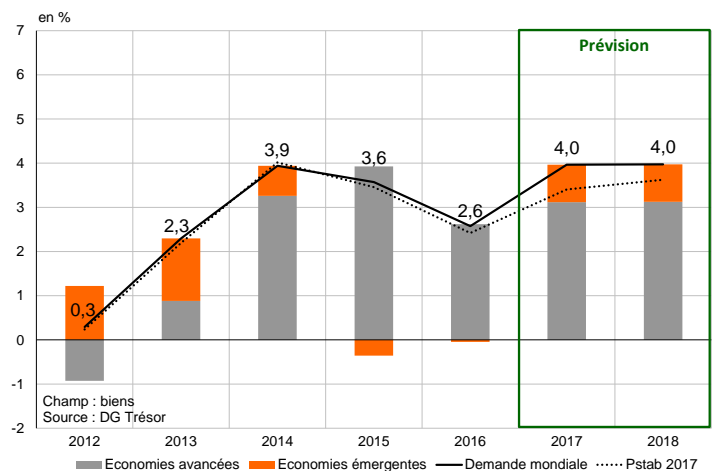


Perspectives économiques mondiales en septembre 2017 : poursuite des signaux encourageants

- Après deux années de ralentissement, l'activité mondiale accélérerait en 2017 pour atteindre +3,6 %, portée à la fois par les économies avancées et émergentes, puis elle continuerait au même rythme en 2018.
- Aux États-Unis, la croissance devrait augmenter en 2017, grâce au rebond de l'investissement privé, puis en 2018, sous l'hypothèse de la mise en place d'un stimulus budgétaire. Au Japon, l'activité accélérerait fortement en 2017, portée par le rétablissement de la demande privée, puis ralentirait en 2018. Au Royaume-Uni, la croissance diminuerait, pénalisée par les premiers effets négatifs du référendum sur le *Brexit*.
- La reprise se poursuivrait à un rythme soutenu en zone euro. L'investissement privé resterait dynamique, bénéficiant du maintien du soutien monétaire de la BCE et de l'amélioration des conditions de financement, et l'accélération de la demande mondiale soutiendrait les exportations, malgré l'appréciation récente de l'euro. Parmi les grands pays de la zone euro, la croissance augmenterait en Allemagne et en Italie et resterait dynamique bien qu'en diminution en Espagne.
- Dans les économies émergentes, les perspectives économiques sont contrastées. La Russie et le Brésil sortent progressivement de récession et l'Inde continue de connaître une croissance très dynamique. En revanche, l'activité en Chine ralentirait sensiblement dès 2018 et le rebond observé depuis fin 2016 en Turquie resterait passager.
- La croissance mondiale est redevenue plus riche en échanges commerciaux depuis fin 2016. Le commerce mondial accélère nettement en 2017 et progresserait de +4 % puis afficherait une croissance stable en 2018. La demande mondiale adressée à la France suivrait le même profil sur l'horizon de prévision.
- Ce scénario est exposé à de multiples aléas : orientations politiques aux États-Unis ; modalités et effets du *Brexit* ; ampleur du ralentissement attendu en Chine ; risques financiers en lien notamment avec le niveau élevé des cours boursiers aux États-Unis. Enfin, la croissance du commerce mondial pourrait être plus forte qu'anticipé si le dynamisme observé depuis fin 2016 se poursuivait.

Croissance de la demande mondiale adressée à la France et contributions*



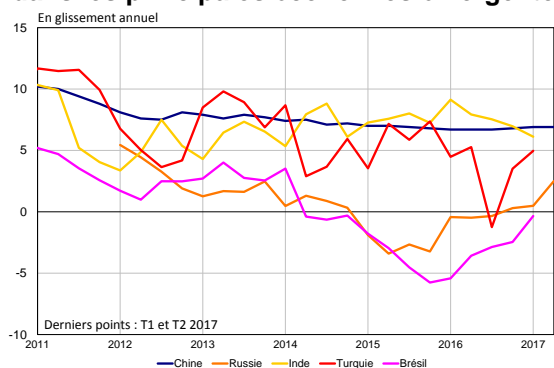
Source : DG Trésor.

* Les prévisions et données de ce document sont arrêtées au 22 août 2017.

1. La croissance mondiale s'est montrée solide au 1^{er} semestre 2017

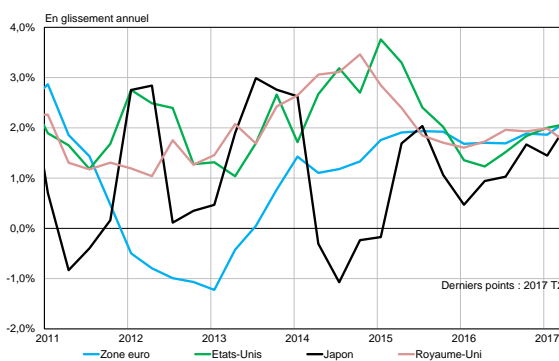
Dans les économies émergentes, les signaux conjoncturels globalement encourageants observés depuis le début de l'année en Russie, en Chine et en Turquie ont contrasté avec des signaux plus mitigés au Brésil. Dans les économies avancées, l'activité s'est montrée solide début 2017 (cf. graphiques 1 et 2).

Graphique 1 : taux de croissance du PIB dans les principales économies émergentes



Source : Instituts statistiques nationaux.

Graphique 2 : évolution du PIB dans les principales économies avancées



Source : Instituts statistiques nationaux.

1.1 Les économies émergentes ont bénéficié d'un environnement international plus favorable mais les situations restent contrastées

La situation des économies émergentes s'est globalement détendue au premier semestre 2017 grâce à un environnement international relativement porteur. La croissance des économies émergentes a notamment été soutenue par l'accélération de l'activité en Chine, qui a bénéficié à ses principaux partenaires commerciaux et contribué plus largement au regain de dynamisme du commerce international. La stabilisation du prix du pétrole et l'augmentation du prix d'autres matières premières, notamment les métaux, ont légèrement réduit les pressions pesant sur les pays exportateurs dont la situation reste toutefois dégradée en raison de la faiblesse persistante des cours. Par ailleurs, les économies émergentes ont bénéficié depuis début 2017 d'entrées nettes de capitaux étrangers grâce notamment à un rythme de hausse des taux d'intérêt américains plus progressif qu'initialement anticipé.

