

## 1. Synthèse : accords ou récession

---

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

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

---

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

Tableau 1. Scénario de croissance mondiale

Taux de croissance en %

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

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

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

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

4. Communauté des États indépendants.

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

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

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

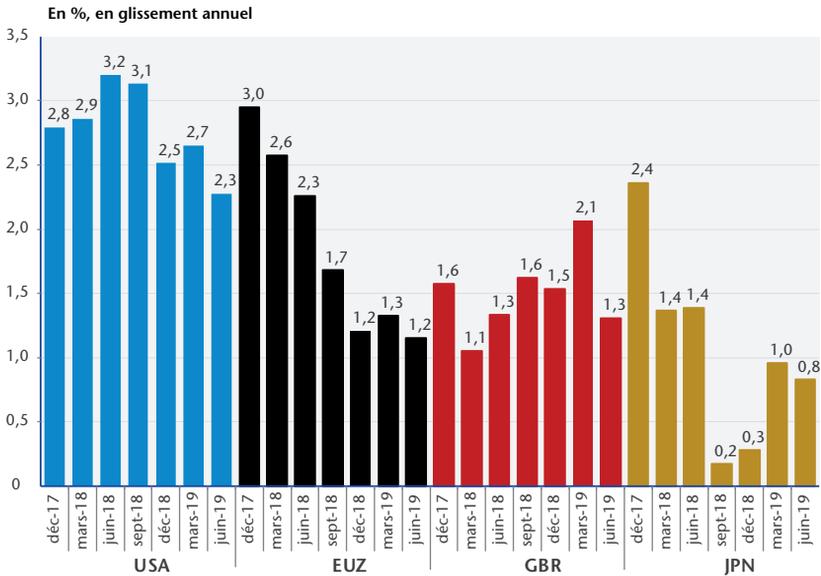
L'évolution de la croissance mondiale est donc suspendue à des accords politiques et commerciaux qui n'ont pu être finalisés jusqu'ici. Le risque de négociations rompues sur le commerce ou d'un Brexit précipité entraînerait la croissance mondiale dans une zone de turbulences bien plus fortes et laisserait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

### Le coup de frein...

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

En zone euro, la croissance a perdu 1,8 point entre la fin de l'année 2017 et mi-2019 avec une forte chute de la croissance allemande qui est passée de 3,4 % à 0,4 % en glissement annuel sur la même période. En variation trimestrielle, le PIB s'est même légèrement contracté au troisième trimestre 2018 et de nouveau au deuxième trimestre 2019. La baisse est moins marquée mais significative en France. À la dégradation de l'environnement international s'est ajouté un mouvement de contestation sociale qui a rogné la croissance en fin d'année et conduit le gouvernement à adopter des mesures de soutien au pouvoir d'achat<sup>2</sup>. L'activité transalpine est quasi à l'arrêt depuis la fin 2018. Les mesures de relance budgétaire annoncées par la coalition entre le Mouvement 5 étoiles et la Ligue du Nord ont surtout provoqué l'ire de

Graphique 1. Croissance du PIB dans les principales zones industrielles



Sources : Comptabilités nationales.

