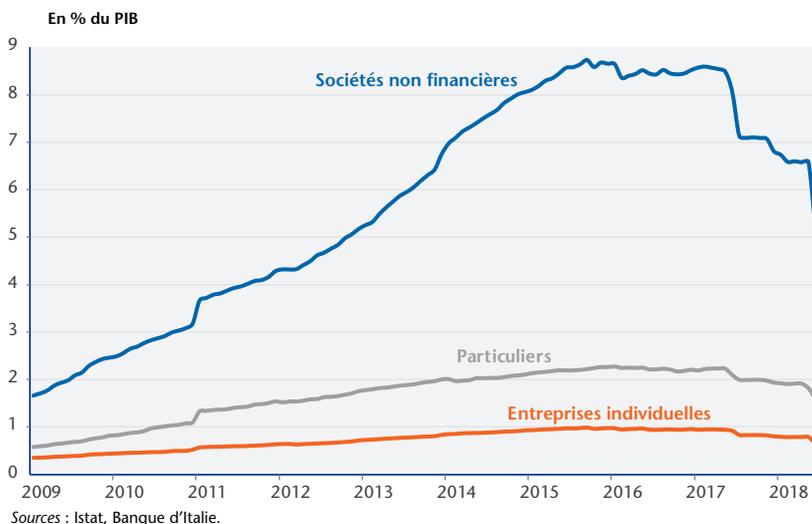
C'est essentiellement la demande interne qui devrait tirer la croissance en 2019, et dans une moindre mesure en 2020. Pour les ménages, la croissance du revenu disponible en 2019 sera notamment soutenue par l'introduction du revenu de citoyenneté qui cible les ménages les plus pauvres, dont la propension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

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

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

Pour les entreprises, l'impact budgétaire des mesures serait positif en 2019, avec l'introduction d'une « flat tax » à 15 % touchant 1 million de PME. L'extension des mesures à d'autres entreprises en 2020 permettra également de soutenir l'investissement. Par ailleurs, les mesures de super- et d'hyper-amortissement ont été prolongées pour 2019 et 2020, dans le cadre du plan Industrie 4.0. Ainsi, la FBCF augmentera de 2,8 % en 2019 puis de 2,3 % en 2020, portée par la faiblesse du coût du crédit, par la reconstitution des marges et par la baisse de la fiscalité. Par ailleurs, au niveau du financement bancaire, l'apurement des créances douteuses se poursuit lentement. Le montant des prêts irrécouvrables (*sofferenze*) a amorcé une forte baisse de 35 milliards d'euros entre janvier et juin 2018, soit plus de deux points de PIB (graphique 14). Elle est liée à la restructuration progressive des bilans bancaires et à la reprise économique dans certains secteurs, notamment dans le secteur de la construction qui représente 43 % des prêts irrécouvrables au sein des entreprises.

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

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

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

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

Confirmation de la solidité de la reprise passée

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

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

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

En 2018, l'économie quitte sa phase de reprise

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

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

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

Les principales mesures inscrites dans le budget 2018 sont :

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

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

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

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

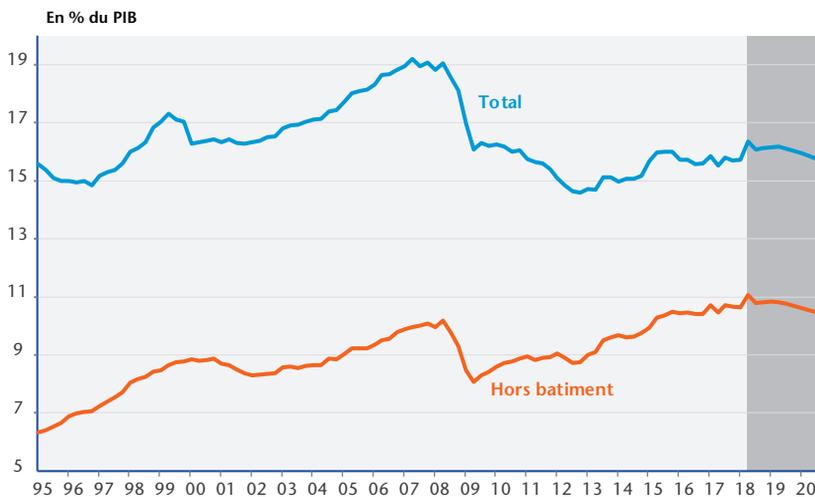
Dans ces conditions, les salaires accélèrent (1,1 % sur un au deuxième trimestre après 0,6 % en 2017) pour évoluer au même rythme que la productivité. La hausse de 8 % du salaire minimum en 2017 n'a eu que peu d'impact sur l'emploi et les salaires selon la Banque d'Espagne¹³. Les hausses de 4 % en 2018 puis de 5 % en 2019 et 10 % en 2020 prévues dans le cadre d'un accord pluri-annuel avec les syndicats si la croissance est supérieure à 2,5 % par an et les créations d'emploi à 450 000, ne devraient pas être perceptibles à une échelle macroéconomique compte tenu du faible nombre de travailleurs concernés (0,6 % des travailleurs). Au final, le taux de marge des entreprises ne devrait pas se retourner avant 2020

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

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

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

Graphique 15. Taux d'investissement des entreprises



Source : INE, prévisions OFCE.

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

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

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

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

Royaume-Uni : à l'heure du Brexit

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

de conditions climatiques exceptionnelles (neige) qui ont freiné l'activité, particulièrement dans le bâtiment, dont la valeur ajoutée, qui représente 6 % de la valeur ajoutée totale, a baissé de 1,6 %. Au deuxième trimestre, le PIB a augmenté de 0,4 % et, selon le PIB mensuel publié depuis cet été par l'ONS, la croissance était revenue à 0,6 % sur les trois derniers mois en juillet, par rapport aux trois mois précédents¹⁴, en partie grâce à une activité soutenue dans les services de restauration et de ventes de détail, qui auraient, selon l'ONS, bénéficié d'un effet de la Coupe du monde de football et de températures estivales exceptionnellement élevées.

Les perspectives macroéconomiques à l'horizon 2020 sont évidemment fortement conditionnées par les hypothèses que l'on retient sur le Brexit. Or, à la fin septembre 2018, les incertitudes sont loin d'être levées sur les modalités de sortie du Royaume-Uni de l'UE, qui doit officiellement avoir lieu le 29 mars 2019 (encadré 3). Nous supposons que cela sera effectivement le cas, qu'un accord de retrait sera signé entre le Royaume Uni et l'UE-27 d'ici la fin 2018 et qu'une phase de transition s'engagera à partir du 30 mars jusqu'en décembre 2020. Le risque principal est – à la fin septembre – celui d'une sortie sans accord. Nous résumons dans l'encadré 1 l'état actuel des négociations¹⁵.

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

Les négociations avec l'UE-27 ont commencé en juin 2017, l'UE-27 ayant demandé un séquençage des négociations, n'acceptant de ne négocier dans un premier temps que sur trois points : les droits des citoyens, le règlement financier et la frontière irlandaise. À la fin septembre 2018, un accord a été trouvé sur les droits des citoyens et le règlement financier. Reste la question irlandaise pour laquelle chaque partie souhaite qu'une solution préservant l'accord de paix soit trouvée, mais qui est particulièrement difficile à imaginer¹⁶.

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

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

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

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

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

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

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

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

Politique monétaire : vers un durcissement progressif

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

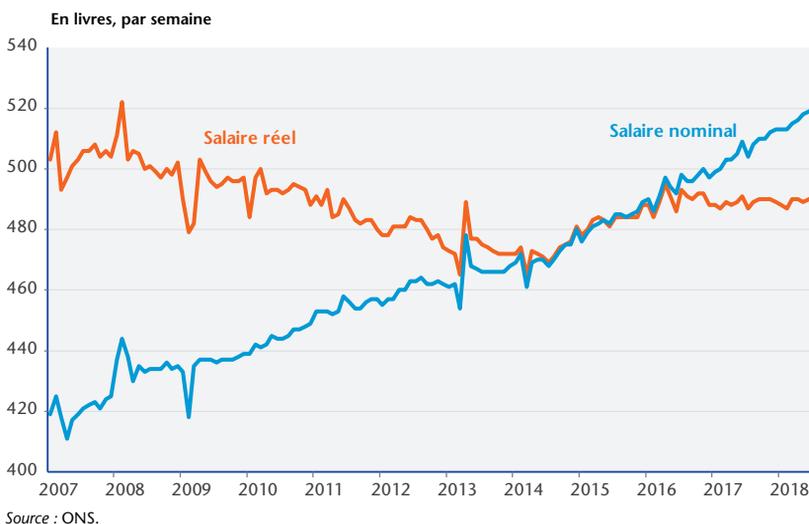
La question de l'ampleur des capacités de production inutilisées dans l'économie britannique est discutée chaque mois par le Comité de politique monétaire (CPM), alors que le taux de chômage continue de baisser et n'était plus que de 4 % à l'été 2018, soit le plus bas niveau depuis début 1975. Selon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

Les salaires n'ont jusqu'à présent pas connu de franche accélération, malgré la baisse et le bas niveau du taux de chômage. En termes nominaux, les salaires hebdomadaires moyens¹⁷, hors primes, étaient en hausse de 2,8 % sur an (en juillet dernier), contre 2,2 % un an plus tôt,

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

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

Graphique 16. Salaires hebdomadaires moyens



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

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

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

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

Politique budgétaire : maintien du cap

Notre prévision intègre les mesures annoncées dans la présentation budgétaire de mars 2018. Celle-ci prévoyait une hausse de la consommation publique de l'ordre de 1 % par an en volume en 2018 et 2019 et de 0,6 % en 2020 ; une hausse de l'investissement public de l'ordre de 2,1 % par an en volume en 2018 et 2019 et de 6 % en 2020. L'impulsion budgétaire serait négative d'environ 0,3 point de PIB par an, sous l'hypothèse d'une croissance potentielle de l'ordre de 1,6 % par an. Cet effort budgétaire serait effectué *via* les dépenses publiques, tandis que le taux de prélèvements obligatoires resterait quasiment inchangé. En prenant en compte les multiplicateurs dynamiques¹⁸, l'impact de la politique budgétaire sur la croissance britannique serait pratiquement nul à l'horizon 2020. Le déficit public (au sens de Maastricht) baisserait de 1,8 % du PIB en 2017 à 1,3 % du PIB en 2020. La dette publique rapportée au PIB, au sens de Maastricht, baisserait de 87,5 % du PIB en 2017 à près de 83 % en 2020.

Une demande intérieure ralentie

Depuis 2016, la consommation des ménages a nettement ralenti, passant d'une hausse de 3 % en glissement sur un an à 1,4 % depuis la mi-2017. En 2016 et 2017 le revenu disponible réel des ménages a stagné, en partie sous l'effet de l'accélération du déflateur de la consommation. En glissement par an, la hausse du déflateur est passée de 0,5 % en 2015 à 1,4 % en 2016 et 2,1 % en 2017 et est restée voisine de 2 % depuis. Sous nos hypothèses de prix du pétrole à 85 dollars au quatrième trimestre 2018, suivi d'un retour à 75 dollars en 2019 et 2020, et d'une quasi-stabilité du taux de change, la hausse du déflateur serait de près de 2,5 % au troisième trimestre 2018, puis retournerait vers 2% fin 2020, comme le suggère la boucle prix-salaires¹⁹.

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

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

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

Il fluctue depuis la mi-2017 autour de 4,4 %, soit un niveau historiquement bas. On ne peut exclure de futures révisions à la hausse, comme cela a été le cas il y a un an, lorsque l'ONS avait revu sa méthode d'estimation des dividendes perçus par les ménages. Mais à ce stade la baisse du taux d'épargne est bien retracée par l'équation de consommation que nous utilisons en prévision²⁰. La richesse financière nette des ménages reste élevée à près de 340 % du revenu annuel, tandis que le ratio d'endettement sur le revenu reste stable autour de 135 % du revenu annuel (soit en deçà de son pic à 150 % atteint lors de la crise financière). Les prix de l'immobilier sont aussi à des niveaux historiquement élevés. Les effets richesse qui, pour leur composante financière, influencent le comportement de consommation au Royaume-Uni, ont contribué à soutenir la consommation dans la période récente. Dans notre prévision, la richesse financière continuerait de croître comme le revenu des ménages. Le taux d'épargne augmenterait d'environ 1 point à l'horizon 2020.

L'investissement des entreprises est soumis aux incertitudes sur le Brexit. Dans les comptes nationaux actuels, l'investissement des entreprises aurait en fait marqué le pas au second semestre 2015 et le taux d'investissement, défini comme le ratio de l'investissement au PIB (en volume) est depuis lors resté voisin de 9,5 %. Au deuxième trimestre 2018, le niveau de l'investissement était 5 % inférieur à celui suggéré par une équation d'investissement, reposant sur le seul effet d'accélérateur²¹, soit deux fois plus faible que l'hypothèse d'un choc de -10 % en deux ans que nous avons envisagé dans notre première prévision après le référendum, en septembre 2016. L'investissement des entreprises a bien ralenti depuis l'été 2016, mais sur la base des données actuelles, moins nettement qu'envisagé. Nous maintenons l'inertie de l'investissement des entreprises à l'horizon 2020, les incertitudes ne se levant véritablement qu'à la fin de la période de transition.

