

2. Tour du monde de la situation conjoncturelle

États-Unis : à contretemps

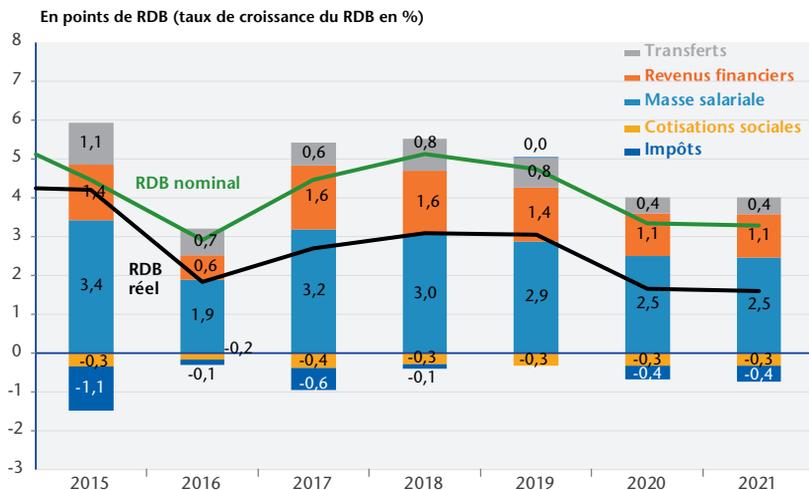
Stimulée par une politique budgétaire expansionniste depuis l'élection de Donald Trump, l'économie américaine a poursuivi sa dynamique de reprise amorcée en 2010. Sur l'ensemble de l'année 2018, le PIB a progressé de 2,9 %. Le taux de chômage a baissé pour la huitième année consécutive, atteignant un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

Politique budgétaire : du soutien au frein

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

sance du revenu disponible brut serait en moyenne nulle alors qu'elle s'élevait à -0,6 point en 2017 (graphique 10). Quant au taux de marge net des entreprises¹, il gagnerait près de 1,5 point sur ces deux années. Le stimulus budgétaire n'a pas uniquement porté sur les recettes. Après plusieurs semaines de tractations entre le Congrès et le Président, un accord a été trouvé en février 2018 entraînant une augmentation des dépenses publiques de l'ordre de 0,9 point de PIB. Les tensions sur le vote du budget se sont par ailleurs poursuivies en fin d'année lors du débat sur la construction d'un mur à la frontière mexicaine, ce qui a provoqué le plus long épisode de *shutdown* depuis les années 1970. Le blocage de l'administration ne devrait cependant pas modifier l'impulsion budgétaire de l'année 2019 et les effets sur la croissance seraient globalement peu significatifs [voir encadré : Quel impact du *shutdown* sur l'économie américaine ?].

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



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

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

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

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

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

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

Encadré 3. quelles conséquences économiques du *shutdown* ?

Entre le 22 décembre 2018 et le 25 janvier 2019, l'administration américaine a tourné au ralenti du fait d'un désaccord entre le Congrès et le président américain. Concrètement, ces cinq semaines de paralysie ont provoqué un arrêt du financement de plusieurs administrations et agences. Ainsi, près de 800 000 employés ont été privés de salaire, des dépenses de consommation publique n'ont pas été réalisées et le versement de certaines subventions n'a pas été effectué. Selon le CBO² (*Congress Budget Office*) ces restrictions auraient réduit les dépenses de 18 milliards de dollars (9 milliards de salaires et autant pour les dépenses de consommation de biens et services). L'effet sur les recettes fiscales est estimé à 2 milliards de dollars.

2. Voir CBO, janvier 2019.

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

Une contribution négative du commerce extérieur

La dynamique de la demande intérieure se traduirait par une accélération des importations qui croîtraient à un rythme trimestriel supérieur à 1 % en 2018 et 2019. Le taux de pénétration augmenterait pendant ces deux années, atténuant l'effet multiplicateur de la politique budgétaire, qui resterait néanmoins positif. En effet, l'expansion budgétaire serait uniquement compensée par un accroissement des importations alors qu'il pourrait également l'être par une accélération des prix et un durcissement de la politique monétaire que nous n'inscrivons pas dans notre scénario. Par ailleurs, l'accélération des importations coïncide avec un franc ralentissement des exportations provoqué par un choc négatif sur le commerce mondial. La chute du commerce mondial est en partie liée à la croissance plus faible de l'économie chinoise mais aussi à l'incertitude induite par la guerre commerciale lancée par Donald Trump. Nous supposons néanmoins qu'il n'y aura pas d'escalade supplémentaire dans ces tensions et que le niveau des droits de douane se stabilisera au niveau observé en fin d'année 2018³. Ainsi, la contribution du commerce extérieur à la croissance serait négative de -0,7 point en 2019 après -0,3 point en 2018.

