

I / La situation conjoncturelle européenne¹

Christophe Blot

Après un pic de croissance en 2017, l'activité économique en Europe a donné des signes d'essoufflement qui se sont traduits par un ralentissement en 2018, lequel s'est amplifié en 2019. En glissement annuel, le PIB de la zone euro a progressé de 1,2 % au troisième trimestre 2019 contre 1,6 % un an plus tôt et 3 % fin 2017. Au Royaume-Uni, la croissance a également marqué le pas — passant de 1,6 % à 1,0 % — dans un contexte marqué par l'incertitude politique autour du Brexit.

Les nuages qui se sont accumulés depuis 2018 ne s'étaient toujours pas dissipés au cours du troisième trimestre 2019, assombrissant les perspectives de croissance pour 2020. Dans un contexte marqué par l'incertitude politique — liée à l'évolution des tensions commerciales —, la crise du secteur automobile, le ralentissement économique chinois et la perspective d'une fin d'expansion aux États-Unis, les enquêtes de confiance se sont dégradées, en particulier dans l'industrie. Différents indicateurs suggèrent que l'économie européenne tournerait encore au ralenti en 2020 mais que les pays européens échapperaient à la récession.

Dans ce contexte, le taux de chômage se stabiliserait en zone euro et augmenterait légèrement au Royaume-Uni. En outre, ce ralentissement ne permettrait pas à l'inflation de converger vers la cible fixée par les banques centrales. Ce scénario de croissance reste néanmoins soumis à un ensemble d'aléas plutôt négatifs,

¹ Ce chapitre reprend l'analyse de la conjoncture internationale et européenne réalisée par le Département analyse et prévision de l'OFCE et publiée dans la *Revue de l'OFCE*, n° 163, octobre 2019.

ce qui pose la question de la capacité du *policy-mix* à absorber un choc plus important. Alors que les taux de politique monétaire sont au plancher et que les politiques budgétaires sont contraintes par des règles, existe-t-il des marges de manœuvre pour mener des politiques économiques plus expansionnistes ?

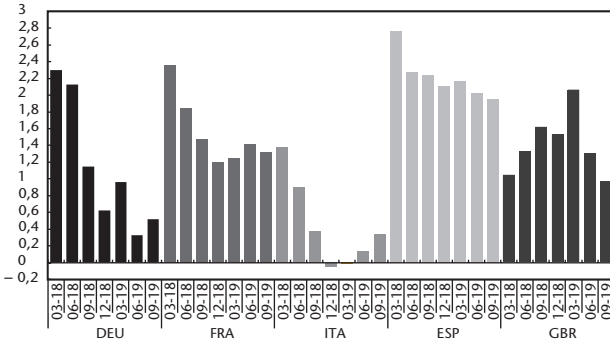
Coup de frein sur la croissance

Au cours du premier semestre 2019, l'activité dans la zone euro a été principalement portée par la demande intérieure malgré un ralentissement de la consommation. Sur l'ensemble des deux premiers trimestres, la contribution du commerce extérieur a été négative. Sur le plan géographique, l'Allemagne, qui avait jusqu'ici été le principal moteur de la croissance en zone euro, a fortement ralenti. Entre la fin de l'année 2017 et mi-2019, la croissance allemande a chuté de 3,4 % à 0,4 % en glissement annuel (graphique 1), réduisant considérablement la contribution de l'Allemagne à la croissance de la zone euro puisqu'elle est passée de 0,7 point début 2018 à 0,1 au deuxième trimestre 2019. En comparaison, les économies française et espagnole ont été plus résilientes avec une baisse de la croissance moins marquée mais néanmoins significative. Enfin, l'activité transalpine est quasi à l'arrêt depuis la fin 2018. Sur l'ensemble de la zone euro, ce sont finalement surtout les « petits » pays qui soutiennent la croissance puisque leur contribution au glissement annuel s'élève à 0,5 point au deuxième trimestre 2019 contre 0,3 point pour la France, 0,2 pour l'Espagne, 0,1 pour l'Allemagne et 0 pour l'Italie.

