

## 2. Tour du monde de la situation conjoncturelle

---

### États-Unis : attention au retour de flamme

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

### 2018 : un départ en fanfare

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

---

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

l'administration Trump en octobre 2017. L'effet attendu de la réduction d'impôt sur la consommation serait toutefois atténué parce que le niveau de chômage est bas – et donc la fraction de ménages subissant des contraintes de liquidité est faible – et parce que la réforme du barème de l'impôt sur le revenu bénéficie surtout aux contribuables les plus aisés dont la propension marginale à consommer est plus faible. L'effet multiplicateur du choc fiscal sur les ménages serait à court terme inférieur à l'unité<sup>2</sup>.

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

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

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

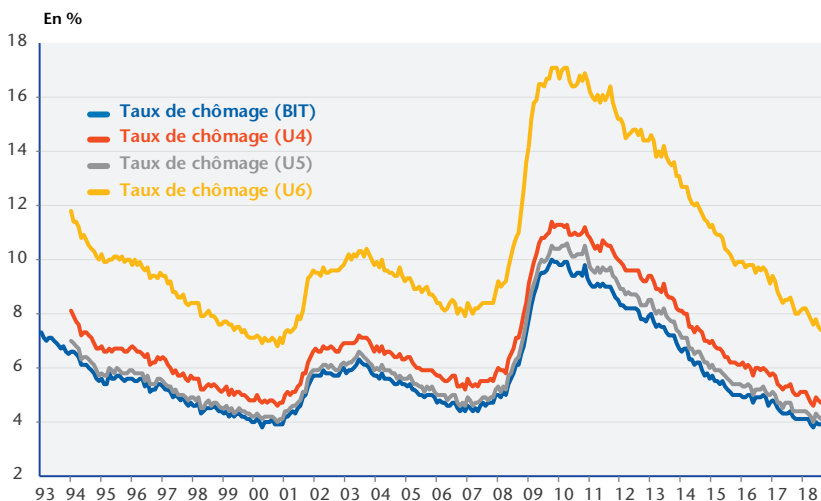
---

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

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

inférieur au niveau d'avant-crise<sup>4</sup>. La baisse du taux d'emploi résulte en partie de facteurs structurels<sup>5</sup> si bien que l'écart entre le niveau observé en 2018 et celui d'avant-crise ne témoigne pas nécessairement de la persistance de sous-emploi. D'ailleurs, le CBO (*Congressional Budget Office*) estime que l'écart de croissance est redevenu positif à partir du deuxième trimestre 2018, 10 ans après le début de la crise et après un point bas estimé à 6,6 % au deuxième trimestre 2009.

Graphique 9. Différentes mesures du taux de chômage



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

Source : BLS.

## Cycle de croissance : changement de phase

Le maintien de perspectives de croissance au-dessus du rythme potentiel – estimé autour de 0,5 % en rythme trimestriel<sup>6</sup> – va donc entraîner l'économie américaine sur une dynamique de haut de cycle. Tous les signaux vont rester positifs d'ici la fin de l'année et en 2019. La politique budgétaire continuera à soutenir le revenu des ménages et la rentabilité des entreprises. Dans le même temps, l'accord signé entre les Démocrates et les Républicains sur le volet dépenses du budget en février 2018 maintiendra une impulsion positive à la fois du côté des

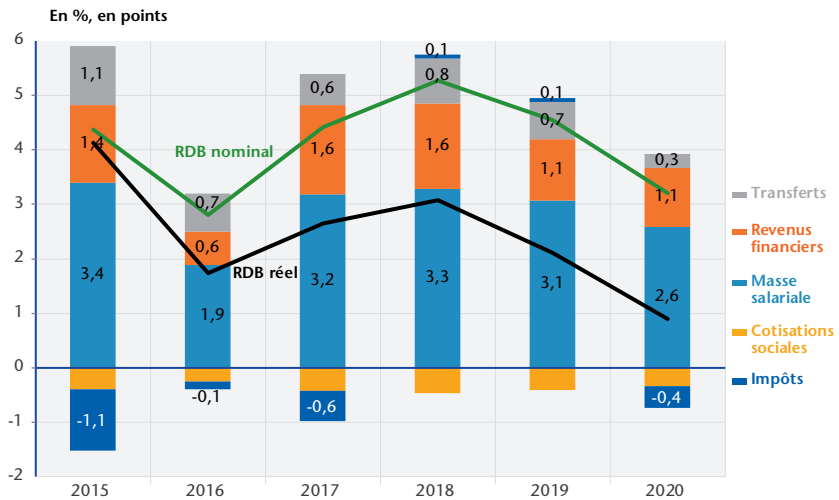
4. Début 2007, le taux d'emploi s'élevait à 63,3 %.

