

## 2. Tour du monde de la situation conjoncturelle

---

### États-Unis : beaucoup de bruit pour rien ?

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

### Jusqu'ici tout va bien

Selon le NBER (National Bureau of Economic Research), les États-Unis connaissent actuellement la plus longue phase d'expansion de leur histoire<sup>2</sup>. Le cycle en cours a débuté au deuxième trimestre 2009 et

---

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

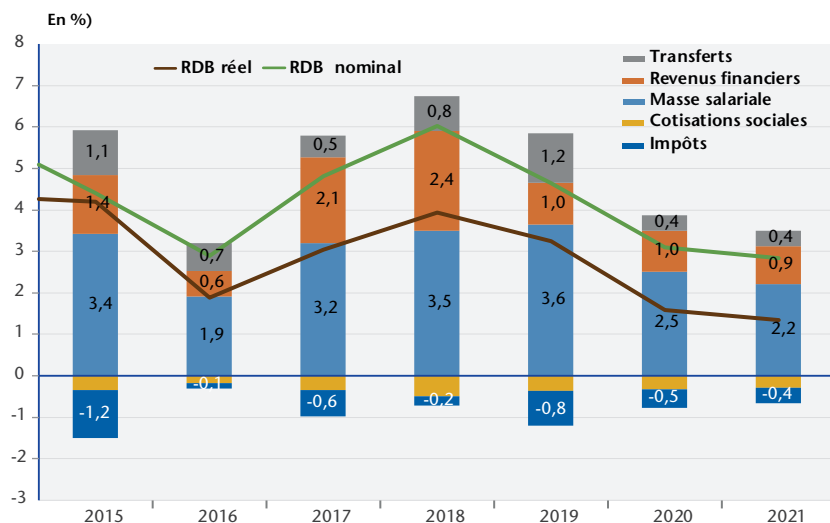
2. Le NBER établit une chronologie des récessions et des phases d'expansion depuis 1855. La méthodologie utilisée ne s'appuie pas uniquement sur le PIB mais tient également compte du revenu réel, de l'emploi, de la production industrielle et des indicateurs de ventes. Ainsi, même s'il y a eu des contractions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

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

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

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

Graphique 11. Décomposition du revenu disponible des ménages américains



Sources : BLS, calculs et prévision OFCE octobre 2019.

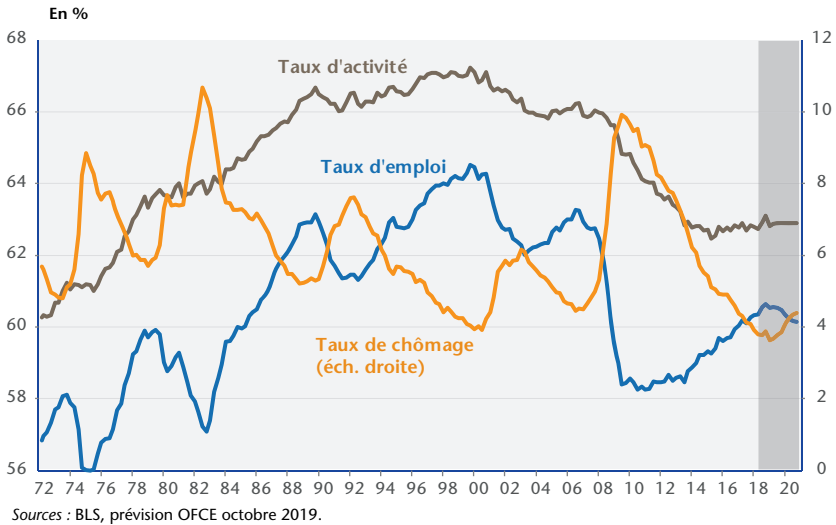
repassés sous leur niveau observé à la fin des années 1990. Quant au taux d'emploi, il s'est redressé à 60,5 % mi-2019 contre 58,3 % fin 2010. Il reste néanmoins de 4 points inférieur au niveau du deuxième trimestre 2000, ce qui pourrait suggérer qu'il reste des marges d'amélioration sur le marché du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

## Une croissance source de déséquilibres

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

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

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



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

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

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

### Fin de cycle budgétaire et de reprise

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

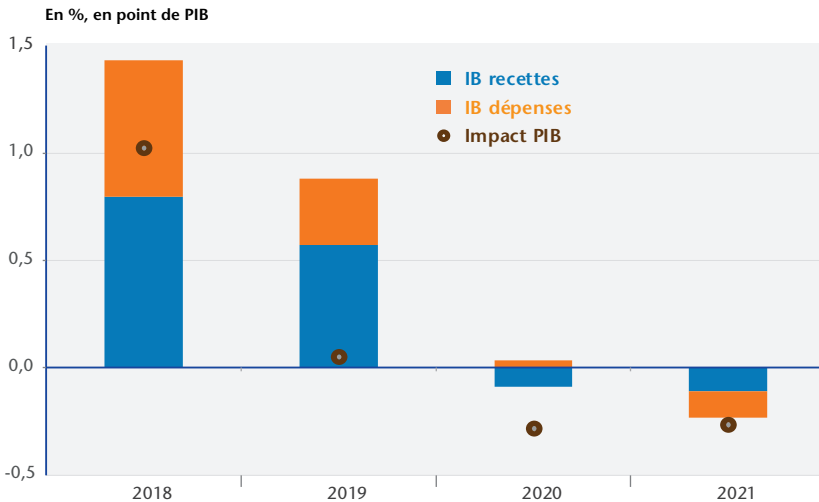
Le ralentissement du commerce mondial pèserait sur la demande adressée et donc sur les exportations. La baisse des parts de marché observée depuis fin 2014 se poursuivrait. Les importations seraient également freinées en lien avec le contexte mondial mais aussi avec le ralentissement de la demande intérieure.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

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

---

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

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



Sources : CBO, calculs et prévision OFCE octobre 2019.