La croissance a été plus volatile au Royaume-Uni. Trois ans après le vote des Britanniques en faveur du Brexit, un accord évitant une sortie soudaine au 31 octobre 2019 a été trouvé, ce qui permet d'ouvrir une période de transition au cours de laquelle devront se négocier les contours des futures relations entre l'Union européenne et le Royaume-Uni. Pour autant, l'activité a été sans doute impactée par cette incertitude politique. Après un bon premier trimestre, le PIB a reculé au deuxième trimestre, du fait d'une contribution des stocks fortement négative. Au troisième trimestre, la croissance a atteint 0,3 %, tirée vers le bas par des contributions négatives de l'investissement et des stocks.

Graphique 1. Croissance du PIB dans les principaux pays européens

En %, en glissement annuel



Source : Eurostat.

Un environnement dégradé

Le ralentissement de l'activité n'est pas propre aux pays européens et s'explique par des facteurs globaux auxquels s'ajoutent des éléments idiosyncratiques. Bien que plus élevée qu'en zone euro, la croissance américaine a légèrement marqué le pas en 2019 en lien avec un soutien budgétaire qui s'estompe progressivement. Au troisième trimestre, le glissement annuel s'élevait à 2 % contre un pic à 3,2 % mi-2018. La fin du stimulus budgétaire devrait se traduire par un ralentissement plus marqué de l'activité. Parmi les pays émergents, l'Inde et la Chine voient leur croissance diminuer progressivement. Si, dans le cas de l'Inde, il s'agit principalement de facteurs conjoncturels, le ralentissement chinois est structurel et correspond à la transition vers une économie plus orientée vers la demande interne. Après deux années de récession au Brésil, une timide reprise avait été amorcée en 2017 et 2018. Le premier semestre 2019 a été chaotique avec une nouvelle contraction du PIB en début d'année suivie d'un rebond. Enfin, la croissance reste faible en Afrique du Sud tandis que le Mexique pâtit des turbulences commerciales.

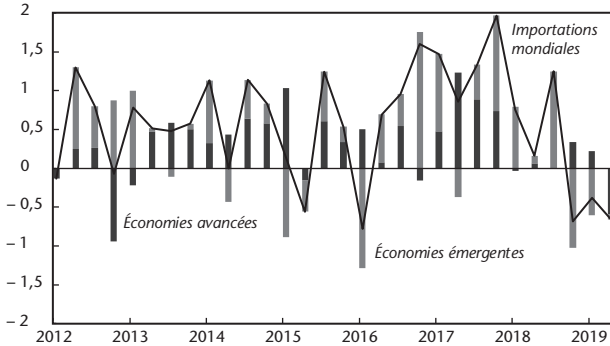
Le ralentissement observé à partir de 2018 a été particulièrement visible dans l'industrie aussi bien dans les pays industrialisés que dans les pays émergents, ce qui s'explique en partie par la situation dans le secteur automobile. Au-delà de facteurs conjoncturels liés à la mise en œuvre de nouvelles normes qui ont affecté la production et les immatriculations, le secteur pourrait traverser une crise plus structurelle dans la perspective d'une mutation vers la production de véhicules moins polluants. Il pourrait en résulter une baisse durable de la demande d'automobiles. Étant donné le rôle de ce secteur dans l'économie et pour les exportations, l'Allemagne serait alors plus pénalisée que les autres pays européens.

Tensions politiques et commerciales

Depuis son arrivée à la présidence des États-Unis, Donald Trump a rompu avec la politique commerciale de ses prédécesseurs, privilégiant le conflit direct avec ses partenaires plutôt que les discussions multilatérales. C'est surtout avec la Chine que les tensions sont les plus importantes, puisque les États-Unis ont augmenté les droits à plusieurs reprises sur leurs importations en provenance de Chine, si bien que l'intégralité des importations fait aujourd'hui l'objet de droits supplémentaires. Un front est également ouvert contre l'Europe, à propos des subventions dans le secteur de l'aéronautique et au sujet des importations d'automobiles. À la différence des sanctions prises à l'encontre de la Chine, le conflit entre les deux constructeurs Airbus et Boeing fait l'objet d'une procédure de règlement des différends au sein de l'OMC. Si, pour l'instant, seuls les Européens ont été sanctionnés, il est fort probable que l'Union sera à son tour autorisée à augmenter ses droits sur les importations américaines dans la mesure où Boeing a bénéficié du même type de subventions qu'Airbus. Par ailleurs, à de nombreuses reprises, Donald Trump a suggéré que des sanctions pourraient être prises contre les constructeurs automobiles européens. Ces sanctions ou ces menaces accroissent l'incertitude et ne créent pas un climat propice aux échanges commerciaux et à l'investissement. De fait, les importations mondiales ont fortement ralenti avec une contribution négative pour les pays industrialisés comme pour les pays émergents au cours du deuxième trimestre 2019 (graphique 2).