Demande extérieure : poursuite d'un lent rééquilibrage

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

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

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

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

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

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

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

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

Les pays émergents d'Asie et d'Amérique latine

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

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

Ce durcissement des conditions de financement se conjugue avec la montée du protectionnisme aux États-Unis et ses conséquences sur la croissance du commerce international et la demande chinoise. Dans ses prévisions de septembre, le FMI évalue à 0,15 point de croissance mondiale en moins sur 2 ans l'impact des mesures commerciales déjà en vigueur entre les États-Unis et le reste du monde, notamment la Chine. L'impact est surtout subi par les pays émergents du G20. Si les mesures protectionnistes devaient se généraliser, l'impact serait bien sûr beaucoup plus fort²². Pour le moment, la croissance reste robuste dans les économies avancées et le risque d'un ralentissement très marqué du commerce n'est pas inscrit dans notre scénario central. Néanmoins il nourrit les incertitudes notamment pour les pays les plus ouverts ou qui commercent le plus avec la Chine.

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

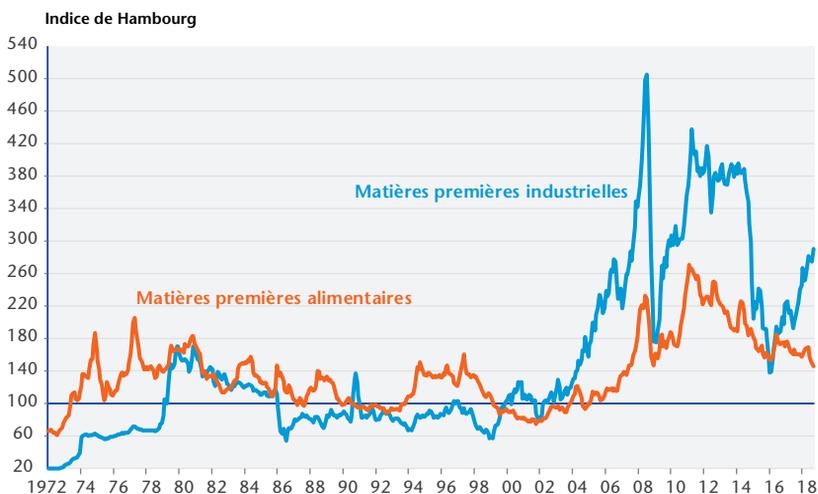
Asie : la croissance résiste

Les économies émergentes d'Asie connaissent une croissance robuste, qui devrait se poursuivre : + 6,0 % en 2018 et 5,9 % en 2019-2020, sous réserve que les tensions financières ne s'aggravent pas²³ et ne conduisent pas à un ajustement trop brutal des flux de capitaux à destination de ces pays. En Chine, la croissance baisse graduellement (6,9 % en 2017, 6,5 % en 2018 et 6,3 % en 2019-2020), du fait notamment du durcissement de la réglementation du secteur financier et du fléchissement de la demande extérieure. Pékin s'inquiète du ralentissement de la croissance économique et de ses effets sur la santé financière des entreprises. Du fait des mesures protectionnistes américaines, les autorités ont assoupli les conditions monétaires, sans pour autant revenir sur leurs objectifs d'assainissement des institutions financières et des entreprises publiques. En Inde, l'activité accélère : 6,2 %

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

23. Voir « Tensions financières dans les émergents ».

Graphique 17. Prix des matières premières



Source : CPB.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

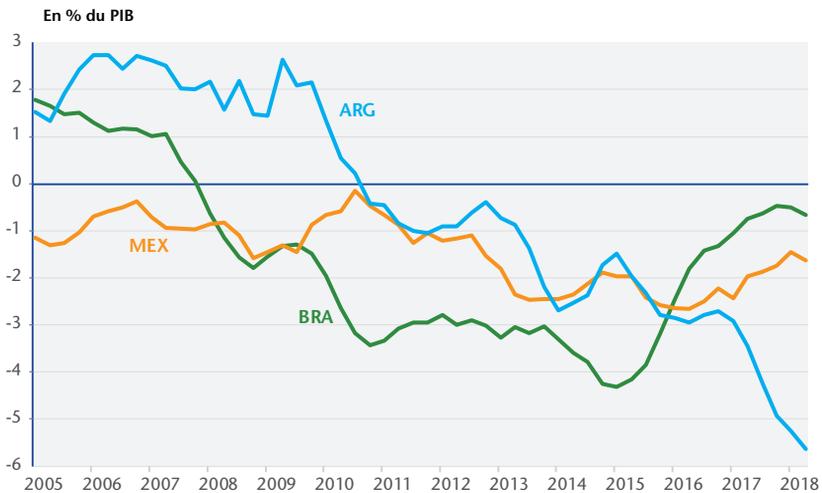
À Singapour, l'économie demeure vulnérable au ralentissement chinois. L'un des risques pour l'économie singapourienne pourrait venir aussi des troubles liés à l'approvisionnement découlant des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine.

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

L'Amérique latine encore chahutée

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

Graphique 18. Balances courantes



Sources : Banques nationales.

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

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

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

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

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

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

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

3. Les écarts de croissance sont-ils refermés ?

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

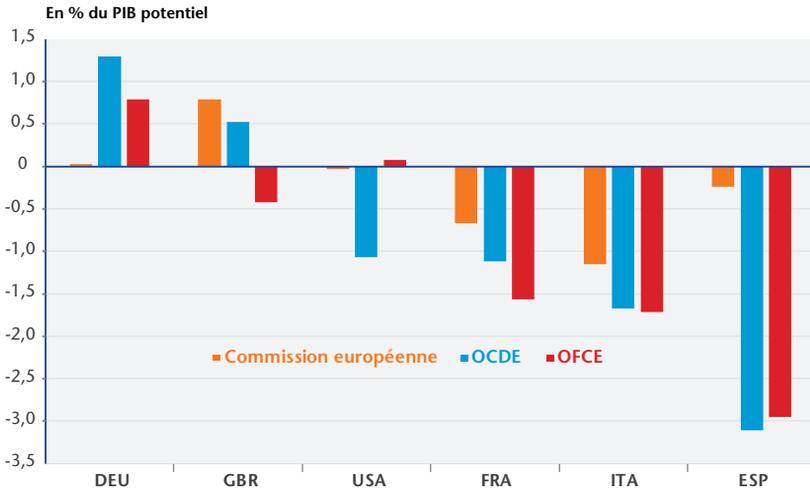
Sommes-nous en fin de cycle ?

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

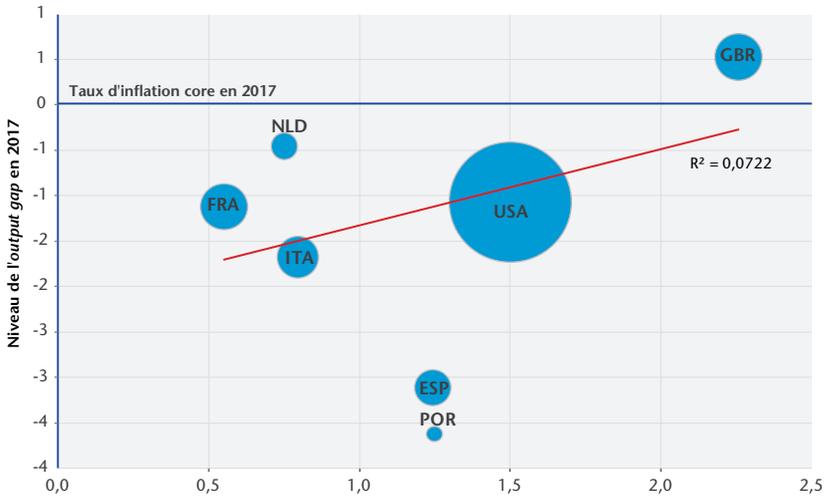
La présence de pays développés dans les deux catégories devrait en toute logique se traduire par l'apparition de tensions inflationnistes dans les pays figurant dans la première, et par un écart d'inflation avec ceux de la seconde. Or, ces deux phénomènes ne sont pas apparents en 2017 : comme l'illustre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

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

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

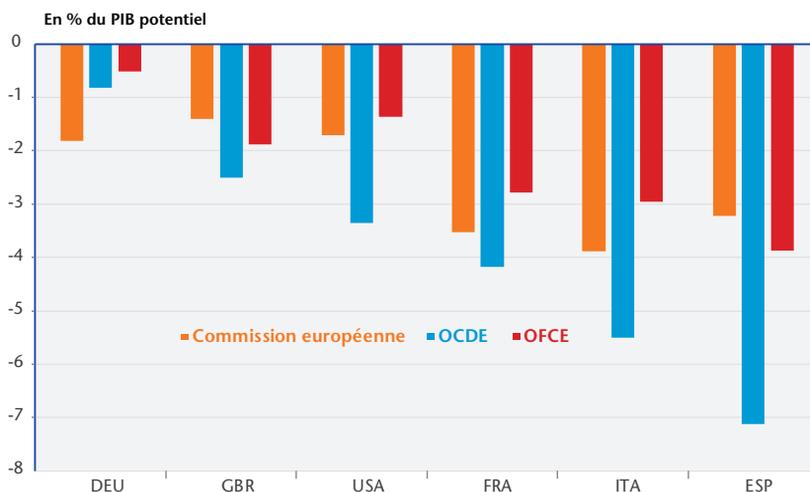


Graphique 20. Écart de production et inflation sous-jacente en 2017



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

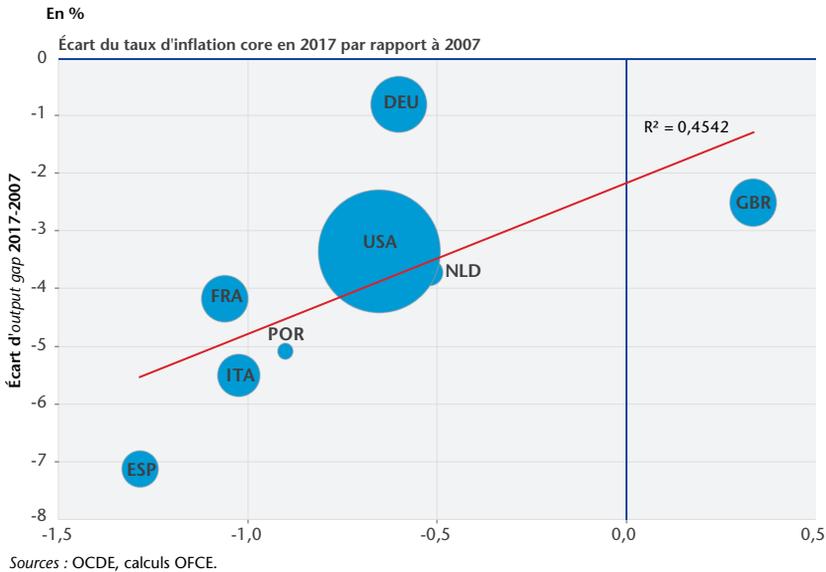
Graphique 21. Écart de l'*output gap* en 2017 par rapport à 2007 selon les différents instituts



Sources : Eurostat, OCDE, OFCE.

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

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



Une faiblesse de la croissance potentielle...

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

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

Si la tendance de long terme est au ralentissement des gains de productivité, le taux de croissance moyen de la productivité horaire dans le secteur marchand a connu toutefois des évolutions contrastées selon les pays¹. Depuis le début de la crise, les gains de productivité horaire continuent de ralentir globalement dans l'ensemble des pays excepté en Espagne où ils accélèrent. Le ralentissement est plus prononcé les premières années de la crise sous l'effet de la Grande Récession et de comportements d'ajustement différents selon les pays : certains pays (France, Allemagne, Italie) privilégient les leviers d'ajustement internes (rétention de main-d'œuvre et baisse de la durée du travail) tandis que l'Espagne et les États-Unis ajustent plus rapidement l'emploi (Cochard *et al.*, 2010)².

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'emploi³ suggèrent également une réduction progressive de celle-ci qui, toutes choses égales par ailleurs, implique une baisse de la croissance potentielle.

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

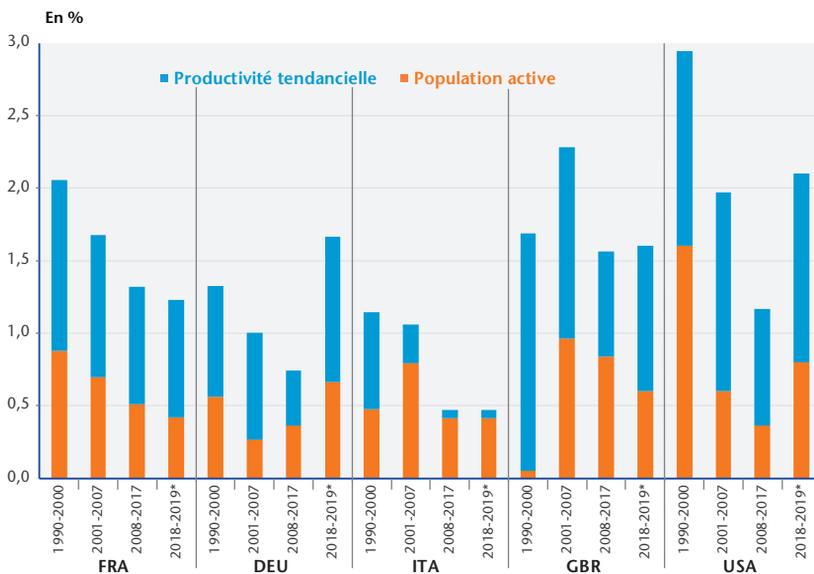
1. Pour une analyse plus détaillée, le lecteur pourra se référer à Ducoudré et Heyer (2017), Basu S. *et al.*, (2001), Bergeaud A. *et al.*, (2016), Crafts N. et O'Rourke K. H. (2013), et Lecat R.. (2004).