1.2 L'activité s'est montrée solide en début d'année 2017 dans les principales économies avancées et les indicateurs conjoncturels demeurent bien orientés mi-2017

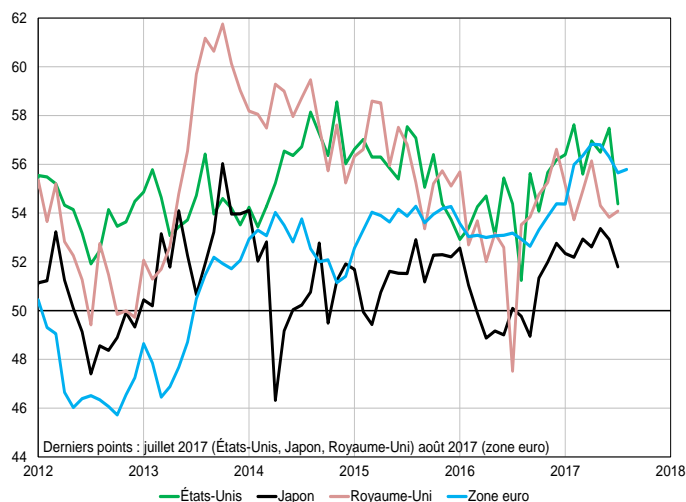
Dans les économies avancées, l'activité s'est montrée solide début 2017. Au 1^{er} semestre, l'activité a confirmé sa reprise aux États-Unis, soutenue par l'investissement des entreprises qui retrouve des niveaux de croissance proches de ceux observés avant le trou d'air de 2016. L'activité a accéléré en zone euro, sous l'effet du redressement du commerce extérieur, et plus fortement au Japon, en lien avec l'accélération de la consommation et de l'investissement public comme privé. Au Royaume-Uni en revanche, l'activité a montré des premiers signes de ralentissement : la consommation privée a progressé faiblement, pénalisée par la hausse de l'inflation suite à la dépréciation de la livre, et l'extérieur a pesé négativement sur la croissance ; l'investissement est jusqu'à maintenant resté dynamique, en dépit des incertitudes entourant le *Brexit*.

Les indicateurs conjoncturels disponibles mi-2017 pour les économies avancées restent toujours bien orientés malgré de légers fléchissements durant l'été (cf. graphique 3). Après leur amélioration progressive débutée mi-2016 et partagée par les principales économies avancées, les enquêtes¹ auprès des directeurs d'achat dans l'industrie manufacturière et dans les services s'infléchissent quelque peu. En début de 2nd semestre, elles semblent se stabiliser en zone euro alors que dans le même temps, elles

¹ Les enquêtes correspondent à l'indice PMI (*Purchasing Manager Index / Markit*) pour la zone euro, le Japon et le Royaume-Uni et à l'indice ISM (*Institut for Supply Management*) pour les États-Unis.

reculent légèrement au Japon et plus nettement aux États-Unis, en restant toutefois à des niveaux élevés. Au Royaume-Uni, dans un contexte d'incertitudes, les enquêtes sont volatiles mais restent globalement bien orientées avec notamment une légère amélioration en juillet.

Graphique 3 : enquêtes auprès des directeurs d'achat de l'industrie manufacturière et des services dans les économies avancées



Source : ISM, Markit.

1.3 Le premier semestre 2017 a également été marqué par la mise en œuvre de l'accord de Vienne sur le pétrole et par une vague d'optimisme sur les marchés financiers

Après s'être stabilisé autour de 55 \$ au 1^{er} trimestre 2017 avec l'entrée en vigueur de l'accord de Vienne², le cours du Brent s'est replié pour passer sous la barre des 50 \$ en juin en raison de la montée des incertitudes sur la capacité de l'OPEP à rééquilibrer le marché, malgré la décision de prolongation de l'accord pour neuf mois supplémentaires jusqu'en mars 2018. En effet, les efforts des signataires de l'accord sont entravés par la hausse de la production américaine et le maintien des stocks à un niveau élevé. Le cours du Brent est ensuite légèrement remonté fin juillet, notamment à la suite de la réunion du comité de surveillance de l'accord de Vienne indiquant une possible extension de l'accord au-delà de mars 2018 et un plafonnement de la production nigériane, jusqu'ici exemptée de quota. Il évolue légèrement au-dessus des 50 \$ depuis, soit en-deçà de son niveau post-accord.

L'optimisme domine sur les marchés financiers depuis début 2017. Ainsi, les valeurs boursières des grandes économies avancées enregistrent une hausse continue. Les indicateurs prix/dividendes sont bien au-dessus de leur moyenne historique aux États-Unis, ce qui suggère que les actions pourraient y être surévaluées³, tandis que la volatilité apparaît faible compte tenu de l'ampleur des incertitudes notamment politiques. Les taux souverains ont récemment reculé, interrompant la hausse observée depuis mi-2016, et les grandes banques centrales ont amorcé leurs réflexions sur la sortie des politiques non-conventionnelles (réduction de la taille du bilan pour la Fed et sortie progressive de l'assouplissement quantitatif pour la BCE). Sur le marché des changes, l'euro s'est sensiblement apprécié ces derniers mois, notamment sous l'effet de l'amélioration des perspectives économiques en zone euro et des déclarations de la BCE. En particulier, l'euro s'est apprécié de façon marquée face au dollar, affecté à la fois par les incertitudes entourant le stimulus budgétaire envisagé par l'administration Trump, et par l'anticipation par les marchés d'un durcissement de la politique monétaire de la Fed plus graduel qu'initialement prévu.

² L'OPEP et onze pays non OPEP (dont la Russie, mais sans les États-Unis) ont conclu fin novembre 2016 à Vienne un accord de réduction de leur production de 1,8 Mbj pour six mois à compter du 1^{er} janvier 2017.

³ Par exemple, l'indicateur du *price-to-earnings ratio* qui rapporte le prix de l'action au bénéfice net par action, est actuellement au-dessus de sa moyenne de long-terme pour le S&P500, et en hausse continue depuis 2012.

2. Après une augmentation sensible en 2017, la croissance mondiale se maintiendrait en 2018

Après deux années de ralentissement, l'activité mondiale accélérerait en 2017 pour atteindre +3,6 %, portée à la fois par les économies avancées et émergentes, puis elle continuerait au même rythme en 2018 (cf. tableau 1).

2.1 La croissance augmenterait dans les économies émergentes malgré le ralentissement de la Chine en 2018

En Chine, la croissance reste soutenue en 2017 grâce au maintien par les autorités d'importantes mesures de soutien à l'activité (stimulus budgétaire et monétaire), dont l'ampleur reste difficile à évaluer. Toutefois, l'accroissement des déséquilibres internes, liés notamment à la forte progression du crédit dans un contexte d'endettement élevé et de surcapacités industrielles, devrait entraîner un net ralentissement de l'activité à moyen terme, qui commencerait à se matérialiser dès 2018.

