

1. Synthèse : Coup de frein sur la croissance

Depuis la Grande Récession de 2009, l'économie mondiale a d'abord connu une phase de rebond – en 2010 et 2011 – puis a cru à un rythme annuel moyen de 3,3 % entre 2012 et 2017. L'accélération observée en 2017 avec une progression du PIB mondial de 3,5 %, notamment soutenue par la reprise plus tardive de la zone euro, a fait naître l'espoir d'un rythme de croissance plus soutenu qui aurait permis de résorber les déséquilibres – chômage et/ou dette publique – hérités de la crise. Le ralentissement de l'activité observé au premier semestre 2018 et qui s'est amplifié en fin d'année augure d'un scénario moins favorable. Les tensions commerciales, les difficiles négociations du Brexit, la baisse de croissance chinoise et l'application de nouvelles normes dans le secteur automobile ont cassé la dynamique de croissance qui est revenue à 3,3 % en 2018. De nombreuses enquêtes conjoncturelles laissent présager la poursuite de ce mouvement en début d'année 2019. Certains indicateurs, plus alarmistes comme l'évolution de la courbe des taux aux États-Unis, suggèrent une probabilité de récession plus élevée¹.

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

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

Tableau 1. Scénario de croissance mondiale

Taux de croissance en %

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

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

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

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

4. Communauté des États indépendants.

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

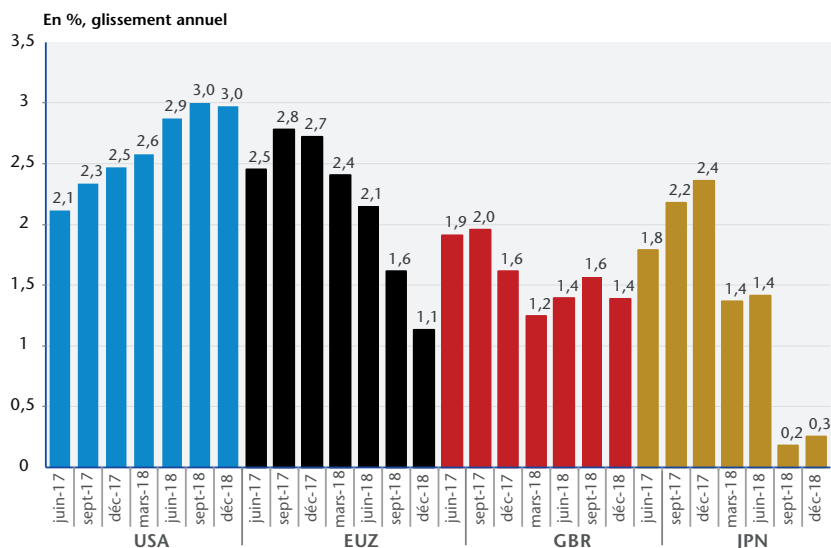
Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE avril 2019.

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

Un ralentissement global

Entre la fin de l'année 2017 et la fin de l'année 2018, la croissance du PIB (graphique 1) des principales économies² est passé de 3,5 à 3 %. Toutes les zones, à l'exception notable des États-Unis, ont enregistré

Graphique 1. PIB des pays industrialisés



Source : Comptes nationaux.

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

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

Commerce international : soubresauts ou baisse durable ?