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

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

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

Graphique 10. Décomposition du revenu disponible brut des ménages américains



Source : BEA, prévision OFCE septembre 2018.

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

5,5 % en 2019. En outre, la hausse des tarifs douaniers rognera le pouvoir d'achat des ménages de manière directe *via* leur effet sur le prix des biens de consommation importés et indirectement *via* la hausse des coûts de production des entreprises. Bellora, Jean et Santoni (2018) estiment que la hausse des droits de douane sur les 50 milliards de dollars d'importations chinoises au titre de la section 301 de la Loi sur le commerce entraînerait une hausse de 0,5 point de l'indice des prix à la consommation<sup>7</sup>. Cette augmentation de l'inflation importée s'ajoutera donc à l'inflation induite par les salaires<sup>8</sup>. Nous anticipons que l'inflation se maintiendra au-dessus de 2 % illustrant les limites de la politique économique de Trump. En menant une politique budgétaire expansionniste alors que l'écart de croissance est positif, le choix budgétaire alimente un risque de surchauffe et stimule la demande de biens étrangers dont le prix devient plus cher du fait de la guerre commerciale.

### 2020 : le coup de frein ?

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

---

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

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

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

## Allemagne : au-delà du potentiel

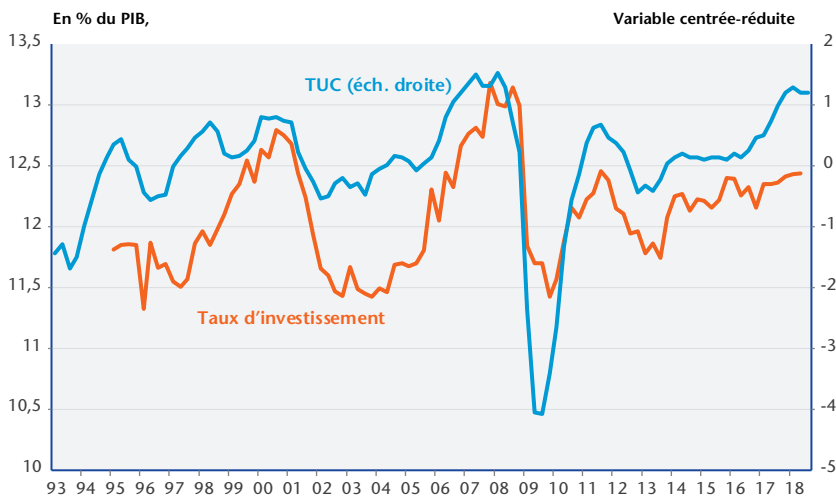
Après une croissance de 2,5 % en 2017, l'activité ralentit légèrement au premier semestre 2018 mais reste sur une trajectoire dynamique ainsi que le reflète le glissement annuel du PIB qui s'est établi à 1,9 % au deuxième trimestre 2018. L'économie allemande continue donc de tourner à plein régime comme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

### L'Allemagne croît toujours

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

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

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



Source : Destatis.