Graphique 2. Contribution à la croissance du commerce mondial

En %, en glissement annuel



Source : CPB (World Trade Monitor) ; calculs OFCE octobre 2019.

En Europe, les tensions ont porté sur les modalités du Brexit. Si les discussions ont finalement débouché sur un accord, il n'en demeure pas moins que l'issue est longtemps restée incertaine. En outre, les modalités du divorce sont loin d'être définies, si bien que cette situation pourrait encore peser sur le commerce et l'investissement dans les prochains trimestres.

Sur le plan politique, l'Italie et l'Espagne traversent une forte crise dont les répercussions sur la croissance ont été pour autant très différentes. En Italie, l'arrivée au pouvoir d'une coalition formée de deux partis — le Mouvement 5 étoiles et la Ligue du Nord — critiques à l'égard des institutions et des politiques européennes s'est traduite par la volonté du gouvernement de mener une politique de relance budgétaire enfreignant les règles en vigueur et les engagements pris par le gouvernement précédent. Il en a résulté un conflit avec la Commission européenne. De plus, la perspective d'un accroissement de la dette, qui dépasse 130 % du PIB, a réveillé les craintes des marchés sur la soutenabilité des finances publiques italiennes. Les taux d'intérêt sur la dette ont grimpé de 1,8 % début 2018 à 3,6 % en octobre avant de retomber ensuite. Le plan s'est en effet révélé moins ambitieux qu'annoncé initialement et les tensions avec

la Commission se sont apaisées. Les taux ont depuis fortement baissé, passant sous 0,9 % en septembre. Il y a cependant toujours une prime de risque sur le rendement italien, de l'ordre de 1,4 point relativement aux taux allemands. La coalition formée de ces deux partis s'est révélée fragile et la démission du ministre de l'Intérieur Matteo Salvini a laissé la voie à la formation d'un nouveau gouvernement d'alliance entre le Mouvement 5 étoiles et le Parti démocrate. L'Espagne est également caractérisée par une crise politique qui se traduit par l'impossibilité de dégager une majorité claire au Parlement depuis près de quatre ans. À la différence de l'Italie, cette situation n'a cependant pas entravé le processus de reprise. Il en a également résulté une politique budgétaire plus expansionniste puisque, en l'absence de majorité au Parlement, les mesures budgétaires votées pour 2018 ont été prorogées en 2019, ce qui se traduit par une impulsion positive et donc un soutien à la demande.

Une fin de cycle

La baisse de la demande chinoise d'automobiles est en lien avec le ralentissement de l'activité et la lente et difficile mutation du modèle de développement vers une croissance moins tirée par les exportations. Le processus de convergence se poursuit à un rythme maintenant plus lent avec une croissance qui est passée de plus de 10 % en moyenne dans les années 1990 et 2000 à moins de 6,5 % en 2019. Cette transition est en apparence progressive et sous contrôle du gouvernement. Mais les statistiques de PIB chinois pourraient masquer un ralentissement plus franc. Par ailleurs, le changement de cap nécessite l'appui de la politique budgétaire et de plans d'investissement public qui accroissent l'endettement et pourraient faire émerger de nouveaux risques financiers.

Dans certains pays industrialisés, et notamment en Allemagne et aux États-Unis, c'est le cycle d'expansion post-Grande Récession qui s'achève et devrait se traduire par la convergence de l'activité vers le potentiel. Or, même si elles restent soumises à de nombreuses incertitudes, les estimations suggèrent un rythme de croissance de ce potentiel en déclin. Dans ces deux économies, l'écart de croissance est positif, si bien qu'en l'absence de choc l'activité devrait converger vers le potentiel, ce qui se traduirait par un ralentissement. Celui-ci serait probablement