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

### Un ralentissement plutôt qu'une récession

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

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

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

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

## Italie : pas de croissance à l'horizon

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

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

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

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



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

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

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

### L'énigme de la productivité italienne

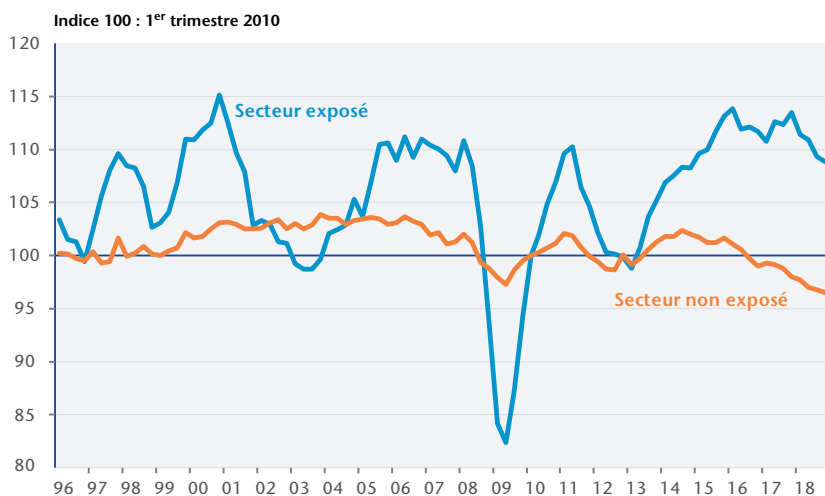
Après avoir stagné pendant près de 20 ans, la productivité italienne baisse depuis 2015. Autant certaines explications ont été avancées dans la littérature<sup>5</sup> pour comprendre cette productivité nulle sur le long terme, autant la baisse récente reste très difficile à appréhender. Tout au plus peut-on avancer quelques explications. La première est la réforme du marché du travail de 2015, le Jobs Act mis en œuvre par Matteo Renzi, ainsi que les dispositifs successifs d'allègement des cotisations sociales employeurs qui ont contribué à un enrichissement de la croissance en emplois, sans que les coûts salariaux unitaires n'exploient. Ainsi, malgré la faiblesse de la productivité, les coûts salariaux unitaires sont restés contenus (+1,1 % d'augmentation entre 2015 et 2019) et les taux de marge – qui s'étaient fortement dégradés entre 2000 et 2015 –, se sont améliorés depuis, sans que cela ne

---

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

dégrade la compétitivité italienne. Autre facteur explicatif, la productivité a davantage baissé dans le secteur non exposé que dans le secteur exposé (graphique 14), ce qui explique également l'absence de pertes de parts de marché à l'exportation sur la période récente. Sur la période de prévision, nous intégrons en impulsion de nouveaux dispositifs de baisse du coin socialo-fiscal pour les salariés, représentant 0,15 point de PIB en 2020 et 0,15 point de PIB supplémentaires en 2021<sup>6</sup> ; par conséquent le cycle de productivité devrait rester durablement creusé.

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



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

*Sources :* Istat, calculs OFCE, octobre 2019.

## Politique budgétaire : pas de rigueur en vue

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

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

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

Pour 2020, les éléments budgétaires sont encore peu connus : à l'issue de sa formation, le 5 septembre 2019, le nouveau gouvernement (M5S et PD) a publié un contrat de gouvernement, qui prévoit notamment la création d'un salaire minimum, la protection accrue des travailleurs, et la réduction du coin fiscal-social. Dans le DEF d'avril 2019, les prévisions budgétaires se fondaient sur l'hypothèse de l'activation d'une clause d'augmentation de la TVA, qui représenterait 23 milliards d'euros (1,3 point de PIB). Le nouveau gouvernement ayant d'ores et déjà annoncé sa volonté de ne pas augmenter la TVA, il doit donc compenser ce manque à gagner. Nous faisons l'hypothèse d'une compensation partielle grâce à quelques mesures, notamment les économies sur le revenu de citoyenneté et la réforme des retraites (4 milliards d'euros), la hausse des recettes fiscales liées à la collecte électronique (2 milliards d'euros), la baisse des paiements d'intérêts (2 milliards d'euros), la baisse des dépenses et des mesures fiscales (5 milliards d'euros). Par ailleurs, nous inscrivons dans le compte une impulsion budgétaire de 0,3 point, dont 0,15 point en recettes (baisse du coin fiscal-social) et 0,15 point en dépenses (hausse de l'investissement public). Pour 2020, n'ayant aucune certitude quant à l'introduction du salaire minimum et de ses potentielles modalités d'application, nous l'excluons de notre scénario budgétaire. Malgré une croissance de 0,4 point de PIB, le déficit public continuerait de se creuser pour atteindre 2,4 % du PIB en 2020<sup>7</sup>.