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

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

Investissement : la fin du cycle

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

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

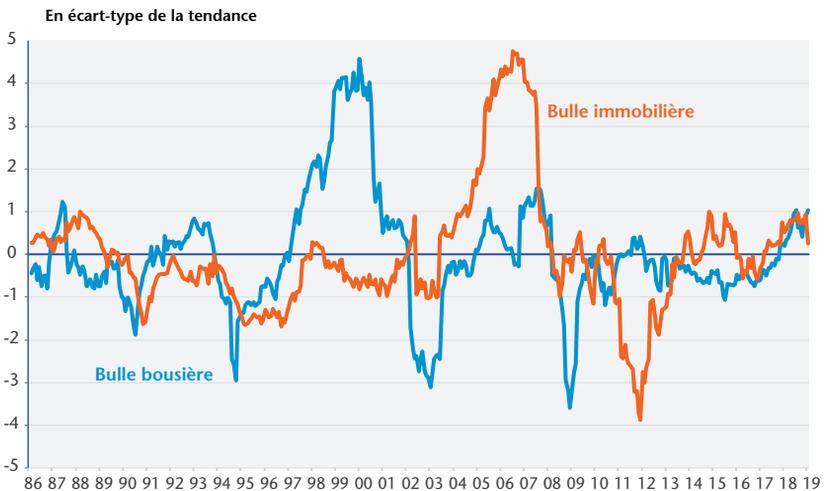
Une fin de cycle sans tensions inflationnistes

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

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

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

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



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

Italie : relance sans croissance

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

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

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

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

baisse anticipée des taux longs, le déficit devrait largement dépasser les engagements et atteindre 2,3 % du PIB en 2019, après 2,0 % en 2018. Pour 2020, nous anticipons une désactivation de la clause de sauvegarde de TVA⁴ et une poursuite de la dégradation du déficit budgétaire qui atteindrait 2,5 %. En 2021, nous retenons l'hypothèse d'une stabilisation du déficit structurel, ce qui conduirait à un solde public de 2,3 %. Ce scénario est néanmoins fortement dépendant de la situation politique du pays qui est toujours incertaine. Les résultats des élections européennes pourraient fragiliser la coalition et entraîner de nouvelles élections internes, ce qui pourrait alors modifier les priorités budgétaires de 2020 et 2021.

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

Politique budgétaire : l'heure est à la relance

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

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

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

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

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

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

Avec notre scénario, la dette publique hors ajustement stock-flux⁵ augmenterait lentement jusqu'en 2021, passant de 131,3 % en 2018 à 132,5 % du PIB en 2021 (tableau 2). Selon nos hypothèses, la dette publique décroîtrait en 2019 si le solde public primaire était supérieur ou égal à 2,0 % (respectivement 0,9 % et 1,3 % en 2020 et 2021). À ces effets, il faut ajouter les autres opérations en capital (privatisations ou cessions d'actifs financiers), qui devraient peser à la baisse sur

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

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

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

En %

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

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

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

* L'ajustement stock-flux prend en compte les autres opérations pouvant modifier le ratio d'endettement, comme les acquisitions/cessions d'actifs financiers. Les hypothèses du tableau correspondent aux prévisions de la Commission européenne de 2018.

Sources : AMECO, Prévisions OFCE, avril 2019.

Consommation privée dynamique, mais investissement en berne

C'est essentiellement la consommation des ménages qui devrait tirer la croissance en 2019 et en 2020. Début 2019, les enquêtes auprès des consommateurs montrent des intentions d'achats de biens durables en hausse, notamment des automobiles, malgré la baisse des immatriculations en 2018 (-3,1 %) à la suite des nouvelles normes européennes qui ont entraîné l'attentisme des ménages⁶.

Pour les ménages, la croissance du revenu disponible en 2019 sera surtout soutenue par l'introduction du revenu de citoyenneté⁷ qui cible les ménages (actifs et retraités) les plus modestes, dont la propension marginale à consommer est la plus forte. Par ailleurs, l'instauration de la

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

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

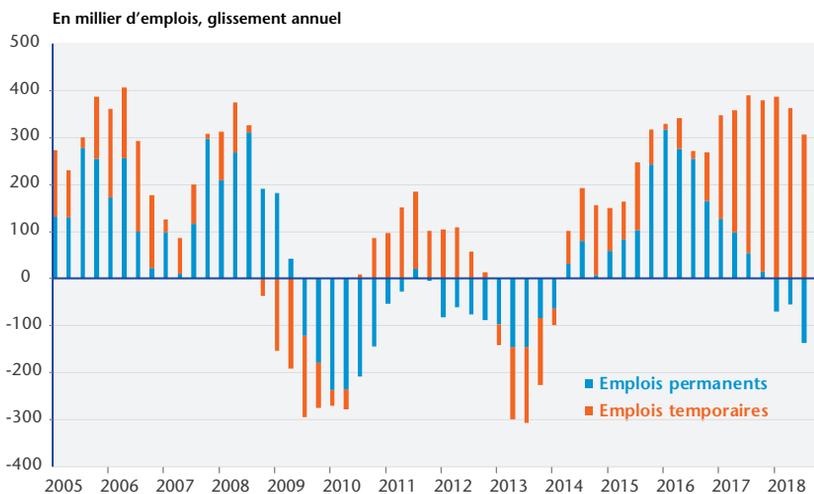
Sur le plan de l'emploi, ce sont les emplois à durée déterminée (graphique 12) qui expliquent le dynamisme des créations d'emploi (+11,7 % en 2018). En revanche, le stock d'emplois à durée indéterminée continue son recul (-0,6 % en 2018). La hausse de l'emploi permanent avait été particulièrement soutenue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

