

Présentation générale. Perspectives économiques 2018-2020

Eric Heyer, Xavier Timbeau

▶ **To cite this version:**

Eric Heyer, Xavier Timbeau. Présentation générale. Perspectives économiques 2018-2020. Revue de l'OFCE, 2018, Perspectives économiques 2018-2020, 5 (159), pp.5-14. 10.3917/reof.159.0005 . hal-03457791

HAL Id: hal-03457791

https://sciencespo.hal.science/hal-03457791

Submitted on 30 Nov 2021

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

1. Synthèse : Croissance sous tensions

La reprise économique esquissée après la crise financière globale de 2008 s'est amplifiée en 2017 avec une croissance mondiale qui a atteint 3,5 % du PIB contre 3,1 % l'année précédente. Cette dynamique reflétait principalement l'accélération de l'activité dans les pays industrialisés et la reprise tardive de la zone euro après la double récession de 2008-2009 et 2011-2013, ce qui a permis de réduire le taux de chômage – de près de 3 points entre 2013 et 2017 – et les déficits budgétaires. Les informations statistiques pour le premier semestre 2018 indiquent quelques signes d'essoufflement qui coïncident avec la résurgence de nombreuses tensions politiques et financières. Les difficiles négociations du Brexit, la guerre commerciale lancée par les États-Unis, le bras de fer engagé par l'Italie sur le budget 2019 ainsi que les dépréciations enregistrées par le peso argentin ou la livre turque assombrissent le climat conjoncturel et font ressortir un ensemble de risques baissiers. Ces différents nuages ne remettraient pas en cause la trajectoire de croissance, soit parce leurs effets négatifs devraient être modérés, soit parce que ces tensions devraient se résorber sans créer de chocs supplémentaires.

Il y aurait pourtant bien un ralentissement du PIB mondial entre 2018 et 2020 (tableau 1) qui résulterait en grande partie du tarissement progressif de la dynamique de reprise post Grande Récession et de la convergence des taux de croissance vers un sentier potentiel. Plus qu'à l'éventualité d'une nouvelle crise, le ralentissement s'expliquerait donc par une diminution des tendances de productivité et de population active dans les pays industrialisés. La croissance mondiale baisserait progressivement passant de 3,4 % du PIB en 2018 à 3,2 % en 2019 puis 3,1 % en 2020. Ce ralentissement de l'activité tiendrait surtout à l'évolution de la croissance dans les pays développés suggérant effectivement la fin progressive du cycle de reprise dans ces pays. Cette dynamique reflète une situation où le pic de croissance dans les pays industrialisés aurait été atteint en 2017 ou en 2018.

Tableau 1. **Scénario de croissance mondiale**

Taux de croissance en %

	Poids[1] dans le total	PIB en volume				Révision 2018	Révision 2019
		2017	2018	2019	2020		
DEU	3,7	2,5	1,8	1,7	1,5	*-0,5*	*0,0*
FRA	2,6	2,3	1,7	1,8	1,5	*-0,3*	*-0,3*
ITA	2,3	1,6	1,0	1,1	1,0	*-0,3*	*0,2*
ESP	1,6	3,1	2,6	2,4	1,5	*0,0*	*0,5*
NLD	0,8	3,0	2,8	2,5	2,1	*-0,3*	*0,8*
BEL	0,5	1,7	1,6	1,8	1,7	*-0,2*	*0,0*
FIN	0,4	2,8	2,7	1,8	1,5	*0,5*	*-0,1*
AUT	0,3	3,1	2,9	2,3	2,3	*0,2*	*0,0*
PRT	0,3	2,7	2,2	1,9	1,6	*0,6*	*0,3*
GRC	0,2	1,3	1,9	1,7	2,1	*-0,3*	*-0,1*
IRL	0,2	7,2	5,3	2,9	3,7	*-0,2*	*0,0*
EUZ	**13,4**	2,5	2,0	1,8	1,6	*-0,2*	*0,0*
GBR	2,4	1,7	1,3	1,5	1,5	*-0,1*	*0,1*
SWE	0,4	2,4	2,5	2,1	2,1	*-0,2*	*0,0*
DNK	0,3	2,3	1,3	1,8	1,7	*-0,6*	*0,1*
Nouveaux pays membres[2]	2,4	4,8	4,1	3,4	3,3	*0,3*	*0,1*
UE à 28	**18,6**	2,6	2,1	1,9	1,8	*-0,2*	*0,1*
CHE	0,4	1,7	2,9	1,7	1,7	*0,8*	*0,0*
NOR	0,3	2,4	1,8	2,2	2,2	*-0,3*	*0,1*
Europe	**19,4**	2,6	2,1	2,0	1,8	*-0,1*	*0,1*
USA	17,2	2,2	3,0	2,6	1,4	*0,2*	*0,0*
JPN	4,8	1,7	1,2	1,2	1,0	*-0,5*	*0,1*
CAN	1,6	3,0	2,1	2,0	2,0	*0,0*	*0,0*
Pays avancés	**44,5**	2,3	2,3	2,1	1,5	*-0,1*	*0,0*
Pays candidats à l'UE[3]	1,6	7,1	3,5	0,6	1,6	*-0,5*	*-3,2*
RUS	3,6	1,5	1,7	1,8	1,8	*-0,2*	*0,0*
Autres CEI[4]	0,8	3,6	3,9	3,6	3,6	*0,9*	*0,0*
CHN	14,9	6,9	6,6	6,2	6,3	*-0,1*	*-0,3*
Autres pays d'Asie	16,6	5,2	5,5	5,6	5,6	*0,0*	*0,0*
Amérique latine	8,8	1,8	1,3	0,9	2,1	*-1,0*	*-1,9*
Afrique subsaharienne	2,3	2,7	3,1	3,8	3,8	*-0,2*	*0,3*
M-O et Afrique du nord	6,8	1,8	2,0	2,5	2,5	*-1,6*	*-1,0*
Pays en développement	**55,6**	**4,4**	**4,3**	**4,1**	**4,4**	*-0,4*	*-0,6*
Monde	**100**	3,5	3,4	3,2	3,1	*-0,3*	*-0,3*

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2014 estimés par le FMI.
2. Pologne, République tchèque, Hongrie, Bulgarie, Roumanie et Croatie.
3. Turquie, ancienne République yougoslave de Macédoine, Monténégro, Serbie et Albanie.
4. Communauté des États indépendants.
Le calcul des révisions est effectué relativement à la prévision OFCE d'avril 2018.
Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2018.