intervenir plus tôt aux États-Unis si l'économie n'avait pas été stimulée par une politique budgétaire expansionniste en 2018 et 2019. En Allemagne, malgré des mesures de soutien, la baisse de croissance est plus soudaine du fait d'une plus forte dépendance de l'économie au commerce mondial. Cette situation pose de fait la question de la soutenabilité du modèle de croissance allemand dont la fragilité était aussi apparue en 2008-2009 lorsque la récession mondiale avait fait plonger le PIB allemand plus fortement que celui des autres pays européens : - 5,6 % en 2009 contre - 4 % pour la zone euro hors Allemagne. La reprise mondiale avait, dans la foulée, contribué à un rebond plus dynamique : + 4 % en 2010 contre 1,3 % pour le reste de la zone euro. Mais la croissance allemande pourrait être durablement affaiblie dans un contexte de moindre demande de biens d'équipement en lien avec le ralentissement de l'activité dans les pays émergents et un commerce mondial moins porteur que par le passé. L'Allemagne devrait chercher du côté de la demande intérieure le moteur d'une croissance renouvelée.

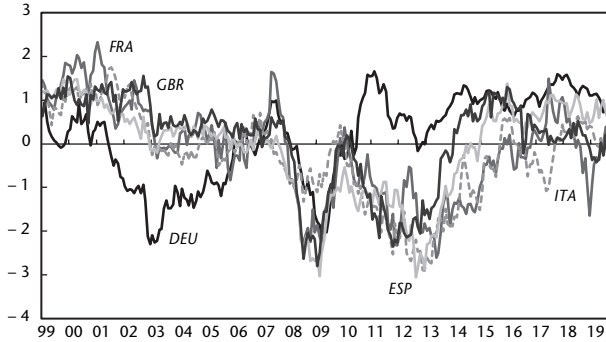
Un risque de récession ?

Ce ralentissement de l'activité est en rapport avec la dégradation des indicateurs conjoncturels depuis le début de l'année 2018. Cette évolution touche particulièrement le secteur industriel où les enquêtes témoignent d'un retournement de la confiance des entreprises dans les zones émergentes comme dans les pays industrialisés. Le niveau des résultats de ces enquêtes ne s'est pas redressé pendant l'été, suggérant la poursuite, voire l'amplification du ralentissement. Le niveau de l'indice PMI (*Purchasing Managers' Index*), qui reflète l'opinion des directeurs d'achats sur leur activité, est passé sous le seuil de 50 aux États-Unis, au Royaume-Uni, au Japon, en Allemagne, en Espagne et en Italie, ce qui est généralement interprété comme un indicateur de récession.

Ces éléments doivent cependant être considérés avec prudence. En effet, le franchissement du seuil symbolique de 50 s'observe principalement dans l'industrie qui ne représente pas l'essentiel de la valeur ajoutée des économies avancées. Par ailleurs, ce seuil de 50 n'est pas systématiquement associé à un recul du PIB. Ainsi, l'indice PMI pour l'industrie est passé sous ce seuil aux États-Unis en août alors même que la crois-

Graphique 3. Confiance des ménages européens

Centré-réduit



Source : Commission européenne.

sance de l'économie américaine est restée robuste au troisième trimestre. On note cependant que l'enquête coïncide avec la baisse de la production industrielle à partir de l'été.

Par ailleurs, les enquêtes sur l'activité dans les services ou auprès des ménages offrent des perspectives généralement moins négatives. Du côté des services, la dégradation est moins nette même si les indicateurs sont inférieurs à leur moyenne de long terme au Royaume-Uni, en Allemagne ou en Italie. Ils sont cependant mieux orientés en France ou en Espagne. Du côté des ménages, la confiance a baissé en zone euro en 2018, mais se stabilise depuis à un niveau supérieur à sa moyenne de long terme. Après avoir plongé en France en fin d'année 2018 pendant le mouvement des Gilets jaunes, la confiance a rebondi ensuite (graphique 3). Les ménages britanniques et italiens restent moroses contrairement aux ménages espagnols et allemands qui semblent plus optimistes quant à leurs perspectives.