Au Brésil, la sortie de récession resterait très graduelle et conditionnée au retour de la confiance dans le secteur privé. En 2017, la reprise est pénalisée par la faiblesse de la consommation des ménages, la poursuite de la consolidation budgétaire et le regain de tensions politiques à la suite de la mise en accusation pour corruption du Président Temer (cf. encadré 1). L'activité accélérerait toutefois progressivement en 2018, notamment sous l'effet de l'assouplissement de la politique monétaire (-400 pdb depuis octobre 2016).

En Inde, la croissance en 2017 resterait affectée par la démonétisation surprise des billets de 500 et 1000 roupies fin 2016. La croissance rebondirait en 2018 à la faveur de la dissipation des effets négatifs de la démonétisation, des fortes hausses de salaires dans la fonction publique et de la mise en place de la TVA unique au niveau fédéral (*Goods and Services Tax*) visant à simplifier la fiscalité indirecte et créer un marché commun en Inde.

En Russie, la reprise progressive de l'activité se poursuivrait grâce à la stabilisation du prix du pétrole. Elle serait toutefois amoindrie par des vulnérabilités structurelles, telles que le faible dynamisme de la productivité et le vieillissement de la population.

En Turquie, l'activité bénéficierait à court terme de politiques macroéconomiques globalement expansionnistes et de la modération des incertitudes politiques à la suite de l'adoption du projet de réforme constitutionnelle par référendum. Toutefois, la détérioration de l'environnement des affaires et la centralisation des pouvoirs pourraient réduire la croissance à plus long terme. Le resserrement anticipé des conditions de financement internationales pourrait aussi freiner l'activité.

Encadré 1 : Accroissement des tensions politiques au Brésil

Les tensions politiques se sont ravivées avec la mise en cause du Président M. Temer pour corruption. Début mai 2017, le dirigeant de JBS (principale multinationale brésilienne de l'industrie agroalimentaire), entendu dans le cadre de l'enquête sur le scandale de corruption impliquant Petrobras (« *Lava Jato* ») a communiqué à la justice brésilienne un enregistrement sur lequel on l'entend informer le Président Temer du versement de sommes à l'ancien président de la Chambre des députés, actuellement incarcéré pour corruption, afin d'acheter son silence sur l'affaire. Cet enregistrement, rendu public par la justice le 18 mai, a eu pour effet de raviver la crise politique, qui s'était en partie estompée à la suite de la destitution de l'ancienne Présidente D. Rousseff en août 2016. Cette situation s'est traduite aussitôt par un regain de volatilité sur les marchés financiers : le 18 mai, la bourse a plongé de près de 9 % et le réal s'est fortement déprécié (-8 % par rapport au dollar).

À court terme, le scénario d'une mise à l'écart du Président semble écarté, mais la situation n'apparaît pas stabilisée pour autant. Pour aboutir et se traduire par la mise à l'écart du Président, la demande de mise en accusation du Président pour corruption, déposée fin juin 2017 par le Procureur général de la République, devait recueillir l'approbation des deux tiers du Congrès. Or, ce quota n'a pas été obtenu lors du vote à la Chambre des députés le 2 août. Dans ce contexte, le scénario le plus probable, à moins d'une nouvelle tentative de destitution, est celui du maintien au pouvoir d'un Président affaibli jusqu'aux prochaines élections présidentielles, qui doivent avoir lieu à l'automne 2018.

La perte de crédibilité du pouvoir risque de retarder le vote des réformes annoncées ainsi que le retour à la croissance. La résurgence des tensions politiques pourrait durablement fragiliser la coalition parlementaire et donc la capacité du gouvernement à avancer sur l'agenda des réformes annoncées. En particulier, la réforme des retraites, indispensable pour juguler la hausse des dépenses fédérales, pourrait être repoussée *sine die* ou vidée de sa substance en raison de la fenêtre d'opportunité très courte pour le vote, entre les vacances parlementaires et le début de la campagne présidentielle. Cette situation risque également de peser sur la confiance et retarder le retour à la croissance, alors que des signaux positifs avaient été observés au T1 2017.

2.2 L'accélération de l'activité aux États-Unis et son dynamisme au Japon contrasteraient avec le ralentissement au Royaume-Uni

Aux États-Unis, après le trou d'air de 2016, la croissance devrait augmenter en 2017 puis en 2018 (+2,0 % puis +2,4 % après +1,5 % en 2016). L'activité devrait accélérer progressivement sur l'horizon de prévision grâce au net rebond de l'investissement privé en 2017 et, en 2018, sous l'hypothèse de la mise en place d'un stimulus budgétaire soutenant la croissance à hauteur de 0,4 pt de PIB. Les échanges extérieurs seraient nettement plus dynamiques : les exportations accéléreraient dans le sillage du commerce mondial et les importations dans celui de la demande intérieure. Par ailleurs, le faible niveau du taux de chômage soutiendrait le dynamisme des salaires nominaux, qui conduirait à une remontée de l'inflation sous-jacente. Dans ce contexte, la Fed procéderait à une troisième hausse des taux directeurs en 2017, et à trois hausses supplémentaires en 2018, en plus de sa stratégie de réduction du bilan.

Au Japon, l'activité accélérerait fortement en 2017 (+2,0 % après +1,0 % en 2016), en lien avec une consommation dynamique et une accélération de l'investissement, stimulé notamment par l'organisation des Jeux olympiques et par le plan de relance des autorités. L'activité ralentirait ensuite en 2018 (+1,3 %) du fait notamment d'un moindre soutien de la demande publique et de la consommation privée. Par ailleurs, la faiblesse du taux de chômage, passé sous son niveau structurel, et la démographie déclinante exerceraient des pressions à la hausse sur les salaires et l'inflation repasserait en territoire légèrement positif.

Au Royaume-Uni, l'activité a montré une résilience étonnante après le référendum de juin 2016, mais le ralentissement observé début 2017 se poursuivrait (+1,6 % en 2017 puis +1,4 % en 2018 après +1,8 % en 2016). La hausse de l'inflation et le faible dynamisme des salaires finiraient par peser sur la consommation, tandis que l'effet positif de la dépréciation de la livre sur les exportations serait contenu (*cf.* encadré 2).

Encadré 2 : Quels effets du *Brexit*, un an après le référendum ?