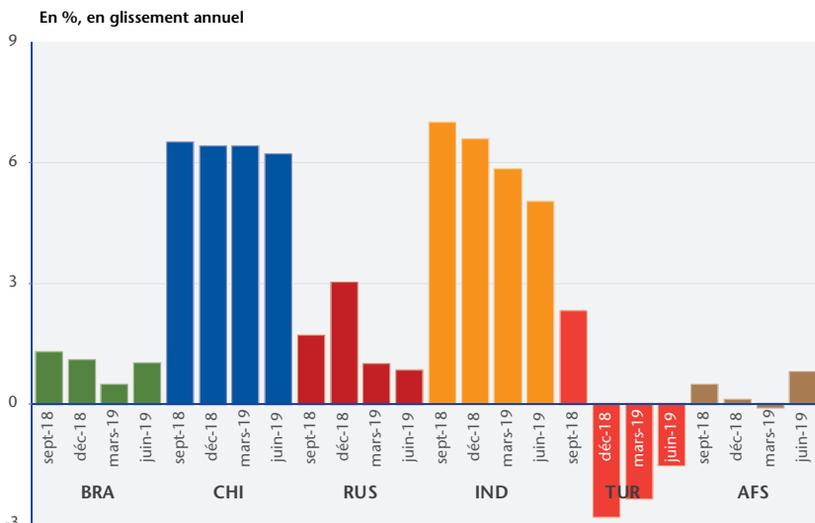
Bruxelles et de nouvelles tensions sur le rendement souverain italien. Si ces tensions financières se sont progressivement résorbées, la crise politique italienne n'a pas pris fin puisque la coalition s'est avérée fragile. La démission du ministre de l'intérieur Matteo Salvini a laissé la voie à la formation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

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

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

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

Graphique 2. Croissance du PIB dans les principales zones émergentes



Sources : Comptabilités nationales.

### ... avant l'accident ?

Ce ralentissement de l'activité est en ligne avec la dégradation des indicateurs conjoncturels depuis le début de l'année 2018. Cette évolution touche particulièrement le secteur industriel où les enquêtes témoignent d'un retournement de la confiance des entreprises dans les zones émergentes comme dans les pays industrialisés. Le niveau des résultats de ces enquêtes ne s'est pas redressé pendant l'été suggérant la poursuite, voire l'amplification du ralentissement. Le niveau de l'indice PMI (*Purchasing managers index*), qui reflète l'opinion des directeurs d'achats sur leur activité, est passé sous le seuil de 50, généralement interprété comme un indicateur de récession aux États-Unis, au Royaume-Uni, au Japon, en Allemagne, en Espagne et en Italie. Aux États-Unis, l'inversion de la pente des taux<sup>3</sup> depuis mai 2019 est également interprétée comme un indicateur avancé de récession puisque 6 des 7 dernières récessions observées aux États-Unis depuis le début des années 1970 ont été précédées d'une telle inversion<sup>4</sup>.

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

---

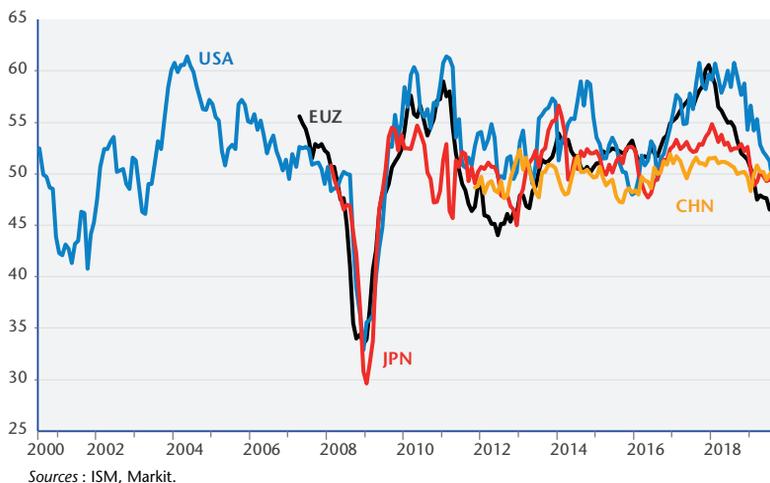
3. Écart entre le taux à 10 ans des obligations du Trésor et le taux à 3 mois des bons du Trésor.