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

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

baisse du taux d'imposition sur les sociétés (de 27,5 à 24 % en janvier 2017), les mesures de suramortissement, le fonds de garantie pour les PME, ont favorisé l'investissement entre 2016 et 2018. En 2019 et 2020, certaines mesures favorables se poursuivent, par exemple le soutien aux investissements des PME (« nuova Sabatini »), l'instauration de la « flat tax » à 15 % pour les entrepreneurs individuels dont les revenus d'activité sont inférieurs à 65 000 euros et l'abaissement du taux d'imposition de 24 à 20 % pour les entrepreneurs dont les revenus sont compris entre 65 000 et 100 000 euros. Cela étant, une importante partie des mesures de suramortissement a été supprimée pour 2019⁸ – le super-amortissement, qui visait les investissements non technologiques n'est pas prolongé, et l'hyperamortissement, qui vise les

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



investissements technologiques voit son taux baisser de 250 % à 50-170 % (en fonction du montant) – ainsi que l'aide à la croissance économique⁹. En 2021, nous faisons l'hypothèse qu'une partie des mesures sera reconduite, le plan étant prévu pour durer jusqu'en 2028. Au total, la FBCF subirait un coup de frein. Elle baisserait de 0,5 % (dont 1,1 % de baisse pour la FBCF productive) en 2019 puis croîtrait faible-

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

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

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

Au niveau du commerce extérieur, sa contribution à la croissance serait à peine positive en 2019, puis neutre en 2020 et 2021 en raison de la consommation privée qui soutient les importations. L'Italie continuerait à perdre des parts de marché en raison de l'appréciation de l'euro, mais également de la dégradation de ses coûts salariaux unitaires qui nuisent à la compétitivité.

Par ailleurs, au niveau bancaire, le problème des prêts non performants (PNP) demeure mais s'atténue. L'apurement des PNP se poursuit à un rythme dynamique, sous l'effet du retour de la croissance et d'une baisse du nombre de faillites d'une part, mais également grâce au dispositif de garantie d'État (GACS) mis en place dès 2016 permettant de garantir la tranche senior des prêts non performants titrisés. Ainsi, entre 2016 et fin 2018, le montant de PNP titrisés couverts par des garanties publiques a atteint 42 milliards d'euros, soit environ la moitié de la baisse de créances douteuses enregistrée (graphique 13). Au sein de la catégorie des PNP, les prêts irrécouvrables (*sofferenze*) représentent l'exposition aux emprunteurs insolvable, soit les PNP de plus mauvaise qualité¹⁰. Ces derniers représentent, en 2018, 57 % des PNP bruts, soit 129 milliards d'euros. Parmi ces prêts irrécouvrables, au dernier trimestre 2018, 67 % émanent des entreprises contre 22 % pour les ménages, 8 % pour les entrepreneurs individuels, et 3 % pour les autres. Non seulement l'encours de PNP est en baisse, mais en outre, le taux de provisions pour pertes a augmenté entre le deuxième trimestre 2017 et le deuxième trimestre 2018, passant de 52,9 à 59,3 %¹¹. Pour conclure, les PNP représentent toujours un risque pour l'Italie. En effet, la faiblesse de la croissance augmente la probabilité de non remboursement des prêts, ce qui conduirait au rationnement du crédit et à l'augmentation de la dette publique (*via* de potentielles aides aux banques). Cela pèserait sur la croissance et entraînerait le pays dans un cercle vicieux d'autant plus dangereux que l'endettement

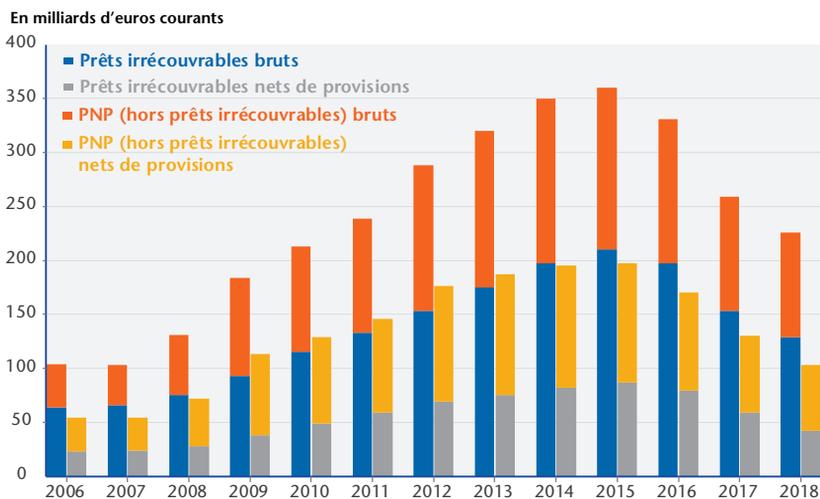
10. Les PNP peuvent être décomposés en trois catégories (exclusives l'une de l'autre) :

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

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

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

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



Source : Banque d'Italie.