---

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

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

Sous les hypothèses supra, le ratio d'endettement public<sup>8</sup> continuerait de croître, passant de 135,8 % en 2018 à 138,7 % en 2021 en prenant en compte l'ajustement stock-flux<sup>9</sup>. En effet, ce dernier dépend non seulement du solde primaire, mais également de la croissance nominale et du déflateur du PIB. Or, les prix resteraient contenus entre 2019 et 2021, avec un déflateur inférieur à 1 %.

### Consommation privée, seul moteur de la croissance

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

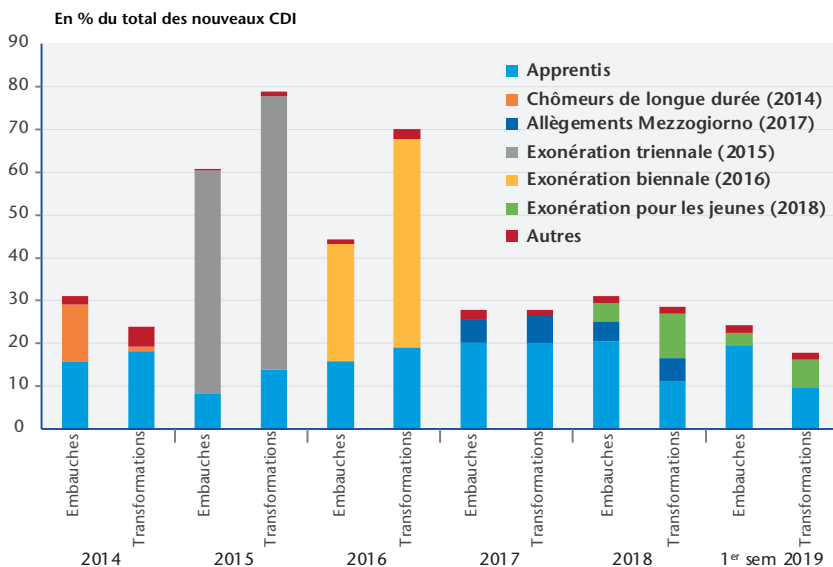
---

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

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

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

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



Sources : INPS, calculs OFCE octobre 2019.

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

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

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

## Espagne : reculer pour mieux sauter

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

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

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

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

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

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

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

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

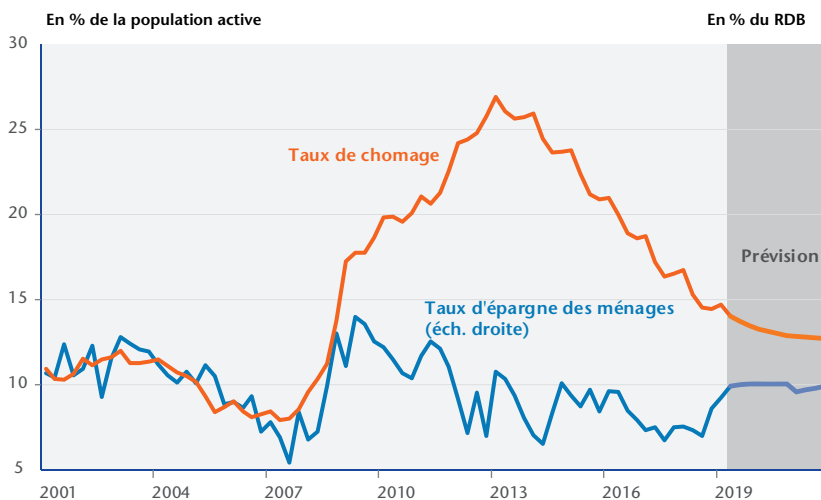
	Révision statistique 2019				Base 2010				Différence			
	2017	2018	2019		2017	2018	2019		2017	2018	2019	
			T1	T2			T1	T2			T1	T2
<b>PIB</b>	2,9	2,4	0,5	0,4	3,0	2,6	0,7	0,5	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1
Consommation des ménages	3,0	1,8	0,2	0,0	2,5	2,3	0,4	0,3	0,5	-0,4	-0,2	-0,2
Consommation publique	1,0	1,9	0,5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

Source : INE.



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

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



Sources : INE, calculs et prévisions OFCE octobre 2019.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Élu cet été par les membres du parti conservateur, le Premier ministre Boris Johnson a fait une arrivée fracassante ! Après avoir affirmé que le Royaume-Uni sortirait le 31 octobre 2019 de l'Union européenne – avec ou sans accord – et suspendu le parlement britannique, décision jugée illégale par la Cour suprême fin septembre, le Royaume-Uni fait face à une crise politique majeure. Sans avancée du côté d'un nouvel accord de retrait, Boris Johnson devrait demander à l'UE un nouveau report du Brexit lors du Sommet européen des 17-19 octobre prochain comme l'exige le Benn Act<sup>10</sup>. L'hypothèse que nous avons retenue dans notre scénario central est une sortie ordonnée du Royaume-Uni, compatible aussi bien avec un accord trouvé avant le 31 octobre quoique peu probable, qu'avec un report octroyé par l'UE. Ne pouvant écarter la possibilité d'une sortie sans accord, l'encadré 3 propose une évaluation de ce scénario. Alors que nous n'inscrivons pas de contraction du PIB à l'horizon de notre prévision, un *no deal* entraînerait le Royaume-Uni dans une récession en 2020.