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

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

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

Graphique 23. Décomposition et évolution de la croissance potentielle



Source : OFCE.

... et de la population active

Par ailleurs, l'évolution de la population active indique également un ralentissement de sa croissance entre 2000 et 2017 dans les pays développés et tout particulièrement en Espagne⁴. Les raisons structurelles de ce ralentissement sont à chercher du côté de la baisse du taux de fécondité dans ces pays et de la fin de la montée de la participation des femmes au marché du travail. Plus conjoncturellement, on observe également un effet de flexion de la population active au moment de la crise de 2008, la hausse du chômage décourageant une partie des

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

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

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

En Allemagne, la population active augmente de 0,4 % entre 2007 et 2017, avec une faible augmentation entre 2007 et 2011 (0,1 %) et une accélération plus franche entre 2011 et 2017 (+0,6 %). Sur l'ensemble de la période 2007-2017, la population en âge de travailler est quasiment stable en moyenne, alors que le taux d'activité augmente nettement. Mais si l'on décompose en sous-périodes, on constate que la population active est d'abord soutenue par la hausse du taux d'activité (concentrée sur la période 2007-2011) avant de bénéficier d'une augmentation de la population en âge de travailler (+0,6 % entre 2011 et 2017), sous l'effet de l'immigration, en provenance principalement de l'Europe de l'Est⁵.

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

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

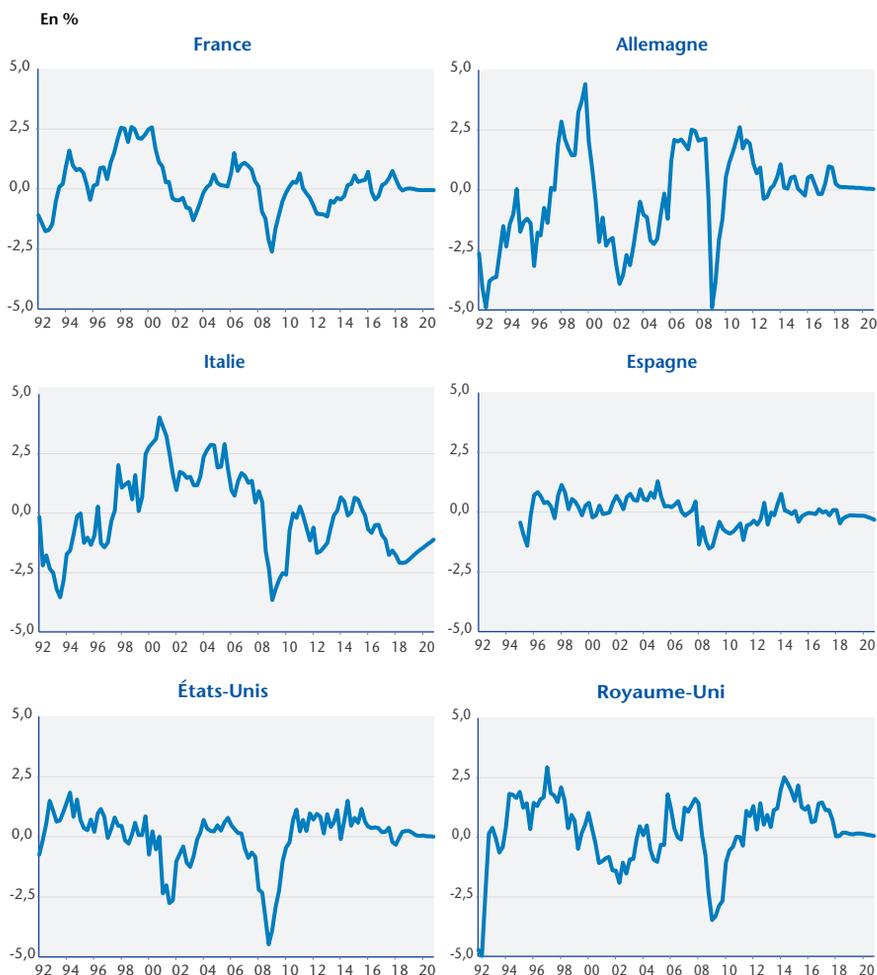
Notre analyse de l'emploi marchand pour la France, l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne, le Royaume-Uni et les États-Unis repose sur celle du cycle de productivité. De fait, les évolutions de l'emploi dépendent principalement de celle de l'activité économique, de l'évolution du coût du travail et de sa durée.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

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

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

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

Graphique 24. Cycles de productivité



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

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

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

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

Des évolutions différenciées du marché du travail

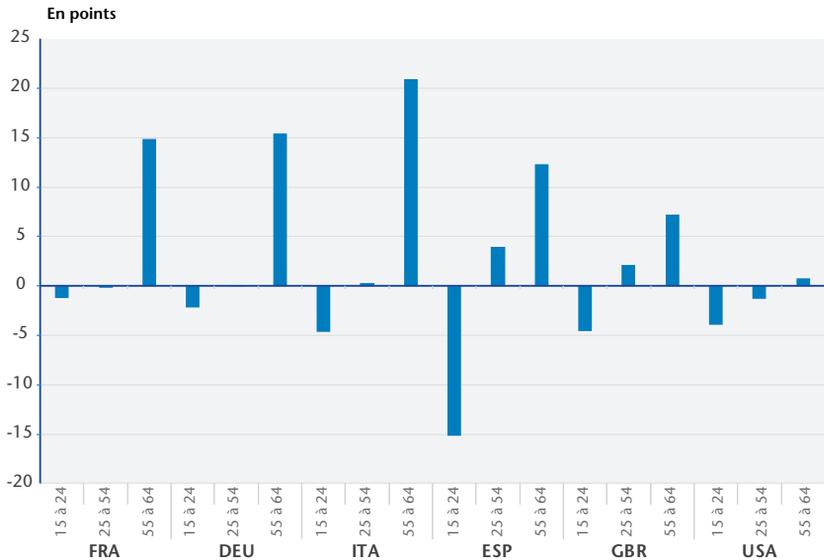
Les évolutions des marchés du travail dans les pays développés ont été fortement marquées par la crise et ses conséquences en termes de destructions d'emplois, de montée du chômage et de montée de l'emploi précaire. La montée plus ou moins durable du chômage et celle de la précarité ont aussi accentué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

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

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

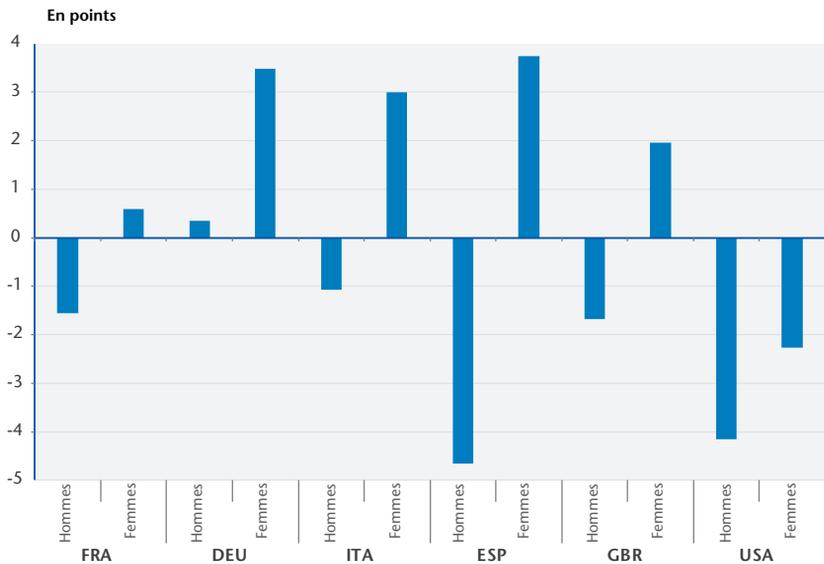
La hausse des taux d'activité s'est également accompagnée de changements structurels et parfois divergents quant au fonctionnement des marchés du travail (tableau 4). En zone euro, le taux d'emploi a légèrement augmenté entre 2007 et 2017 (+0,9 point). Mais cette relative stabilité masque des divergences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

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



Source : OCDE.

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



Source : OCDE.

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

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

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

Ces évolutions – hausse de la précarité, des CDD courts, du temps partiel – en zone euro ont pu peser sur le lien entre chômage et salaire, affaiblissant la relation entre la baisse du chômage et la hausse attendue des salaires qui devrait en résulter. La prédominance des réformes du marché du travail allant dans le sens d'un affaiblissement des contraintes portant sur la fixation des salaires pour les employeurs dans la plupart des pays de la zone euro a également pu affaiblir le pouvoir de négociation des salariés, freinant ainsi les évolutions salariales, tout comme la hausse de la part des nouveaux employés (conséquence de la reprise économique) au salaire plus faible¹.

1. Voir Verdugo G. (2017).

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

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

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

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

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

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

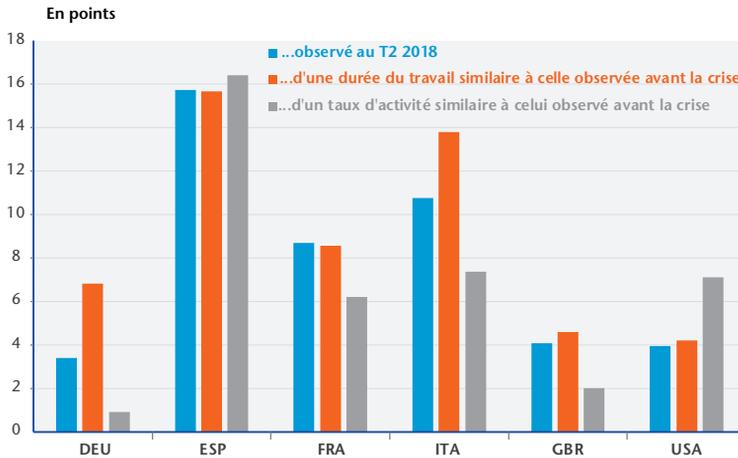
mique à l'œuvre avant la crise et si l'Italie l'a largement accentuée, la France, l'Espagne et les États-Unis ont continué à réduire leur durée du travail mais de façon beaucoup moins marquée. Le Royaume Uni a quant à lui interrompu la baisse du temps de travail entamé avant 2007.

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

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

Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

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



Source : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

5. Stabilité sur fond de tensions géopolitiques

Depuis janvier 2018, les cours du baril de Brent évoluent dans une fourchette comprise entre 65 et 85 dollars. Les stocks, qui se sont accumulés entre 2014 et 2016, se réduisent depuis fin 2016, sous l'effet de la décision concertée de l'OPEP et d'autres pays producteurs hors OPEP d'introduire des quotas par pays, au moins jusqu'à décembre 2018¹. D'autres facteurs contribuent à maintenir un prix plancher : les ruptures d'approvisionnement intervenues en Libye et au Venezuela, d'une part, et l'imminence de l'entrée en vigueur des sanctions américaines vis-à-vis de l'Iran, prévues pour le 5 novembre 2018. À *contrario*, certains facteurs empêchent le prix du baril de s'envoler : d'abord, l'abondance de l'offre étatsunienne avec une hausse de production record de 2 millions de barils/jour (Mbj) prévue pour 2018 ; par ailleurs, l'Arabie saoudite affirme son souhait de voir le baril demeurer dans une fourchette comprise entre 70 et 80 dollars. Le gendarme de l'OPEP, qui conserve une capacité excédentaire permettant de compenser la pénurie iranienne, se montre ouvert à une hausse de la production, mais seulement si le marché n'est pas suralimenté.

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

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

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

Les risques haussiers sont liés à une insuffisante hausse de la production, si l'impact des sanctions sur l'Iran et de la baisse de production vénézuélienne s'avère être plus fort que prévu. Citons également la baisse de 38 % des dépenses d'investissement en capital entre 2014 et 2017, qui hypothèque la future croissance de l'offre². Enfin, signalons les incertitudes de coût pour les nouveaux champs exploités, en particulier pour les gisements schisteux américains.

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

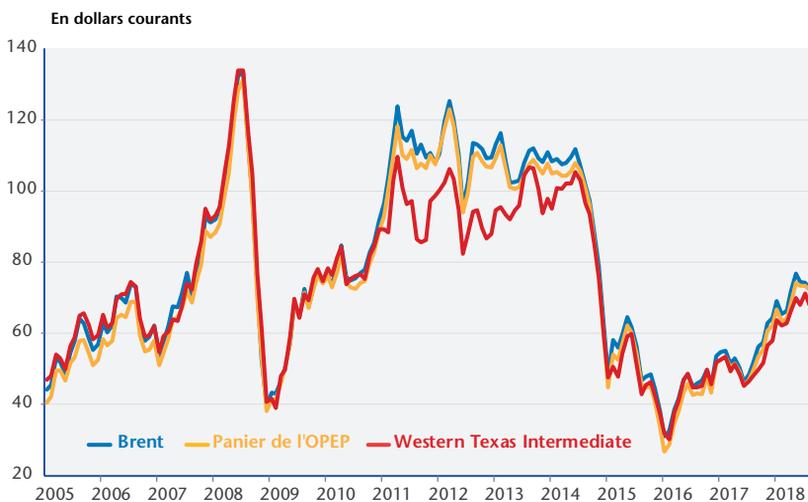
Janvier – septembre 2018 : le Brent sur une tendance haussière

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

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

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

Graphique 28. Évolution du prix du baril

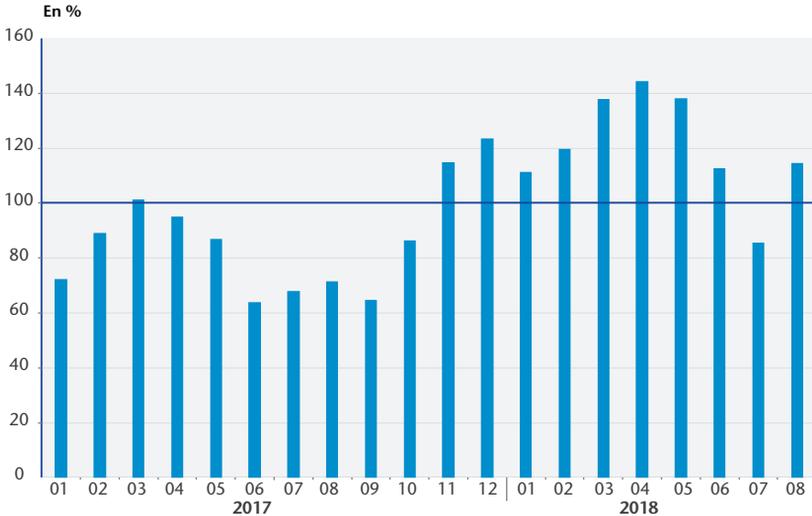


Source : EIA.