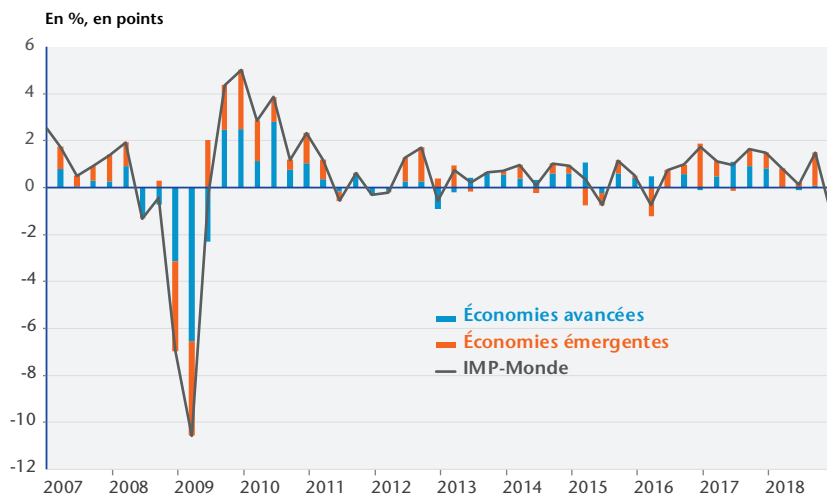
La guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis a eu des répercussions négatives sur les échanges commerciaux entre les deux pays. En six mois, de juin à décembre 2018, la valeur des exportations des États-Unis vers la Chine a chuté de 8,8 % tandis que les exportations chinoises vers les États-Unis baissaient de 5,5 %. Outre le conflit commercial sino-américain, les nombreuses menaces américaines, notamment celles à l'encontre des exportateurs européens du secteur automobile, ont créé un climat d'incertitude contribuant également à freiner les échanges. De fait, c'est l'ensemble du commerce mondial qui a reculé sur cette deuxième partie de l'année. Selon l'indicateur, calculé par le CPB³ pour le commerce de marchandises, les importations mondiales ont baissé de 1,2 % au quatrième trimestre 2018, les pays émergents d'Asie contribuant pour -1,6 point à cette baisse (graphique 2). Le recul est cependant moins marqué pour les échanges de biens et services puisque les importations mondiales baissent de 0,6 % après une hausse de 0,7 % au troisième trimestre.

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

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

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

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

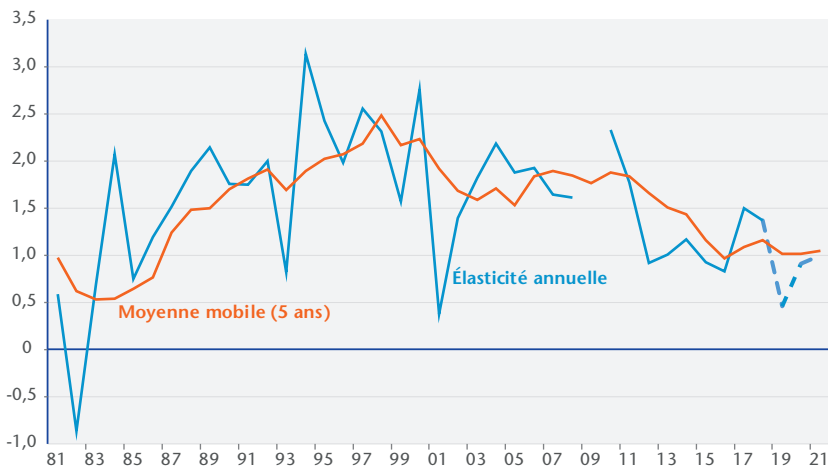


Ce recul du commerce mondial témoigne d'un nouveau soubresaut comparable à d'autres épisodes observés depuis 2011. La baisse est effectivement de bien moindre ampleur que celle qui avait été enregistrée en 2009. En 2015-2016, des inquiétudes sur la croissance chinoise avaient également entraîné une baisse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

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

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

Graphique 3. Élasticité du commerce à la croissance mondiale



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

L'énorme panne du secteur automobile

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

l'adaptation de l'appareil productif ont alors provoqué des perturbations sur la production, la consommation et les exportations contribuant aux médiocres performances de la zone euro⁴. Ainsi, la production automobile a baissé de respectivement 6,6 et 6 % en glissement annuel aux troisième et quatrième trimestres dans la zone euro. Après un pic au mois d'août (+29,7 % sur l'ensemble de la zone euro), les immatriculations ont baissé au cours des six mois suivants. Les premières informations disponibles sur le mois de mars pour l'Allemagne, la France, l'Italie et le Royaume-Uni indiquent que la baisse se poursuit.

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

Et des éléments idiosyncratiques

En Allemagne, des facteurs idiosyncratiques ont aussi freiné l'activité. La sécheresse estivale a fait baissé le niveau du Rhin à un niveau compromettant la circulation fluviale sur une durée exceptionnellement longue. Le fleuve, traversant une importante région industrielle allemande, joue un rôle essentiel pour le transport de marchandises si bien que la situation climatique a contraint l'activité industrielle et contribué à la faible croissance. De même, le réchauffement climatique qui est à l'origine des catastrophes naturelles qui ont touché le Japon pendant l'été a entraîné un recul de la consommation des ménages et de l'investissement de 0,2 % et 2,1 % respectivement. Ces facteurs se sont ajoutés au ralentissement du commerce mondial, entraînant une contraction du PIB de 0,6 % au troisième trimestre. À l'automne, les tensions relatives au choix de relance budgétaire en Italie ont poussé les taux d'intérêt souverains à la hausse freinant la demande intérieure italienne. En France, les mouvements de contestation sociale auraient également amputé la croissance en fin d'année 2018, avec un effet direct de l'ordre de 0,1 point d'après l'INSEE⁵.