Les évaluations réalisées en amont du référendum de juin 2016 suggéraient un impact négatif fort du *Brexit* sur l'économie britannique à l'horizon 2018. La dégradation des perspectives se justifiait par : (i) une montée des incertitudes pesant notamment sur l'investissement et la consommation *via* une hausse de l'épargne de précaution, (ii) une détérioration des conditions financières et une forte volatilité sur les marchés financiers pouvant réduire l'investissement ou restreindre la consommation *via* des effets richesse. (iii) À l'inverse, la forte dépréciation de la livre devait atténuer l'effet négatif du référendum sur l'activité, malgré la hausse consécutive des prix des produits importés, en améliorant la compétitivité de l'économie britannique.

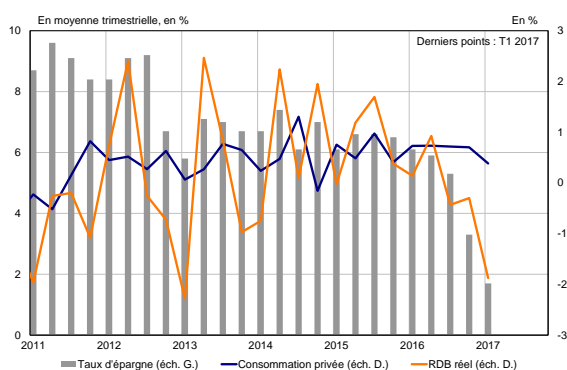
L'économie britannique a montré une importante résilience au choc du résultat du référendum. Les marchés, comme la confiance des entreprises, se sont redressés rapidement et les effets des incertitudes semblent avoir un impact modéré à ce stade sur l'investissement et sur l'épargne de précaution. Le taux de chômage a même continué de baisser. La solidité de l'activité au 2nd semestre 2016 a constitué une surprise pour les prévisionnistes. Jusqu'à maintenant, la dépréciation de la livre, d'environ 20 % entre fin 2015 et mi-2017, apparaît au total comme l'effet dominant du référendum. En outre, l'assouplissement de la trajectoire de consolidation budgétaire et la politique monétaire plus accommodante ont pu favoriser cette résilience de l'activité.

Toutefois, l'activité au Royaume-Uni a ralenti début 2017, et ce freinage devrait se poursuivre : la demande britannique finirait par s'éroder et les gains de compétitivité ne soutiendraient que modestement l'activité.

- (i) Suite à la dépréciation de la livre, **l'inflation a progressé** et dépasse sensiblement la cible de 2 % de la Banque d'Angleterre (+2,6 % en juillet).
- (ii) Malgré ces pressions inflationnistes et les tensions sur le marché du travail, **les salaires manquent de dynamisme**, en lien avec les incertitudes liées au *Brexit* et la hausse des coûts pesant sur les entreprises. Ainsi, le pouvoir d'achat est à l'arrêt.
- (iii) Malgré cela et malgré le choc d'incertitude, la consommation des ménages est restée allante grâce à **une forte baisse du taux d'épargne des ménages** (cf. graphique 4) et à un recours accru aux crédits à la consommation. Cette baisse de l'épargne peut s'expliquer en partie par la faiblesse du chômage et la croissance de la richesse des ménages britanniques (deux déterminants importants du taux d'épargne au Royaume-Uni) mais apparaît toutefois difficilement soutenable. **La consommation devrait donc marquer le pas.**
- (iv) S'il ne s'effondrerait pas, **l'investissement serait tout de même affecté par les incertitudes.**
- (v) **L'effet positif de la dépréciation de la livre sur les exportations serait contenu.** En effet, les entreprises ont partiellement compensé l'effet positif du change sur leur compétitivité-prix en ajustant leurs prix à la hausse (cf. graphique 5) et la sensibilité des exportations à la compétitivité pourrait de plus être relativement modeste.

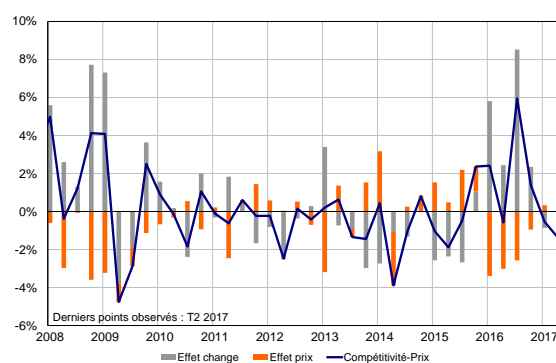
La prévision de croissance pour 2017 pour le Royaume-Uni dans le scénario du printemps 2016, avant référendum, était de +2,2 % ; elle s'élève aujourd'hui à +1,6 %.

Graphique 4 : pouvoir d'achat, consommation et épargne au Royaume-Uni



Source : ONS.

Graphique 5 : contribution à l'évolution de la compétitivité-prix au Royaume-Uni



Source : DG Trésor.

Hors du Royaume-Uni, l'issue du référendum britannique avait immédiatement entraîné une réaction brutale des marchés financiers qui se sont repris rapidement par la suite. Aussi, à ce stade, et par rapport au diagnostic établi à l'été 2016⁴, le *Brexit* affecterait la croissance des partenaires commerciaux du Royaume-Uni essentiellement *via* deux canaux. D'une part, *via* le canal commercial, car le ralentissement britannique induirait un freinage de la demande adressée à ses partenaires et pèserait donc sur les exportations de la France et de la zone euro en particulier. Et, d'autre part, *via* le canal du change, car la dépréciation de la livre renforcerait la compétitivité des exportateurs britanniques et pèserait à l'inverse sur la compétitivité des pays partenaires. Ces deux effets négatifs, modestes pour les partenaires commerciaux du Royaume-Uni, sont pris en compte dans le scénario international présenté ici.

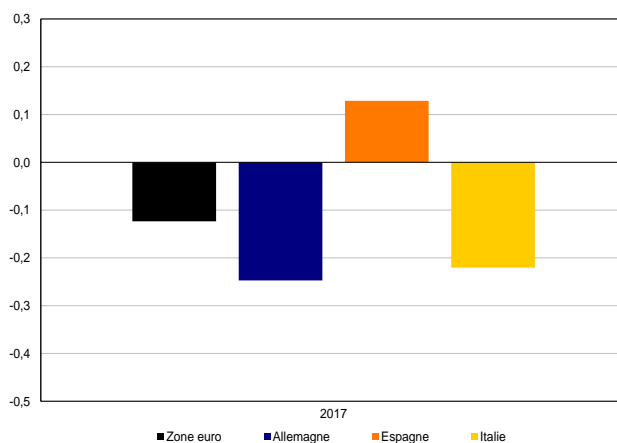
⁴ Cf. Bernard J-B., François L., Gillet T., Lecumberry J., Padieu Y. et Tavin A. (2016) « La situation économique à l'été 2016 : une croissance modérée gagnant graduellement en dynamisme », *Lettre Trésor-Éco* n° 181.