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

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

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



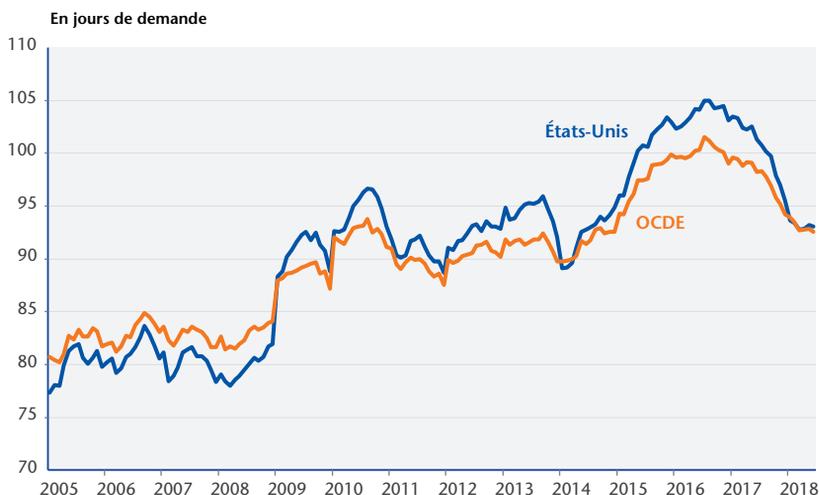
Sources : EIA pour les données de production, Agence Internationale de l'Énergie (Oil Market Report) pour les plafonds de production, calculs des auteurs.

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

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

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

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



De fin 2018 à 2020 : un marché équilibré

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

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

Tableau 6. Décomposition de la baisse de production iranienne

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

Sources : JODI, Bloomberg, calculs OFCE.

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

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

La production mondiale restera ainsi très dépendante de la production américaine en 2018, 2019 et 2020. Étant donné que le seuil de rentabilité du pétrole de schiste est resté stable au cours des derniers trimestres, entre 35 et 40 dollars³, après avoir baissé entre 2014 et 2016 en passant de 70 à 40 dollars, la production américaine a le

potentiel pour augmenter dans les deux prochaines années. Cela étant, les dépenses d'investissement restent faibles : après avoir stagné en 2017, elles ne devraient augmenter que de 6 % en 2018, et essentiellement concentrées sur le secteur du brut léger (*light tight oil*) d'après l'Agence Internationale de l'Énergie⁴, ce qui pourrait peser sur la production à moyen terme. Après un important déstockage en 2017 (graphique 29), nous inscrivons une poursuite du déstockage de 200 millions de barils en 2018, de 50 millions en 2019 et de 35 millions de barils en 2020, ce qui ramène le niveau des stocks juste au-dessus de la moyenne 2010-2015. Ainsi, les prix du baril de Brent se stabiliseraient autour de 76 dollars en 2019 et 75 dollars en 2020.

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

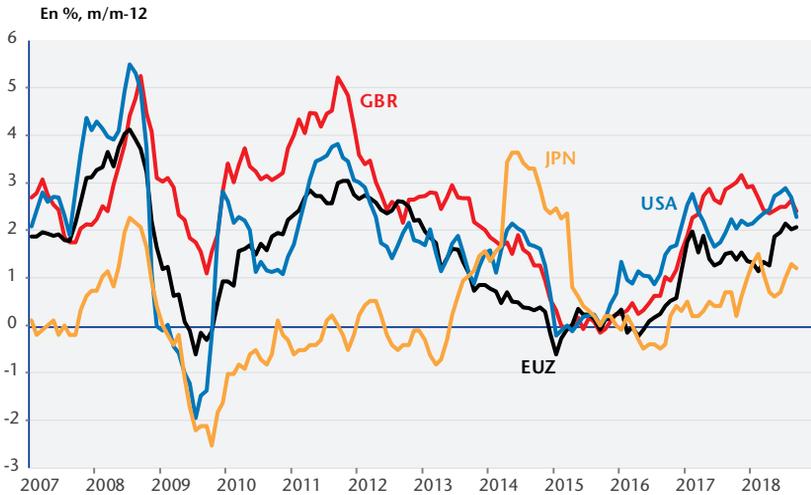
4. Agence Internationale de l'Énergie, *Oil 2018 – Analysis and Forecasts to 2023*, mars 2018.

6. L'inflation se dérobe

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

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

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



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

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

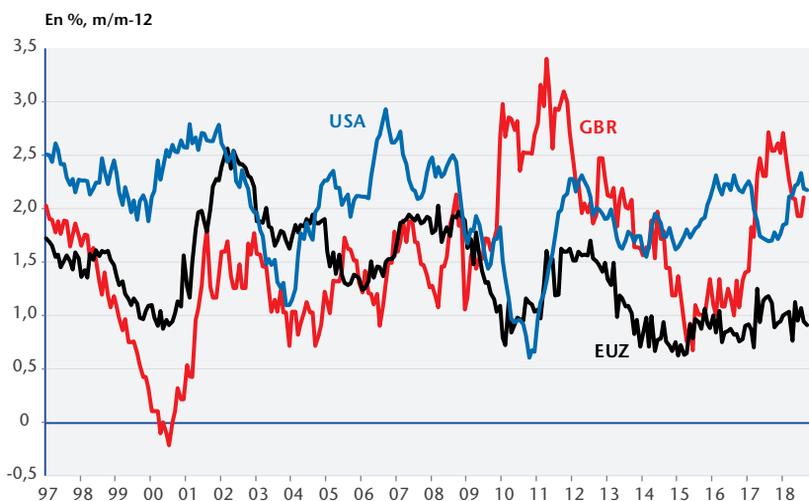
La convergence des taux d'inflation *headline* est en contradiction avec les décalages conjoncturels entre les différentes zones, marqués dans les pays anglo-saxons par des niveaux de chômage à leurs plus bas historiques, et en Europe par un chômage qui a certes baissé, mais qui à 8,1 % en août, reste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

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

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

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

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



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

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

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

courbe de Phillips traditionnelle selon laquelle la baisse du chômage entraîne des tensions sur le marché du travail et corrélativement une hausse des salaires. Nos estimations montrent toutefois que la courbe de Phillips reste valide, c'est-à-dire que le taux de chômage demeure un facteur explicatif de l'évolution des salaires, mais que la relation s'est modifiée depuis la crise, avec une diminution de la sensibilité des salaires au taux de chômage¹.

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

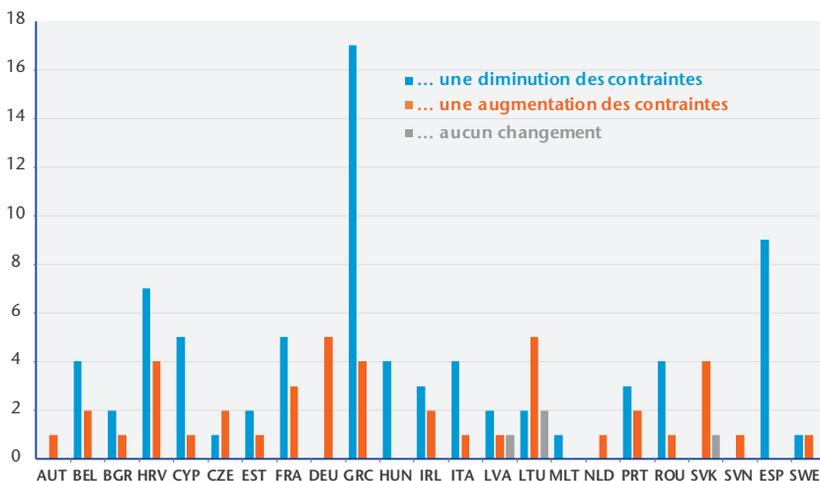
Une autre dimension du sous-emploi non mesurée par le taux de chômage est celle de la durée du travail. Le temps partiel subi sort en effet de la population des chômeurs les personnes en emploi mais qui souhaiteraient effectuer davantage d'heures. La baisse du chômage générée par les reprises d'emploi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

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

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

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

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



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

Source : LABREF database, DG EMPL, Commission européenne.

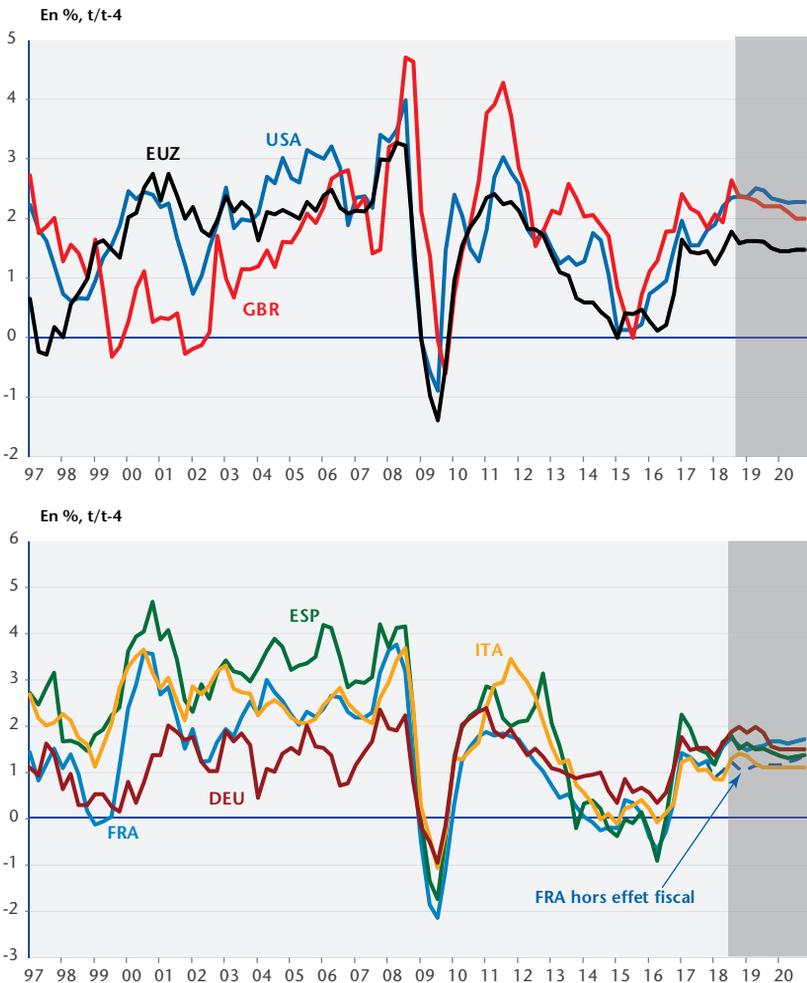
Les craintes d'une fin de cycle proche à cause de la raréfaction des ressources en main-d'œuvre paraissent donc prématurées. Les ressources en facteur travail laissent subsister des marges de croissance sans dérapage incontrôlé de l'inflation. L'apparent relâchement du lien entre inflation, chômage et écart de production trouve peut-être simplement son origine dans le fait que les économies à bas taux de chômage ne sont pas encore en haut de cycle¹.