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

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

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

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

Politiques économiques en soutien ?

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

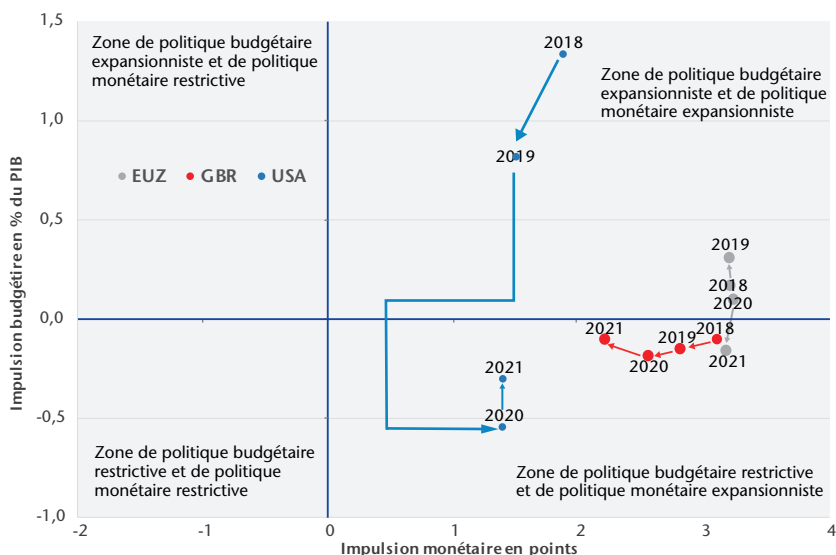
Politiques budgétaires : relances dispersées

En 2019, plusieurs pays bénéficieraient d'un soutien de la politique budgétaire⁶ (graphique 4) décidé le plus souvent avant le constat du ralentissement économique, et généralement en réponse à une problématique sociale ou de politique interne. Parmi les principales économies développées, le Royaume-Uni mènerait encore une politique faiblement restrictive même si la perspective du Brexit a conduit le gouvernement à revoir ses ambitions à la baisse en matière de réduction du déficit budgétaire. Dans la zone euro, l'impulsion des quatre plus grands pays serait effectivement positive en 2019. En Allemagne, l'orientation budgétaire résulterait de l'accord conclu en début d'année 2018 par la coalition formée par la CDU-CSU et le SPD. En Espagne, faute d'accord au Parlement sur le vote du budget 2019, c'est le budget expansionniste voté pour 2018 qui est prorogé dans l'attente des résultats des élections législatives anticipées fin avril 2019. En France, le gouvernement a ajouté de nouvelles mesures de soutien au pouvoir d'achat des ménages pour répondre à la contestation sociale des Gilets jaunes. Enfin, en Italie, le gouvernement en place depuis le printemps espère stimuler la croissance grâce à plusieurs mesures qui se traduiront par une augmentation des dépenses publiques et une impulsion positive de 0,5 point.

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

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

Graphique 4. Orientation des politiques économiques



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

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

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

Politiques monétaires : une pause dans la normalisation

Alors que les banques centrales semblaient engagées dans une stratégie de normalisation de leur politique monétaire, le ralentissement de l'activité dans les pays industrialisés devrait les amener à faire une pause⁷. Du côté des États-Unis, les anticipations de marché indiquaient au moins 3 nouvelles hausses de taux en 2019. Le changement de ton récent au sein du FOMC (*Federal Open Market Committee*) suggère maintenant plutôt une hausse, voire une stabilisation du taux directeur à 2,5 %. La banque centrale américaine maintiendrait cependant le cap en matière de réduction de la taille de son bilan mais n'hésiterait pas à revenir sur cette décision si le ralentissement devait être plus important. Dans tous les cas, l'orientation de la politique monétaire ne deviendrait pas restrictive aux États-Unis, notamment parce que l'inflation serait légèrement inférieure à la cible de 2 % d'ici 2021 et que le taux de chômage augmenterait de 0,7 point entre le début de l'année 2019 et la fin de l'année 2021.