Espagne : ralentissement sur fond d'incertitudes politiques

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

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

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

2018 : une année de transition

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

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

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

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

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

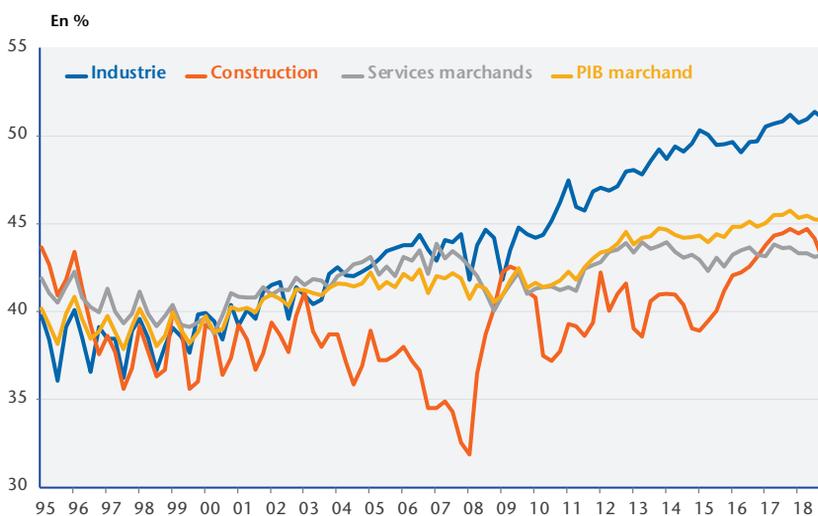
Malgré une reprise engagée il y a à peine 5 ans et des dépenses qui restent faibles (presque 40 % de moins qu'en 2007), l'investissement en logement des ménages s'est stabilisé en 2018. Pourtant les conditions d'emprunt restent très favorables. Mais les ménages restent contraints par leur endettement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

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

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

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

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



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

Sources : INE, calculs OFCE.

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

2019 et au-delà : vers la fermeture du cycle

En 2019 et au-delà, la croissance espagnole continuera de ralentir, mais restera supérieure à celle de son potentiel. Avec un déficit de production de plus de 3 points de PIB en 2018, des marges d'une croissance sans tensions existent mais celles-ci vont s'épuiser au fur et à mesure que l'utilisation des facteurs de production capital et travail reviendra vers son niveau normal. Selon nos calculs, la croissance potentielle reste proche de 1,1 % à l'horizon 2021 : la tendance de productivité du travail est estimée à 0,8 % par an¹² ; la population active tendancielle, mesurée sur la base des nouvelles projections de population faites par la Banque d'Espagne de décembre dernier¹³ et des projections de taux d'activité de 2016, devrait stagner ; enfin, le taux de chômage non inflationniste de court terme devrait baisser de 0,3 point par an à l'horizon 2021. À terme, l'écart de production devrait être en grande partie refermé et le taux de chômage à 12 %, légèrement supérieur à un niveau d'équilibre de 11 %, niveau moyen d'avant-crise. La dynamique de rattrapage devrait donc être en grande partie épuisée.

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

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

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

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

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

l'emploi et les salaires devraient être négligeables. Cette hausse accélère un mouvement déjà engagé depuis 2017 qui visait à porter le SMI à 850 euros par mois en 2020 : le SMI a augmenté de 8 % en 2017 et 4 % en 2018 et devait encore progresser de 5 % et 10 % les deux années suivantes. L'objectif vise désormais à atteindre 1 000 euros sur 14 mois (1 165 euros sur 12 mois) en 2020. En plus de lutter contre la pauvreté, cette forte revalorisation était d'obtenir le soutien des élus à l'Assemblée¹⁴. Les travailleurs les plus concernés sont ceux qui ne sont pas couverts par des conventions collectives, les travailleurs familiaux et les saisonniers. Selon une étude de la Banque d'Espagne basée sur l'enquête Muestra Continua de Vidas Laborales de 2017¹⁵, 6,2 % des travailleurs seraient concernés par cette hausse (notamment dans l'agriculture et les services marchands), dont 12,7 % pourraient perdre leur emploi, soit un impact de 0,8 % sur l'emploi total. Les salaires augmenteraient en moyenne de 0,8 %, et la masse salariale resterait stable. Néanmoins, les résultats concernant l'impact sur l'emploi et les salaires ne font pas consensus: selon la Fedea¹⁶, il est difficile de conclure mais les effets devraient être faibles.