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

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

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

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



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

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

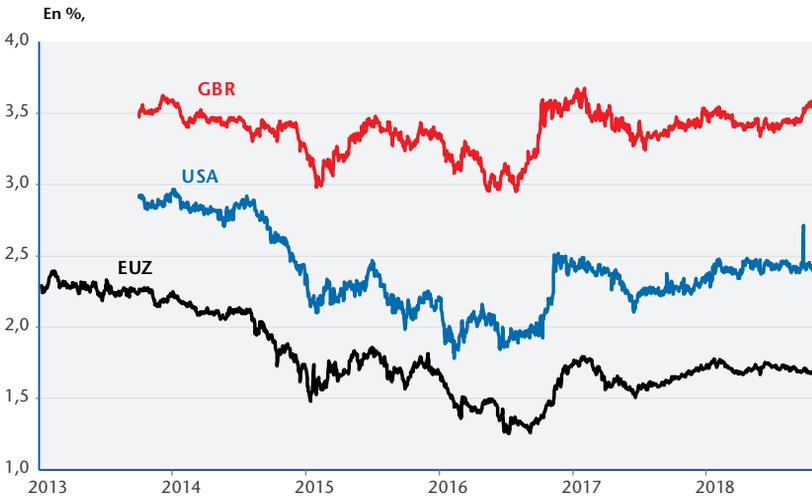
En zone euro, les écarts d'inflation inscrits en prévision suivront la même logique, avec l'Allemagne qui s'écartera de la trajectoire des autres pays pour lesquels le chômage affiché est plus élevé. Mais cet écart ne témoigne pas d'une surchauffe inflationniste en Allemagne dès lors qu'en s'installant sur un palier compris entre 1,5 et 2 %, la hausse des prix resterait très en deçà de ses précédents sommets. En apparence, le taux d'inflation en France serait peu éloigné du taux d'inflation allemand. Toutefois, la trajectoire des prix en France est et sera encore perturbée à l'horizon 2020 par la hausse de la fiscalité indirecte au début de chaque année. Au début 2018, le gouvernement a majoré les taxes sur le tabac et les hydrocarbures. Selon nos estimations, il en résulte un effet sur le déflateur de la consommation de +0,5 point au premier semestre 2018. Cet alourdissement de la fiscalité sera reconduit en 2019 et en 2020, avec à nouveau un impact inflationniste. Corrigé de cet effet, le taux d'inflation français demeurera inférieur au taux allemand sur l'ensemble de la période. Au final, le taux d'inflation dans la zone euro resterait sous la cible de la BCE (2 %), l'inflation dans les pays où le chômage est encore élevé, l'Espagne et l'Italie, ne conduisant pas à l'apparition de tensions inflationnistes¹.

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

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

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

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



Source : Thomson Reuters.

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

7. Politique monétaire – Concordance des cycles

La normalisation de la politique monétaire se poursuit aux États-Unis et au Royaume-Uni. Dans la zone euro, la fin de l'assouplissement quantitatif est prévue pour décembre 2018, ce qui devrait clore la période qui s'est ouverte il y a 10 ans et qui a amené les banques centrales à recourir à des politiques non conventionnelles¹. Ces trois banques centrales vont donc augmenter leur taux directeur dans les prochains mois. Cette phase de resserrement commun se justifie à la fois par l'amélioration de la situation conjoncturelle mais aussi par la nécessité de retrouver des marges de manœuvre en cas de ralentissement futur de la croissance. En dépit de cette concordance des cycles, la vitesse et l'ampleur du rythme de hausse des taux seront différentes reflétant les différences de cycle économique et l'incertitude politique dans le cas du Royaume-Uni. Dans ces conditions, un écart de taux va se creuser entre les États-Unis, le Royaume-Uni et la zone euro. En fin d'année 2020, le taux directeur de la politique monétaire atteindrait 4 % aux États-Unis, 2,25 % au Royaume-Uni et 1,5 % dans la zone euro.

De la fin de l'assouplissement quantitatif...

Lors de la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE qui s'est tenue en juin, Mario Draghi a annoncé une dernière extension du programme d'assouplissement quantitatif et une réduction des achats de titres. L'annonce a été plutôt perçue comme expansionniste par les marchés qui ont retenu l'allongement de la durée du programme. Le taux de change de l'euro s'est alors légèrement déprécié face au dollar dans les minutes qui ont suivi la conférence de presse². À partir d'octobre, les achats mensuels nets de titres par la BCE s'élèveront à

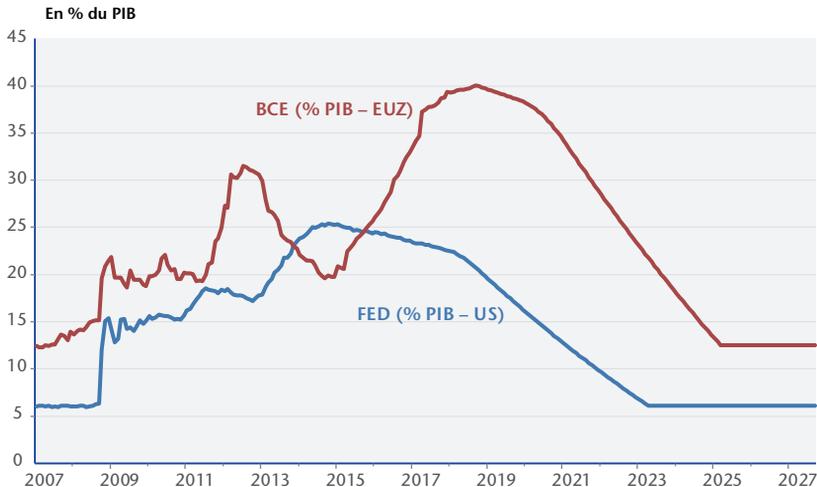
1. Le Japon resterait une exception puisque la Banque du Japon continuera d'acheter des actifs afin de maintenir le taux de long terme autour de 0 %.

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

15 milliards au lieu de 30¹. À l'issue de cette période, la BCE stabilisera la taille de son bilan. Concrètement, la BCE n'interviendra sur les marchés que pour réinvestir le montant des titres de son bilan qui arrivent à échéance. En pourcentage du PIB de la zone euro, la taille atteindrait donc un pic à 40 % en fin d'année 2018.

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

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



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

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

amener les banques centrales à atténuer, voire arrêter cette politique de réduction de la taille du bilan. Par ailleurs, il y a une grande incertitude sur la cible – en pourcentage du PIB – que souhaiteront atteindre les banques centrales et même un débat sur l'opportunité de continuer à avoir recours à des politiques de bilan¹.

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

... à la hausse des taux d'intérêt

En mettant un terme aux achats nets de titres, la Réserve fédérale a réduit progressivement son soutien à l'économie *via* les politiques de bilan, ce qui s'est traduit par une remontée du taux fictif (ou taux *shadow*) de politique monétaire² qui permet de représenter dans l'espace des taux de court terme l'effet des mesures non conventionnelles mises en œuvre par les banques centrales (graphique 37). Pour les États-Unis, il ressort en effet que ce taux a progressivement augmenté à partir de 2013, c'est-à-dire lorsque la Réserve fédérale a annoncé puis réduit ses achats de titres. Par ailleurs, dès lors que la banque centrale américaine a décidé d'une première hausse de son taux directeur, en décembre 2015, le taux fictif est repassé en territoire positif. Le taux fictif correspond désormais au taux cible de la Réserve fédérale. La situation est identique pour la Banque d'Angleterre puisque le taux fictif a atteint un point bas après que la banque centrale a annoncé puis acheté de nouveaux titres émis par le Trésor britannique au cours du dernier semestre 2016. Le taux fictif a ensuite convergé vers zéro avant de coïncider avec le taux directeur de la Banque d'Angleterre fixé à 0,75 % depuis août 2018.

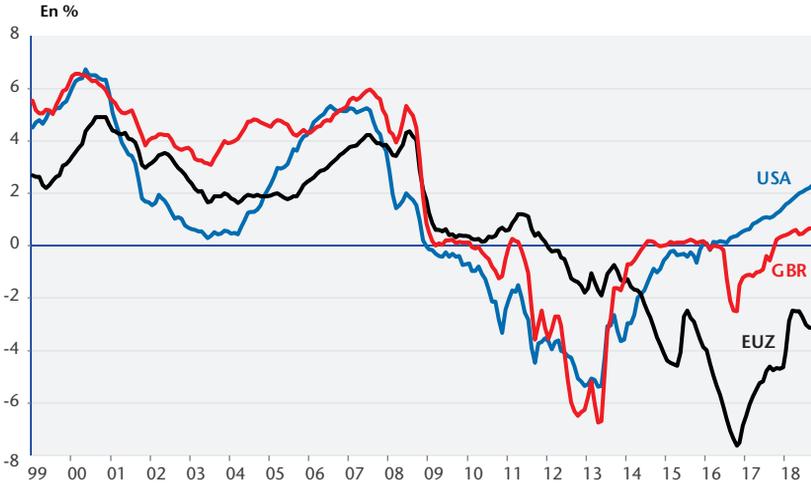
De fait, seule la BCE conserve un taux fictif négatif, à -3,1 % en septembre 2018, même s'il remonte depuis novembre 2016, ce qui correspond à peu près au moment où Mario Draghi a annoncé une

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

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

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

Graphique 37. Taux fictifs de politique monétaire



Source : Krippner, Banque centrale de Nouvelle-Zélande.

La Réserve fédérale vise la neutralité

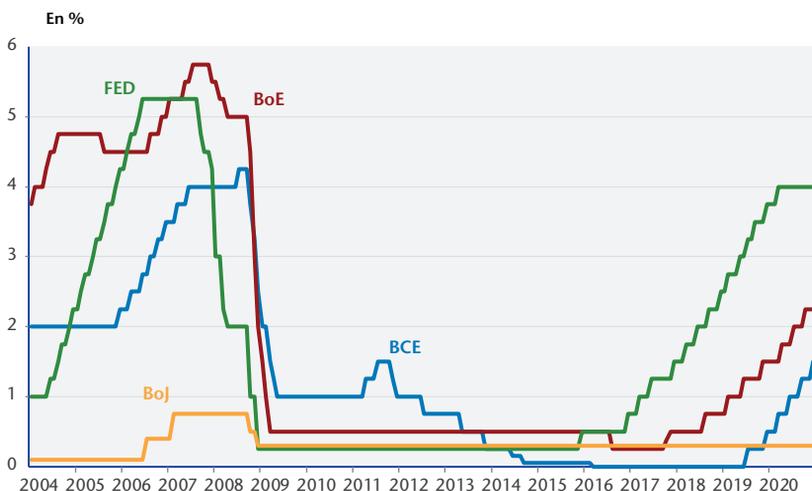
Dès lors que le taux fictif redevient positif, l'orientation de la politique monétaire serait alors pleinement reflétée par les variations du taux directeur qui serait de nouveau l'outil principal par lequel les banques centrales tentent d'atteindre leurs objectifs d'inflation et d'activité. Aux États-Unis,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

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

l'année¹. Surtout, cette évolution n'est pas essentiellement tirée par la composante énergie : une fois corrigé de l'énergie ainsi que des prix alimentaires, le déflateur augmente à un rythme proche de 2 %. Surtout, les perspectives de croissance pour 2018 sont favorables, ce qui devrait conduire l'économie américaine dans une situation d'écart de croissance positif. En 2019, même si la progression du PIB marquait légèrement le pas (2,6 % après 3 % en 2018), les États-Unis resteraient dans une phase de haut de cycle. La faiblesse du chômage alimenterait une boucle prix-salaire et l'inflation serait de surcroît renforcée par l'augmentation des tarifs douaniers. Le déflateur de la consommation passerait à 2,4 % en 2019 avant de reculer légèrement en 2020 (2,3 %).

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

Graphique 38. Taux directeurs des banques centrales



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

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

Un resserrement prudent en Europe

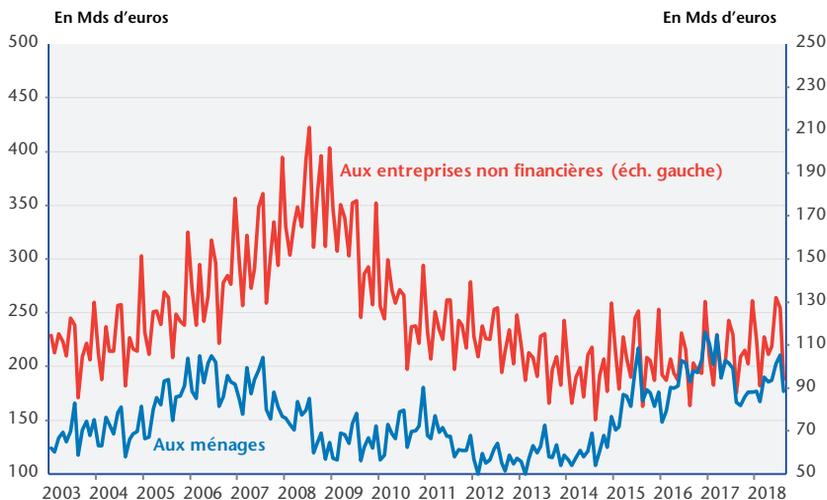
Dans la zone euro, Mario Draghi a annoncé lors de la réunion de juin que les taux n'augmenteraient pas avant l'été 2019 et il confirme qu'un stimulus monétaire reste nécessaire pour la zone euro. De fait, même si l'activité a accéléré en 2017 et que la croissance devrait s'établir à 2 % en 2018, le taux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

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

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

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

Graphique 39. Production de nouveaux crédits en zone euro



Source : BCE.