2.3 En zone euro, l'activité poursuivrait sa reprise à un rythme soutenu

La reprise économique se poursuivrait en zone euro en 2017 et 2018 à un rythme soutenu (+2,0 % puis +1,8 %). En 2017, l'inflation remonterait suite à la hausse du prix du pétrole, ce qui pèserait sur la consommation privée. Elle reculerait ensuite en 2018, avec la dissipation de l'inflation énergétique⁵, tandis que l'inflation sous-jacente progresserait légèrement mais resterait faible. En parallèle, le maintien du soutien monétaire de la BCE⁶ et l'amélioration des conditions de financement soutiendraient la reprise du crédit et l'investissement des entreprises, malgré l'existence d'incertitudes (impact des négociations sur le *Brexit*, issue des élections nationales, etc.) et la fragilité persistante des banques dans certains pays. Par ailleurs, l'accélération de la demande mondiale favoriserait la reprise des exportations malgré l'appréciation récente de l'euro, permettant ainsi au commerce extérieur de ne plus peser comptablement sur l'activité.

En 2017, l'orientation budgétaire agrégée de la zone euro serait à peu près neutre mais les politiques budgétaires seraient différentes selon les pays (cf. graphique 6). En Allemagne, l'orientation budgétaire serait expansionniste malgré le ralentissement des dépenses de consommation publique liées à l'accueil des réfugiés. En Italie, la politique budgétaire serait expansionniste et soutiendrait la croissance *via* une réduction de la pression fiscale. L'orientation budgétaire redeviendrait neutre en Espagne, après deux années de désajustement structurel.

Graphique 6 : ajustement structurel (*fiscal stance*)



Source : Commission européenne (*Spring forecasts*).

En Allemagne, l'activité conserverait un rythme de croissance solide (+2,2 % en 2017 et +2,0 % en 2018 après +1,9 % en 2016). La consommation publique resterait relativement dynamique, décélérant à mesure de l'essoufflement des flux d'arrivées de migrants. La croissance de la population active se poursuivrait, les créations d'emploi ralentiraient et le taux de chômage baisserait moins rapidement. La consommation freinerait donc quelque peu, mais par ailleurs l'amélioration des perspectives économiques permettrait une accélération progressive de l'investissement des entreprises.

En Italie, la croissance devrait augmenter (+1,4 % en 2017 et +1,2 % en 2018, après +0,9 % en 2016), soutenue par la demande intérieure. L'orientation budgétaire du gouvernement, à travers une réduction de la pression fiscale, favoriserait l'investissement alors que le regain de dynamisme de la demande mondiale stimulerait les exportations. Cependant, l'ampleur de la reprise reste conditionnée à une croissance dynamique de l'investissement, qui dépendra de la reprise du crédit dans un contexte de difficultés bancaires, en résorption mais toujours importantes. En outre, les effets des exonérations de cotisations sociales, qui ont stimulé l'emploi en 2016, se dissiperaient sur l'horizon de prévision. Ceci s'ajoutant à des négociations salariales peu porteuses – du fait d'un chômage toujours élevé –, la consommation privée ralentirait.

⁵ Sous l'hypothèse conventionnelle de gel du prix du pétrole en prévision.

⁶ Si la BCE a comme attendu modifié le 8 juin sa communication sur l'évolution des taux directeurs, en indiquant qu'ils resteront à leur niveau actuel pour une période prolongée et ne devraient donc plus être baissés, elle a également souligné l'atonie de l'inflation sous-jacente et réaffirmé qu'elle maintiendrait une orientation très accommodante tant que des pressions inflationnistes durables ne seront pas apparues.

En Espagne, l'activité décélèrerait en 2017 et en 2018 en raison notamment d'une politique budgétaire neutre après deux années de désajustement structurel. La croissance resterait toutefois robuste (+3,1 % en 2017 et +2,7 % en 2018, après +3,2 % en 2016). Le dynamisme des créations d'emploi soutiendrait la consommation. En dépit de l'élargissement de la base imposable à l'impôt sur les sociétés, celles-ci devraient accélérer leurs investissements, grâce à un niveau de confiance très élevé, un taux de marge toujours important et des conditions de financement favorables. Les entreprises espagnoles devraient continuer à enregistrer d'importants gains de performance à l'exportation et permettre une forte contribution positive du commerce extérieur à la croissance.

Tableau 1 : prévisions de croissance*

PIB (en moyenne annuelle, %)	moyenne 2000-2007	2014	2015	2016	2017 (prévisions, CJO)	2018 (prévisions, CJO)
Croissance mondiale¹	4,5	3,5	3,4	3,2	3,6	3,6
<i>Rappel de la croissance mondiale du Pstab 2017</i>	4,5	3,4	3,2	3,1	3,4	3,5
Économies avancées²	2,6	2,0	2,2	1,6	2,1	2,1
États-Unis	2,7	2,6	2,9	1,5	2,0	2,4
Japon	1,5	0,2	1,1	1,0	2,0	1,3
Royaume-Uni	2,9	3,0	2,2	1,8	1,6	1,4
Zone euro³	2,2	1,2	2,0	1,8	2,0	1,8
Allemagne	1,6	1,9	1,7	1,9	2,2	2,0
Italie	1,5	0,1	0,8	0,9	1,4	1,2
Espagne	3,7	1,4	3,2	3,2	3,1	2,7
Autres économies avancées	3,9	2,9	2,0	2,0	2,5	2,7
Économies émergentes²	6,6	4,6	4,2	4,4	4,6	4,6
Brésil	3,6	0,5	-3,8	-3,6	0,0	1,5
Chine	10,5	7,3	6,9	6,7	6,8	5,8
Inde	7,1	6,9	7,5	7,5	7,0	7,5
Russie	7,2	0,7	-2,8	-0,2	1,6	1,7
Turquie	5,4	5,0	5,8	3,0	3,8	3,0
Autres économies émergentes	4,3	3,4	3,5	3,5	3,4	3,6
Demande mondiale - France⁴		3,9	3,6	2,6	4,0	4,0
Commerce mondial⁵		3,8	2,3	1,6	4,0	3,9

¹ Données non-cjo sur le passé.

² Les agrégats économies avancées et économies émergentes sont estimés à partir de prévisions du FMI, corrigées en prévision des prévisions de la DG Trésor portant sur les pays du tableau ci-dessus ainsi que la France.

³ En prévision, l'agrégat zone euro est extrapolé à partir des prévisions de la DG Trésor pour l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne.