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

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

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

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

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

Royaume-Uni : 10 Drowning Street

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

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

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

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

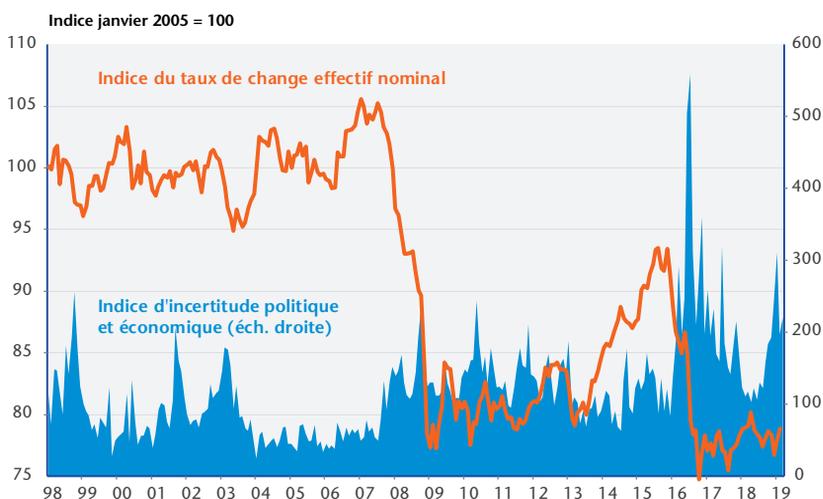
Alors même que le Royaume-Uni n'est pas encore sorti de l'UE, l'impact du Brexit s'est d'ores et déjà reflété dans la faiblesse de l'investissement des entreprises (voir encadré 4) et la baisse du pouvoir d'achat des ménages, certes amortie par celle du taux d'épargne. La dépréciation de la livre et l'incertitude politique et économique, sont les principaux vecteurs des récents développements de l'économie britannique (graphique 15). La livre sterling a perdu 7,8 % de sa valeur en termes effectifs depuis l'année 2015, et presque un point de plus vis-à-vis de l'euro et du dollar américain. L'incertitude économique et politique peut être synthétisée par un indicateur calculé sur la base du nombre d'occurrences des termes i) liés à l'incertitude, qu'elle soit économique ou politique, ou plus généralement ii) faisant référence à la politique économique du Royaume-Uni, dans les articles de journaux¹⁷. Comme tout indice d'incertitude, celui-ci est fortement volatil. Il a enregistré un bond sans précédent au moment du référendum de 2016 et, depuis, est resté à des niveaux relativement élevés en comparaison historique.

L'investissement britannique a enregistré un repli de 0,2 % en 2018. Comptant pour un peu plus de la moitié, l'investissement des entreprises a enregistré une baisse sur les quatre trimestres de 2018 pour terminer sa course à -2,6 % en termes réels. Tous les postes, sauf un¹⁸, ont contribué négativement à l'investissement des entreprises, et tout particulièrement celui des transports et des biens d'équipements en repli de presque 10 % et 5 % sur l'ensemble de l'année. L'investissement des entreprises, sensible à la manière dont les chaînes de production sont approvisionnées, ont subi des coûts d'intrant plus élevés en raison de la dépréciation de la livre. À cela s'est ajoutée la baisse du taux de marge observée au cours de l'année qui, toutes choses égales par ailleurs, a conduit à un moindre investissement de la part des entreprises. Ensuite, l'incertitude a pesé sur l'investissement

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

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

Graphique 15. Incertitude politique et économique et livre sterling



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

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

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

L'investissement des entreprises peut être expliqué par un modèle à correction d'erreur¹⁹. Celui-ci, utilisé pour les prévisions de l'investissement des entreprises non financières au Royaume-Uni, bénéficie d'un ajustement pouvant être considéré comme « correct » au regard de son pouvoir explicatif (le coefficient de détermination ajusté est égal à 85 %) sur la période pré-référendum (1987T2 – 2016T2). Les résultats de l'estimation sont présentés dans le tableau 3.

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

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

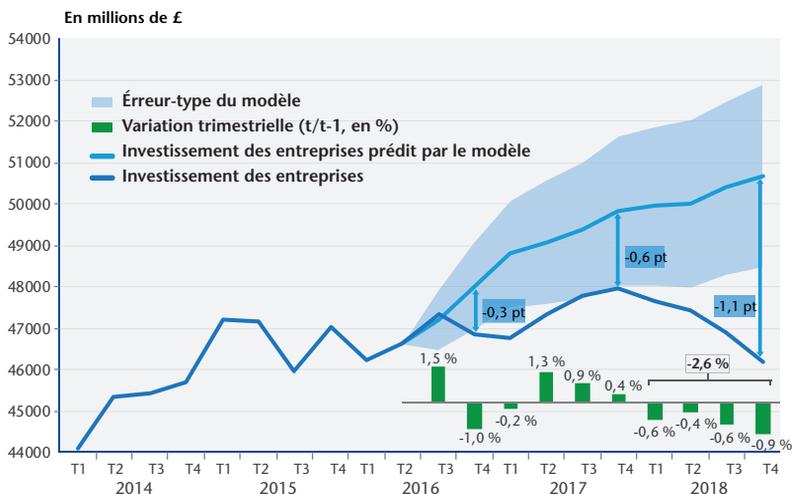
Note : entre parenthèses le T de Student associé aux coefficients estimés. Entre crochets, la p-valeur des tests sur les résidus du MCE. ** : significativité au seuil de 10% avec un seuil de test pour la significativité de la force de rappel donné par Ericsson et MacKinnon (2002). ^a Ce coefficient a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

Si nous simulons la trajectoire de l'investissement après le référendum de 2016 (représenté en bleu clair sur le graphique 16), on remarque que celle-ci dévie des données d'investissement reportées par l'ONS (bleu foncé) de façon systématique²⁰. Ce résultat est conforme à ceux que l'on peut trouver dans la littérature récente montrant également que les modèles tendent systématiquement à surévaluer le taux d'investissement des entreprises britanniques depuis 2016 (voir Gornicka, 2018). D'environ 0,3 point de PIB fin 2016, l'écart n'a cessé de progresser en 2018 pour atteindre plus d'un point de PIB au dernier trimestre 2018.