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

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

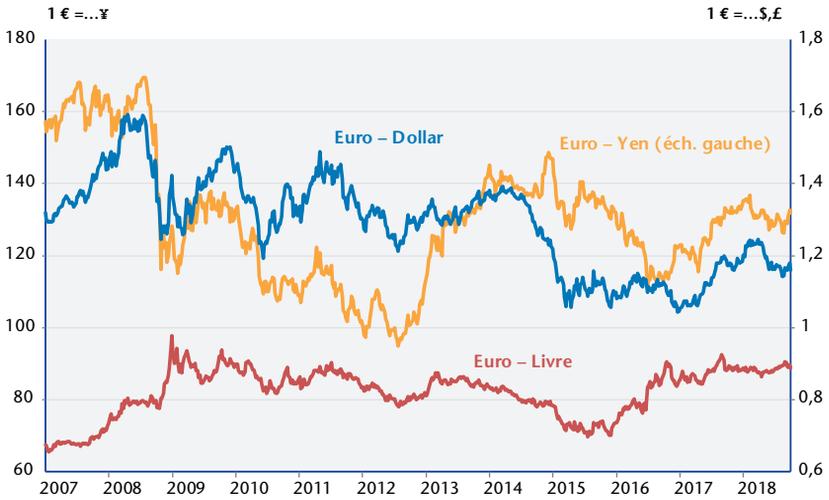
nique serait à 1,75 % par an, légèrement supérieure à la croissance tendancielle estimée proche de 1,5 %, et l'inflation ralentirait lentement pour s'approcher de 2 % en fin d'année 2020. Avec nos hypothèses de croissance, un peu moins fortes que celles de la Banque d'Angleterre, et d'inflation, proches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

Euro et livre : une appréciation retardée

Malgré la concordance des cycles monétaires entre l'Europe et les États-Unis, le rythme de hausse des taux de la Réserve fédérale serait plus marqué que ceux de la BCE et de la Banque d'Angleterre, surtout en 2019. L'écart entre le taux aux États-Unis et dans la zone euro passerait de 2 points actuellement à 3,25 points début 2020. Il en résulterait que la baisse de l'euro observée depuis avril 2018 – l'euro cotait alors 1,24 dollar – se poursuivrait jusqu'en fin d'année, amenant l'euro à 1,12 dollar. Puis, au fur et à mesure que les hausses de taux se confirmeront en 2019, l'euro s'apprécierait face au dollar, notamment en lien avec la divergence des comptes courants. L'euro atteindrait 1,2 dollar à partir du deuxième trimestre 2019 puis 1,30 dollar en fin d'année 2020, se rapprochant ainsi de la valeur du taux d'équilibre estimé autour de 1,35 dollar¹. Suivant une logique assez proche, la livre sterling se déprécierait légèrement face au dollar en fin d'année 2018 avant de remonter en 2019-2020. À l'effet de la remontée du taux directeur au Royaume-Uni s'ajouterait la levée des incertitudes concernant le Brexit et qui avaient notamment entraîné une dépréciation de la livre de l'ordre de 12 % vis-à-vis de l'euro et du dollar entre juin et octobre 2016 (graphique 40).

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

Graphique 40. Taux de change de l'euro

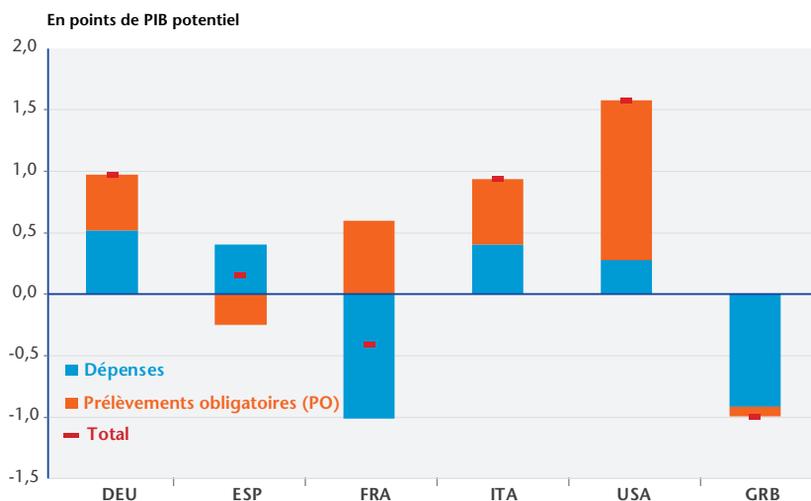


Source : Datastream Thomson Reuters.

8. Les choix budgétaires divergent dans les économies avancées

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

Graphique 41. Impulsion budgétaire cumulée (2018-2020)



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

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

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

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

La réforme fiscale votée bénéficie à la fois aux ménages et aux entreprises. Le revenu disponible des ménages sera soutenu grâce à la baisse de l'impôt sur le revenu des ménages et par la baisse de l'impôt sur les successions¹. Les marges des entreprises seront quant à elles soutenues par la forte baisse du taux de l'impôt sur les sociétés qui baissera de 35 % (actuellement l'un des plus élevés du monde) à 21 %, ce qui diminuera le taux effectif de l'IS de 21 % à 9 % selon le CBO. En parallèle à la baisse des PO, un choc positif de dépense publique sera mis en œuvre en 2018-2019. Ainsi, la part de la dépense publique primaire dans le PIB devrait augmenter 0,9 point entre 2017 et 2019.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Même si l'heure n'est plus à l'austérité généralisée, le soutien de la politique budgétaire à la croissance mondiale serait bien moindre. En effet, l'impact de la politique budgétaire sur la croissance du PIB dépend de multiples facteurs : (i) les instruments mobilisés, (ii) la position de l'économie dans le cycle mais aussi (iii) des effets dynamiques des politiques budgétaires passées².

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

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

2. Sampognaro R. (2018).

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

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

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

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

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

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

Tableau 7. Impulsion budgétaire et comptes publics

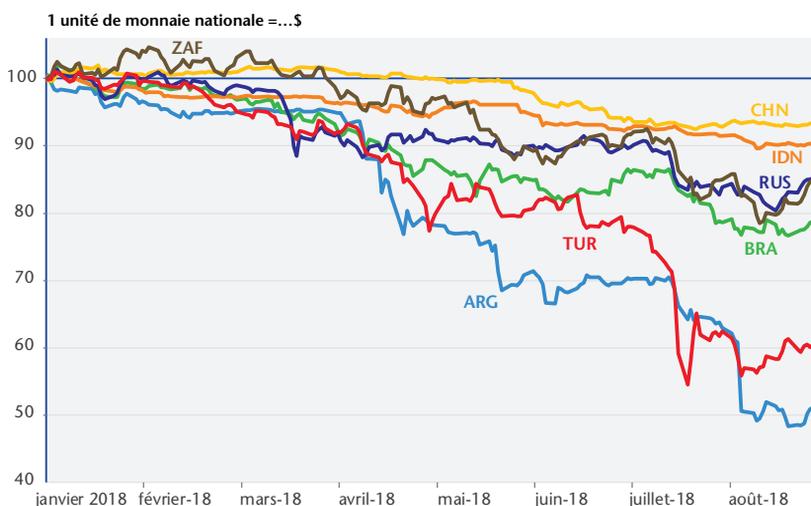
	Impulsion budgétaire (en pts de PIB potentiel)			Solde public (en pts de PIB)			Dettes publiques (en pts de PIB)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
DEU	0,3	0,4	0,2	1,6	1,3	1,0	61,2	58,6	56,4
ESP	0,6	0,0	-0,4	-2,7	-2,0	-1,5	97,5	96,0	94,7
FRA	0,0	-0,2	-0,3	-2,6	-2,8	-1,8	98,7	98,3	97,8
ITA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

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

9. Tensions financières dans les pays émergents

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

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



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

Volatilité des marchés financiers

Le graphique 43 illustre les tensions financières observées entre janvier 2011 et août 2018. L'indicateur de pression financière (IPF¹) représenté est calculé comme une moyenne pondérée des taux de variation des indices boursiers, des taux de change bilatéraux (face au dollar américain) et enfin des primes sur les CDS.

L'IPF permet l'identification des périodes de tensions financières et l'étude de phénomènes de contagion. Entre 2011 et 2018, les chocs financiers ont été négativement orientés, en particulier pour la Turquie et l'Argentine. La moyenne de l'indicateur chinois n'est pas statistiquement différente de zéro, contrairement aux autres économies émergentes. La dispersion de l'indicateur, mesurée par l'écart-type, est marquée en Argentine, en Turquie et en Russie. Les coefficients d'aplatissement et d'asymétrie sont les plus élevés pour l'Argentine et la Turquie sur les sept dernières années, ces pays ayant connu plus de variations extrêmes que les autres pays émergents. Dans le tableau 1, il est intéressant de noter que l'indicateur de tensions financières pesant sur l'Argentine est le moins corrélé avec celui des autres pays sur la période janvier 2011 à décembre 2018².

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

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

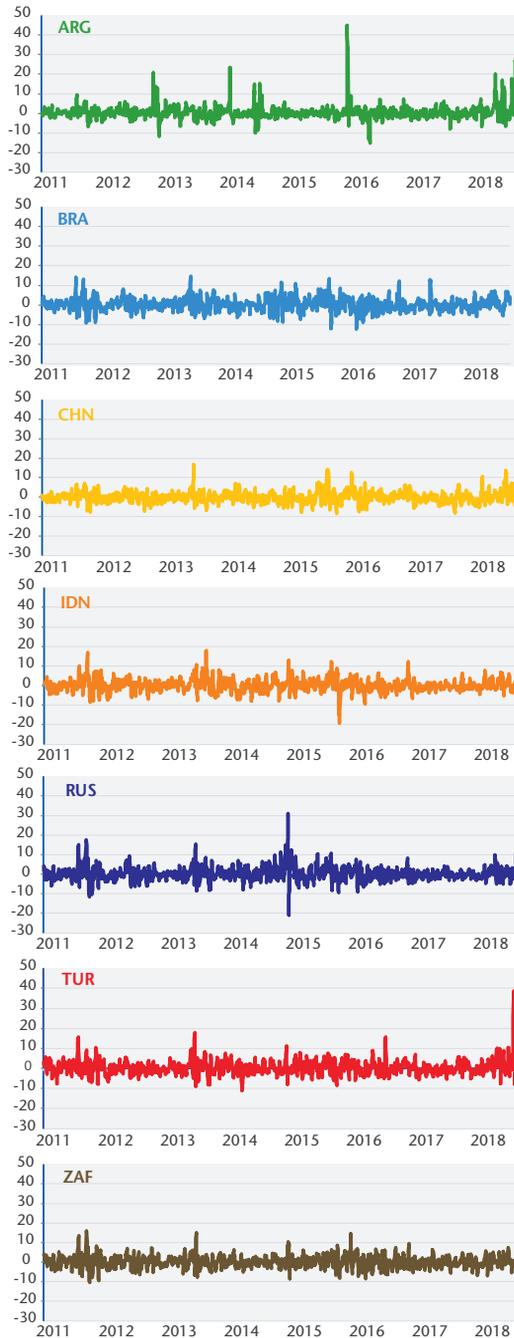
Sources : Comptabilités nationales, MW Reuters, calculs OFCE.

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

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

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

Graphique 43. Indices des pressions financières



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

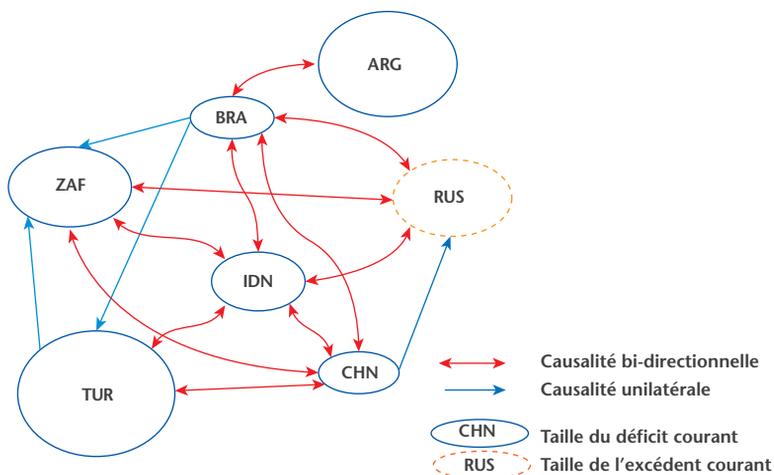
Les quatre premiers soubresauts identifiés en octobre 2012, janvier et juillet 2014, et enfin en décembre 2015 concernent en majorité des événements liés au défaut de paiement sur la dette Argentine en 2001. À la fin du mois d'octobre 2012, le rejet par la Cour américaine du recours déposé par l'Argentine contre une première décision l'appelant à rembourser tous les acteurs privés ayant refusé la restructuration de la dette en 2005 et 2010 a eu un impact important sur les CDS dont la prime double entre le 26 et le 29 octobre. En janvier 2014, la banque centrale argentine cesse d'intervenir sur le marché des changes et laisse le taux de change se déprécier, il perd alors 23 % sur le seul mois de janvier. Quelques mois plus tard, Standard and Poor's déclare l'Argentine en défaut sélectif car le pays refuse de payer les intérêts dus aux fonds vautours, augmentant la volatilité sur les marchés financiers. Enfin, le saut le plus important intervient en décembre 2015, peu après l'élection du nouveau Président Macri. Ce dernier signe la fin du contrôle des changes, qui se traduit par une dépréciation de la monnaie argentine de 40 % en une séance, mais la présence d'un phénomène de contagion est toutefois discutable puisqu'aucun des pays considérés ici ne voit son indicateur se tendre³.

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

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

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

Schéma. Interaction des IPF émergents*



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

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

Source : Calculs OFCE.