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

### Encadré 1. Enquêtes PMI et risque de récession

Les marchés et les commentateurs de l'activité économique concentrent de plus en plus leur attention sur les indices des directeurs d'achats (PMI) produits par IHS Markit ou encore l'ISM. Ces deux instituts indiquent que les PMI permettent d'identifier clairement les points de retournement dans le cycle économique. Plus encore, il existerait une valeur de l'indice permettant d'approximer le passage d'une phase d'expansion à une phase de récession, fixée à 50<sup>5</sup>. La baisse récente de ces indices en-deçà de ce seuil a exacerbé les craintes d'une récession proche (graphique 3). Qu'en est-il vraiment ? L'exercice qui suit vise à éclaircir le lien entre le PMI d'une part et la croissance du PIB de l'autre.

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



Il existe différents types de PMI. Ici nous nous concentrons sur les indices manufacturiers plutôt que les indices composites pour bénéficier d'un échantillon temporel plus important. Bien que l'industrie manufacturière représente entre 11 % et 23 % de la valeur ajoutée des pays présents ici<sup>6</sup>, les

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

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

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

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

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

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

Nous partons du modèle<sup>7</sup> suivant dans cet exercice :

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

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

### Un PMI en deçà de 50 ne signifie pas nécessairement récession

Le modèle permet d'identifier le taux de croissance du PIB associé à une valeur de  $I_m^T$  égale à 50, *i.e.* le niveau où les entreprises déclarent la situation inchangée par rapport au trimestre précédent. Si l'indicateur est utile pour prévoir les retournements conjoncturels, alors une valeur d'indice égale à 50 devrait correspondre à une croissance trimestrielle du PIB nulle<sup>8</sup>. Les résultats sont reportés dans le tableau 3 et indiquent que ce serait le cas uniquement pour l'Allemagne, le Japon ainsi que le Royaume-Uni. En revanche, la valeur 50 de l'indice est associée à un repli trimestriel du PIB d'environ 0,2 % en Italie et une croissance comprise entre 0,14 % (zone euro) et 0,32 % (États-Unis).

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

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

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

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

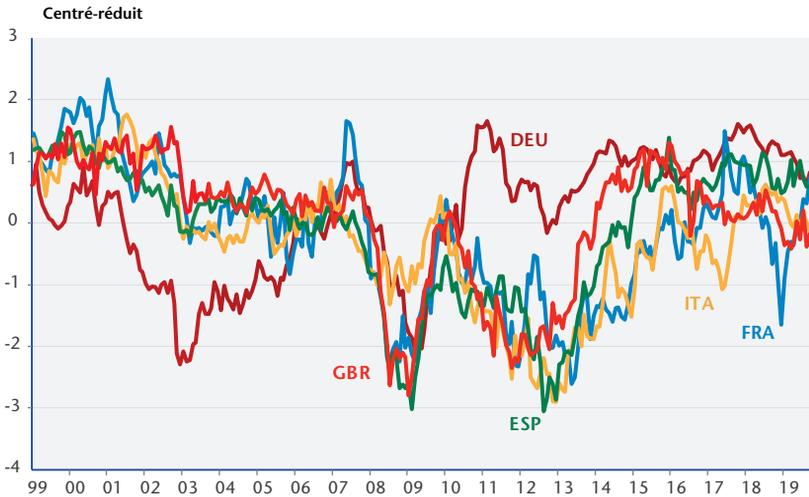
Pays	$g_t$	$\alpha$	$\beta$	échantillon	$R^2$
Allemagne	PIB	0,1 <sup>a</sup>	0,11	2007q4 - 2019q2	0,50
	IPI	-0,13 <sup>a</sup>	0,08	2007m12 - 2019m8	0,11
Espagne	PIB	0,16 [0,06 ; 0,25]	0,14	2011q2 - 2019q2	0,82
	IPI	-0,03 <sup>a</sup>	0,06	2011m4 - 2019m8	0,02
France	PIB	0,23 [0,14 ; 0,32]	0,08	2008q3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