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

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

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

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

Ainsi, dans un contexte non inflationniste⁸, les banques centrales se concentrent plutôt sur leur objectif de croissance et maintiennent des conditions de financement relativement favorables.

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

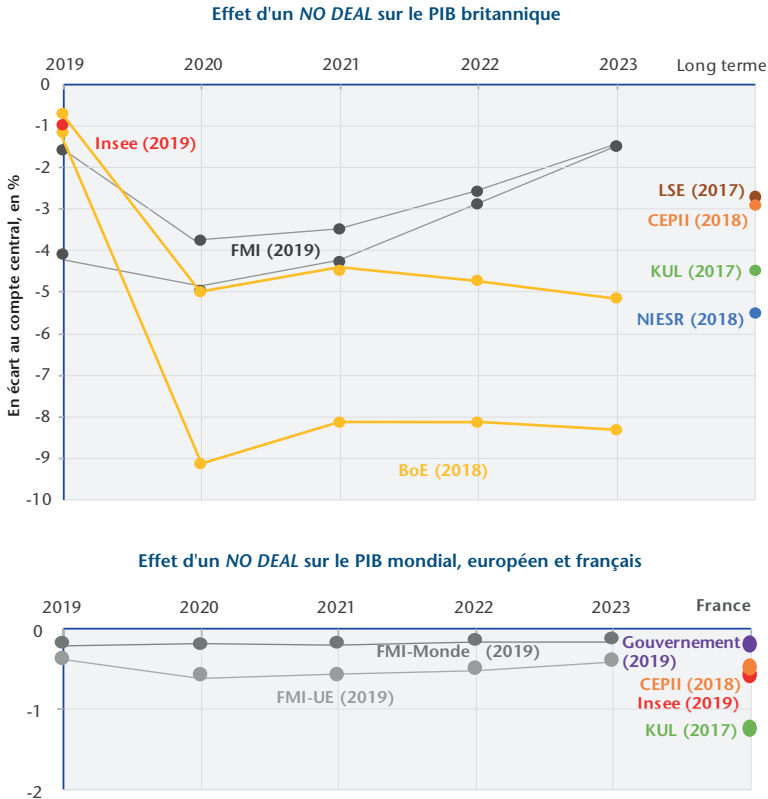
Au sommet européen du 11 avril 2019, une sortie sans accord et sans transition (*hard Brexit*) a été évitée de justesse et l'Article 50 étendu jusqu'au 31 octobre 2019. Ce report est flexible au sens où tout accord trouvé et signé avant cet automne permettrait au Royaume-Uni d'entamer la période de transition.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

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

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

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

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



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

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

se chiffre à hauteur de 0,5 % du PIB (Dinghra *et al.*, 2018 ; Mayer *et al.*, 2018). Ces effets estimés sont dits « statiques », autrement dit de long-terme. Une deuxième méthodologie, employée par l'INSEE (2019) et Vandebussche *et al.* (2017), utilise les tableaux internationaux d'entrées et sorties (par produits, issu de la *World Input-Output Database*), de façon à tenir compte de l'internationalisation croissante des chaînes de production. L'estimation se fait en deux temps : les élasticités-prix sont tout d'abord estimées pour chaque produit en provenance de chaque pays, puis ces dernières sont utilisées pour simuler les effets d'une hausse des tarifs. L'effet à long terme sur le PIB britannique serait négatif et de l'ordre de 4,5 % d'après Vandebussche *et al.* (2017) tandis que l'INSEE (2019) évalue que l'activité au Royaume-Uni reculerait d'1 % le trimestre suivant une sortie sans accord. Concernant les pays européens, si l'effet négatif sur le PIB serait, en moyenne, de 1,5 % à long-terme, il est aussi hétérogène entre les pays de l'UE en raison (i) d'une moindre demande adressée des Britanniques mais également (ii) des effets indirects liés à la diffusion de cet effet sur toute la chaîne de valeur. Enfin, la composition des exportations à destination du Royaume-Uni est importante puisque tous les produits ne subiraient pas une hausse identique des tarifs douaniers. À titre d'exemple, l'Irlande serait la plus durement touchée car près de la moitié de ses exportations à destination du Royaume-Uni est constituée de produits agro-alimentaires, produits pour lesquels la hausse des tarifs serait plus importante⁹. Il est à noter que ce type d'exercice est fortement dépendant des élasticités-prix à l'importation utilisées qui tendent à être bien plus importantes lorsqu'elles sont calculées au niveau sectoriel qu'au niveau agrégé, ce qui est le cas dans les deux études précédemment citées.