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

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

### **Ralentissement progressif**

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

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

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

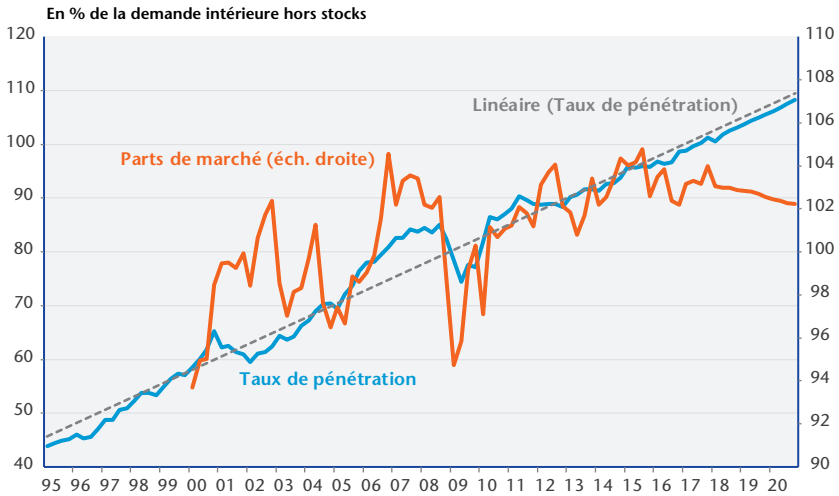


atteindrait 1,3 % et 1 % respectivement en 2019 et 2020 contre 1,6 % en 2018. L'impulsion ne réduirait donc pas les marges de manœuvre dont dispose l'Allemagne et la dette publique repasserait d'ailleurs sous le seuil de 60 % du PIB, une première depuis 2002. Le gouvernement prévoit une augmentation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

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

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

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



## Italie : passage en force

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

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

C'est essentiellement la demande interne qui devrait tirer la croissance en 2019 et en 2020. L'investissement continuerait de progresser, sous l'effet des mesures fiscales (mesures de suramortissement et mise en place d'une *flat tax* pour les PME), d'une politique monétaire toujours accommodante, et d'un taux d'utilisation des capacités revenu au point haut de 2007. L'introduction du revenu de citoyenneté et la baisse du chômage devraient soutenir la croissance du revenu disponible brut réel en 2019. La baisse du chômage sera néanmoins modérée, en raison de la fermeture progressive du cycle de productivité. Par ailleurs, le secteur bancaire poursuit sa restructuration<sup>10</sup> : la politique accommodante de la BCE permet aux entreprises et aux ménages de bénéficier de conditions de financement favorables ; en revanche, la remontée des taux observée à partir de septembre 2018 devrait durcir les conditions de financement. Enfin, la contribution du commerce extérieur à la croissance serait quasi-nulle avec la dégradation de la compétitivité-prix en 2019 et 2020, en raison de l'appréciation de l'euro et de la reconstitution des marges des entreprises.

---

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

10. Voir Antonin (2017).

La politique budgétaire expansive, si elle soutient temporairement la croissance, est néanmoins porteuse du risque de remontée des taux, qui limiterait les marges de manœuvre budgétaires et poserait la question de la soutenabilité de la dette. En outre, l'Italie n'a pas résolu les problèmes qui expliquent la faiblesse de sa croissance potentielle, notamment l'absence de productivité<sup>11</sup>. Ainsi, le cycle de productivité s'est à nouveau largement creusé au premier semestre 2018.