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

### Effet-ciseaux au premier semestre

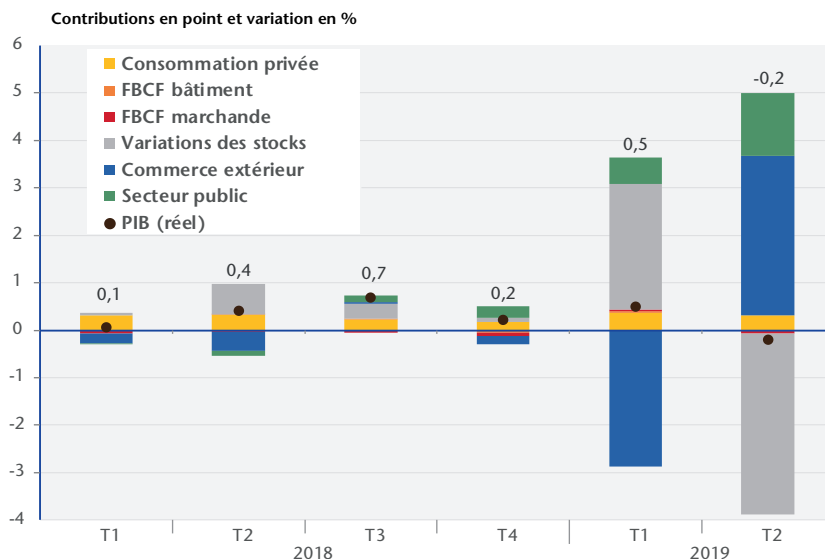
Le premier semestre a été ponctué par une grande volatilité dans les composantes du PIB (graphique 17). En cause, l'absence d'accord de

---

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

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

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



Sources : ONS et Calculs OFCE.

La consommation de capital fixe et le commerce extérieur sont les composantes ayant généré de la volatilité dans les données de comptabilité nationale. Les craintes d'une sortie abrupte se sont traduites par une accumulation de stocks au premier trimestre 2019 et celle-ci a contribué positivement à la croissance du PIB à hauteur de 2,8 points. L'écoulement des stocks ainsi que des arrêts annuels précoces dans les usines automobiles en avril 2019, alors qu'elles ont généralement lieu plus tard dans l'été, ont contribué au repli de 1,4 % de l'activité industrielle au deuxième trimestre. Principale concernée, l'industrie manufacturière s'est fortement repliée (-2,8 % en rythme trimestriel). L'investissement à la hausse dans la branche marchande a surpris en progressant de 0,8 % au premier trimestre contre une baisse de 1,6 % indiquée dans la prévision du printemps 2019<sup>11</sup> avant de baisser de

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

0,5 % au cours du deuxième trimestre. Il demeure ainsi en baisse de 1,4 % en glissement annuel à l'issue du mois de juin. La volatilité des chiffres du commerce extérieur – entraînée par de fortes importations de métaux précieux au premier trimestre – pourrait être expliquée par un effet « valeur refuge » ou bien par une volonté de se couvrir d'un risque de change dû au Brexit, mais elles n'ont pas eu d'effet sur le PIB<sup>12</sup>.

Comme prévu, la demande intérieure est restée largement soutenue par la consommation et l'investissement publics sans pour autant augmenter le déficit en baisse à 1,2 % du PIB à fin mars et l'investissement des ménages au prix d'un ajustement important du taux d'épargne de ces derniers au premier trimestre : en juin, il reste inférieur à son niveau pré-référendum et se situe à 6,8 points du revenu disponible<sup>13</sup>.

Alors que l'incertitude autour du Brexit a eu un effet indéniable sur l'investissement des entreprises<sup>14</sup>, le diagnostic sur la demande de travail est tout autre et positif. Les dernières données disponibles en juin 2019 font état d'une hausse de l'emploi salarié de 0,7 % sur un an et d'une contribution importante du secteur non marchand public. C'est notamment l'administration centrale et le service de santé public (le NHS) qui ont absorbé le plus de salariés (+ 4,2 % par rapport à juin 2018). À la fin du mois de juillet, en s'établissant à 3,8 % de la population active, le taux de chômage est descendu à son plus bas historique. Le taux d'emploi et le taux d'activité évoluent de concert, le premier est à son plus haut à 76,1% de la population active et le second à 79,2 % de la population en âge de travailler. Bien qu'inférieur à son niveau en décembre 2018, le nombre d'emplois vacants est bien au-dessus de sa moyenne de long-terme et représente 2,5 % de la population active. Dans ces conditions, les salaires poursuivent leur tendance haussière et progressent de 3,3 % sur un an.