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

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

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

Graphique 4. Confiance des ménages européens



## Un ralentissement certain

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

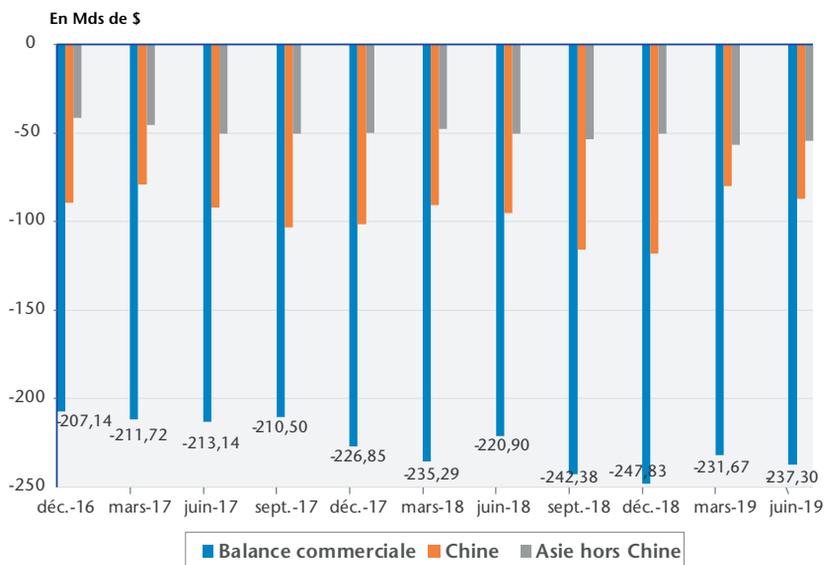
## Des tensions politiques

Depuis son arrivée à la tête des États-Unis, Donald Trump a rompu avec la politique commerciale de ses prédécesseurs et a engagé une stratégie de conflits avec ses partenaires ouvrant de multiples fronts. C'est surtout avec la Chine que les tensions sont les plus importantes puisque les États-Unis ont frappé de droits de douanes supplémentaires les importations chinoises à plusieurs reprises, la dernière mesure datant du 1<sup>er</sup> août 2019 avec une taxation à hauteur de 10 % sur 300 milliards d'importations<sup>9</sup>. Ainsi, l'intégralité des importations chinoises fait aujourd'hui l'objet de droits supplémentaires. Donald Trump espère ainsi forcer la Chine à ouvrir son marché et réduire le déficit commercial des États-Unis. Même si des négociations ont été ouvertes, elles n'ont pour l'instant pas abouti. La Chine a de son côté pris des mesures de rétorsions imposant à son tour les importations en provenance des

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

États-Unis, ce qui s'est traduit par une contraction des échanges commerciaux entre les deux pays. Un an après le déclenchement des hostilités, les importations américaines en provenance de Chine ont chuté de 12 % et les exportations américaines baissaient de 14 %. À terme, il n'est pas certain que cette stratégie soit couronnée de succès. Le déficit commercial bilatéral des États-Unis vis-à-vis de la Chine a bien été réduit mais le déficit total a légèrement augmenté (graphique 5). En cumul sur quatre trimestres, il s'élevait à 4,5 % du PIB en août 2019, soit un niveau légèrement supérieur à celui atteint fin 2016 avant l'entrée en fonction de Donald Trump. Une étude récente indique en effet que l'augmentation des droits a conduit les importateurs américains à se tourner vers d'autres fournisseurs hors Chine<sup>10</sup>. Plus généralement, le déficit commercial des États-Unis reflète surtout un déséquilibre entre l'épargne et l'investissement si bien que même si la stratégie menée par Donald Trump permet d'obtenir une plus grande ouverture du marché chinois, le déficit devrait perdurer.

Graphique 5. Commerce extérieur des États-Unis



Source : US Census Bureau.