### **2018 : décélération progressive**

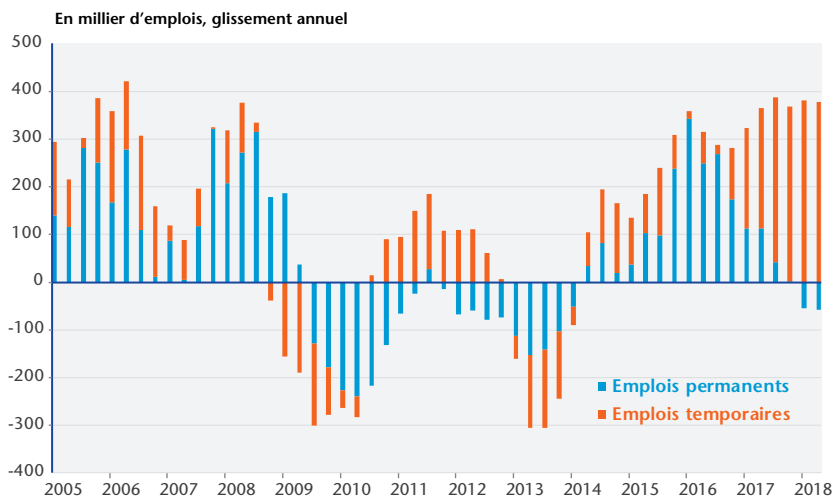
La croissance a été modérée aux premier et deuxième trimestres de 2018 (respectivement +0,3 % et +0,1 % de croissance), mais les moteurs de croissance ont été différents entre les deux trimestres. En effet, la croissance du premier trimestre a été tirée par la consommation des ménages et le stockage, alors que l'investissement des entreprises et le commerce extérieur ont eu un impact négatif. Au deuxième trimestre, c'est en revanche la FBCF productive qui a tiré la croissance, alors que le commerce extérieur a continué d'avoir une contribution négative sur la croissance en raison du dynamisme des importations. Le motif de précaution lié à l'incertitude politique et budgétaire explique vraisemblablement la faible consommation des ménages et la remontée du taux d'épargne au deuxième trimestre, alors que l'investissement continue sa progression, bénéficiant d'une politique favorable dans le cadre du programme 4.0. Sur le plan de l'emploi, on constate que le dynamisme de l'emploi salarié ne s'explique que par les emplois à durée déterminée (graphique 13), alors que les emplois à durée indéterminée sont en recul, en glissement annuel, au premier et deuxième trimestres 2018. Ainsi, la hausse de l'emploi permanent, qui avait été très soutenue en 2015 et 2016, semble s'être complètement tarie avec l'arrivée à expiration des dispositifs de baisse généralisée de cotisations sociales des entreprises<sup>12</sup>. La faible progression de la population active (0,3 % en 2019) par rapport à l'emploi (1 %) explique la baisse du taux de chômage, qui atteint 9,9 % au deuxième trimestre 2018.

---

11. Voir Bugamelli (2018).

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

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



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

## 2019 : une politique de relance assumée

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

*Sources* : AMECO, calculs de l'auteur.

## 2019 et 2020 : croissance au-dessus du potentiel

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

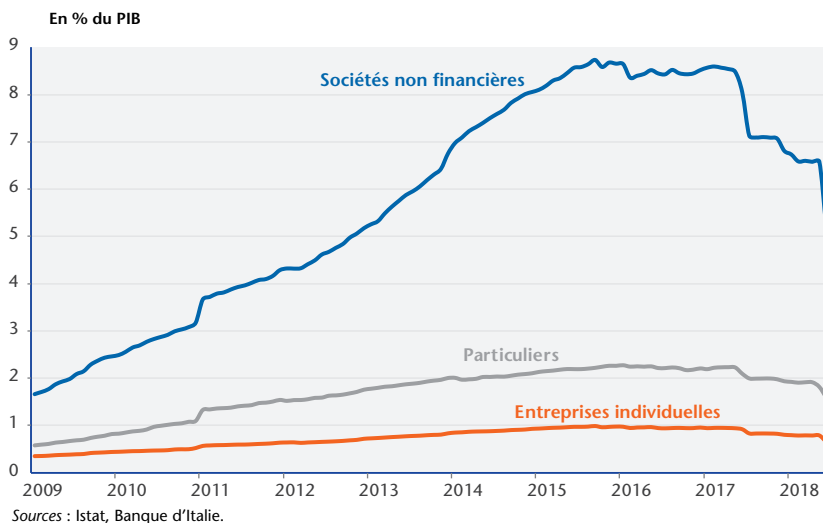
Sur le marché du travail, la progression de l'emploi serait moins dynamique que par le passé, la baisse du chômage assez marquée en