Croissance conditionnelle

La croissance européenne devrait cependant continuer de marquer le pas et restera sensible à l'évolution des tensions politiques. Sous l'hypothèse d'une négociation moins tendue à

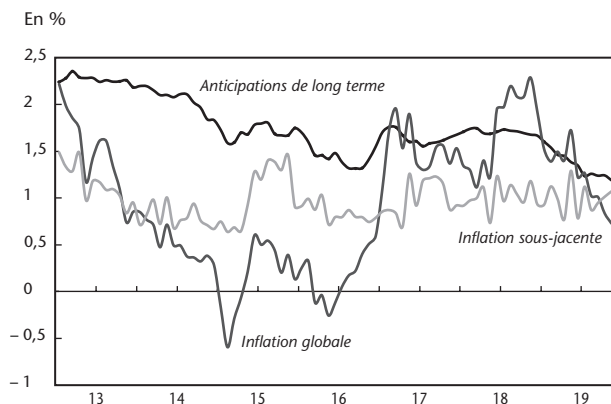
propos du Brexit, l'activité ralentirait au Royaume-Uni passant ainsi de 1,4 % en 2018 à 1,3 % en 2019 puis 0,9 % en 2020. De même, il n'y aurait pas d'escalade dans la guerre commerciale. Un accord serait trouvé entre les États-Unis et la Chine. Par ailleurs, le président américain devrait continuer à menacer l'Union européenne de sanctions et de droits supplémentaires jusqu'aux prochaines élections présidentielles de 2020, mais il ne devrait pas les mettre en œuvre. Le commerce mondial sera donc impacté avec un ralentissement des échanges de biens et services. La croissance passerait néanmoins de 5,9 % en 2017 à 1,6 % puis 2 % en 2019 et 2020.

En zone euro, la croissance du PIB passerait de 2,7 % en 2017 à 1,2 % en 2019, toujours tirée vers le bas par les performances de l'Allemagne (0,5 % en 2019) et de l'Italie (0,1). Elle se stabiliserait ensuite à ce rythme en 2020. L'Espagne ainsi que des économies moyennes de la zone euro comme les Pays-Bas ou le Portugal deviendraient les principaux moteurs de la croissance en zone euro. Le ralentissement serait moins marqué en France dont les performances seraient très proches de celles de la zone euro dans son ensemble en 2019 et 2020.

Sous ces hypothèses relativement favorables, le ralentissement serait contenu et la zone euro échapperait à la récession, ce qui se traduirait également par une résilience des marchés du travail. Il y aurait une hausse modérée du chômage au Royaume-Uni et en Allemagne. Mais le chômage poursuivrait sa lente décline dans les pays où il était plus élevé comme la France, l'Espagne et l'Italie. Sur l'ensemble de la zone euro, il se stabiliserait à 7,4 % en 2020, baissant ainsi de 0,1 point après une baisse de 0,7 et 0,9 point respectivement en 2019 et 2018.

Dans ce contexte, le risque d'un retour de l'inflation est largement écarté. De fait, la baisse du prix du pétrole a réduit la composante énergie de l'indice des prix qui progressait de 0,7 % en octobre 2019 contre 2,3 % un an plus tôt (graphique 4). Cette évolution récente ne tient cependant pas seulement à la volatilité des prix de l'énergie. En effet, l'inflation sous-jacente — qui exclut les composantes les plus volatiles de l'indice que sont les prix de l'énergie et des biens alimentaires — reflète également cette absence de tensions malgré la baisse régulière du chômage dans la zone euro. Cet indicateur est systématiquement inférieur à 2 % depuis mars 2008 et atteint 1,2 % en moyenne contre 1,6 % sur la période janvier 1999- mars 2008.

Graphique 4. inflation dans la zone euro



Sources : Eurostat ; Datastream.

Notons par ailleurs qu'en Allemagne, malgré un taux de chômage proche de 3 % et de nombreuses enquêtes faisant état de difficultés de recrutement, l'inflation est restée modérée (1,6 % au premier semestre 2019). Cette situation pourrait suggérer soit que la courbe de Phillips décrivant la relation entre inflation et chômage s'aplatit, soit que l'indicateur de chômage est une mesure imparfaite des tensions sur le marché du travail. Pour 2020, nous anticipons une hausse de l'indice des prix de 1,3 % sur l'ensemble de la zone euro, un niveau bien inférieur à la cible de la BCE. Cet affaïssement des anticipations se reflète également dans les prévisions de marché sur l'inflation à cinq ans anticipée dans cinq ans qui ont fortement baissé depuis la fin de l'année 2018 passant de 1,7 % à 1,2 % en octobre 2019.

Politiques économiques : le fusil est-il rechargé ?