⁴ La demande mondiale couvre 39 pays (Allemagne, Belgique, Italie, Espagne, États-Unis, Royaume-Uni, Opec, Pays-Bas, Chine, Suisse, Japon, Russie, Pologne, Turquie, Brésil, Suède, Corée, Hong-Kong, Singapour, Canada, Maroc, Portugal, Autriche, République Tchèque, Hongrie, Australie, Inde, Malaisie, Mexique, Thaïlande, Irlande, Danemark, Grèce, Slovaquie, Norvège, Taïwan, Finlande, Philippines et Argentine), représentant 86 % des exportations françaises.

⁵ Le commerce mondial couvre 40 pays (les 39 listés ci-dessus et la France), représentant 85 % des exportations mondiales.

Source : FMI, *Perspectives économiques mondiales, mise à jour de juillet 2017* ; Calculs et prévisions : DG Trésor.

* Les prévisions sont arrêtées au 22 août 2017.

3. La croissance de la demande mondiale adressée à la France se redresserait nettement en 2017 et serait stable en 2018

Le commerce mondial⁷ a nettement ralenti en 2016, sa croissance atteignant un plus bas depuis 2009 (+1,6 % après +2,3 %), freiné par le ralentissement économique aux États-Unis et par la décélération des importations en zone euro après une année 2015 dynamique. En 2015 comme en 2016, l'élasticité du commerce mondial à l'activité mondiale a été exceptionnellement faible, notamment du fait du faible dynamisme du commerce dans les économies émergentes.

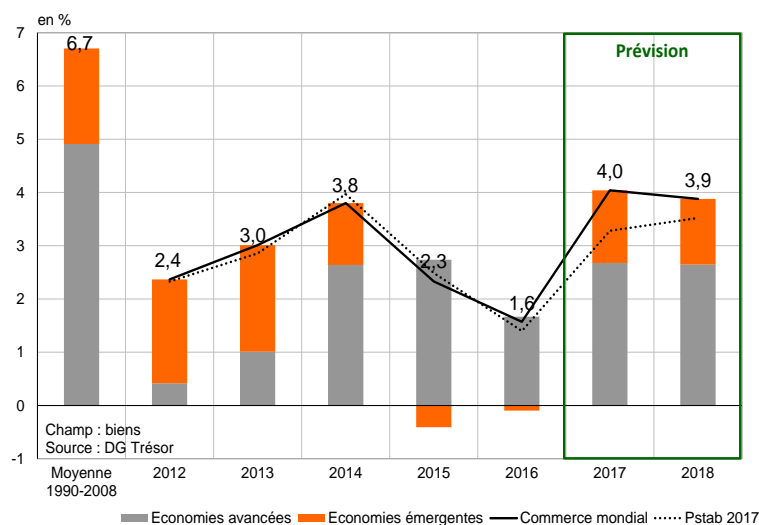
Le commerce mondial se redresserait en 2017 (cf. encadré 3), pour atteindre une croissance de +4,0 % (cf. graphique 7). Cette accélération du commerce mondial ne s'explique que très partiellement par l'accélération de l'activité mondiale, qui est de bien moindre ampleur. Elle est surtout liée à un redressement de l'élasticité des importations à l'activité mondiale. Ce redressement s'observe notamment en Chine et en Inde, après deux années d'atonie des importations en Chine et de contraction en Inde malgré le dynamisme de la demande dans ces deux pays, ainsi qu'en Russie où les importations ont

⁷ Commerce mondial de biens, en volume.

nettement rebondi en début d'année. Le commerce mondial serait également soutenu par le rebond de l'investissement privé aux États-Unis après le trou d'air de 2016, ainsi que par l'accélération du commerce des pays de l'OPEP résultant de la hausse du prix du pétrole.

La croissance du commerce mondial serait stable en 2018 à près de +4 %, reflétant la stabilisation de la croissance mondiale. Le commerce mondial retrouverait ainsi une croissance proche de celle de l'activité mondiale sur l'horizon de prévision. Néanmoins, la croissance du commerce mondial resterait bien inférieure à son rythme d'avant-crise (+6,7 % par an entre 1990 et 2008) essentiellement en raison de tendances structurelles⁸, puisque l'élasticité du commerce mondial à l'activité mondiale resterait plus faible qu'avant crise (elle serait proche de l'unité sur l'horizon de prévision, après 0,5 en 2016, contre une moyenne de 1,5 dans les années 2000 avant crise).

Graphique 7 : commerce mondial et contributions par zone



Source : DG Trésor.

La demande mondiale adressée à la France suivrait le même profil. Après avoir diminué à +2,6 %⁹ en 2016 (après +3,6 % en 2015), la croissance de la demande mondiale se redresserait nettement pour atteindre +4,0 % en 2017 comme en 2018 (cf. graphique page 1).

Encadré 3 : La croissance mondiale devient plus riche en échanges commerciaux

Fin 2016, le commerce mondial a entamé une franche reprise, qui se poursuit début 2017. Le commerce mondial enregistre une progression de +1,8 % en v.t. au 4^e trimestre 2016 et +1,4 % au 1^{er} trimestre 2017 selon le CPB¹⁰ (après +0,6 % au 3^e trimestre 2016), soit le rythme le plus élevé depuis le 4^e trimestre 2010. L'Asie émergente contribue pour une large partie au redressement des importations sur cette période (elle explique trois quart de l'acquis de croissance des importations à l'issue de mars pour 2017, qui s'élève à +4 % cf. graphique 8). La croissance mondiale est ainsi redevenue plus riche en échanges commerciaux.

En particulier, les importations chinoises ont rebondi fin 2016-début 2017. Ceci s'explique par le raffermissement de la demande intérieure d'une part, en particulier de l'investissement en infrastructures

⁸ Cf. François L., Lecumberry J. et Shimi L. (2016), « Comment expliquer la faiblesse du commerce mondial ? », *Lettre Trésor-Éco* n° 166.

⁹ La demande mondiale adressée à la France était moins atone en 2016 (+2,6 %) que le commerce mondial (+1,6 %). Elle a en effet davantage bénéficié de la reprise du commerce de la zone euro depuis 2014, grâce à la structure des exportations françaises : la moitié des exportations françaises sont à destination de la zone euro, contre un peu plus du quart des exportations mondiales. De plus, elle a été moins pénalisée par la dégradation des échanges dans les économies émergentes (qui représentent 20 % des exportations françaises contre près du tiers des exportations mondiales).