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

---

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

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

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

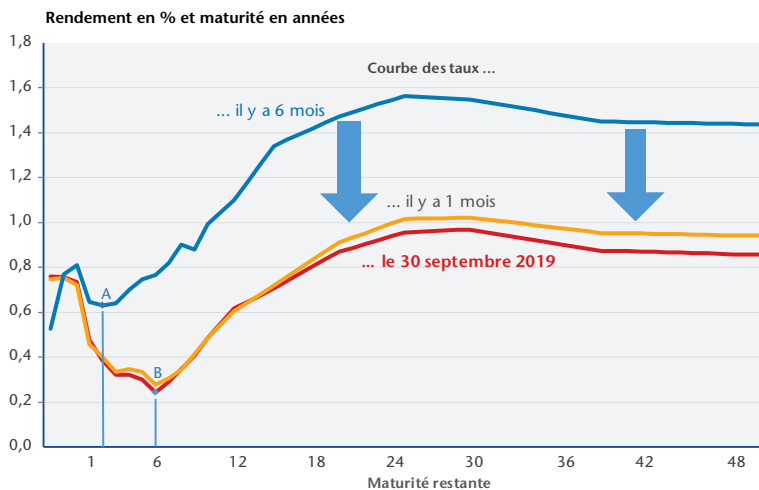


récession également). Visible sur les taux (encadré 4), cela s'est également reflété dans la valeur de la livre en baisse de 5,5 % vis-à-vis de l'euro (soit une baisse de 6,5 % en termes effectifs). Pourtant, l'inflation est à son niveau le plus faible depuis novembre 2016. La baisse de sa composante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

#### Encadré 4. Les marchés financiers de plus en plus inquiets

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

Graphique 18. Courbe des taux des obligations anglaises



Source : Datastream.

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

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

### **La dépense publique en renfort pour les années à suivre**

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

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

présenté, le budget des ministères serait augmenté de 13,8 milliards de livres (soit 0,7 point de PIB) par rapport aux dépenses de 2019/2020. Cela représente une augmentation de 4,1 % en volume (ventilées en consommation et investissement). Ne sachant pas encore comment ces dépenses seraient financées, nous faisons l'hypothèse d'une augmentation du déficit public et jusqu'à atteindre 2,3 points du PIB en 2021. L'analyse des multiplicateurs dynamiques indiquent un impact positif de 0,3 point sur le PIB en 2020 tandis que l'effet s'éteindra à l'horizon 2021<sup>15</sup>. Même si les taux venaient à rester bas, la dette publique augmenterait. Par ailleurs, une nouvelle méthode de prise en compte de la dette étudiante dans les comptes nationaux vient augmenter de 10,6 milliards de livres la dette publique, soit 0,5 % du PIB. Finalement, celle-ci augmenterait de 2 points environ jusqu'à 85 % du PIB britannique au sens de Maastricht.

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

Dans cet encadré, nous utilisons le modèle NiGEM<sup>16</sup> pour évaluer la réponse de l'économie britannique à un *hard Brexit*. Trois types d'effets sont alors en jeu : i) le coût d'opportunité causé par le retrait du marché commun, ii) celui du retour aux règles de l'OMC, et enfin iii) celui lié à l'incertitude. Il est à noter que l'incidence du Brexit sur le PIB britannique évaluée ici est soumise à une forte variance compte tenu du caractère tout à fait inédit du choc et ce pour au moins deux raisons. À court terme, il est difficile d'évaluer l'impact des délais ou des ruptures d'approvisionnement causés par un contrôle aux frontières plus important. De la même façon, la réaction des agents sur les marchés financiers peut générer beaucoup plus de volatilité que celle modélisée. Ensuite, la réaction des politiques économiques ne sont pas prises en compte (on pourrait s'attendre à une augmentation des dépenses publiques de la part du gouvernement britannique comme cela a été évoqué récemment (+ 30 milliards, soit 1,4 point de PIB) ou bien que la Banque d'Angleterre soutienne l'économie en mettant en place un programme massif de rachats d'actifs (*quantitative easing*, QE après).

Nous avons gardé les effets à long terme tels qu'ils sont intégrés par le NIESR en ce qui concerne le commerce, les IDE, les flux migratoires et la contribution au budget européen<sup>17</sup>. Contrairement à la calibration du choc de productivité implantée dans NiGEM, nous avons aussi gardé une baisse

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

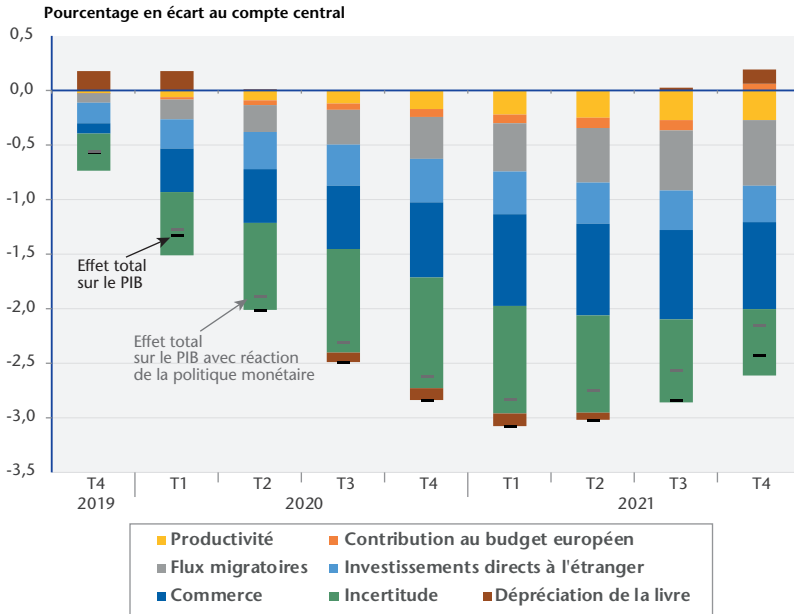
16. Pour une description plus détaillée du modèle NiGEM, voir <https://nimodel.niesr.ac.uk/>. Nous remercions le NIESR d'avoir mis à notre disposition la maquette. Il est à noter que les simulations effectuées sont fortement dépendantes de notre scénario, déterminé lui en dehors du modèle NiGEM.