Du côté des pays émergents, le taux de croissance serait stable – en légère baisse en 2019 avant de remonter en 2020. Les tensions financières et commerciales induisent cependant une révision à la baisse de nos prévisions pour 2019. La croissance mondiale resterait donc solide et la fermeture progressive des écarts de production ne se traduirait pas par l'apparition de tensions inflationnistes.

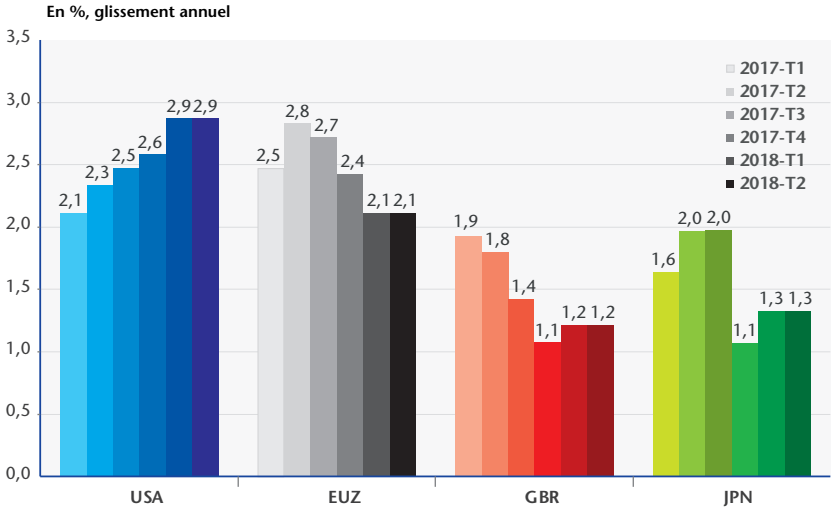
Prémisses d'un ralentissement ?

L'accélération de l'activité économique observée en 2017 résultait d'une croissance plus forte dans la plupart des pays industrialisés (2,3 % contre 1,6 % en 2016), et notamment dans la zone euro. Les deux premiers trimestres 2018 décrivent un panorama plus contrasté. Alors que la croissance américaine est dopée par la politique budgétaire (graphique 1), l'activité se tasse dans la zone euro. Au cours des deux premiers trimestres de 2018, le glissement annuel du PIB s'est élevé à 2,1 % après un pic à 2,8 % enregistré au deuxième trimestre 2017. Au Royaume-Uni, la baisse de la croissance se confirme trimestre après trimestre. En glissement annuel, la PIB a augmenté de 1,2 % au deuxième trimestre 2018, soit un repli de 0,5 point depuis le vote des Britanniques en faveur du Brexit. Le début d'année 2018 a été marqué par la baisse de l'investissement productif privé et public ainsi que par un fort recul des exportations (de -0,8 % et -2,2 % en rythme trimestriel au cours deux premiers trimestres). Il faut toutefois signaler que le ralentissement était déjà à l'œuvre au moment du vote et que le pic de croissance avait été observé en fin d'année 2014 ; le PIB progressait alors de 3,1 % en glissement annuel. Enfin, malgré un recul du PIB au premier trimestre 2018, l'économie japonaise poursuit sa croissance à un rythme modéré.

Au sein de la zone euro, la contribution à la croissance des deux plus grandes économies a reculé (graphique 2). La trajectoire de croissance de la France au premier semestre traduit un décrochage spécifique lié à l'effet du choc fiscal du début d'année défavorable au pouvoir d'achat des ménages et à la hausse du prix de l'énergie[1]. En Allemagne, le ralentissement est lié à une contribution négative du commerce extérieur au cours du premier semestre 2018 tandis que les différentes composantes de la demande intérieure sont restées bien orientées.

1. Voir OFCE, « Heurts supplémentaires sur la reprise : perspectives économiques 2018-2020 pour la France », *Revue de l'OFCE*, n° 159, décembre 2018.

Graphique 1. **Croissance du PIB des pays industrialisés**

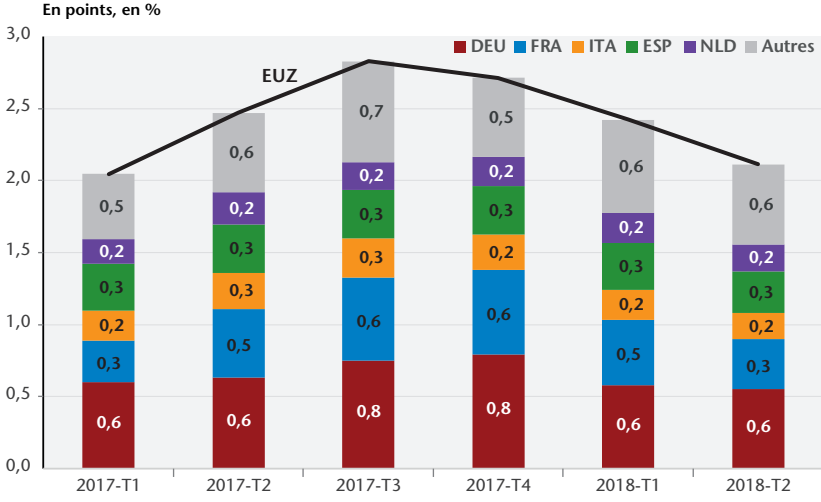


Source : Comptes nationaux.

Dans le reste de la zone euro, un tassement de l'activité est également observé en Italie et en Espagne où le rythme de croissance en glissement annuel est respectivement passé de 1,7 % et 3,1 % au deuxième trimestre 2017 à 1,2 % et 2,5 % quatre trimestres plus tard. En dépit de ces évolutions, la dynamique globale de reprise en zone euro n'est pas interrompue permettant ainsi la fermeture de l'écart de production. Le chômage a poursuivi sa baisse dans tous les pays. Sur l'ensemble de la zone euro, le taux de chômage s'établissait à 8,1 % en août 2018 selon Eurostat, soit une baisse de près de 4 points depuis le pic observé en 2013. Depuis la fin de l'année 2016, les réductions du chômage ont été plus fortes dans les pays où il était plus élevé, c'est-à-dire en Espagne, au Portugal, en Italie et en France. Cependant son niveau est toujours supérieur à celui d'avant-crise qui s'élevait à 7,3 % pour la zone euro.