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

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

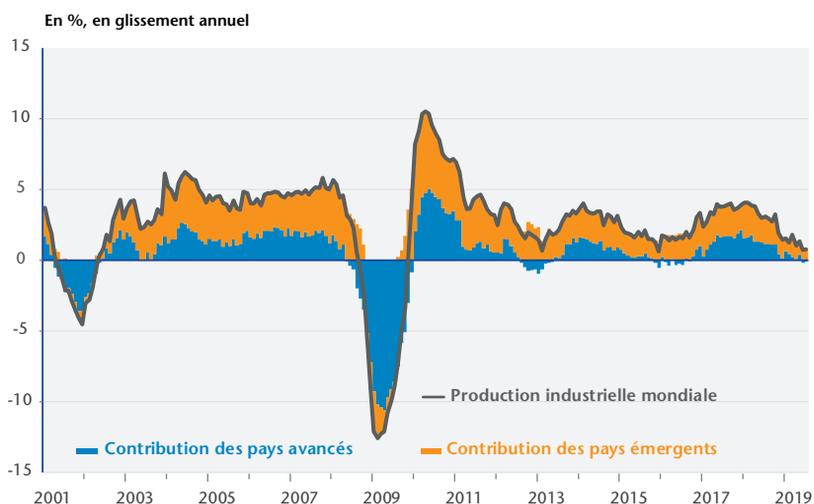
En Europe, les tensions portent également sur les modalités du *Brexit*, qui modifieront à terme les relations commerciales entre le Royaume-Uni et le reste de l'Union. Outre une augmentation des droits, une sortie sans accord pourrait de plus se traduire par des barrières non tarifaires qui auraient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

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

### **Une crise dans le secteur automobile/industrie**

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

Graphique 6. Production industrielle mondiale



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

L'entrée en vigueur de nouvelles normes en Europe et d'un nouveau processus d'homologation en septembre 2018 avait été à l'origine de fluctuations sur les immatriculations et sur la production plus ou moins importantes selon le degré de préparation des constructeurs. Pour autant, la crise pourrait être plus structurelle. Le scandale du *dieselgate* a fragilisé le secteur contribuant à une défiance à l'égard des moteurs diesels. Plus généralement, c'est la question de la place de l'automobile dans les sociétés qui est aujourd'hui posée ; de nombreuses villes projetant d'interdire la circulation de véhicules à moteur thermique à un horizon plus ou moins long. Face à ces annonces, les consommateurs pourraient être tentés de ne pas remplacer leur véhicule attendant la mise sur le marché de véhicules électriques plus performants et moins chers. Il en résulterait une baisse durable de la demande d'automobiles le temps que les constructeurs s'adaptent aux mutations de la demande. De fait, les ventes à l'échelle mondiale se sont contractées<sup>11</sup>, principalement du fait de la diminution de la demande chinoise qui pénalise en particulier les producteurs et exportateurs allemands. En effet, les constructeurs allemands sont non seulement plus sensibles à la demande mondiale mais, de surcroît, la part du secteur automobile dans l'économie est bien plus importante (tableau 4), ce qui contribue dès lors plus significativement qu'ailleurs à l'ajustement plus brutal de l'activité observé fin 2018-début 2019.

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

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

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

Sources : Eurostat, BEA.

## Une fin de cycle

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

Dans certains pays industrialisés, et notamment en Allemagne et aux États-Unis, c'est le cycle d'expansion post-Grande Récession qui s'achève et devrait se traduire par la convergence de l'activité vers le potentiel<sup>12</sup>. Dans ces deux économies, l'écart de croissance est positif. Le ralentissement serait probablement intervenu plus tôt aux États-Unis si l'économie n'avait pas été stimulée par une politique budgétaire expansionniste en 2018 et 2019. En Allemagne, malgré des mesures de soutien, la baisse de croissance est plus soudaine du fait d'une plus forte dépendance de l'économie au commerce mondial. Cette situation pose de fait la question de la soutenabilité du modèle de croissance allemand dont la fragilité était rapidement apparue en 2008-2009 lorsque la récession mondiale avait fait plonger le PIB plus fortement que celui des autres pays européens : -5,6 % en 2009 contre -4 % pour la zone euro hors Allemagne. La reprise mondiale avait, dans la foulée, contribué à un rebond plus dynamique : +4 % en 2010 contre 1,3 % pour le reste de la zone euro. Mais la croissance allemande pourrait être durablement affaiblie dans un contexte de