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

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

Sources : NIESR, NiGEM et Calculs OFCE.

de 1,6 % de la productivité à long-terme mais celle-ci est lissée au court de temps. Nous nous distinguons principalement par les hypothèses relatives à l'augmentation de l'incertitude à court terme<sup>18</sup> en ajoutant aux hypothèses existantes une dépréciation de la livre sterling de 10 % vis-à-vis du dollar au moment de l'annonce du *Brexit* sans accord (soit 7 % en termes effectifs), et en considérant une augmentation soudaine mais transitoire de l'indice d'incertitude au dernier trimestre 2019. Les résultats à l'horizon de notre prévision sont présentés dans le graphique 19 et résumés dans le tableau 7.

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

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

Source : NIESR, NiGEM et Calculs OFCE.

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

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

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

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

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

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

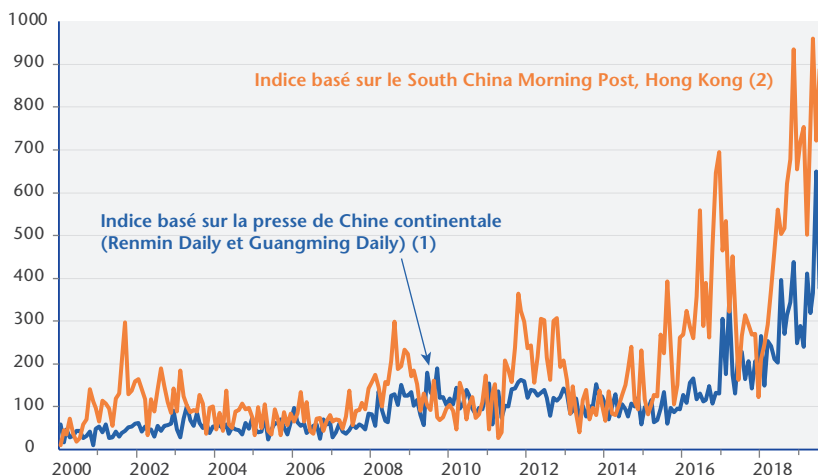
## Chine : vent d'Est

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

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

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

## Graphique 20. Indices d'incertitude en Chine



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

## Le grand freinage des exportations

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

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

été portés à 21,8 % en moyenne sur les importations des États-Unis au 1<sup>er</sup> septembre 2019.

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

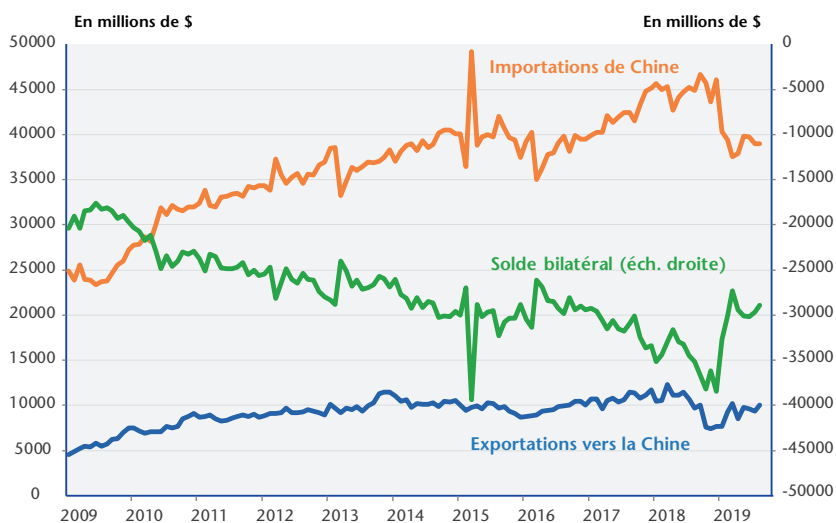
Mais l'augmentation des droits de douane initialement prévue par les États-Unis pour le 1<sup>er</sup> octobre a été suspendue, en attendant la reprise de négociations dans la première quinzaine d'octobre. Les États-Unis ont envoyé un signal d'apaisement en n'augmentant pas les droits de douane le jour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

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

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



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



Source : US Census Bureau.