Du côté des pays émergents, la croissance est restée stable en Chine et l'activité a accéléré en Inde et en Russie dans une moindre mesure. Le PIB est également resté dynamique en Turquie. Après une forte croissance en 2017, la demande intérieure s'est néanmoins rééquilibrée en début d'année 2018 occasionnant un repli du taux de croissance en glissement annuel. Sur fond d'incertitudes politiques, le rebond de l'économie brésilienne s'essouffle suggérant une situation macroéconomique qui reste fragile après la forte récession de 2014-

Graphique 2. **Contribution des États membres à la croissance de la zone euro**



Source : Eurostat.

2016. Les tensions commerciales initiées par les États-Unis n'ont pour l'instant pas eu d'effets notables sur la croissance. La forte dépréciation de la livre turque pendant l'été et le durcissement des conditions financières devraient néanmoins rapidement freiner la croissance de l'économie turque.

La fin d'un cycle plus que le début d'une crise

La croissance observée dans les principales économies mondiales ces dernières années a permis de réduire les écarts de production qui étaient devenus négatifs à partir de 2008. En Allemagne et aux États-Unis, ces écarts sont désormais nuls, voire positifs selon la plupart des institutions internationales[2]. Partant de ce diagnostic, les sources de la croissance dépendent essentiellement de la croissance potentielle et des chocs positifs ou négatifs qui affectent ces économies. Pour la France, l'Italie, l'Espagne et le Royaume-Uni dans une moindre mesure, des marges de rebond subsistent puisque le niveau d'activité – mi-2018 – était encore inférieur au niveau de production potentielle. Hors chocs, la reprise se poursuivrait dans ces pays, maintenant une croissance supérieure à son rythme potentiel. Néanmoins, au fur et à mesure que ces écarts vont se refermer, ce moteur de la reprise

2. Voir Ducoudré et Heyer (2017).

s'essoufflera. Ces arguments indiquent que la croissance hors choc convergerait vers son rythme potentiel. Or les estimations des tendances de la productivité du travail[3] et de la population active suggèrent une baisse de la croissance potentielle, expliquant ainsi le ralentissement de la croissance au fur et à mesure que les pays ferment leur écart de production.

À l'horizon de la prévision, ce scénario est amendé par les chocs qui affectent les économies et qui entraînent les pays vers une situation de haut de cycle – lorsque les chocs sont positifs – ou accentuent le ralentissement si les chocs sont négatifs. Dans le pire des cas, la dynamique s'interrompt plus brutalement dès lors que l'accumulation de déséquilibres (financiers par exemple) provoquent une crise.

À court terme, les pays importateurs de pétrole seront d'abord pénalisés par la hausse du prix du Brent passé de 44 dollars en 2016 à 54 dollars en 2017 puis à 75 dollars en 2018, avec un pic à 85 dollars en fin d'année. Cette augmentation des prix de l'énergie rognera le pouvoir d'achat des ménages et pèsera sur les coûts de production des entreprises. Le prix du pétrole baisserait à nouveau à partir de 2019 pour se stabiliser à 75 dollars. Le choc négatif lié à l'augmentation du prix entre 2017 et 2018 affecterait la croissance en 2018 avec un impact de -0,2 point de croissance aux États-Unis, -0,3 en Allemagne, France, Espagne et Royaume-Uni et -0,4 point en Espagne.

Politiques économiques : le choix des armes

Par ailleurs, le *policy-mix* soutiendra globalement la croissance en 2018 et 2019. Aux États-Unis, le choc fiscal et de dépenses publiques se traduira par une impulsion de 1,5 point de PIB (graphique 3). La politique budgétaire resterait expansionniste en 2019 – en raison de la montée en charge progressive des mesures votées fin 2017 et début 2018 – avant de devenir plus restrictive en 2020[4]. Quelle que soit la majorité qui sortira des élections de mi-mandat, nous supposons en effet que le gouvernement américain souhaitera réduire le déficit budgétaire. Au Royaume-Uni, malgré les risques associés au Brexit, le gouvernement maintient une stratégie de réduction du déficit budgétaire qui se traduit par une impulsion négative pour les trois prochaines années, avec un effort portant essentiellement sur les dépenses publiques. Dans la zone euro, la vague de consolidation qui s'est étalée

3. Voir OFCE, Partie III, « Les écarts de production sont-ils refermés ? ».
4. Voir OFCE, Partie VIII, « Les choix budgétaires divergent dans les économies avancées ».

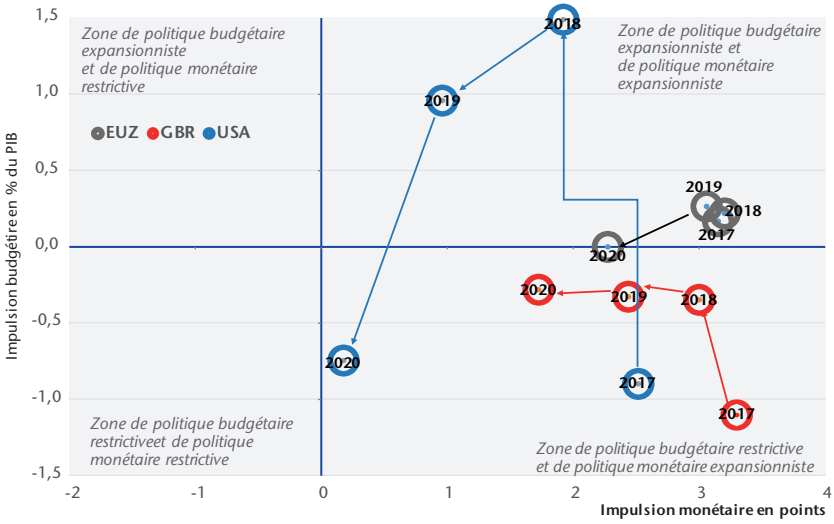
entre 2010 et 2014 a laissé place à une impulsion agrégée plus neutre. Elle serait même légèrement expansionniste en 2018 et 2019 s'élevant respectivement à 0,2 et 0,3 point. Au cours de ces deux années, l'impulsion serait positive en Allemagne en raison notamment des mesures prises par la nouvelle coalition et qui soutiendront le pouvoir d'achat des ménages. Malgré les contraintes du Pacte de stabilité et de croissance, l'Espagne et l'Italie mettent également en œuvre une politique expansionniste en 2018 dans le premier cas et en 2019 pour l'Italie.