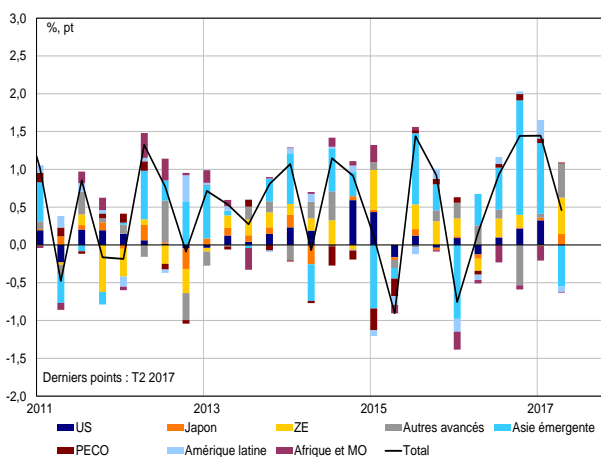
¹⁰ Centraal Plan Bureau, calculé à partir de données douanières.

en lien avec le soutien des autorités chinoises, et par le dynamisme des exportations d'autre part, porté par la reprise du commerce d'assemblage. L'accélération des échanges chinois bénéficie par ailleurs à l'ensemble de l'Asie en raison de la forte intégration commerciale régionale.

La reprise du commerce d'assemblage en Chine, et par suite des échanges commerciaux en Asie plus globalement, et l'affermissement de la demande en Europe et aux États-Unis continueraient de soutenir la croissance du commerce mondial.

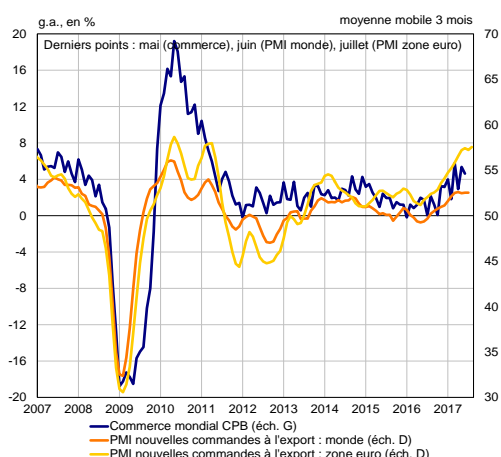
La reprise du commerce mondial devrait ainsi se poursuivre, mais à un rythme légèrement inférieur à celui des derniers trimestres. En effet, les nouvelles commandes à l'exportation, en progression quasi continue depuis mi-2016, plafonnent mi-2017 au niveau mondial (cf. graphique 9), et le commerce mondial du CPB affiche un ralentissement à +0,4 % au 2^e trimestre, porté par l'Asie émergente. L'acquis de croissance du commerce mondial selon le CPB pour 2017 à l'issue du mois de juin atteint tout de même +3,9 %. Nous avons opté pour un scénario de commerce relativement prudent, aussi bien sur les pays pour lesquels nous faisons des prévisions détaillées¹¹ que sur les autres, pour lesquels nous retenons un scénario inférieur à celui des organisations internationales. Ceci constitue donc un aléa positif pour la prévision de commerce mondial.

Graphique 8 : contributions à la croissance des importations mondiales



Source : CPB.

Graphique 9 : commerce mondial et PMI



Source : CPB, Markit.

4. Ce scénario central est exposé à de multiples aléas

- **Les orientations de politique budgétaire sont marquées par de fortes incertitudes.** L'issue des élections en Allemagne et en Italie, la mise en place du programme de l'administration Trump aux États-Unis, l'ampleur du plan de relance japonais annoncé l'été dernier ou encore des mesures de stimulus des autorités chinoises demeurent incertaines.
- **L'ampleur et le timing des effets du *Brexit* restent incertains.** L'ampleur du coût de la sortie du Royaume-Uni de l'UE dépendra à terme de plusieurs éléments (accords avec l'UE, durée de la période d'incertitude précédant leur signature, réaction des marchés, modification du *policy-mix* en réaction).
- **De nouveaux risques financiers émergent**, en particulier aux États-Unis. Les marchés pourraient être insuffisamment attentifs à certains risques économiques et politiques : en particulier, les indicateurs prix/dividendes sont bien au-dessus de leur moyenne historique, ce qui suggère que les actions pourraient y être surévaluées, tandis que la volatilité demeure faible
- **Les économies émergentes restent exposées à des aléas majeurs.** En Chine, les mesures de soutien des autorités à l'activité pourraient être plus fortes ou durables que prévu, ce qui retarderait l'inévitable ralentissement de l'activité. La faiblesse des prix des matières premières pose des

¹¹ Allemagne, Italie, Espagne, États-Unis, Japon, Royaume-Uni, Brésil, Chine, Inde, Russie, Turquie, OPEP.

difficultés financières dans plusieurs pays producteurs. Les incertitudes politiques et géopolitiques constituent également un aléa négatif.

- **L'évolution du commerce mondial est particulièrement incertaine.** La croissance du commerce mondial pourrait être plus forte qu'anticipé si le dynamisme observé fin 2016 et début 2017 se maintenait. Le scénario de commerce mondial retenu reste en effet prudent (*cf.* encadré 3).

Encadré 4 : Principales révisions par rapport au Programme de Stabilité (Pstab) d'avril 2017 et comparaison avec les prévisions des organisations internationales

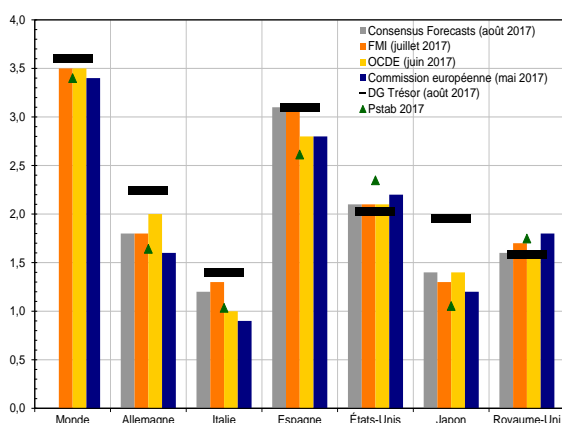
Depuis le scénario établi dans le cadre du Pstab, l'environnement international s'est amélioré à la fois dans les économies avancées et émergentes, conduisant à une révision des prévisions de croissance mondiale de +0,2 pt en 2017 et +0,1 pt en 2018.

La croissance est revue en hausse dans la plupart des grandes économies mondiales. C'est le cas au Japon où l'activité a surpris en hausse ces derniers trimestres, soutenue par une demande interne plus robuste. En zone euro également, le scénario de croissance a été révisé à la hausse. L'emploi a notamment surpris positivement, ce qui soutient le pouvoir d'achat des ménages, qui bénéficierait aussi en Espagne de la baisse annoncée de l'impôt sur le revenu de 0,2 pt de PIB pour les ménages les plus modestes en 2018. La consommation est donc revue en hausse, de même que l'investissement. En Chine, l'ampleur plus forte qu'anticipé du stimulus s'est traduite par une croissance plus dynamique au 1^{er} semestre 2017. Enfin, en Turquie, l'activité a été soutenue par la modération des incertitudes et une politique économique plus expansionniste qu'anticipé.