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

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

## Croissance conditionnelle

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

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

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

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

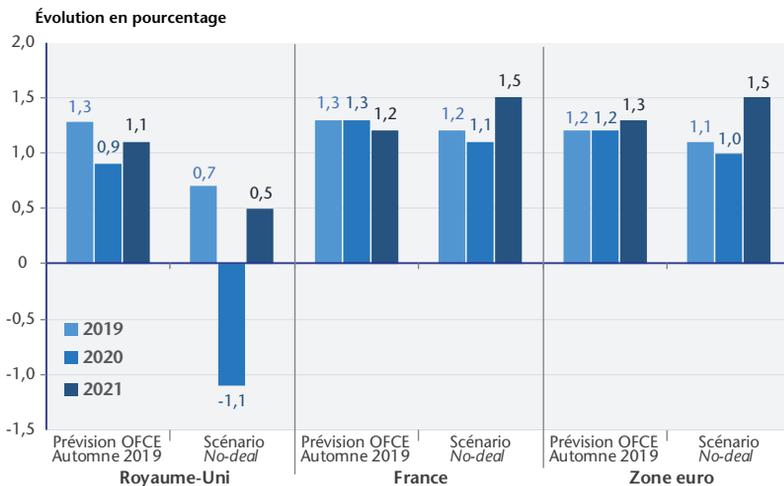
**Tableau 5. Hypothèses de modélisation d'une sortie sans accord  
le 31 octobre 2019**

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

Note : <sup>a</sup> Chocs déjà intégrés dans le modèle et non modifiés

Sources : NIESR et OFCE.

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



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

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

Graphique 8. Croissance du PIB et du commerce mondial



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

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

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

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

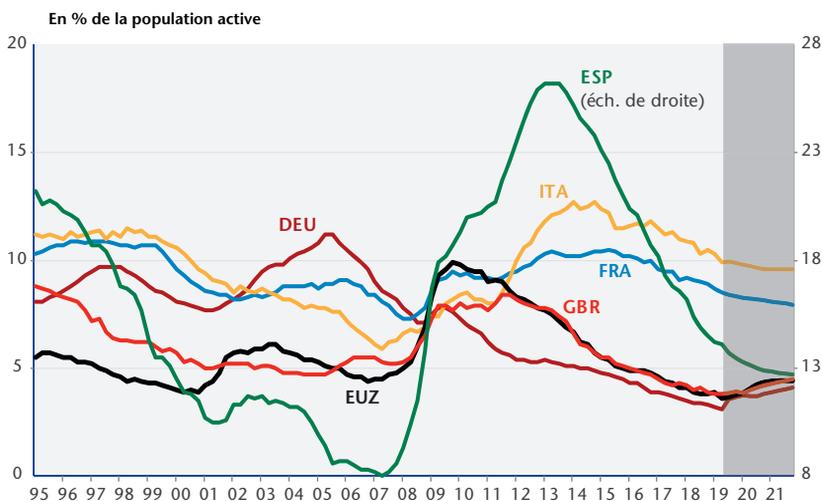
Pour autant, ce scénario pourrait être plus noir pour les États-Unis comme pour l'ensemble des pays industrialisés en cas d'accroissement des tensions commerciales ou d'une diffusion du creux industriel à l'ensemble de l'économie. Les ménages pourraient se montrer prudents et désireux d'accroître leur épargne de précaution, ce qui ralentirait la consommation et entraînerait un ajustement plus marqué de la demande intérieure. De plus, les risques financiers demeurent. Si l'endettement privé a globalement reculé depuis la fin de la Grande Récession, il reste des agents ou des segments de marché à risque<sup>13</sup>. Sous ces hypothèses favorables, le ralentissement serait contenu, ce qui se traduira également par une résilience des marchés du travail. La

---

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

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

Graphique 9. Taux de chômage



Sources : comptabilités nationales, prévisions OFCE octobre 2019.