L'impact économique des mesures contemporaines dépend également du multiplicateur budgétaire, d'autant plus faible que les écarts de production sont refermés. À cet effet s'ajoute également l'impact des mesures passées[5]. Le multiplicateur budgétaire serait ainsi plus faible en Allemagne et aux États-Unis. L'impact de la politique budgétaire sur le PIB américain serait néanmoins significatif en 2018 – près de 1 point – étant donné l'ampleur du choc, et bien plus faible en 2019. L'impact sur la croissance deviendrait négatif en 2020 avec le changement d'orientation budgétaire. Les effets multiplicateurs seraient plus importants en France, en Italie et en Espagne, ce qui permettrait alors à la politique budgétaire d'apporter un soutien à la croissance de 0,6 point en Espagne en 2018 et de 0,3 point en Italie en 2019. En France, l'impact des mesures contemporaines serait négatif – respectivement de -0,2 et -0,1 point en 2018 et 2019 – mais plus que compensé par l'effet des mesures passées.

Malgré la normalisation en cours ou à venir de la politique monétaire, les banques centrales continueront à soutenir la croissance en maintenant des taux directeurs bas sur la période 2018-2020[6] et inférieurs à un taux « neutre », calculé comme la somme de la tendance de croissance du PIB et de la cible inflation. Notons cependant qu'aux États-Unis, ce soutien cesserait en 2020 avec politique monétaire plus neutre[7]. Dans la zone euro, le programme d'assouplissement quantitatif s'arrêtera en fin d'année 2018 et le resserrement monétaire serait ensuite graduel à partir de l'été 2019.

5. Voir Sampognaro (2018) pour plus de détails.
6. Voir OFCE, Partie VII,« Politique monétaire : concordance des cycles ».
7. Williams (2017) suggère que les taux « neutres », définis comme les taux d'intérêt prévalant dans l'économie lorsque le PIB est à son potentiel et que la banque centrale atteint sa cible d'inflation, seraient bien plus faibles. Dans ces conditions, notre scénario de remontée des taux indiquerait une orientation restrictive de la politique monétaire américaine.

Graphique 3. **Orientation du *policy mix***



Sources : Comptabilités nationales, prévision OFCE octobre 2018.
Note : l'impulsion budgétaire est mesurée par la variation du solde structurel primaire. Une valeur positive indique une orientation expansionniste de la politique budgétaire. L'impulsion monétaire est définie par l'écart entre un « taux neutre » et le taux directeur de la banque centrale. Un écart positif indique une orientation expansionniste de la politique monétaire.

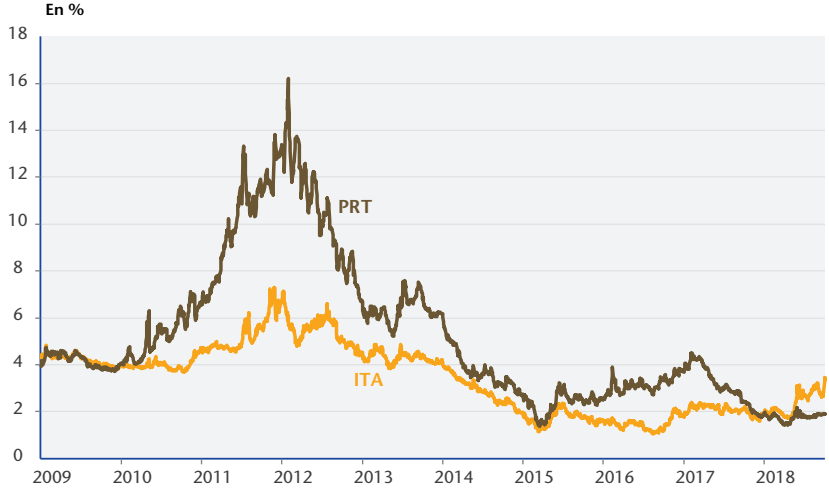
Quant à la Banque d'Angleterre, ses décisions dépendront fortement de l'issue des négociations concernant le Brexit. Or, sur ce point, les discussions se sont tendues entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. Elles achoppent notamment sur la frontière irlandaise augmentant la probabilité d'une sortie sans accord à la fin mars 2019. Nous supposons néanmoins que les deux parties parviendront à un accord qui permettra d'ouvrir une période de transition jusqu'au 29 mars 2019 au cours de laquelle les futures relations entre le Royaume-Uni et l'Union seront déterminées. Dans ces conditions, le Brexit affecterait encore négativement la croissance en 2018 mais n'aurait plus d'effets significatifs en 2019 et 2020, ce qui plaidera donc pour une remontée des taux de politique monétaire.

Le spectre d'une nouvelle crise en zone euro ?

En Italie, les élections ont abouti en mai 2018 à la formation d'une coalition entre la Ligue du Nord et le mouvement Cinq Étoiles. Le projet de budget déposé fin septembre confirme la volonté de l'Italie de déroger aux règles budgétaires et expose donc le gouvernement à un bras de fer avec la Commission. Au-delà de la question du respect

des règles budgétaires, la perspective d'un déficit budgétaire plus élevé pour 2019 (2,4 % contre un engagement initial de 0,8 %) pourrait surtout provoquer l'inquiétude des marchés et faire resurgir les craintes d'une nouvelle crise de la zone euro. Le taux d'intérêt sur la dette italienne a effectivement bondi de 0,7 point après l'annonce du budget. Il avait déjà augmenté de 1,3 point en mai. Ainsi, fin septembre 2018, l'écart avec le taux allemand était de 2,8 points contre 1,5 en moyenne en janvier 2018. Le gouvernement italien joue une partie serrée. La situation actuelle de l'Italie n'est pas sans rappeler celle du Portugal en 2015-2016 où l'arrivée au pouvoir d'une coalition de partis de gauche, souhaitant rompre avec les programmes d'austérité, avait provoqué des tensions sur le rendement souverain (graphique 4). Cependant, ni les tensions sur le rendement souverain du Portugal, ni celui sur le taux italien aujourd'hui n'atteignent les sommets atteints au pire de la crise des dettes souveraines en 2012 où les taux avaient dépassé 16 % et 7 % au Portugal et en Italie.

Graphique 4. **Taux d'intérêt publics au Portugal et en Italie**



Source : Datastream Thomson Reuters.