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

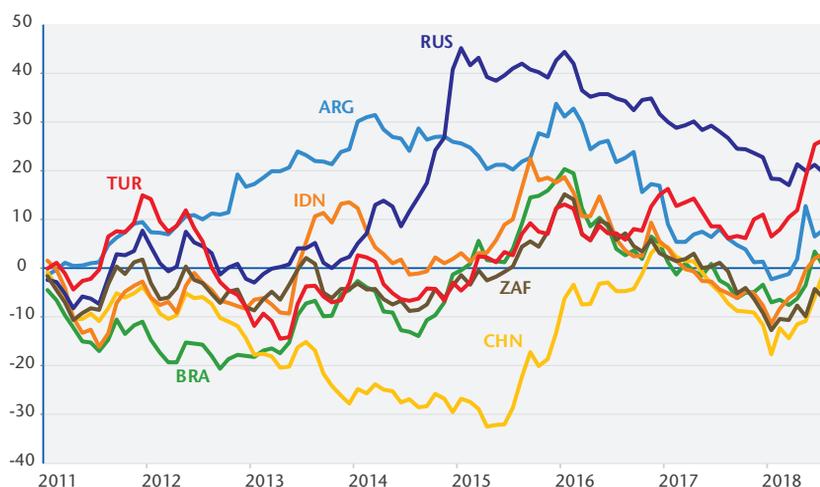
Le rôle du Brésil dans la diffusion des tensions sur les marchés financiers est prépondérant par rapport à celui des autres économies (schéma). En effet, les mouvements des variables financières brésiliennes sont les seuls connectés à ceux de tous les autres pays et l'influence est mutuelle dans le cas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

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

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

Outre les tensions financières précédemment citées, l'évolution des réserves de change est un facteur crucial pour les pays émergents endettés vis-à-vis de l'extérieur en monnaie étrangère et leur diminution constitue dans certains cas un risque important. Le graphique 44 illustre les indices de pressions financières cumulés dans lesquels sont prises en compte les variations des réserves de change⁴. Entre 2011 et 2015, les tensions financières se sont accumulées dans les pays émergents (c'est particulièrement le cas de l'Argentine et de la Russie), sauf en Chine, épargnée jusqu'au krach de la bourse de Shanghai survenu en juin 2015. À partir de 2016, les aléas ont été orientés à la baisse

Graphique 44. Indice de pressions financières – cumul



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

Sources : Comptabilités nationales, Datastream, calculs OFCE.

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

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

Des faiblesses persistantes

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

Une balance commerciale déséquilibrée...

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

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

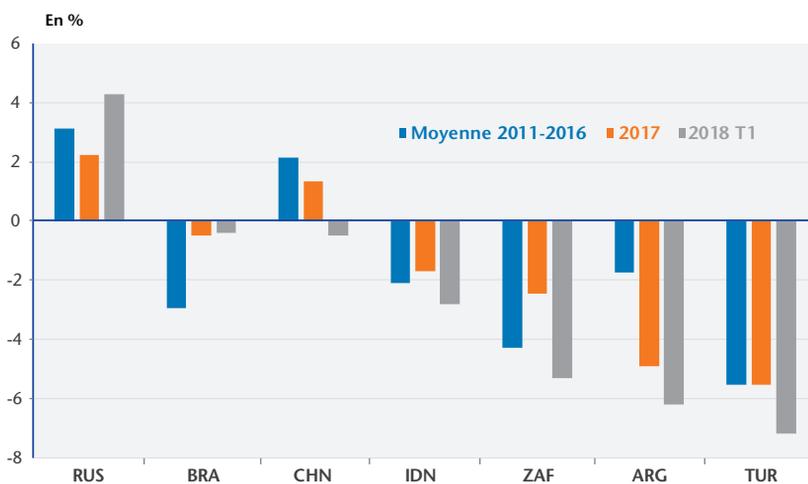
... venant alimenter la dépendance aux flux de capitaux étrangers

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

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

semestre 2018⁵. Pour ces mêmes pays, elle était alors de 38 %, 30,4 %, 28,3 % entre 2011 et 2012. La faiblesse ne provient pas tant du ratio précédent mais tient au fait qu'une grande partie de leur dette externe est émise en devises sur les marchés de capitaux internationaux. Cette caractéristique de nombreux pays émergents est ce que Eichengreen, Hausmann et Panizza (2003) appellent le « péché originel » (*original sin*) : c'est une situation dans laquelle la confiance des investisseurs internationaux dans la monnaie du pays émetteur est telle que le financement de la dette se fait en monnaie étrangère. Toute dépréciation du taux de change, en particulier vis-à-vis du dollar, vient automatiquement accroître la charge de la dette.

Graphique 45. Déficit du compte courant



Sources : OCDE, calculs OFCE.

Un taux d'inflation élevé

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

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

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

Une dépendance aux matières premières

L'Afrique du Sud et l'Argentine, exportateurs de matières premières agricoles et de métaux, peinent à dégager suffisamment de réserves de change pour se constituer un matelas de sécurité. Le cours des principales matières premières exportées poursuit une tendance récente à la baisse : c'est le cas du soja, de l'or ou encore du minerai de fer. Les aléas climatiques comme les périodes de sécheresse peuvent expliquer dans une moindre mesure la dégradation de la balance commerciale des matières premières agricoles. La Russie et le Brésil parviennent à se prémunir plus facilement contre les chocs externes, la hausse du prix du baril aidant, par l'accumulation de réserves de change. La Turquie consacre une part non négligeable de ses importations aux combustibles minéraux : ils représentent le principal poste d'importation en 2017 (15,9 % de la valeur des importations contre 10,6 % en 2016). Le scénario retenu pour le prix du pétrole (stabilisation à 75 USD le baril à partir du deuxième trimestre 2019, après une hausse à 85 USD au quatrième trimestre 2018), ne laisse pas envisager une amélioration de la balance commerciale à court terme et contribuerait à maintenir une inflation élevée. Les risques découlant des vulnérabilités précédemment décrites ne sont pas indépendants de la politique monétaire américaine qui est l'un des principaux vecteurs du cycle financier mondial⁶.

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

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

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

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

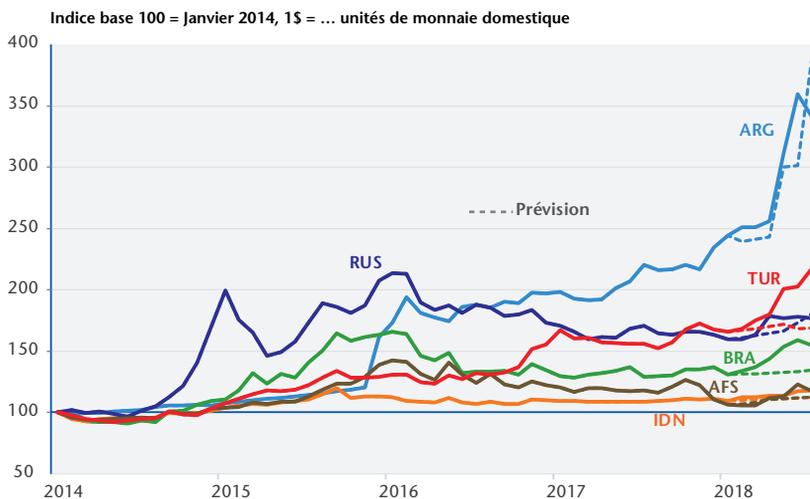
Le péché originel discuté plus haut auquel sont soumis de nombreux pays fait apparaître un déséquilibre entre les actifs et les engagements libellés dans des devises différentes (*currency mismatch*). La probabilité d'occurrence d'une crise de la balance des paiements s'accroît au fur et à mesure de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

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

Pour chacun des pays, nous avons estimé l'élasticité du taux de change bilatéral vis-à-vis du dollar à l'évolution du taux implicite américain (*shadow rate*) entre janvier 2010 et décembre 2012⁷. Toute augmentation du taux américain est associée à une dépréciation du taux de change domestique vis-à-vis du dollar, sauf dans le cas de la Chine où la corrélation n'est pas significative. Sur cette base, une prévision du modèle est formulée hors-échantillon entre janvier et

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

Graphique 46. Évolution du taux de change et prévision



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

Source : Estimations OFCE.

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

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

Si une contagion des pays émergents vers les économies avancées par le canal financier semble peu probable, un moindre dynamisme de leur demande intérieure ne devrait pas non plus dégrader de manière significative leurs perspectives d'exportations. Tout d'abord, la part des exportations dans le PIB n'est que de 8 % aux États-Unis et de 17 % au Royaume-Uni. La contribution est plus importante en Allemagne (39 %), Italie (26 %), Espagne (24 %) et France (21 %) mais l'effet serait négligeable. En effet, si la demande intérieure de l'Argentine ou de la Turquie venait à diminuer de 1 pt par exemple, cela représenterait une perte de moins de 0,01 point de PIB pour l'Allemagne⁸.

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

10. Endettement public et privé : état des lieux

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

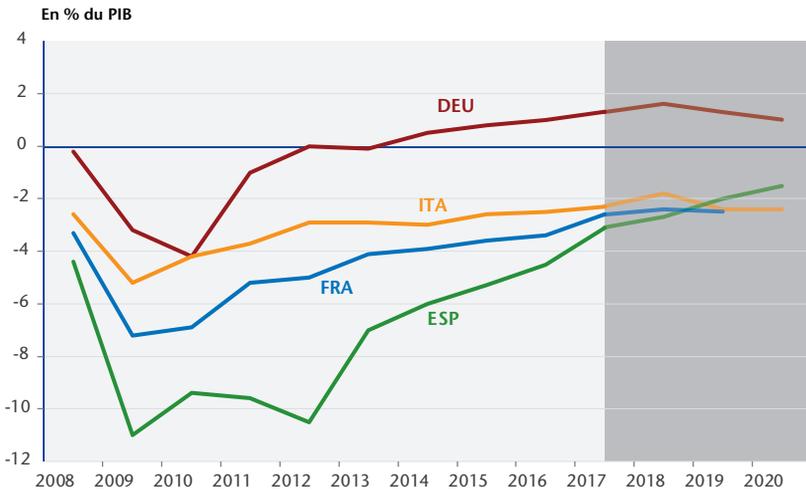
La tendance à la réduction du déficit public se confirme en Europe et devrait se poursuivre en 2019. Même si un plan de relance budgétaire vient d'être voté en Italie, son ampleur a priori modérée devrait limiter le déficit à 2,4 % du PIB en 2019. L'Italie étant parmi les pays les plus endettés d'Europe, l'annonce d'un déficit supérieur aux prévisions peut engendrer des tensions sur le taux d'intérêt relatif à la dette publique. Toutefois, le budget de l'Italie n'est pas particulièrement préoccupant dans la mesure où le solde primaire est positif (1,5 % du PIB en 2017) et où la croissance en valeur prévue pour 2019 (2,3 %) est compatible avec une stabilisation, voire une très légère baisse de la dette publique malgré le déficit annoncé. La réaction des marchés financiers va donc conditionner la trajectoire de la dette italienne puisque des taux d'intérêt plus élevés augmenteraient le déficit public en 2019 et a fortiori le niveau de dette publique¹. Les autres pays européens représentés sur les graphiques 47 (France, Espagne) et 48 (Royaume-Uni) convergent tous vers l'équilibre budgétaire, alors que l'Allemagne affiche des excédents depuis 2014. La situation budgétaire des principales économies européennes s'améliore donc progressivement et ne fait pas apparaître de risque particulier si la croissance économique se maintient. Le niveau élevé de l'endettement public, bien que stable, deviendrait en revanche problématique en cas de retournement du cycle économique car les marges de manœuvre budgétaires des États sont si faibles qu'il leur serait plus difficile de mener des politiques budgétaires contra-cycliques.

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

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

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

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

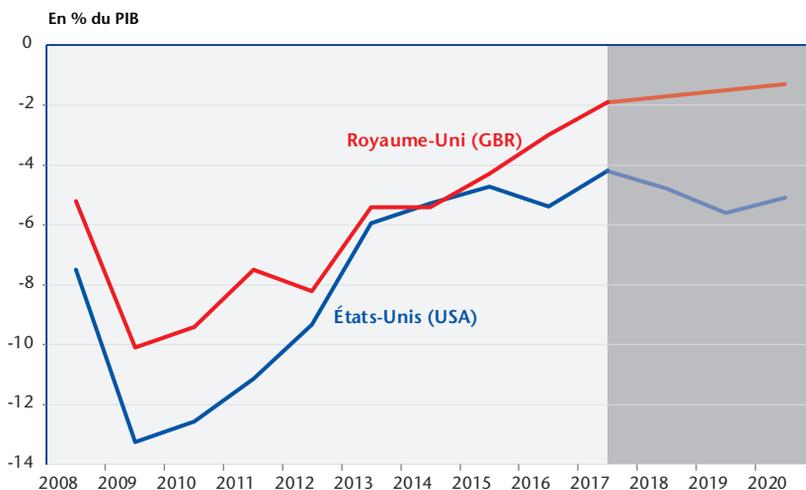


Note : Les courbes dans la partie grisée représentent les prévisions de l'OFCE pour la période 2018-2020.

Source : Eurostat.

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

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

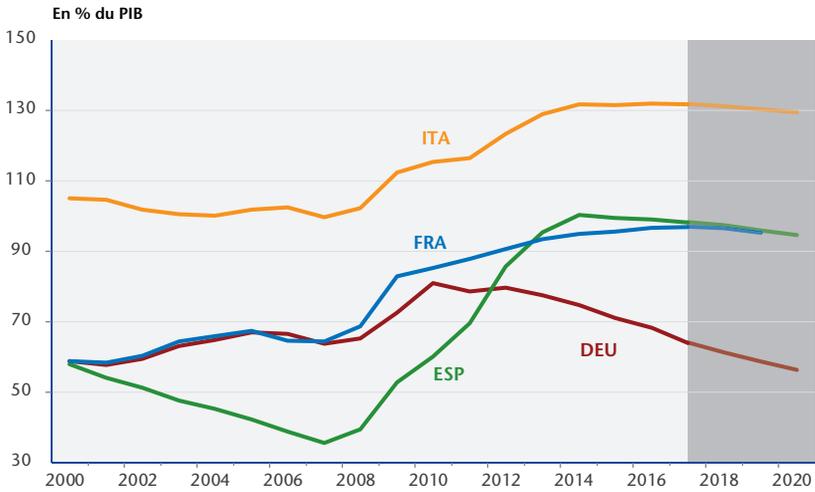


Note : Les courbes dans la partie grisée représentent les prévisions de l'OFCE pour la période 2018-2020.
Sources : Eurostat et BEA.