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

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

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

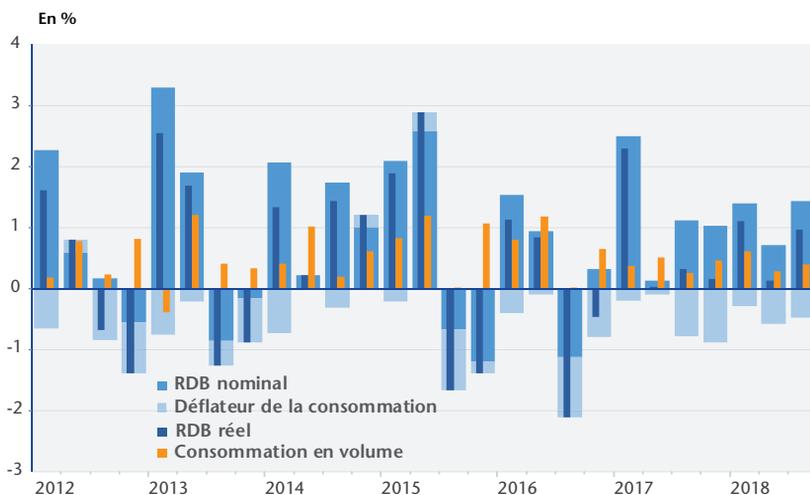


Comment expliquer ce décrochage ? Nous interprétons cette déviation comme l'effet de l'incertitude liée au Brexit, en particulier celle sur les modalités commerciales futures entre le Royaume-Uni et l'UE. Près de la moitié des échanges extérieurs britanniques sont en provenance ou à destination du marché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

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

NLW), qui concernait près de 7 % des travailleurs au Royaume-Uni en 2016²¹. Fin 2018, les salariés dans le secteur marchand ont vu leur salaire nominal progresser de 3,5 %. En termes réels, la progression du salaire a ralenti du fait de la transmission de la dépréciation de la livre depuis 2016 au déflateur de la consommation. Alors que l'orientation négative de l'indicateur de confiance des ménages (GfK) depuis 2016 aurait dû aller de pair avec une augmentation de l'épargne de précaution, ces derniers ont maintenu un rythme de consommation en moyenne supérieur à celui de leur revenu (mais néanmoins historiquement inférieur) une fois pris en compte l'effet du déflateur de la consommation (graphique 17). Cela s'est fait au détriment du taux d'épargne, passé de 7,9 points du revenu disponible brut à seulement 4,4 points en moyenne entre 2016 et 2018.

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



Note : Le champ retenu ici comprend également les ISBLSM.

Source : ONS, calculs OFCE.

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

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

L'emploi a accéléré en 2018 (+ 1,4 %), avec 473 000 emplois supplémentaires pourvus dont 32 000 dans le secteur public, une première depuis 2009²². Le taux de chômage a baissé tout au long de l'année pour finalement s'élever à 3,9 % de la population active dans un contexte où le taux d'emploi atteint un niveau record : il s'élève à 76,1 % des personnes en âge de travailler en janvier 2019 contre 75,3 % un an plus tôt.

L'indice des prix à la consommation a ralenti en fin d'année et s'est stabilisé légèrement au-dessus de la cible de la Banque d'Angleterre à +2,3 % en rythme annuel, soit 0,7 point de moins qu'en 2017. La baisse des prix énergétiques a contribué pour une large part à ce ralentissement : le prix du Brent, une fois converti en livres, a reculé de 5 % en fin d'année. La mesure la plus pertinente pour prendre en compte le pouvoir d'achat des ménages est le déflateur de la consommation²³. Sa hausse s'est accélérée tout au long de l'année, en lien avec la dépréciation de la livre²⁴ et un renforcement de la dynamique des salaires.

La baisse de la valeur de la livre n'a pas bénéficié au commerce extérieur britannique en 2018, la balance commerciale s'est dégradée tout au long de l'année, le déficit est passé de 1 % du PIB au premier trimestre à presque 1,8 % en fin d'année et le commerce extérieur a contribué à hauteur de -0,7 point au PIB : le phénomène de courbe en J ne s'est donc pas manifesté²⁵. La littérature montre que l'élasticité-prix des exportations²⁶ est faible au Royaume-Uni : elle oscille entre 0 et -0,2. Autrement dit, pour toute dépréciation de 10 % de la livre, les exportations augmenteraient de 2 % au maximum. Par ailleurs, il est également montré que les volumes échangés répondent davantage à

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

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

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

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

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

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

2019 : contrecoup en début d'année

La demande intérieure hors stocks connaîtra un coup d'arrêt au premier trimestre 2019, les seules contributions positives étant permises par le secteur public, qu'il s'agisse de l'investissement ou de la consommation. Les enquêtes Markit montrent une forte propension au stockage de la part des industriels et des ménages sur les deux premiers mois de l'année, elle serait l'unique contribution positive au premier trimestre tandis que l'inverse se verrait au niveau du commerce extérieur. L'investissement resterait en repli au premier semestre 2019 avant de se redresser dans un contexte où les entreprises investiraient pour adapter la logistique de leurs chaînes de production, ou encore pour renouveler le capital existant. D'après une étude conduite en fin d'année 2018 par la Banque d'Angleterre, sur un échantillon d'entreprises de tous les secteurs²⁷, seul un tiers d'entre elles avait modifié leur stratégie pour tenir compte du Brexit tandis que la majorité ne comptait pas ou n'avait pas encore adapté leur stratégie.