De plus, le risque de contagion de la hausse des taux italiens vers les autres pays de la zone euro et notamment l'Espagne est resté très limité (voir encadré 1) et nous privilégions un scénario où la hausse des taux ne s'amplifie pas, limitant ainsi les effets sur la croissance italienne, qui bénéficiera surtout de l'impulsion budgétaire positive, permettant une réduction modérée de la dette publique.

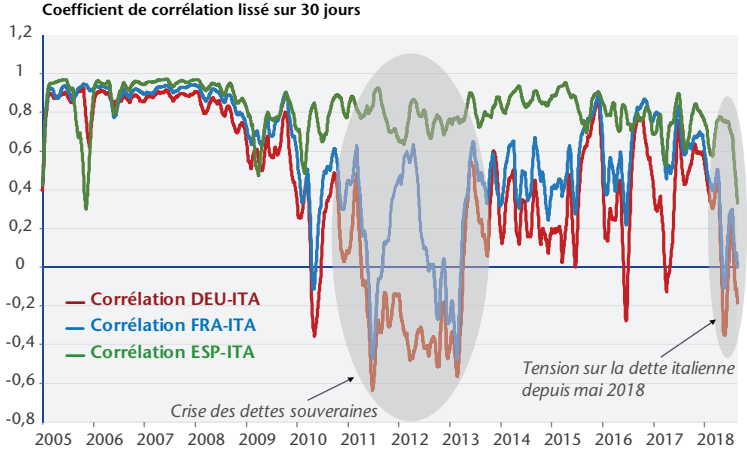
Encadré 1. Un risque de contagion limitée en zone euro

La crise des dettes souveraines en 2011-2012 avait notamment illustré la forte contagion aux pays périphériques. Les craintes sur la soutenabilité de la dette grecque avaient entraîné un mouvement de défiance généralisé à l'égard de l'Italie, l'Espagne, le Portugal et l'Irlande en raison soit de leur niveau de dette initiale élevée, soit des besoins de refinancement du système bancaire, soit d'une faiblesse structurelle de la croissance. Les investisseurs ont délaissé les émetteurs de dette des pays supposés fragiles pour trouver refuge sur les titres allemands et français dans une moindre mesure. Ces effets de crise de liquidité et de fuite vers la qualité sont captés par un modèle multivarié permettant de mesurer la corrélation dynamique conditionnelle entre les rendements sur la dette allemande, française, italienne et espagnole.

L'estimation de la corrélation dynamique conditionnelle (Engel, 2002) permet d'illustrer les effets de contagion entre les taux européens. À cette fin, nous estimons un modèle GARCH(1,1) (*Generalized autoregressive conditional heteroscedasticity*) multivarié représentant les relations entre les rendements souverains allemand, français, italien et espagnol. Ainsi, les volatilités et corrélations conditionnelles résultent d'une modélisation de chacun de ces rendements en fonction de son rendement décalé d'une période et des rendements retardés des trois autres pays. Le modèle est estimé sur données quotidiennes sur la période allant du 3 janvier 2005 au 9 octobre 2018.

Ce modèle suggère que la corrélation entre le taux italien et le taux espagnol a fortement baissé sur la période récente (graphique 5).

Graphique 5. **Corrélation dynamique des rendements souverains**



Note de lecture : La corrélation décrite ici est issue de l'estimation d'un modèle GARCH multivarié permettant de déterminer une corrélation dynamique conditionnelle.
Source : Calculs OFCE.

Comparativement, elle était restée plus élevée pendant la crise des dettes souveraines, ce qui suggère un risque de contagion plus limité aujourd'hui. La corrélation entre le taux italien et les taux allemands et français indique que ces deux pays sont relativement insensibles au risque italien et même qu'ils pourraient bénéficier d'un effet de fuite vers la qualité lorsque la corrélation devient négative.

L'évolution récente des corrélations dynamiques permet de capter les éventuelles contagions après la formation d'un nouveau gouvernement en Italie et l'annonce d'une politique budgétaire expansionniste. La corrélation a fortement diminué entre le rendement italien et celui des trois autres pays. Elle est devenue négative pour l'Allemagne et la France. La corrélation entre les rendements souverains italiens et espagnols est encore positive mais plus faible que pendant la crise de 2011-2012 suggérant un degré de contagion plus faible. Fin texte encadré.

La guerre est déclarée

Depuis son arrivée au pouvoir aux États-Unis, Donald Trump s'est engagé dans une politique commerciale agressive vis-à-vis de ses partenaires économiques conduisant à une hausse de certains droits de douane. Ainsi, en mars 2018, les droits de douane sur les importations américaines d'acier et d'aluminium ont été respectivement portés à 25 et 10 %. Les principales menaces et sanctions ont été dirigées contre la Chine, accusée de pratiques commerciales déloyales. Les États-Unis ont d'abord imposé – à partir de juillet 2018 – des droits supplémentaires sur près de 50 milliards de dollars d'importations, représentant près de 10 % des importations totales en provenance de Chine. Après les mesures de rétorsions prises par la Chine, Donald Trump a annoncé une nouvelle vague de sanctions portant cette fois-ci sur un volume plus important – 200 milliards de dollars – d'exportations chinoises à destination des États-Unis, qui seront d'abord taxées à 10 % puis à 25 % à compter de janvier 2019. L'ensemble de ces mesures porterait le taux moyen de tarifs douaniers sur les importations américaines de 1,4 % en 2017 à 4,1 % en 2020, soit un niveau comparable à celui observé à la fin des années 1980. Ce scénario s'appuie uniquement sur les sanctions effectivement prises et ne tient pas compte des menaces supplémentaires, à l'encontre de la Chine ou de l'Union européenne.

Dans ces conditions, les tensions commerciales toucheront principalement les économies américaine et chinoise. L'augmentation des

tarifs aura un effet direct sur le coût des biens de consommation finale et intermédiaire conduisant à une hausse des prix, ce qui pénalisera le pouvoir d'achat des ménages. L'impact sur la production domestique et sur les flux de commerce dépendra de la capacité des agents – ménages et entreprises – à substituer des biens taxés plus fortement par d'autres non frappés par la hausse des tarifs. En retour, les entreprises exportatrices seraient pénalisées par les mesures de rétorsion qui diminueront leur compétitivité sur le marché chinois. Les conséquences macroéconomiques de ces décisions seraient négatives pour les États-Unis, en particulier pour les ménages américains. Du côté chinois, l'imposition de tarifs supplémentaires réduirait la demande d'exportations. L'effet global sur le commerce et la croissance dépendra cependant du degré d'intégration des biens taxés dans le commerce vertical. Si les biens frappés de droits supplémentaires intègrent des consommations intermédiaires importantes, la baisse des exportations entraînerait alors une baisse des importations.