Cette amélioration du climat mondial ne se retrouve toutefois pas dans tous les pays. Au Royaume-Uni, la résilience de l'économie post-Brexit s'est poursuivie fin 2016, mais la croissance a faibli début 2017, globalement en ligne avec nos anticipations, laissant les prévisions quasi-inchangées. Aux États-Unis, l'activité a ralenti plus qu'anticipé, réduisant mécaniquement la croissance pour 2017. Enfin, au Brésil, la demande intérieure n'est pas parvenue à rebondir en raison de la résurgence des tensions politiques.

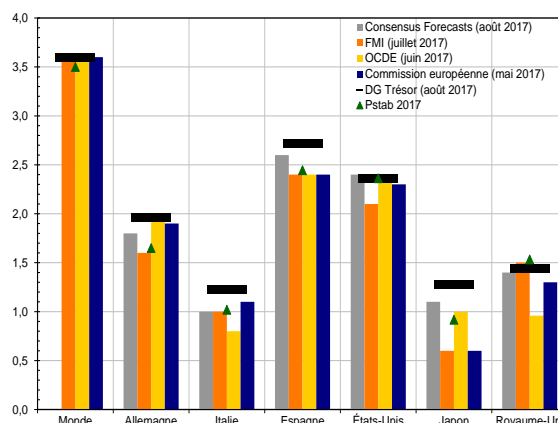
Ce scénario d'une accélération de l'activité en 2017, portée à la fois par les économies avancées et émergentes, est globalement consensuel (*cf.* graphiques 10 et 11). Il est proche du scénario présenté par la Commission européenne en mai et de ceux présentés par le FMI en juillet (WEO *update*) et par l'OCDE en juin. Il est également en ligne avec le *Consensus Forecasts* du mois d'août.

Graphique 10 : prévisions de croissance pour 2017



Source : FMI, OCDE, Commission Européenne, Consensus Forecasts, DG Trésor

Graphique 11 : prévisions de croissance pour 2018

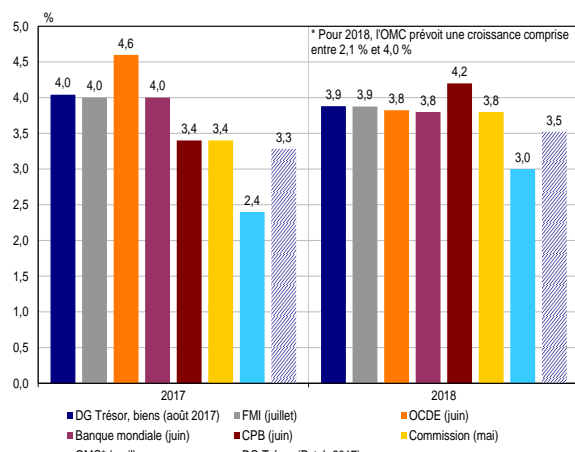


Source : FMI, OCDE, Commission Européenne, Consensus Forecasts, DG Trésor

Le commerce mondial est révisé en plus nette hausse depuis le Pstab, de +0,7 pt en 2017 et +0,4 pt en 2018, du fait d'une révision à la hausse des échanges aussi bien dans les économies avancées que dans les principales économies émergentes. De même, la demande mondiale adressée à la France a été révisée à la hausse : elle accélérerait à +4 % en 2017 et 2018 contre +3½ % lors du Pstab.

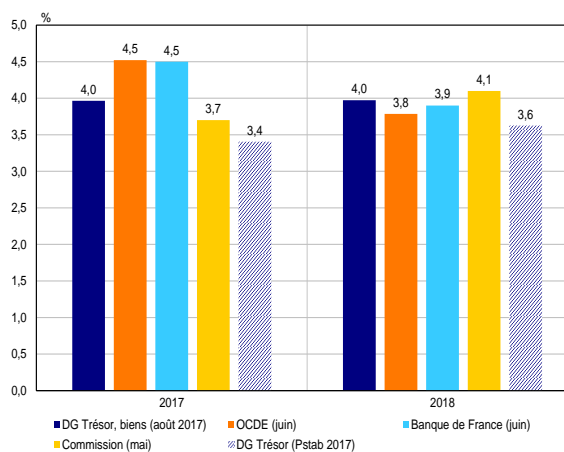
Si le scénario d'une accélération marquée du commerce mondial en 2017 est globalement consensuel, son ampleur diverge selon les prévisionnistes et la stabilité de la croissance du commerce en 2018 affichée dans notre scénario ne fait pas consensus (cf. graphiques 12 et 13). Notre prévision est en ligne avec le scénario du FMI et celui de la Banque Mondiale. À l'inverse, l'OCDE prévoit une accélération plus forte du commerce mondial en 2017 puis une décélération du commerce mondial en 2018. L'Insee prévoit également une hausse plus importante des échanges en 2017 (+5,9 %). La Commission prévoit quant à elle une accélération progressive du commerce mondial d'ici 2018. **Notre prévision est en ligne avec les prévisions externes en 2018.**

Graphique 12 : comparaison des prévisions de commerce mondial



Source : FMI, OCDE, Banque mondiale, CPB, Commission européenne, OMC, DG Trésor.

Graphique 13 : comparaison des prévisions de demande mondiale adressée à la France



Source : OCDE, Banque de France, Commission Européenne, DG Trésor.

Jean-Baptiste BERNARD, Laetitia FRANÇOIS, Thomas GILLET, Julien LECUMBERRY, Yasmine OSMAN, Morgane SALOMÉ

Éditeur :

Ministère de l'Économie et des Finances

Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Michel Houdebine

Rédacteur en chef :

Jean-Luc Schneider
(01 44 87 18 51)
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos
ISSN 1777-8050
eISSN 2417-9620

Derniers numéros parus

Septembre 2017

n°204. Succès et défis de l'économie argentine
Christian Gianella, Leonardo Pupperto, Sophie Wiewiorka

Août 2017

n°203. Les réglementations sectorielles en France
Anne Pratx, Sanae Daoudi

Juillet 2017

n°202. Comment expliquer la nouvelle dynamique des salaires en Allemagne ?
Diane de Waziers

n°201. Le redressement de l'investissement immobilier résidentiel est-il durable ?
Victor Barry, Louis Boisset, Marine Lefort

<http://www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-eco>

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie et des Finances.