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

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

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

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

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

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

### Confirmation de la solidité de la reprise passée

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

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

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

### **En 2018, l'économie quitte sa phase de reprise**

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

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

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

*Les principales mesures inscrites dans le budget 2018 sont :*

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

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

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

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

Dans ces conditions, les salaires accélèrent (1,1 % sur un au deuxième trimestre après 0,6 % en 2017) pour évoluer au même rythme que la productivité. La hausse de 8 % du salaire minimum en 2017 n'a eu que peu d'impact sur l'emploi et les salaires selon la Banque d'Espagne<sup>13</sup>. Les hausses de 4 % en 2018 puis de 5 % en 2019 et 10 % en 2020 prévues dans le cadre d'un accord pluri-annuel avec les syndicats si la croissance est supérieure à 2,5 % par an et les créations d'emploi à 450 000, ne devraient pas être perceptibles à une échelle macroéconomique compte tenu du faible nombre de travailleurs concernés (0,6 % des travailleurs). Au final, le taux de marge des entreprises ne devrait pas se retourner avant 2020

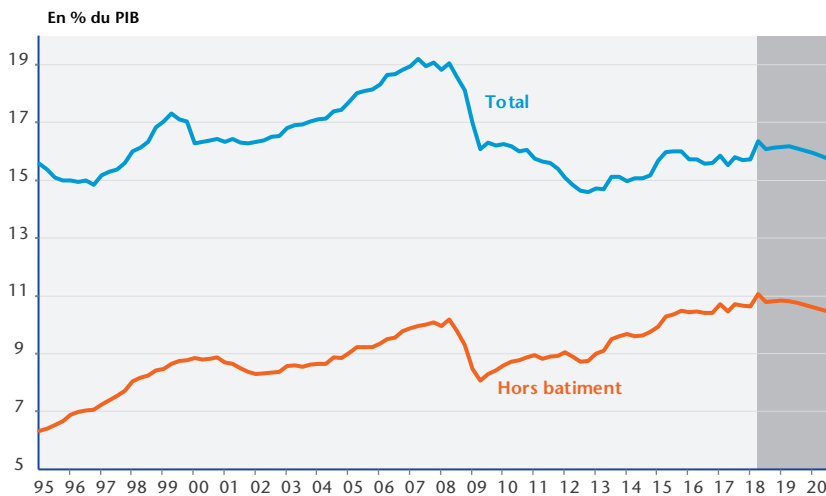
En 2018, la consommation des ménages sera soutenue par les nouvelles mesures budgétaires qui doperont le RDB. Le taux d'épargne ne devrait plus jouer un rôle moteur dans le financement de la consommation mais restera à un niveau relativement bas (5,7 % après une moyenne de long terme autour de 10 %).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

---

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

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

Graphique 15. Taux d'investissement des entreprises



Source : INE, prévisions OFCE.

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

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

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

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

## Royaume-Uni : à l'heure du Brexit

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

de conditions climatiques exceptionnelles (neige) qui ont freiné l'activité, particulièrement dans le bâtiment, dont la valeur ajoutée, qui représente 6 % de la valeur ajoutée totale, a baissé de 1,6 %. Au deuxième trimestre, le PIB a augmenté de 0,4 % et, selon le PIB mensuel publié depuis cet été par l'ONS, la croissance était revenue à 0,6 % sur les trois derniers mois en juillet, par rapport aux trois mois précédents<sup>14</sup>, en partie grâce à une activité soutenue dans les services de restauration et de ventes de détail, qui auraient, selon l'ONS, bénéficié d'un effet de la Coupe du monde de football et de températures estivales exceptionnellement élevées.

Les perspectives macroéconomiques à l'horizon 2020 sont évidemment fortement conditionnées par les hypothèses que l'on retient sur le Brexit. Or, à la fin septembre 2018, les incertitudes sont loin d'être levées sur les modalités de sortie du Royaume-Uni de l'UE, qui doit officiellement avoir lieu le 29 mars 2019 (encadré 3). Nous supposons que cela sera effectivement le cas, qu'un accord de retrait sera signé entre le Royaume Uni et l'UE-27 d'ici la fin 2018 et qu'une phase de transition s'engagera à partir du 30 mars jusqu'en décembre 2020. Le risque principal est – à la fin septembre – celui d'une sortie sans accord. Nous résumons dans l'encadré 1 l'état actuel des négociations<sup>15</sup>.