Ces menaces ont de plus renforcé les tensions financières liées à la normalisation de la politique monétaire américaine et aux fragilités intrinsèques de certains pays émergents. La forte dépréciation de la livre turque, du peso argentin et dans une moindre mesure celle du réal brésilien, du rand sud-africain ou du rouble reflète un mouvement de sorties de capitaux et donc le risque d'un ajustement plus ou moins important de la demande intérieure[8]. Cette volatilité semble limitée à quelques pays émergents et une nouvelle crise globale semble écartée pour l'instant. Il reste que l'activité dans les pays émergents ralentira en 2019 passant de 4,5 % à 4,3 % avec une réduction de la croissance plus importante pour la Chine et les pays d'Amérique latine. L'effet sur les pays industrialisés serait peu significatif d'une part parce que ces pays ne sont pas affectés par un durcissement des conditions financières et d'autre part parce que la dépendance des pays industrialisés aux pays émergents en crise est modérée.

La croissance résiste

La croissance des pays industrialisés serait donc stable en 2018 relativement à 2017 (2,3 %). Le ralentissement de l'activité dans la zone euro (2 % en 2018 après 2,5 % en 2017) serait notamment compensé par une accélération aux États-Unis (3 % après 2,2 %). Dans le cas de la

8. Voir OFCE, Partie IX, « Tensions financières dans les émergents ».

zone euro, la somme des différents chocs affecterait peu la croissance de l'ensemble de la zone dont la trajectoire résulterait alors principalement de l'épuisement progressif de la dynamique de reprise. C'est notamment le cas en Espagne avec une croissance qui passerait de 3,1 % à 2,6 % entre 2017 et 2018. En Italie, le taux croissance serait plus bas en 2018 qu'en 2017 (1 % après 1,6 %) puis remonterait légèrement en 2019 (+1,1 %) en lien avec une politique budgétaire expansionniste. La trajectoire de croissance de l'économie française serait également modelée par le calendrier fiscal, ce qui se traduirait par un ralentissement en 2018 avant un léger rebond en 2019. Enfin, le potentiel de rebond serait épuisé en Allemagne ; les contraintes d'offre se feraient plus prégnantes et induiraient un ralentissement de l'activité – la croissance passant de 2,5 % en 2017 à 1,5 % en 2020[9].

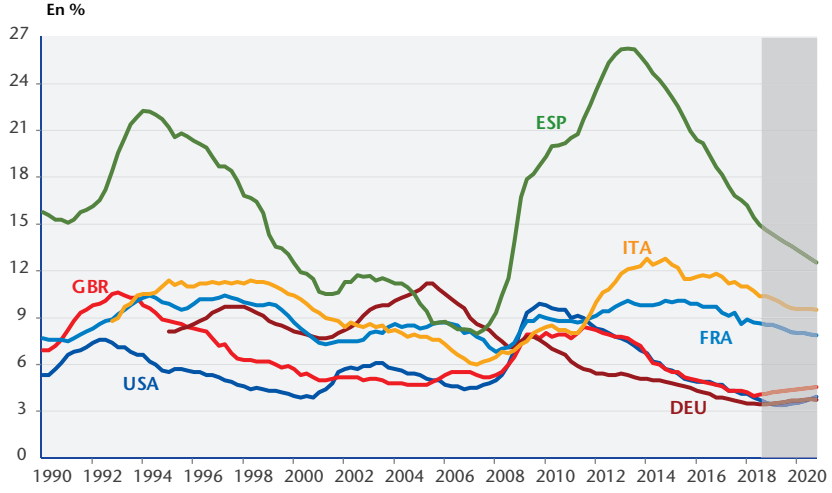
Au Royaume-Uni, la baisse de la croissance résulterait à la fois d'un ajustement de l'investissement et de la perte de pouvoir d'achat des ménages en lien avec une inflation plus élevée. Dès lors, les effets de débordement sur les autres économies européennes seraient limités.

La croissance serait relativement plus volatile aux États-Unis et le pic de croissance devrait être atteint en 2018 avec une hausse du PIB de 3 % poussant l'économie vers un haut de cycle et alimentant la hausse des cours boursiers. L'écart de production s'accroîtrait encore en 2019 avant un retournement en 2020 résultant du changement de cap de la politique budgétaire et, dans une moindre mesure, des effets négatifs de la hausse des tarifs douaniers.

À l'exception du Royaume-Uni, la perspective d'un maintien de la croissance permettrait la poursuite de la baisse du taux de chômage en 2018 et 2019 dans les grands pays industrialisés (graphique 6) surtout que les cycles de productivité sont refermés dans plusieurs pays[10]. Une légère remontée du chômage serait ensuite observée aux États-Unis et en Allemagne à partir de 2020 mais son taux resterait inférieur à 4 %. Inversement, la baisse se poursuivrait en France, en Italie et en Espagne permettant de converger vers le niveau observé en 2007. L'écart serait encore important (respectivement 3,5 et 4,6 points) en Italie et en Espagne mais serait quasi-nul pour la France.

9. Cette prévision de croissance est ajustée des jours ouvrés, ce qui peut avoir une incidence significative sur le PIB. Etant donné un nombre plus élevé de jours ouvrés en 2020, la croissance serait augmentée de 0,4 point.
10. Voir OFCE, Partie IV, « Cycle de productivité et emploi : retour sur les ajustements ».