Le gouvernement britannique a annoncé en mars que des aménagements de droits de douane seraient appliqués en cas de sortie sans accord, ce qui correspond à une exemption des droits de douane sur 87 % des importations britanniques en provenance de l'UE. Dans ce cas, l'effet négatif jusqu'alors trouvé pourrait être moindre. C'est d'ailleurs l'hypothèse retenue par le gouvernement français pour évaluer les coûts du Brexit dans le Programme de stabilité 2019-2022¹⁰, ce qui pourrait expliquer l'impact plus faible sur le PIB français à court terme (-0,2 %) que lors des précédentes évaluations¹¹.

9. Dans le scénario de *hard Brexit* du gouvernement britannique, les droits de douane sur les produits agro-alimentaires augmenteraient en moyenne de 35 points : 20 points pour les barrières tarifaires et 15 points pour les barrières non tarifaires, http://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/760484/28_November_EU_Exit_-_Long-term_economic_analysis_1_.pdf

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

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

Si toutes les études fixent comme point de départ d'une sortie sans accord, le retour à des règles de type OMC, l'utilisation de modèle macro-économétriques, comme c'est le cas du NIESR ou FMI, permet de combiner plusieurs types de chocs tels qu'une dépréciation de la livre, une baisse des investissements directs, une baisse de la productivité, un solde migratoire dégradé ou encore une réponse endogène des politiques économiques face au choc. Le NIESR estime que l'impact négatif sur le PIB britannique à long terme est de 5,5 % par rapport à une situation où il n'y aurait pas eu de Brexit. La dernière évaluation du Brexit faite par le FMI (2019) propose un scénario dans lequel de fortes perturbations à la frontière interviennent à très court terme (délais, ruptures dans les chaînes de production), ce qui n'a pas été fait jusqu'à présent¹². L'effet négatif total sur le PIB britannique est d'environ 3,5 % à l'horizon 2021 par rapport à un scénario de *soft Brexit* impliquant une période de transition.

La croissance des pays industrialisés sera donc généralement caractérisée par une contribution négative du commerce extérieur et un soutien à la croissance par la demande intérieure. Le ralentissement de l'activité serait néanmoins significatif avec une croissance passant de 2,2 % en 2018 à 1,7 % en 2019, qui s'explique en grande partie par la situation des pays de l'Union européenne et par des effets d'acquis défavorables résultant du ralentissement du deuxième semestre 2018. La zone euro perdrait ainsi 0,5 point de croissance, dont 0,6 point en Allemagne, 0,7 point pour l'Italie et 0,5 en Espagne comme au Royaume-Uni et aux États-Unis. À l'horizon 2021, la croissance convergerait vers son rythme potentiel plus bas qu'avant la crise en lien avec des tendances de productivité plus faibles et un ralentissement de la population active¹³. Dans ce contexte, la baisse du chômage et du sous-emploi encore élevés, notamment en France, Italie ou Espagne, serait freinée¹⁴.

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

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

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

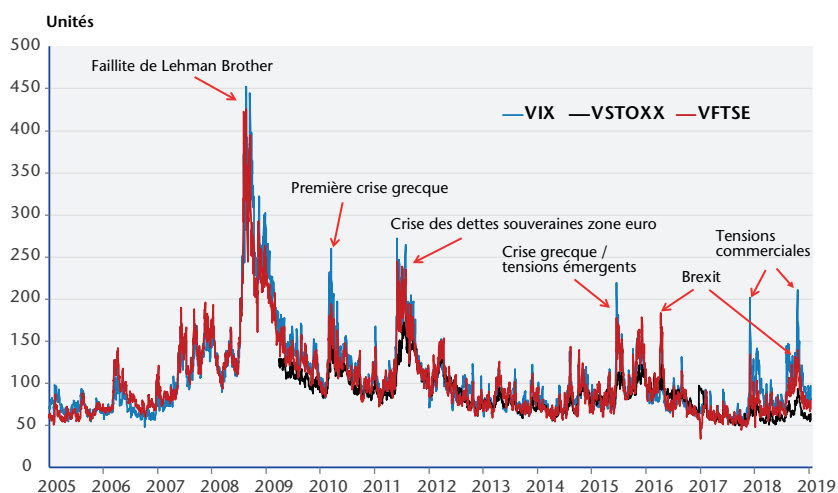
14. Voir le chapitre 6 « Cycle de productivité et emploi... » dans cette partie.