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

Les négociations avec l'UE-27 ont commencé en juin 2017, l'UE-27 ayant demandé un séquençage des négociations, n'acceptant de ne négocier dans un premier temps que sur trois points : les droits des citoyens, le règlement financier et la frontière irlandaise. À la fin septembre 2018, un accord a été trouvé sur les droits des citoyens et le règlement financier. Reste la question irlandaise pour laquelle chaque partie souhaite qu'une solution préservant l'accord de paix soit trouvée, mais qui est particulièrement difficile à imaginer<sup>16</sup>.

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

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

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

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



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

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

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

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

### **Politique monétaire : vers un durcissement progressif**

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

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

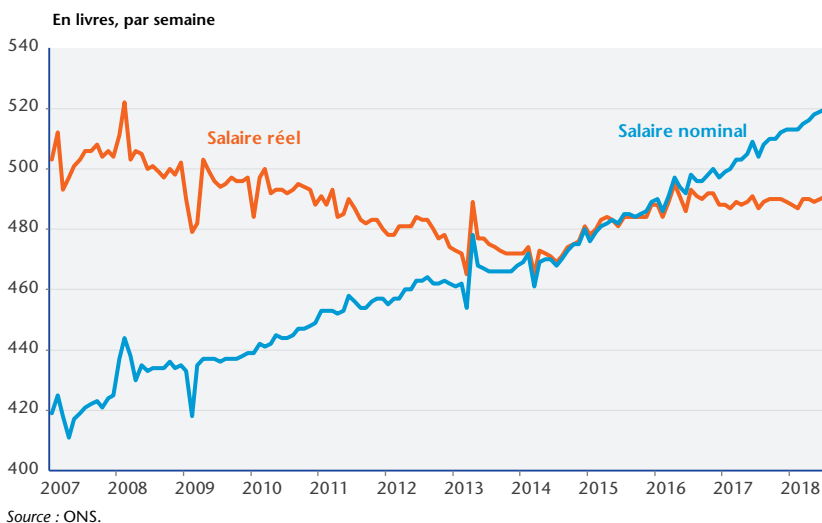
Les salaires n'ont jusqu'à présent pas connu de franche accélération, malgré la baisse et le bas niveau du taux de chômage. En termes nominaux, les salaires hebdomadaires moyens<sup>17</sup>, hors primes, étaient en hausse de 2,8 % sur an (en juillet dernier), contre 2,2 % un an plus tôt,

---

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

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

Graphique 16. Salaires hebdomadaires moyens



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

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

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

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

### **Politique budgétaire : maintien du cap**

Notre prévision intègre les mesures annoncées dans la présentation budgétaire de mars 2018. Celle-ci prévoyait une hausse de la consommation publique de l'ordre de 1 % par an en volume en 2018 et 2019 et de 0,6 % en 2020 ; une hausse de l'investissement public de l'ordre de 2,1 % par an en volume en 2018 et 2019 et de 6 % en 2020. L'impulsion budgétaire serait négative d'environ 0,3 point de PIB par an, sous l'hypothèse d'une croissance potentielle de l'ordre de 1,6 % par an. Cet effort budgétaire serait effectué *via* les dépenses publiques, tandis que le taux de prélèvements obligatoires resterait quasiment inchangé. En prenant en compte les multiplicateurs dynamiques<sup>18</sup>, l'impact de la politique budgétaire sur la croissance britannique serait pratiquement nul à l'horizon 2020. Le déficit public (au sens de Maastricht) baisserait de 1,8 % du PIB en 2017 à 1,3 % du PIB en 2020. La dette publique rapportée au PIB, au sens de Maastricht, baisserait de 87,5 % du PIB en 2017 à près de 83 % en 2020.