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

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

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

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

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

2020-2021 : retour vers le potentiel

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

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

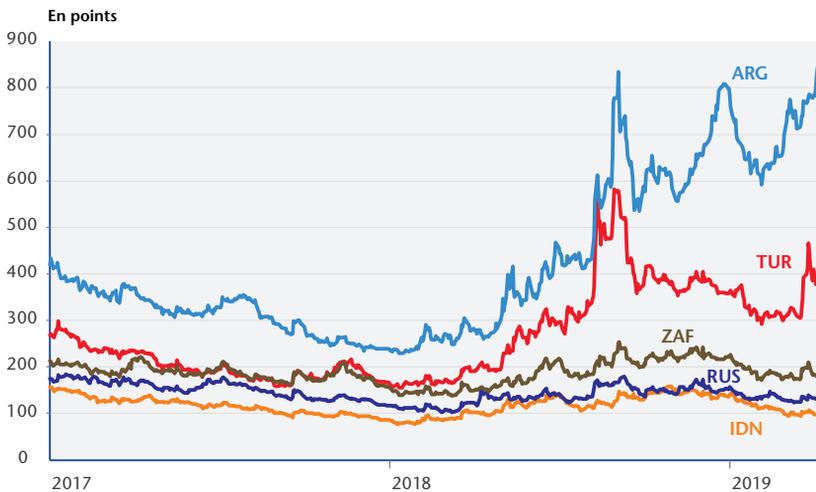
Bien que la demande adressée aux entreprises britanniques accélère au cours de ces deux années, le manque d'investissement des années précédentes pèse sur leur compétitivité : la perte de parts de marché se reflète dans la contribution du commerce extérieur, négative en 2020 et nulle l'année suivante.

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

Pays émergents : toujours dans la résilience

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

Graphique 18. Prime de CDS à 7 ans



Source : Eikon Thomson Reuters.

Asie : une croissance altérée

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

L'Amérique latine : la grande perdante de la croissance

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Pétrole : les États-Unis aux commandes

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

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

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

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

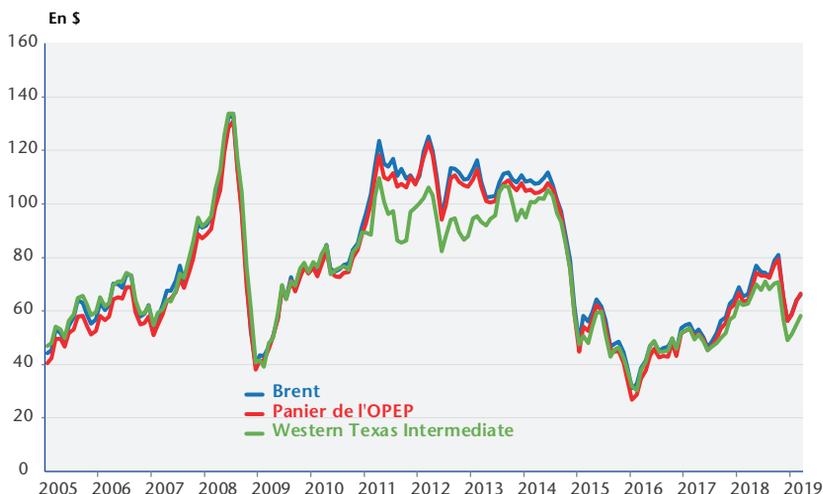
Octobre 2018-janvier 2019 : baisse des cours

Après une phase de hausse du prix du Brent, qui a culminé en octobre 2018 à 81 dollars le baril, le mouvement s'est brutalement inversé et le Brent a perdu 31 % de sa valeur entre octobre et décembre 2018 (graphique 19). L'explication de cette forte baisse est à chercher du côté de l'offre. En effet, la production américaine s'est révélée plus forte que prévu²⁸ : elle a augmenté de 1,6 Mbj en moyenne entre le premier et le deuxième semestre 2018. D'autre part, à l'issue de la réunion de l'OPEP du 23 juin 2018, les pays membres ont décidé de relâcher la contrainte de baisse de production décidée fin 2016, pour ramener le respect des engagements – systématiquement

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

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

Graphique 19. Évolution du prix du baril



Source : EIA.

Début 2019 : le rebond

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

Encadré 5. Le Qatar quitte l'OPEP

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

2019 à 2021 : un marché équilibré

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

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

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

géopolitiques »). La prochaine salve de sanctions devrait débuter le 4 mai 2019. Alors que huit pays avaient été épargnés par l'accord de novembre 2018²⁹, nous faisons l'hypothèse qu'il sera partiellement étendu aux principaux importateurs de pétrole iranien, Chine, Inde, Corée du Sud et Japon, ce qui conduirait à une baisse de production de 0,25 Mbj supplémentaires³⁰. En effet, ramener les exportations iraniennes à zéro paraît peu réaliste, car les États-Unis veulent asphyxier l'Iran, mais sans pour autant déclencher un nouveau choc pétrolier.