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

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

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

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

Tableau 8. Résumé des prévisions pour la Chine

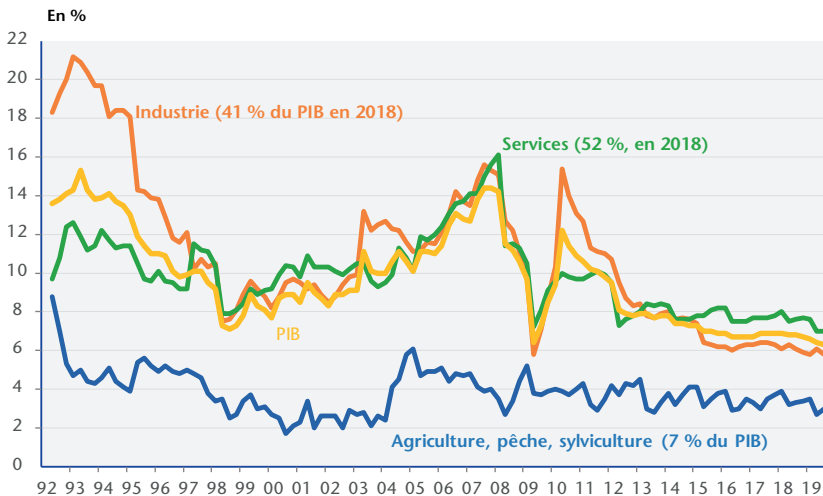
En %	2017	2018	2019	2020	2021
PIB	6,8	6,6	6,2	6,0	5,8
Importations	6,9	7,8	2,0	2,8	2,8
Exportations	11,0	3,9	1,4	2,7	2,8
Demande adressée	6,2	4,3	0,7	1,7	2,0

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

### Production et demande intérieure : un ralentissement modéré

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

Graphique 22. Évolution du PIB chinois



Source : National Bureau of Statistics.

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

Globalement, le ralentissement de la production industrielle est modéré : l'indice de production industrielle était en hausse de 4,5 % sur un an en août 2019, contre 6 % un an plus tôt, bien que certains secteurs aient connu une baisse de production, dont le secteur automobile<sup>20</sup>. L'indice PMI des directeurs d'achat indique un ralentissement de l'activité dans l'industrie depuis plusieurs mois, mais toujours une production en hausse (la composante de la production dans l'indice demeurant au-dessus de 50), tandis que les composantes des nouvelles commandes et de l'emploi sont passées sous la barre de 50. Cependant, en septembre, les composantes du PMI étaient un peu plus favorablement orientées, faisant remonter l'indice de 49,5 à 49,8. L'investissement manufacturier, qui avait accéléré en 2018 à 7,5 % au premier semestre 2018, a ralenti à 2,6 % au premier semestre 2019, conduisant le gouvernement à prendre des mesures de soutien aux

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

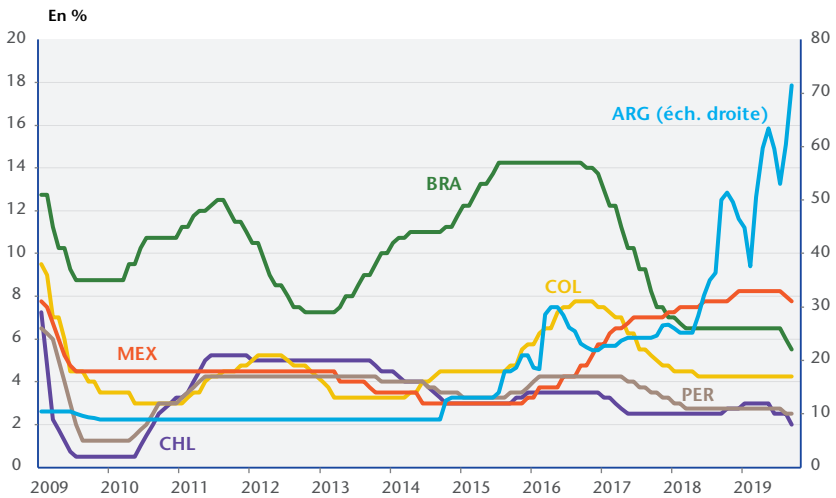
## Amérique latine : 2019 année noire

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



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

Graphique 23. Taux directeurs en Amérique latine



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

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

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

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

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

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

## Pétrole : plus de peur que de mal

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

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

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

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

### **Avril-août 2019 : abondance de l'offre**

Après une phase de hausse du prix du Brent, qui a culminé en avril 2019 à 71 dollars le baril, le Brent a amorcé une lente décrue et a perdu 17 % de sa valeur entre avril et août 2019 (graphique 24). L'explication de cette baisse est à chercher du côté de l'offre non OPEP. Ainsi, la production américaine n'a pas faibli : elle a augmenté de 2 millions de barils par jour (Mbj) entre le deuxième trimestre 2018 et le deuxième trimestre 2019, sachant que les États-Unis représentent 90 % de l'augmentation de l'offre non OPEP. Cette hausse contrebalance la baisse de l'offre OPEP, qui atteint 1,7 Mbj sur la même période, essentiellement à cause de la baisse de production iranienne (1,2 Mbj) et vénézuélienne (0,7 Mbj). Par ailleurs, rappelons que lors de la conférence de l'OPEP de décembre 2018, au vu des fondamentaux et pour prévenir un déséquilibre offre/demande, il avait été décidé de réduire la production globale de l'OPEP de 0,8 Mbj, à compter de janvier 2019 et pour une période initiale de 6 mois<sup>21</sup>. Or les pays de l'OPEP sont allés au-delà de l'engagement initial : de 90 % en janvier 2019, le taux de respect des engagements est passé à 138 % en juillet 2019. Cette limitation de l'offre OPEP est néanmoins allée de pair avec l'affaiblissement de la croissance mondiale, notamment incarnée par la guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis.