### **Une demande intérieure ralentie**

Depuis 2016, la consommation des ménages a nettement ralenti, passant d'une hausse de 3 % en glissement sur un an à 1,4 % depuis la mi-2017. En 2016 et 2017 le revenu disponible réel des ménages a stagné, en partie sous l'effet de l'accélération du déflateur de la consommation. En glissement par an, la hausse du déflateur est passée de 0,5 % en 2015 à 1,4 % en 2016 et 2,1 % en 2017 et est restée voisine de 2 % depuis. Sous nos hypothèses de prix du pétrole à 85 dollars au quatrième trimestre 2018, suivi d'un retour à 75 dollars en 2019 et 2020, et d'une quasi-stabilité du taux de change, la hausse du déflateur serait de près de 2,5 % au troisième trimestre 2018, puis retournerait vers 2% fin 2020, comme le suggère la boucle prix-salaires<sup>19</sup>.

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

---

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

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

Il fluctue depuis la mi-2017 autour de 4,4 %, soit un niveau historiquement bas. On ne peut exclure de futures révisions à la hausse, comme cela a été le cas il y a un an, lorsque l'ONS avait revu sa méthode d'estimation des dividendes perçus par les ménages. Mais à ce stade la baisse du taux d'épargne est bien retracée par l'équation de consommation que nous utilisons en prévision<sup>20</sup>. La richesse financière nette des ménages reste élevée à près de 340 % du revenu annuel, tandis que le ratio d'endettement sur le revenu reste stable autour de 135 % du revenu annuel (soit en deçà de son pic à 150 % atteint lors de la crise financière). Les prix de l'immobilier sont aussi à des niveaux historiquement élevés. Les effets richesse qui, pour leur composante financière, influencent le comportement de consommation au Royaume-Uni, ont contribué à soutenir la consommation dans la période récente. Dans notre prévision, la richesse financière continuerait de croître comme le revenu des ménages. Le taux d'épargne augmenterait d'environ 1 point à l'horizon 2020.

L'investissement des entreprises est soumis aux incertitudes sur le Brexit. Dans les comptes nationaux actuels, l'investissement des entreprises aurait en fait marqué le pas au second semestre 2015 et le taux d'investissement, défini comme le ratio de l'investissement au PIB (en volume) est depuis lors resté voisin de 9,5 %. Au deuxième trimestre 2018, le niveau de l'investissement était 5 % inférieur à celui suggéré par une équation d'investissement, reposant sur le seul effet d'accélérateur<sup>21</sup>, soit deux fois plus faible que l'hypothèse d'un choc de -10 % en deux ans que nous avons envisagé dans notre première prévision après le référendum, en septembre 2016. L'investissement des entreprises a bien ralenti depuis l'été 2016, mais sur la base des données actuelles, moins nettement qu'envisagé. Nous maintenons l'inertie de l'investissement des entreprises à l'horizon 2020, les incertitudes ne se levant véritablement qu'à la fin de la période de transition.

### **Demande extérieure : poursuite d'un lent rééquilibrage**

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

---

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

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

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

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

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

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

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

## **Les pays émergents d'Asie et d'Amérique latine**

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

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

Ce durcissement des conditions de financement se conjugue avec la montée du protectionnisme aux États-Unis et ses conséquences sur la croissance du commerce international et la demande chinoise. Dans ses prévisions de septembre, le FMI évalue à 0,15 point de croissance mondiale en moins sur 2 ans l'impact des mesures commerciales déjà en vigueur entre les États-Unis et le reste du monde, notamment la Chine. L'impact est surtout subi par les pays émergents du G20. Si les mesures protectionnistes devaient se généraliser, l'impact serait bien sûr beaucoup plus fort<sup>22</sup>. Pour le moment, la croissance reste robuste dans les économies avancées et le risque d'un ralentissement très marqué du commerce n'est pas inscrit dans notre scénario central. Néanmoins il nourrit les incertitudes notamment pour les pays les plus ouverts ou qui commercent le plus avec la Chine.