À cela il faut ajouter la baisse de la production vénézuélienne qui s'est poursuivie depuis 2016, au rythme moyen de 0,12 Mbj par trimestre. Outre des capacités de production techniques dégradées, depuis le 28 janvier dernier, l'entreprise publique vénézuélienne PDVSA est visée par des sanctions américaines : elle peut continuer à vendre du pétrole aux États-Unis, mais l'argent est versé sur des comptes bloqués, ce qui s'apparente à un embargo. L'embargo touche ainsi les exportations vénézuéliennes à destination des États-Unis (0,5 Mbj en 2018), et les exportations de pétrole étatsuniennes vers le Venezuela³¹ (0,12 Mbj). Le Venezuela doit donc trouver de nouveaux débouchés pour son pétrole, notamment en Inde et en Chine, qui importent déjà 0,3 Mbj chacun de pétrole vénézuélien. Par ailleurs, à partir du 28 avril 2019, les compagnies pétrolières non américaines ne seront plus autorisées à commercer avec PDVSA en dollars, ce qui complique encore la donne. Nous inscrivons en prévision une baisse de la production vénézuélienne de 0,2 Mbj au deuxième trimestre 2019 en raison des problèmes de court-terme, puis d'un retour au niveau de février 2019 (soit 1 Mbj) à partir du troisième trimestre 2019. Cela étant, une plus forte baisse de production n'est pas à exclure, car les États-Unis pourraient intensifier les sanctions à partir d'avril, et instaurer des sanctions envers les pays qui continueraient à commercer avec le Venezuela, même sans utiliser de dollars dans les transactions.

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

29. En effet, les États-Unis avaient consenti une exemption pour huit pays (Chine, Inde, Italie, Grèce, Japon, Corée du Sud, Taiwan et Turquie) en raison de leur dépendance massive au pétrole iranien et à l'impact fortement haussier sur les prix de l'arrêt de la production iranienne.

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

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

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

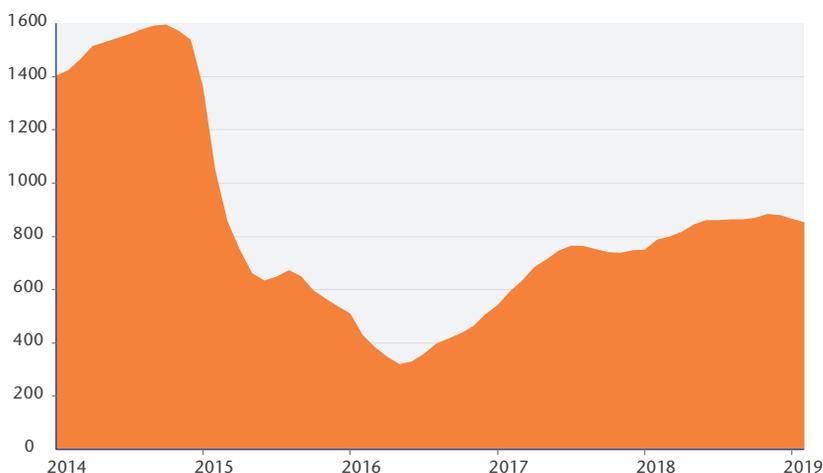
Les États-Unis, clef de voûte de la production

C'est la forte croissance de l'offre hors OPEP (États-Unis, Canada et Brésil notamment), qui va continuer à réguler la hausse des cours. Les États-Unis restent la clef de voûte de la production, mais nous inscrivons un ralentissement de la hausse de production en prévision. En effet, les tendances de production des nouveaux puits montrent un repli de la production dans les bassins Permian et Eagle Ford. Par ailleurs, on observe une stagnation du nombre de foreuses pétrolières en activité (graphique 20). Enfin, les dépenses d'investissement sont restées faibles : après avoir stagné en 2017, elles n'ont augmenté que de 4 % en 2018, et ne représentent plus que 17 % du prix du baril, soit la part la plus faible sur la période 2013-2018 d'après l'Agence Internationale de l'Énergie³². En 2019, nous anticipons un supplément d'offre de 1,3 Mbj aux États-Unis (essentiellement du champ Permian), de 0,3 Mbj au Canada, de 0,15 Mbj au Brésil, et de 0,1 Mbj au Kazakhstan. En 2020 et 2021, la production étatsunienne augmenterait de 0,8 Mbj chaque année. La production mondiale restera ainsi très dépendante de la production américaine.

Par ailleurs, après deux années de baisse depuis le point haut de juillet 2016, les stocks OCDE se sont stabilisés et représentent 93 jours de demande en décembre 2018. Nous inscrivons une légère baisse des stocks OCDE en 2019 de 50 millions de barils, jusqu'au niveau de la moyenne 2010-2017 fin 2019. Ainsi, les prix du baril de Brent se stabiliseraient autour de 63 dollars en 2019-2020 et 67 dollars en 2021.

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

Graphique 20. Nombre de foreuses pétrolières en activité



Source : EIA.

Références

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

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