Vers une stagnation des dettes publiques en 2019

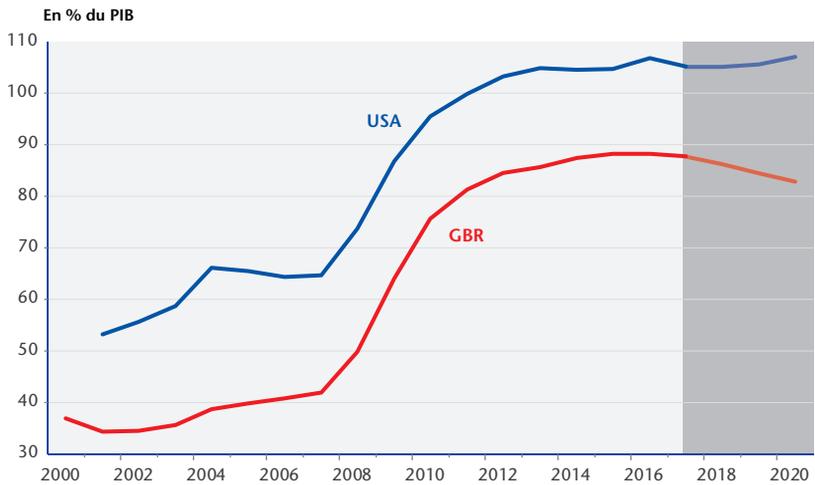
La dette des États se stabilise depuis trois ans, à la fois en Europe et aux États-Unis. L'Allemagne fait toutefois exception, le pays ayant retrouvé en 2017 son niveau de dette d'avant-crise, contrairement aux autres pays européens. Bien que ces derniers soient pour la plupart en-dessous du seuil de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

Graphique 49. Dette publique brute, au sens de Maastricht



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

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



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

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

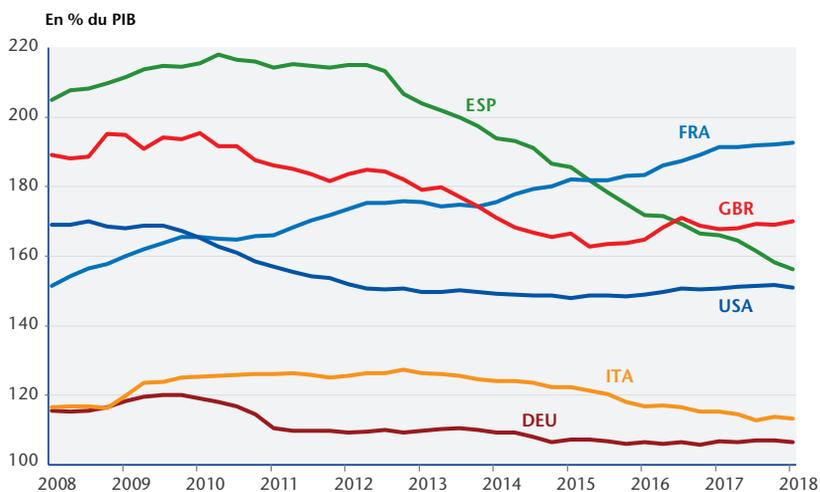
Des trajectoires plus contrastées concernant l'endettement privé

Le désendettement du secteur privé consécutif à la crise de 2008 a été relativement rapide aux États-Unis et en Europe, sauf en Espagne où il se poursuit et en France où la dette privée augmente. D'importantes disparités existent concernant la composition de la dette privée : cette dernière est partagée équitablement entre ménages et sociétés non financières (SNF) aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Allemagne, alors que les deux tiers du stock sont détenus par les SNF en France, en Italie et en Espagne. Contrairement à tous les autres pays, l'endettement du secteur privé a sensiblement augmenté en France, pour s'établir à 193 % du PIB en 2017 (contre 151 % en 2008) (graphique 51). Cette progression résulte essentiellement des entreprises mais également des ménages, dont l'endettement a crû de dix points de PIB sur la même période³. Cela étant, la structure et les conditions de prêt sont très différentes selon les pays, rendant difficile la comparaison des

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

risques. Les ménages sont toutefois les agents les plus vulnérables au risque de défaut, comme cela fût le cas aux États-Unis et en Espagne durant la période 2007-2009. Cette vulnérabilité particulière implique qu'une dette excessive supportée par les ménages peut avoir des effets négatifs sur l'activité économique, alors que l'endettement des entreprises ne provoque pas des effets aussi importants⁴.

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

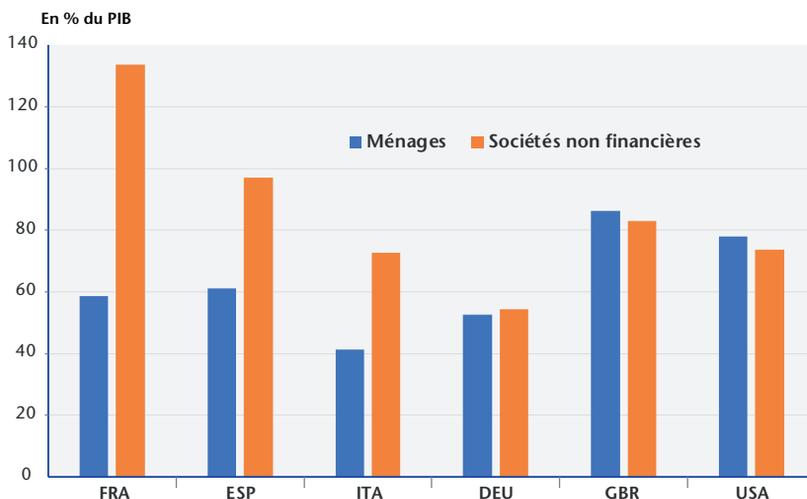


Source. BRI.

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

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

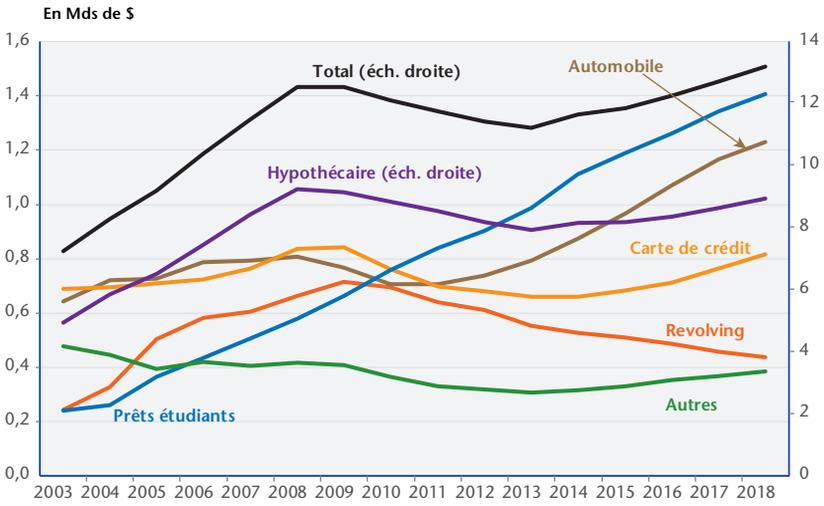
Graphique 52. Répartition de la dette privée (secteur non financier, année 2017)



Source : BRI.

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

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



Source. Réserve fédérale New York.

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

	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019	2020
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
Taux de change ¹																	
1 €=...dollars	1,06	1,09	1,17	1,17	1,22	1,20	1,16	1,12	1,15	1,20	1,20	1,20	1,11	1,12	1,18	1,19	1,26
1 \$=...yens	115	111	111	113	110	108	111	111	111	111	111	111	109,3	112,6	110,0	111,0	111,0
1 £=...euros	1,17	1,17	1,11	1,14	1,13	1,14	1,12	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,23	1,15	1,12	1,10	1,13
Taux d'intérêt directeurs des banques centrales¹																	
USA	0,79	1,05	1,25	1,30	1,53	1,80	2,00	2,33	2,67	2,92	3,33	3,58	0,51	1,10	1,91	3,13	3,96
JPN	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,07	-0,10	-0,10	-0,10	0,05
EUZ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,33	0,01	0,00	0,00	0,15	0,96
GBR	0,25	0,25	0,25	0,46	0,50	0,50	0,67	0,75	0,92	1,08	1,33	1,60	0,40	0,30	0,61	1,23	2,19
Taux d'intérêt à 10 ans¹																	
USA	2,8	2,6	2,6	2,6	2,91	3,00	2,96	3,00	3,1	3,4	3,8	4,0	2,2	2,7	2,96	3,58	4,00
JPN	0,1	0,1	0,1	0,1	0,06	0,04	0,08	0,06	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,06	0,10	0,20
EUZ	1,4	1,2	1,1	1,0	1,16	1,22	1,28	1,30	1,4	1,5	1,6	1,7	0,9	1,2	1,24	1,55	1,93
GBR	1,4	1,1	1,2	1,3	1,42	1,51	1,40	1,40	1,5	1,5	1,6	1,6	1,3	1,2	1,43	1,55	2,18
Matières premières																	
Prix du pétrole Brent, en \$ ¹	53,8	49,8	52,1	61,5	66,9	74,4	75,2	85,0	80,0	75,0	75,0	75,0	43,8	54,3	75,4	76,3	75,0
Prix du pétrole Brent, en € ¹	50,7	45,6	44,5	52,4	54,8	61,8	64,6	75,9	69,6	62,5	62,5	62,5	39,4	48,3	64,3	64,3	59,8
Matières premières industrielles ²	5,8	-7,5	2,5	13,1	8,4	7,2	2,2	4,1	0,0	0,5	1,0	1,0	-12,7	20,5	27,0	7,1	2,6

1. Moyenne sur la période.

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

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

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

Millions de barils/jour sauf mention contraire, cvs

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

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

2. En dollars, moyenne sur la période.

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

A3. États-Unis : résumé des prévisions

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

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

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

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

A4. Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

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

Sources : Eurostat, prévision OFCE octobre 2018.

A5. Allemagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

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

A6. France : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

* Mesurée comme l'effort budgétaire structurel.

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

A7. Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

1, Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Sources : ISTAT, calculs de l'auteur, prévision OFCE octobre 2018.

A8. Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2017				2018				2019				2016	2017	2018	2019	2020
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
PIB	0,8	0,9	0,6	0,7	0,56	0,56	0,62	0,69	0,6	0,6	0,4	0,5	3,2	3,0	2,6	2,4	1,5
PIB par habitant	0,8	0,8	0,6	0,6	0,5	0,4	0,6	0,6	0,5	0,6	0,4	0,4	3,1	2,8	2,2	2,2	1,3
Consommation des ménages	0,5	0,8	0,9	0,4	0,9	0,1	0,8	0,5	0,5	0,6	0,4	0,6	2,8	2,5	2,5	2,1	1,7
Consommation publique	1,1	0,6	0,6	0,3	0,8	0,1	0,6	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	1,0	1,9	2,1	1,5	0,7
FBCF totale¹ dont :	2,4	-0,2	2,3	0,6	1,1	3,5	-0,4	1,0	1,0	0,9	0,5	0,3	2,9	4,8	5,4	3,5	1,3
Productive	2,4	-1,3	2,4	0,2	0,6	4,5	-1,0	0,9	0,9	0,7	0,1	-0,1	1,5	3,4	4,8	2,6	-0,4
Logement	2,5	2,9	2,0	1,6	2,6	0,7	1,5	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4	7,0	9,0	7,2	5,7	5,5
Exportations de biens et services	1,3	1,3	0,1	1,4	0,6	0,2	1,2	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	5,2	5,2	3,0	3,5	3,2
Importations de biens et services	2,4	0,5	1,9	0,6	1,7	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	2,9	5,6	4,6	3,2	2,9
<i>Contributions :</i>																	
Demande intérieure hors stocks	1,0	0,5	1,1	0,4	0,9	0,8	0,5	0,6	0,5	0,6	0,4	0,4	2,3	2,8	2,9	2,2	1,3
Variations de stocks	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Commerce extérieur	-0,2	0,3	-0,5	0,3	-0,3	-0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,8	0,1	-0,3	0,2	0,2
Prix à la consommation (IPCH)²	2,7	2,1	1,8	1,6	1,1	1,8	2,0	1,5	1,6	1,5	1,5	1,4	-0,3	2,0	1,6	1,5	1,4
Taux de chômage	18,8	17,2	16,4	16,5	16,7	15,3	14,9	14,6	14,3	14,1	13,8	13,6	19,6	17,2	15,4	14,0	12,9
Solde courant, en % de PIB													2,3	1,8	1,0	0,8	0,9
Solde public, en % de PIB													-4,5	-3,1	-2,7	-2,0	-1,5
Dette publique, en % de PIB													99,0	98,3	97,5	96,0	94,7
Impulsion budgétaire, en points de PIB													0,1	-0,1	0,6	0,0	-0,4
PIB zone euro	0,7	0,7	0,7	0,7	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,9	2,5	2,0	1,8	1,6

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

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

Sources : INE, prévision OFCE octobre 2018

A9. Royaume-Uni : résumé des prévisions

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

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

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

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

A10. Amérique latine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

Sources : FMI, calculs et prévision OFCE octobre 2018.

A11. Asie : résumé des prévisions de PIB

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

Sources : CEIC, calculs et prévision OFCE octobre 2018.

A12. Nouveaux États membres de l'Union

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

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