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

Une incertitude durable

L'incertitude reste cependant prégnante (graphique 6), en grande partie du fait de tensions politiques à l'image de la guerre commerciale lancée en 2018 et de la situation politique du Royaume-Uni. Les tensions entre les États-Unis et la Chine s'apaisent depuis la rencontre des deux dirigeants fin novembre 2018. Après la trêve en matière de sanctions commerciales, les deux pays devraient signer un accord qui mettrait fin à l'escalade des droits de douane. Toutefois, on peut toujours craindre un revirement de la politique commerciale des États-Unis. Par ailleurs, des menaces planent toujours sur l'Europe et notamment les constructeurs automobiles allemands. Le président américain pourrait être tenté de poursuivre sa croisade contre les pays avec lesquels les États-Unis ont un déficit commercial négligeant l'effet de sa politique budgétaire de relance sur le solde courant américain¹⁵.

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



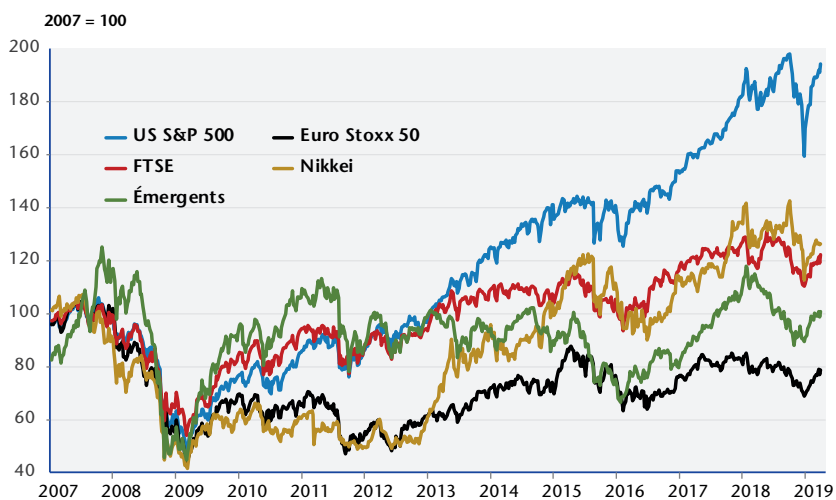
Source : Eikon Thomson Reuters.

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

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

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

Graphique 7. Évolution des principaux indices boursiers



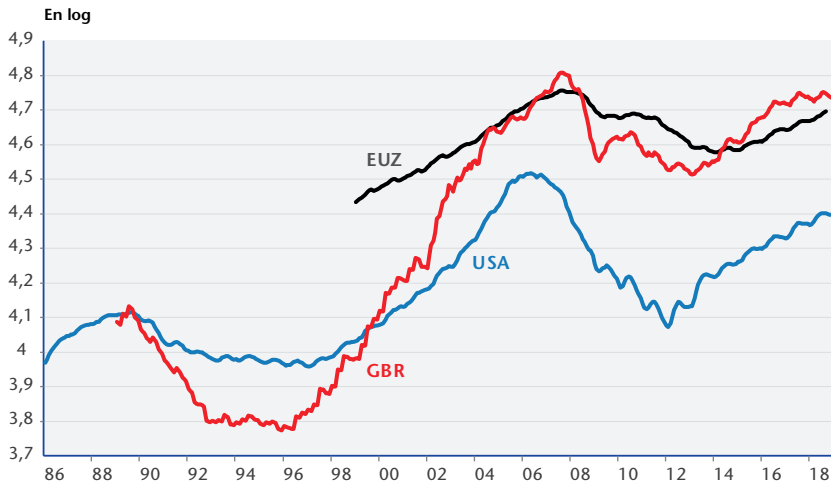
Source : Eikon Thomson Reuters.