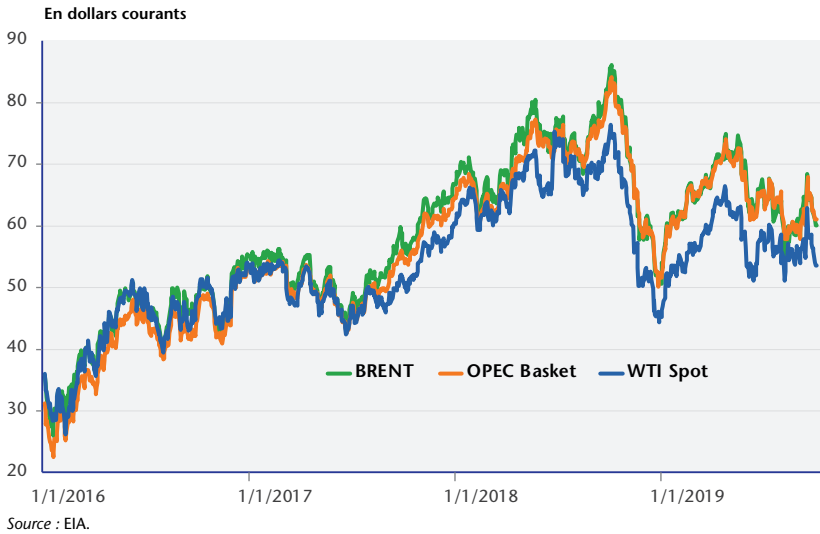
### **L'Arabie saoudite au cœur des attentions**

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

---

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

Graphique 24. Évolution du prix du baril



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

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

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

### **2020-2021 : un marché équilibré**

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

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

Ce scénario s'appuie également sur l'hypothèse d'une stabilité de la production iranienne, qui aurait atteint un point bas. En effet, depuis l'annonce des sanctions américaines, la production iranienne a baissé de 1,7 Mbj entre le premier semestre 2018 et août 2019<sup>22</sup>. Depuis notre dernière prévision, la production a encore baissé car les sanctions ont été durcies en mai 2019 : les exemptions accordées à huit pays par l'accord de novembre 2018<sup>23</sup> ont été supprimées. Ainsi, avant les sanctions, 2,1 Mbj de pétrole brut étaient exportés et 1,7 Mbj consommés. Après les sanctions, des estimations secondaires font état de 0,4 Mbj seulement qui seraient exportés vers la Chine, la Syrie et la Turquie. Nous faisons donc l'hypothèse que le niveau actuel de production, soit 2,1 Mbj en août 2019 est un niveau plancher, et que la production iranienne ne baissera pas davantage.

---

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

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

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

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

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

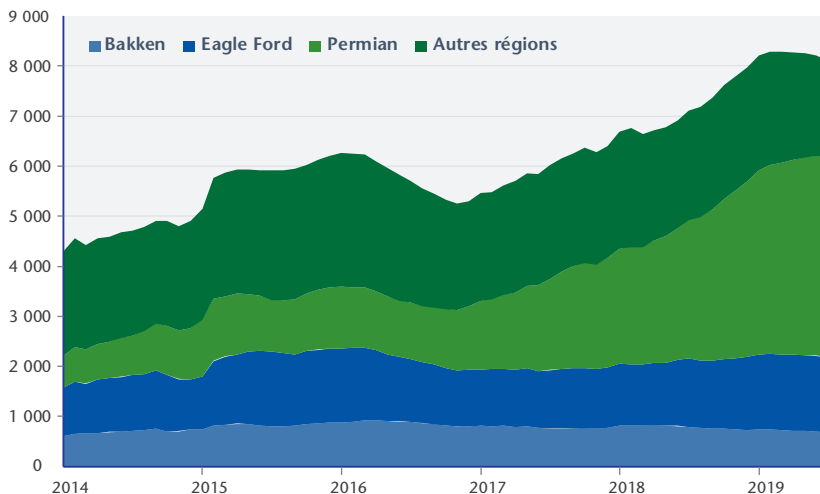
À l'instar de ces dernières années, la forte croissance de l'offre hors OPEP, États-Unis en tête, va continuer à enrayer la hausse des cours. Le bassin Permian serait le principal moteur de la production américaine, alors que les bassins Bakken et Eagle Ford sont moins dynamiques<sup>24</sup>. Par ailleurs, même si l'on observe une baisse du nombre de foreuses pétrolières en activité, cela ne présage pas d'une baisse de production américaine. En effet, l'extraction du pétrole de schiste nécessite deux étapes : d'abord le forage des nouveaux puits, puis la fracturation hydraulique. Or, le nombre de puits déjà forés mais non fracturés a quasiment doublé entre début 2014 et début 2019 (graphique 25). Par conséquent, les producteurs américains ont largement les moyens d'augmenter leur production. Enfin, les dépenses d'investissement ont augmenté de 6 % en 2019, même si elles restent encore inférieures au niveau de 2014.

---

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



Graphique 25. Nombre de puits forés mais non fracturés



Source : EIA.

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

## Références

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