Graphique 6. **Taux de chômage**



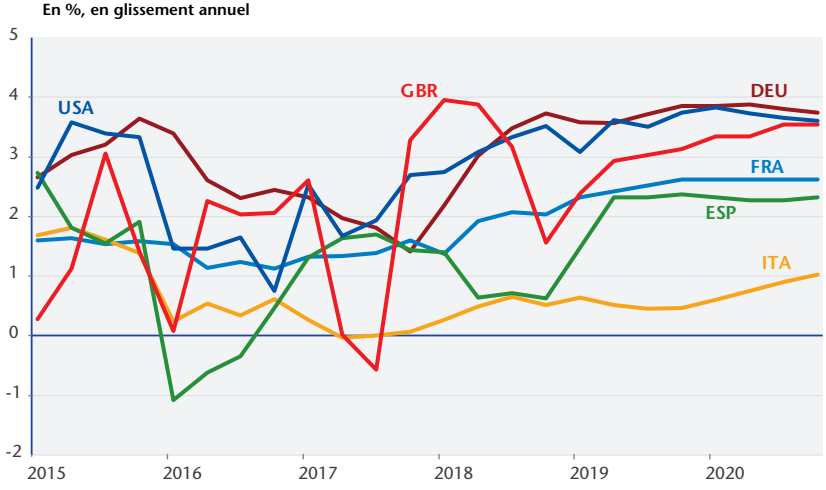
Sources : Comptes nationaux, prévision OFCE octobre 2018.

La résorption des déséquilibres sur le marché du travail ne serait cependant pas génératrice de tensions inflationnistes même dans les pays en situation de haut de cycle[11]. Néanmoins, en Allemagne, aux États-Unis et au Royaume-Uni, la progression des salaires nominaux refléterait le plus faible niveau du taux de chômage (graphique 7) sans pour autant enclencher une accélération notable de l'indice de prix. En effet, l'impact de la hausse des salaires serait soit compensé par une baisse du déflateur des importations – en Allemagne et dans les autres pays de la zone euro – en lien avec l'appréciation du taux de change et la baisse du prix du pétrole à partir de 2019. Par ailleurs, les marges des entreprises s'ajusteraient partiellement à la baisse aux États-Unis. La hausse des salaires ne serait pas intégralement répercutée dans les prix, induisant un partage de la valeur ajoutée plus favorable aux salariés. Au-delà de ces facteurs permettant de limiter les tensions à court terme, le maintien d'anticipations d'inflation à long terme en-deçà des niveaux d'avant-crise pourrait expliquer pourquoi l'inflation ne retrouve pas le niveau observé lors des précédentes phases de haut de cycle. Enfin, les nombreuses réformes sur le marché du travail mises en œuvre en Europe, notamment la décentralisation des négociations salariales, ont réduit le pouvoir de marché des salariés. Par ailleurs, Verdugo (2016) montre par exemple que la moindre sensibilité des

11. Voir OFCE, Partie VI « Inflation ».

salaires à l'activité résulterait d'un effet de composition – évolution du niveau d'éducation et de l'expérience – de la population active. Une fois cet effet corrigé, les salaires continueraient à réagir significativement au taux de chômage.

Graphique 7. **Croissance du salaire horaire nominal marchand**



Sources : Comptes nationaux, prévision OFCE octobre 2018.

Des aléas asymétriques

Le sentier de croissance prévu est généralement soumis à de nombreux aléas. Le scénario actuel se caractérise par une somme de risques négatifs si bien que la croissance prévue à l'horizon 2018-2020 pourrait apparaître comme un niveau maximum sous l'hypothèse que les différents aléas ne se matérialisent pas.

Ainsi, dans l'éventualité où aucun accord ne serait trouvé entre le Royaume-Uni et l'Union européenne, les règles de l'OMC s'appliqueraient aux relations commerciales du Royaume-Uni qui ne bénéficieraient plus des accords signés par l'Union. Il en résulterait une hausse des droits de douane ainsi qu'un retour des restrictions sur la mobilité des personnes et des capitaux. L'effet négatif sur les exportations pourrait être partiellement compensé par une dépréciation de la livre sterling, ce qui amplifierait la hausse du coût des importations. Un tel choc serait défavorable pour les ménages qui subiraient une perte de pouvoir d'achat. L'effet négatif sur le commerce et l'activité pourrait être accentué par des éventuelles relocalisations de certaines activités.

Les entreprises multinationales souhaiteraient éviter de perdre l'accès au marché européen. L'absence d'accord ouvrirait également une nouvelle période d'incertitude sur les relations commerciales qui viendrait s'ajouter aux tensions initiées par la politique commerciale américaine (encadré 2).

Encadré 2. Un risque d'escalade

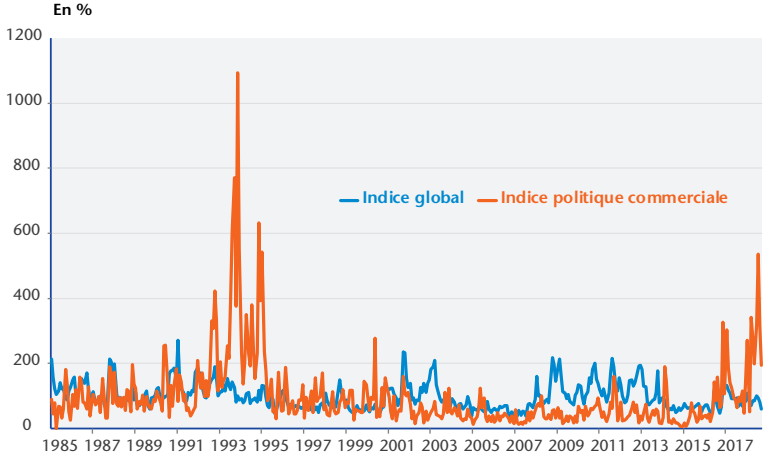
Donald Trump a fortement révisé la position des États-Unis à l'égard du commerce international, dénonçant les accords commerciaux en vigueur, tel que l'ALENA (Accord de libre-échange nord-américain) qui datait de 1994, le manque d'ouverture de la Chine ou les pratiques commerciales déloyales, ou la sous-évaluation de l'euro qui serait à l'origine du déséquilibre bilatéral entre la zone euro – en particulier l'Allemagne – et les États-Unis. Cette politique a conduit le Mexique, le Canada et les États-Unis à négocier un nouvel accord (AEUMC pour Accord Etats-Unis-Mexique-Canada) fin septembre 2018. Les tensions restent vives avec la Chine où une nouvelle escalade n'est pas à exclure qui conduirait à une taxation de l'ensemble des importations en provenance de Chine. Cette possibilité n'est cependant pas prise en compte dans notre scénario qui intègre uniquement les tarifs supplémentaires sur près de 250 milliards d'importations en provenance de Chine. De la même façon, nous ne tenons pas compte des menaces de hausse des tarifs douaniers sur les exportations d'automobiles européennes.