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

### **Asie : la croissance résiste**

Les économies émergentes d'Asie connaissent une croissance robuste, qui devrait se poursuivre : + 6,0 % en 2018 et 5,9 % en 2019-2020, sous réserve que les tensions financières ne s'aggravent pas<sup>23</sup> et ne conduisent pas à un ajustement trop brutal des flux de capitaux à destination de ces pays. En Chine, la croissance baisse graduellement (6,9 % en 2017, 6,5 % en 2018 et 6,3 % en 2019-2020), du fait notamment du durcissement de la réglementation du secteur financier et du fléchissement de la demande extérieure. Pékin s'inquiète du ralentissement de la croissance économique et de ses effets sur la santé financière des entreprises. Du fait des mesures protectionnistes américaines, les autorités ont assoupli les conditions monétaires, sans pour autant revenir sur leurs objectifs d'assainissement des institutions financières et des entreprises publiques. En Inde, l'activité accélère : 6,2 %

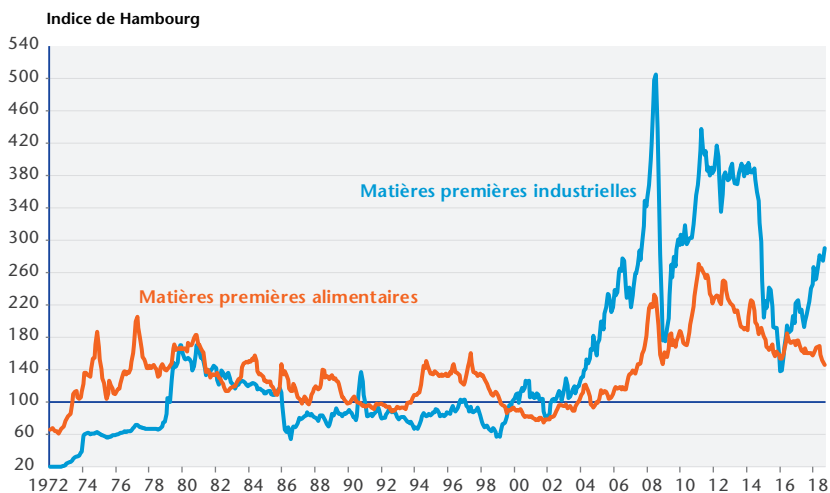
---

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

23. Voir « Tensions financières dans les émergents ».



Graphique 17. Prix des matières premières



Source : CPB.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

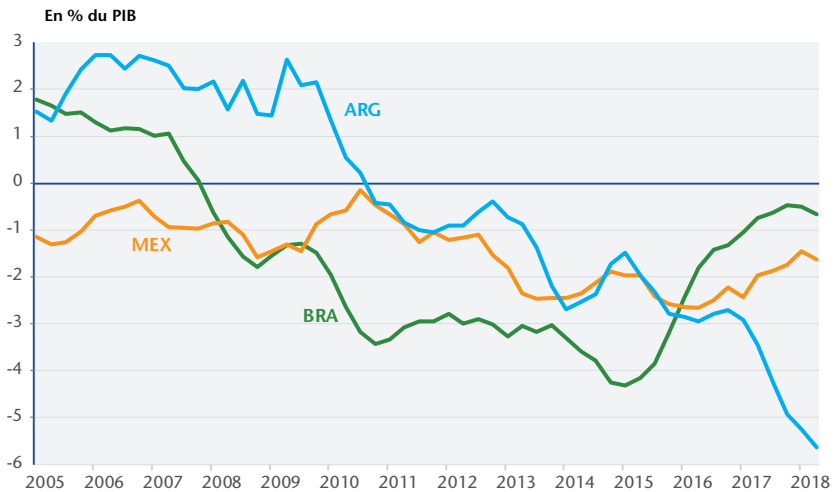
À Singapour, l'économie demeure vulnérable au ralentissement chinois. L'un des risques pour l'économie singapourienne pourrait venir aussi des troubles liés à l'approvisionnement découlant des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine.

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

## L'Amérique latine encore chahutée

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

Graphique 18. Balances courantes



Sources : Banques nationales.

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

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

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

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

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

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

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