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

## Politiques économiques : le fusil est-il rechargé ?

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

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

### **Quelles marges de manœuvre pour les politiques budgétaires ?**

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

Dans le cas européen, il faut néanmoins tenir compte des règles budgétaires en vigueur. Les pays s'engagent effectivement non seulement à avoir un déficit inférieur à 3 % du PIB mais aussi à réduire le déficit structurel et faire converger leur dette vers 60 % du PIB en 20 ans, ce qui suppose des efforts pour de nombreux pays (graphique 10). La France, l'Italie et l'Espagne ont déjà réduit les efforts relativement à leurs engagements initiaux<sup>14</sup>. La baisse des taux donnerait cependant des marges de manœuvre en 2020 sans nécessairement compromettre le respect des règles en vigueur.

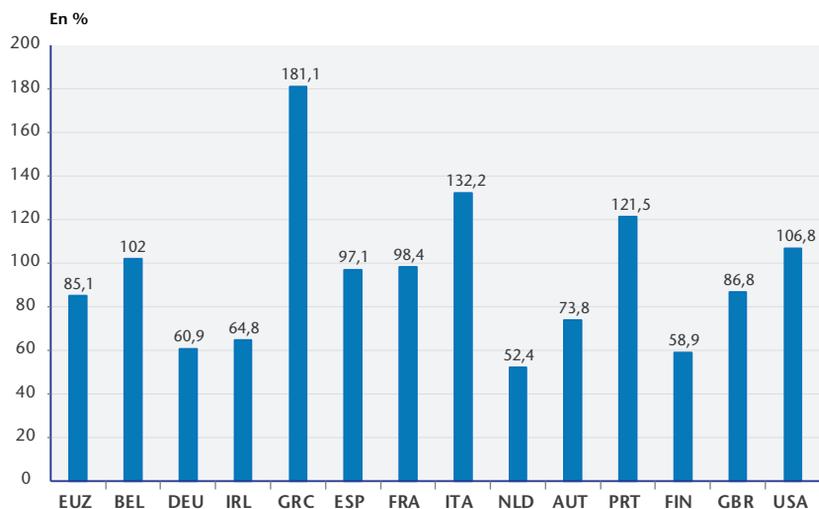
Dans le cas américain, c'est le plafond de dette voté par le Congrès qui peut contraindre la politique du gouvernement. Donald Trump a laissé entendre qu'il pourrait décider de nouvelles mesures de soutien à l'économie surtout que 2020 sera une année électorale. Le Président sortant souhaitera présenter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

---

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

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

Graphique 10. Dette publique brute en 2018



Sources : Eurostat, NIPA.

## Politiques monétaires : à la recherche d'une nouvelle arme

Côté monétaire, les banques centrales ont été très actives depuis 2009 en baissant les taux puis en ayant recours à des politiques d'achats d'actifs. Depuis 2014, la Réserve fédérale a normalisé progressivement sa politique monétaire en remontant son taux directeur puis en amorçant une réduction de la taille du bilan<sup>15</sup>. Elle a donc à la fois la possibilité de baisser les taux, ce qu'elle a déjà fait à deux reprises en juillet et septembre 2019 afin de tenter de faire remonter l'inflation et en anticipation d'un ralentissement économique. Avec un taux à 1,75 % en octobre, la Réserve fédérale dispose donc de plusieurs cartouches du côté des taux courts avant d'annoncer une reprise des achats d'actifs.

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

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

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

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

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

## Références

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