L'augmentation des tarifs douaniers permet de protéger les secteurs domestiques qui sont en concurrence avec les producteurs étrangers frappés par la taxe. En contrepartie, elle se traduit par une hausse des coûts des biens importés intermédiaires ou de consommation finale, ce qui réduit leurs marges ou leur pouvoir d'achat et les incite à trouver des substituts soit domestiques, soit en provenance de pays non touchés par l'augmentation des tarifs. De plus, les mesures de rétorsion prises par le pays visé par l'attaque affectent en retour la compétitivité des entreprises domestiques. Comme le souligne Paul Krugman, la guerre déclarée par Donald Trump repose sur l'idée que les États-Unis sortiront vainqueur de ces conflits parce qu'ils exportent moins qu'ils importent. Les évaluations de ce type de conflit suggèrent cependant qu'il s'agit le plus souvent d'un jeu perdant-perdant, surtout lorsque la guerre concerne des partenaires économiques de taille comparable (Bouët et Laborde, 2018). Berthou, Jardet, Siena et Szczerbowicz (2018) évaluent l'impact d'une hausse globale des droits de douane de 10 % et trouvent une baisse du PIB mondial de près de 3 points la deuxième année.

Indépendamment des effets négatifs directs sur les flux de commerce, les évaluations intègrent également un effet récessif supplémentaire lié à l'augmentation de l'incertitude qui freinerait les projets d'investissement et

la production conformément aux travaux de Baker, Bloom et Davis (2016). Leurs indicateurs d'incertitude sur la politique économique permettent de distinguer différentes composantes liées à la politique monétaire, à la fiscalité ou à la politique commerciale. L'évolution récente de cette dernière composante traduit bien les tensions initiées par le Président américain (graphique 8). Le niveau actuel est cependant inférieur à celui observé en amont des négociations sur l'ALENA. De plus, l'impact sur l'incertitude globale est pour l'instant modéré puisque l'indicateur suggère une incertitude moins importante que sur la période 2008-2012. Tant que le scénario de guerre totale ne se matérialise pas, il est probable que les perspectives de croissance pour l'économie mondiale ne soient que modérément affectées.

Graphique 8. **Indicateurs d'incertitude de politique économique**



Source : http://www.policyuncertainty.com/categorical_epu.html.

En Italie, le risque est à la fois celui d'une hausse des taux qui accroît la charge d'intérêt et ne permet pas au gouvernement de stabiliser sa dette. Au-delà d'un certain seuil[12], la panique gagnerait les marchés provoquant un effet boule de neige. La hausse des taux accroît le déficit et la dette, ce qui alimente le risque d'insoutenabilité poussant les taux un peu plus à la hausse. Il y a une forte composante auto-réalisatrice dans cette dynamique selon que les marchés se coordonnent sur le bon ou le mauvais équilibre[13]. En l'absence de panique, les taux restent bas et la dette italienne est soutenable. Une augmentation des

12. Étant donné le niveau de dette publique à 131 % du PIB et le solde primaire de 1,8 %, le taux d'intérêt apparent qui stabilise la dette est de 3,5 %.
13. Voir Blot, Ducoudré et Timbeau (2016).

taux réduirait par ailleurs l'effet positif de l'expansion budgétaire italienne en durcissant les conditions de financement pour les agents. Comme pendant la crise des dettes souveraines, la dégradation des perspectives de croissance alimenterait également le risque d'insoutenabilité. Comparativement à l'épisode de 2011-2012, la zone euro dispose désormais de certains outils pour faire face à ce type de risque avec le FME (Fonds monétaire européen) et l'OMT (*Outright monetary transactions*) de la BCE. Ces outils sont cependant conditionnels à un accord entre les pays membres de la zone euro et l'Italie, accord qui contraindrait sans aucun doute le gouvernement à revoir l'orientation de sa politique budgétaire. Le pire des scénarios serait celui où resurgit la menace d'une explosion de la zone euro, envisagée comme la seule solution.

Références

Antonin A., Plane M., et Sampognaro R., 2017, « Les comportements de consommation des ménages ont-ils été affectés par la crise de 2008 », *Revue de l'OFCE* , 151, pp.177-225.

Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J., 2016, « Measuring economic policy uncertainty », *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593-1636.

Bellora C., Jean S. et Santoni G., 2018, « Un chiffrage de l'impact des mesures de protection commerciale de Donald Trump », *La Lettre du CEPII*, n° 138.

Berthou A., Jardet C., Siena D., et Szczerbowicz U., 2018, « Quel serait le coût d'une guerre commerciale mondiale ? », *Bloc-notes Eco Banque de France*, 19 juillet.

Blot C., et Hubert P., 2018, « Le faucon et la colombe : quel impact des décisions de la Fed et de la BCE sur le taux de change euro/dollar ? », *Le Blog de l'OFCE*, 19 juin.

Blot C., Creel J. et Hubert P., 2018, « Normalisation de la politique monétaire de la Banque centrale européenne : vers quel(s) objectif(s) ? », *Revue de l'OFCE*, 158, pp. 207-226.

Blot, C., Ducoudré, B., et Timbeau, X., 2016, « Sovereign debt spread and default in a model with self-fulfilling prophecies and asymmetric information », *Journal of Macroeconomics*, 47, 281-299.

Bouët A., et Laborde D., 2018, « US trade wars in the twenty?first century with emerging countries: Make America and its partners lose again », *The World Economy*, 41(9), 2276-2319.

CBO, 2018, « Factors affecting the Labor Force Participation of People Ages 25 to 54 », février.

Ducoudré B., et Heyer E., 2017, « Quel nouveau sentier de croissance de la productivité du travail ? Une analyse pour six grands pays développés », *Revue de l'OFCE*, 152.

Engle R., 2002, Dynamic conditional correlation: A simple class of multivariate generalized autoregressive conditional heteroskedasticity models », *Journal of Business & Economic Statistics*, 20(3), 339-350.

Hasenzagl T., Pellegrino F., Reichlin L. et Ricco G., 2018, « Une inflation faible pour longtemps ? », *Le Blog de l'OFCE*, 8 mars.

OFCE, 2018, « La fin d'un cycle ? », *Revue de l'OFCE*, 155.

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

-Verdugo G., 2016, « Real wage cyclicality in the Eurozone before and during the Great Recession: Evidence from micro data », *European Economic Review*, 82, 46-69.

Williams, 2017, « Three questions on R-star », *FRBSF Economic Letter,* n° 2017-05.