Si le ralentissement devait être plus important, se pose alors la question de la capacité des autorités monétaires et budgétaires à réagir pour amortir un choc et empêcher une éventuelle récession. L'augmentation des dettes publiques consécutive à la Grande Récession limite-t-elle les marges de manœuvre budgé-

taires ? Du côté monétaire, quelles sont les options pour la BCE alors que les taux d'intérêt sont déjà à un niveau plancher ?

Politiques monétaires : à la recherche d'une nouvelle arme

Dans la zone euro, la reprise plus tardive et plus timide a conduit la BCE à maintenir le taux des opérations principales de refinancement à 0 %, à introduire un taux négatif sur les facilités de dépôts et à effectuer des achats de titres obligataires publics et privés. Après une pause dans sa politique d'achats d'actifs, constatant une inflation qui ne converge toujours pas vers 2 %, Mario Draghi a annoncé — en septembre 2019 — une reprise de l'assouplissement quantitatif à partir de novembre. Par ailleurs, il a conditionné la future hausse des taux à une accélération de l'inflation sous-jacente.

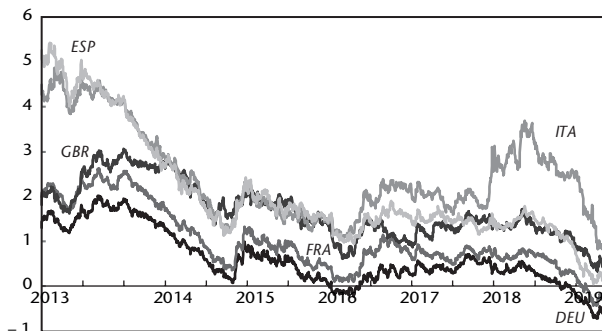
Les banques centrales disposeraient donc dorénavant d'une panoplie plus large d'outils – guidage des anticipations et achats d'actifs — et d'expérience pour faire face à un nouveau ralentissement et à une baisse de l'inflation. Dans la zone euro, la BCE pourrait cependant être contrainte par des facteurs institutionnels qui peuvent entraver le potentiel expansionniste de la politique monétaire en zone euro. En l'absence d'un marché unifié pour les obligations souveraines, la BCE s'est imposée des critères — respectant la part des pays dans le capital — pour déterminer la quantité de titres nationaux achetés. Or, avec la baisse de la dette allemande, la possibilité d'acquérir des obligations serait fortement limitée. Surtout, l'existence de marges de manœuvre ne va pas forcément de pair avec l'efficacité des mesures prises. Même si on ne sait pas quel aurait été le niveau de l'inflation en l'absence d'une politique d'assouplissement quantitatif, force est de constater que les mesures prises ne sont pas parvenues à ramener l'inflation vers la valeur ciblée par les banques centrales.

Quelles marges de manœuvre pour les politiques budgétaires ?

Du point de vue budgétaire, l'évolution récente des taux d'intérêt reflète l'effet de la politique de la BCE mais également l'appétit des investisseurs pour les dettes publiques (graphique 5), ce qui suggère qu'une politique budgétaire plus expansionniste ne se traduirait pas nécessairement par une remontée des tensions compromettant le financement de mesures supplé-

Graphique 5. Taux d'intérêt publics de long terme

En %



Source : Datastream.

mentaires. L'Italie pourrait être une exception puisqu'on a vu au printemps 2018 que les mesures annoncées par la coalition avaient provoqué une hausse des taux.

Dans le cas européen, il faut néanmoins tenir compte des règles budgétaires en vigueur. Les pays s'engagent effectivement non seulement à avoir un déficit inférieur à 3 % du PIB mais aussi à réduire le déficit structurel et faire converger leur dette vers 60 % du PIB en vingt ans, ce qui suppose des efforts pour de nombreux pays. La France, l'Italie et l'Espagne ont déjà réduit les efforts relativement à leurs engagements initiaux. La baisse des taux donnerait cependant des marges de manœuvre en 2020 sans nécessairement compromettre le respect des règles en vigueur.

Dans tous les cas, les politiques monétaire et budgétaire coordonnées ainsi que des réformes visant à renforcer le pouvoir d'achat des salariés ou réduire la précarité de l'emploi pourraient sans doute être une réponse à la faible inflation. En maintenant des conditions de financement extrêmement favorables, les banques centrales pourraient déjà avoir fait leur part du travail.