Force est de constater que l'indice S&P 500 aux États-Unis a atteint un niveau largement supérieur à son pic observé avant la crise financière globale. Le PER s'élevait à 20 en mars 2019, soit un niveau supérieur à celui de 2007 mais inférieur au pic atteint en 2000, qui était de 30. Le risque de crise financière systémique émanant des États-Unis serait cependant probablement moindre qu'en 2007. D'une part, le niveau relatif des prix immobilier aux États-Unis a certes augmenté de 38 % depuis le début de l'année 2012 mais reste 11,4 % inférieur au pic de 2006 (graphique 8). D'autre part, l'endettement des ménages américains a significativement baissé depuis, même si pour certains ménages ou pour certains types de prêts – prêts étudiants¹⁶ – les taux d'endettement sont importants. Plus que l'endettement privé, la plupart des pays sont aujourd'hui dans une situation d'endettement public plus élevé qu'avant la crise, sauf pour l'Allemagne (encadré 2). Dans ces conditions se pose surtout la question de la capacité des États à faire face à un nouveau choc financier qui résulterait de l'éclatement d'une bulle sur le marché boursier américain ou d'une panique financière causée par une sortie du Royaume-Uni sans accord de l'Union européenne. Les capacités de stabilisation budgétaire pourraient être

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

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

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



Source : Eikon Thomson Reuters.

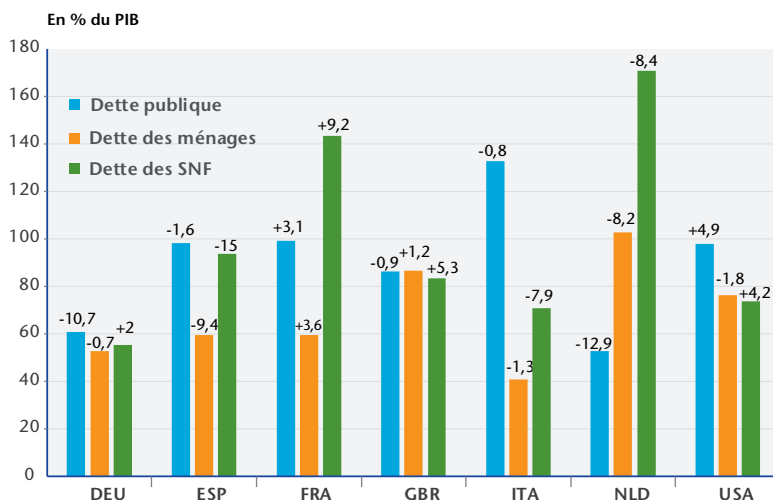
Sans doute que le soutien que peut apporter la politique monétaire à ces États est crucial. Une part croissante de la dette publique japonaise est détenue par la Banque du Japon. La Réserve fédérale a certes amorcé une phase de réduction de la taille du bilan et donc de la part de titres souverains détenus,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

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

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

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

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



Source : BRI.

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

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

La France se distingue par des stocks de dette orientés à la hausse quel que soit le secteur considéré. La dette privée française est majoritairement contractée par les entreprises, lesquelles bénéficient de conditions d'emprunt toujours avantageuses¹⁷, ce qui explique en partie le dynamisme de l'investissement depuis plusieurs années. Dans son évaluation¹⁸ sur les risques financiers publiée en décembre 2018, la Banque de France note que cette croissance de l'endettement, si elle se poursuit, est une source potentielle de déséquilibres, notamment dans un contexte macroéconomique plus incertain (Brexit, tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, ralentissement outre-Rhin). Les risques relatifs aux entreprises françaises doivent être toutefois tempérés dans la mesure où l'encours de dette est détenu principalement par de grandes entités qui ont simultanément accru leur détention de liquidités¹⁹. En somme, la situation de la France est assez singulière au regard de l'endettement relativement élevé du secteur privé et d'un secteur public ne bénéficiant pas de marges de manœuvre budgétaires importantes pour répondre à une dégradation de la conjoncture.

La dette publique américaine devrait continuer à augmenter en raison d'une politique budgétaire expansionniste se traduisant par un déficit important depuis 2018²⁰, bien que la croissance dynamique du PIB observée depuis 2017 contribue à modérer le ratio dette/PIB. La dette des ménages semble se stabiliser à un niveau modéré depuis le désendettement post-crise de 2008, contrairement aux entreprises dont l'endettement augmente malgré une politique monétaire de moins en moins accommodante.

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

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

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

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

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

Références

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

